



16. JULI 2024

NOTIZEN ZUM SOMMERHALBJAHR 2024

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.

Wir leben in interessanten Zeiten. Während unser tägliches Leben durch weiter steigende Lebenshaltungskosten und einen nachhaltigen 'Bärenmarkt' unserer Demokratie beeinträchtigt wird, sind nun die Einschnitte in der globalen Wirtschaftsordnung klar erkennbar: der Missbrauch der globalen Leitwährung als Wirtschaftswaffe, Sanktionen auf breiter Front, Vermögenskonfiszierung und Zölle müssen alle Nationen zu Unabhängigkeit und Widerstandsfähigkeit animieren. Die internationalen Regeln der westlich geprägten Wirtschaftsordnung sind also Perdue – wie geht es weiter? Seit dem II. Weltkrieg haben wir dieses Ausmaß an Veränderungen nicht mehr gesehen. Einem Großteil der Welt wurde damals der Stempel des westlichen Wirtschaftssystems aufgedrückt – mit der dann kommunistischen Welt, inklusive China, in Opposition. Heute sehen wir den Aufstieg des ‚Globalen Südens‘ mit Zuwächsen in Einkommen, Wirtschaftskraft – und Bevölkerung. Dies ist kein Ost-West Konflikt mehr, dies ist eine globale Differenzierung. Die westliche Welt, zum Großteil in einem fast kommunistisch anmutenden Sozialismus mit fehlenden Leistungsanreizen und alles Wachstum tötenden Schulden gefangen, hat keine Lösungen und beharrt auf einem gefährlichen Status Quo. Keiner spricht mehr über Kooperation und Frieden – soll Krieg hier Ausweg oder Ablenkung von der Malaise darstellen?

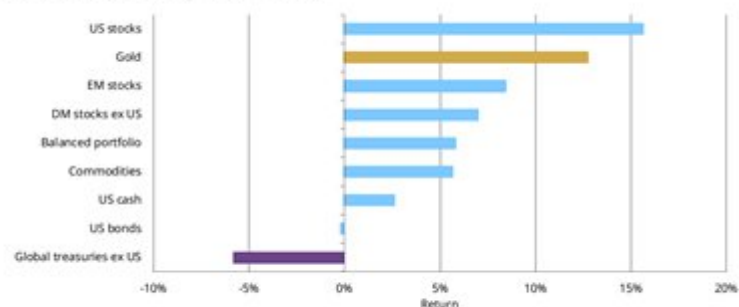
Haben die Kapitalmärkte hierauf schon entsprechend reagiert? Werden die derzeit als liquide angesehenen Anlageformen kaum liquidierbar (Private Equity, Private Debt, Immobilien)? Sind diese Anlageklassen durch die hoch bleibenden Zinsen auf Dauer geschädigt? Wird die schnelle Reaktion auf Trends das neue ‚Kaufen und Halten‘ ablösen? Sollten wir angesichts der Konzentration auf wenige Titel in den US-Märkten uns auf einen neuen ‚Crash‘ vorbereiten?

Derzeit sehen wir die Fortsetzung von Trends, die wenig mit langfristiger Kapitalanlage zu tun haben: z.B. institutionelle Strategien, die Bewegungen des Aktienmarktes limitieren und dabei Milliarden verdienen (Tagesoptionen), aber auch die Konzentration auf wenige Werte im Stile der Jahrtausendwende. Opportunismus ist als Anleger gefragt – das Ausnutzen von Kapitalströmen für eine flexible Anlagestrategie.

Zurück zu der Gretchenfrage: ja, wir sehen eine Reaktion der Kapitalmärkte – nur sind diese erst erkennbar, wenn man die tägliche Geräuschkulisse ausblendet. Bei Betrachtung des abgelaufenen Halbjahrs kann man klar erkennen, dass der amerikanische Kapitalmarkt immer noch das Non-plus-Ultra ist, Gold auf nachhaltige Nachfrage trifft und der ‚Globale Süden‘ an Attraktivität gewinnt.

Letzteres ist bemerkenswert, denn traditionell ist ein starker US-Dollar Gift für die Schwellenländer.

Chart 1: Gold remains one of the best performing assets of 2024
Y-t-d returns for gold and key asset classes in USD*



*Data as of 30 June 2024. Indices used: Bloomberg Barclays Global Treasury ex US, Bloomberg Barclays US Bond Aggregate, ICE BofA US 3-Month Treasury Bills, New Frontier Global Institutional Portfolio Index, MSCI World ex US Total Return Index, Bloomberg Commodity Total Return Index, MSCI EM Total Return Index, LBMA Gold Price PM (USD/oz), MSCI US Total Return Index.
Source: Bloomberg, World Gold Council



Nachdenkens-Wert

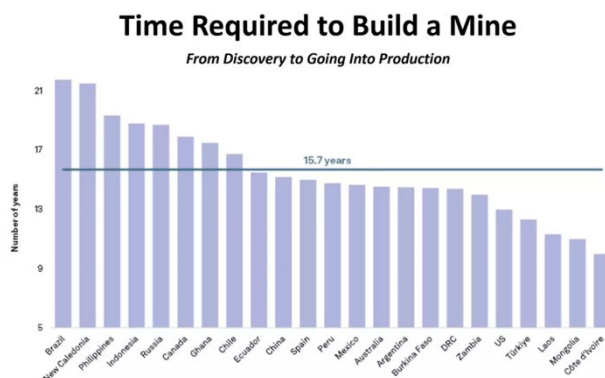
In den letzten Notizen wurde herausgestellt, dass Inflation eine unterschätzte, und den Bürger verarmende Steuer ist. Daher tut es not, einen weiteren Aspekt unserer immer höher werdenden Steuerbelastung herauszustellen: (,Straf')Zölle! Man liest über die kurzfristigen Gewinner oder Verlierer solcher ,Steuern' – aber nicht über die langfristigen Schäden dieser wenig nachhaltigen Wirtschaftspolitik:

- Zölle funktionieren wie eine Mehrwertsteuer, da sie durch Unternehmen an die Finanzbehörden weitergeleitet werden.
- Importzölle verursachen Preiserhöhungen und verstärken damit die Inflation.
- Zölle sollen Arbeitsplätze und Unternehmen schützen. Die so geschützten Unternehmen verlieren jedoch ihre Wettbewerbsfähigkeit und haben dementsprechend den umgekehrten Effekt.
- Zölle motivieren Exportmärkte zu Innovation und vermehrter Nutzung von Technologie. Auch dies eine Gefährdung der heimischen Arbeitsplätze.

Sind Zölle überhaupt angebracht? Befürworter weisen auf Aspekte der nationalen Sicherheit, in denen solche Maßnahmen angebracht seien. Wir sehen dies derzeit in den Exportverboten der fortgeschrittenen Halbleiterprodukte. Vielleicht wäre dies nicht notwendig, wenn man wieder mehr Energie in eine kooperative Wirtschaftsordnung legen würde.

Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Rohstoffe sind kritisch für das Funktionieren unserer Wirtschaft. Der Bedarf an Rohstoffen für die sogen. Grüne Transformation soll sogar die konventionell übliche Nachfrage weit übersteigen. Angesichts der Dominanz Chinas in der Produktion dieses ,dreieckigen' Wirtschaftszweigs stellt sich die Frage, wie die westliche Welt ihren Rohstoffhunger, u.a. auch für die künstliche Intelligenz, befriedigen will. Denn die Bauzeit für eine neue Mine beläuft sich mittlerweile auf fast 16 Jahre. Der Datenlieferer S&P Global hat die nebenstehende Graphik zusammengestellt, die die durchschnittliche Bauzeit in den verschiedenen Jurisdiktionen zeigt. Schockierend dabei ist, dass bei der Kalkulation von dem wohlmeinenden Umfeld der letzten drei Jahrzehnte ausgegangen wird. Die Welt konnte dabei auf niedrige



As of Apr. 4, 2022.
DRC = Democratic Republic of the Congo.
Includes countries with at least two mines.
Source: S&P Global Market Intelligence.
©2022 S&P Global.

Source: S&P Global

Energiekosten, historisch niedrige Zinsen, ein globalisierendes Umfeld und niedrige Material- und Lohnkosten zurückgreifen. Dies ist alles heute nicht mehr der Fall.

Daher sollten in den nächsten Jahren gut geführte Rohstoffunternehmen mit attraktiven Vorkommen als Investments reüssieren. Rohstoffe sollten in dieser veränderten Welt einen erhöhten Stellenwert erhalten. Dennoch ist Vorsicht geboten, denn bei sich gerade wieder schnell verändernden Wirtschaftsdynamiken sollte ein ,Kaufen

und Halten' bei diesen Vermögenswerten schwierig sein.



Indikatoren unter Beobachtung

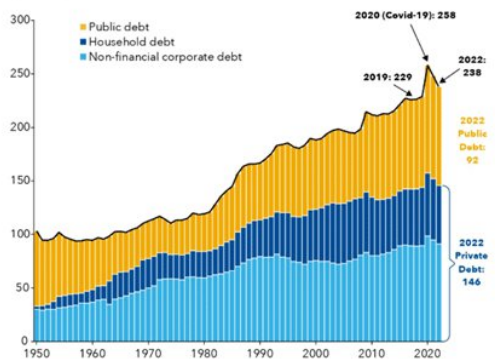
Die Illusionen einer konstruktiven Lösung des vor allem in den Industrieländern immer größer werdenden Schuldenbergs, platzen derzeit wie Seifenblasen: höhere Inflation, höhere Zinsen und höhere Schulden sind nicht mehr wegzudiskutieren. Das Schaubild der Ausgabe neuer US-Staatsanleihen, und insbesondere die Differenz zwischen den Schätzungen von Februar und Juni, weist auf eine gefährliche Dynamik hin. Man muss die Kritik des Notenbankers Powell an der US-Regierung sehr ernst nehmen: zuletzt hatte die US-Notenbank öffentlich Kritik an der Schuldenpolitik in den 70er Jahren (Vietnamkrieg) geübt!



Seit der Finanzkrise ist klar, dass eine höhere Schuldenaufnahme, auch bei ‚kostenfreiem‘ Zins, wachstumshemmend ist. Praktisch gesehen sind Zinszahlungen für eine Wirtschaft nicht produktiv –

Pandemic blip

Global debt, which remained significantly higher than its pre-pandemic level last year, may return to its long-term rising trend. (percentage of GDP)



Source: IMF 2023 Global Debt Database, and IMF staff calculations. Notes: The estimated ratios of global debt to GDP are weighted by each country's GDP in US dollars.

IMF

Global debt is on the rise.

Image: IMF

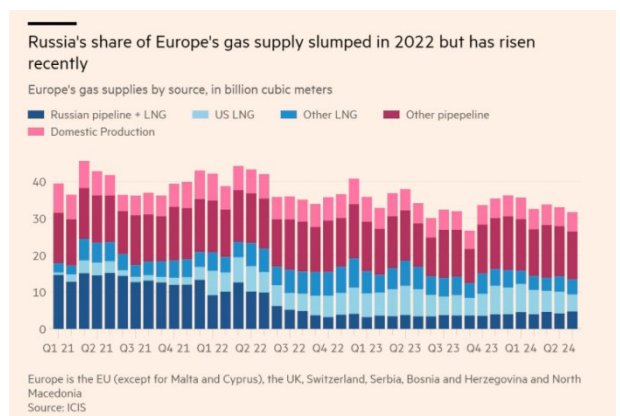
sie werden dem Wirtschaftskreislauf für andere produktive Zwecke entzogen. Eine Lösung unseres Schuldendilemmas wäre sehr einfach – wenn nicht die Anreizsysteme in unseren gesellschaftlichen Strukturen eine Kursänderung ‚unmöglich‘ machen.

Nun soll es neue Hoffnung geben: Die Künstliche Intelligenz (KI) und andere produktivitätsfördernde Technologien werden unsere Probleme lösen! Höhere Produktivität zulasten Arbeitseinkommen und Arbeitsplätze weisen aber auf ein altbekanntes Dilemma hin: weiter zunehmende Ungleichgewichte in der Gesellschaft sind absehbar. Die Zunahme ziviler Spannungen, die man derzeit **global** sieht, sollte sich damit verstärken.

Indikatoren unter Beobachtung II

Energie – ohne sie gibt es keine Zivilisation, keinen Fortschritt. Seit der Ukraine-Krise ist Europas Energieversorgung (in Kombination mit einer wohlstandszerstörenden Energiepolitik) die Achillesferse des Kontinents. Wir wissen, dass Sanktionen nicht funktionieren, wenn andere Länder preiswerte russische Energie für den Eigenverbrauch importieren und die eigene Energieproduktion teuer in den Westen verkaufen (z.B. Saudi Arabien). Dass Europa weiterhin nicht unwesentliche Anteile seiner Energie stillschweigend aus Russland importiert, zeigt die folgende Graphik (Russlands Anteil in dunkelblau):

Wenngleich amerikanische Erdgasimporte seit Herbst 2022 mit ca. 15-20% Anteil die russischen Lieferungen



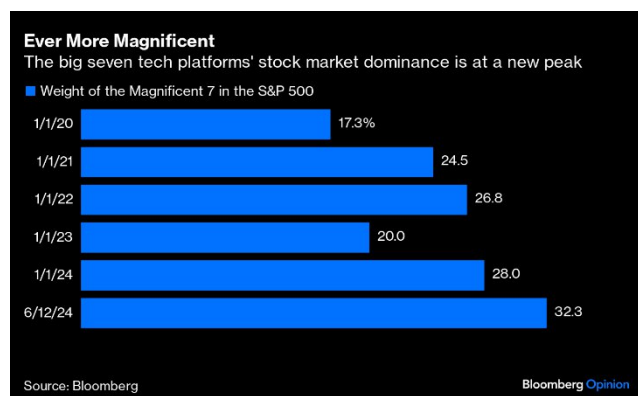


überholt haben, zeigen Daten der ICIS¹ mit 15% Anteil eine hohe Stabilität von Russlands Importen in die EU, Schweiz, Großbritannien. Die Statistik zeigt auch, dass ca. 5% europäischer Gasimporte durch türkische und ukrainische (!) Pipelines nach Europa fließen. Schade, dass das Scheitern der Sanktionspolitik nicht offen diskutiert und in Frage gestellt wird.

Indikatoren unter Beobachtung III

CHATGPT (der Protagonist der Künstlichen Intelligenz), so die herrschende Meinung, hat die Bedeutung der größten sieben Unternehmen im amerikanischen Aktienindex S&P 500 in eine neue Dimension gebracht. Bei einem Anteil von nur 1,4% der dort aufgeführten Unternehmen² nehmen diese Unternehmen jedoch gut 32% des Indexgewichtes ein. Es gibt Tage, an denen z.B. die Kursentwicklung von Apple oder Nvidia ca. 40% der Wertentwicklung des marktbreiten US-Aktienindex S&P500 ausmacht.

Erfolgt dieses enorme Geschäfts- und Bewertungswachstum zu Lasten kleinerer Unternehmen – und der Verbraucher? Ein Vergleich mit einem gigantischen Oktopus drängt sich auf, der in jeden (globalen) Winkel seine Tentakel ausbreitet und alles in seiner Umgebung ‚aufsaugt‘. Wettbewerb, aber auch Privatsphäre (und lokale Arbeitsplätze) sind diesen technologischen Fortschritts- ‚maschinen‘ geopfert worden – auch dies ist das Versagen auf politischer und wirtschaftlicher Seite. Ist ein Vergleich mit der Jahrtausendwende und dem Aufstieg und Fall des damaligen Darlings Cisco angebracht? Wir sehen dies als Spiegelbild der internationalen Kapitalströme, die in Indexprodukte investieren und die amerikanischen Kapitalmärkte als vergleichsweise ‚sicheren‘ Hafen vorziehen. Solange dieser Zustand anhält, sollten Korrekturen, aber kein Crash erwartet werden.



Einschätzungen

In seinem 1997 erschienenen Buch „The Grand Chessboard“ äußerte sich Zbigniew Brzezinski prophetisch über das seiner Meinung nach gefährlichste geopolitische Szenario: eine große Allianz von China, Russland und ggfs. Iran als Gegenpol zum Westen, motiviert nicht durch Ideologie sondern gemeinsam erfahrene Ungerechtigkeiten. Eine Herausforderung für den Westen, die an historische Soviet-Chinesische Allianzen erinnern würde. Diesmal jedoch wäre China der führende ‚Partner‘. Nicht zu unterschätzen dabei wäre auch die Rivalität von beiden Ländern in Asien, wobei China auch heute noch Russland als europäische Macht sieht, welche zu China gehörende Regionen immer noch besetzt hält.

Warum ist dies wichtig? Die sich derzeit abspielenden Machtkämpfe sind weniger auf konventionelle Kriegshandlungen fokussiert als dass sie enorme wirtschaftliche Konsequenzen für uns haben. China verfolgt systematisch die Dominierung strategischer Industrien (Solar, Pharma, Seltene Erden, etc.),

¹ ICIS = Independent Commodity Intelligence Service.

² Blog von John Authers: „Big Tech wins again on double whammy day“, 13.6.24.



indem intellektuelles Wissen gestohlen, Lieferketten übernommen und westliche Wettbewerber ausgehebelt werden. Dies alles vor dem Hintergrund eines ausgeklügelten Netzes von Korruption, Spionage und Erpressung westlicher Eliten (siehe z.B. in Kanada, aber auch Europa und natürlich den USA). In den letzten Wochen zeigt sich, dass auch die chinesische Halbleiterindustrie mit dieser Taktik die westlichen Lieferstops hat neutralisieren können und seine technologische Position (Dominanz im Weltraum, unter Wasser, etc.) ausbaut. Bitter ist dabei, dass dies durch die Korruption westlicher Eliten gefördert wird, da sie bewusst eigene Gesetze unterlaufen und die expliziten geopolitischen Ziele ihres eigenen Landes verraten.

Das Wesentliche

Die Kapitalmärkte zeigen sich derzeit unbeeindruckt von geopolitischen, zivilen und wirtschaftlichen Gegenwinden - oder auch einem bleibend hohen Zinsniveau. Viele zukünftige Entwicklungen sind schwierig vorauszusehen, so dass unsere Anlagepolitik eine Mischung von strategischen und taktischen Investments kombiniert. Taktisch bedeutet, dass die Rahmendaten für das nächste Quartal (oder zwei) eine große Rolle in der Positionierung spielen. Während die weltweiten Industrieaufträge bis in den Juni hinein auf verbesserte Rahmendaten³ weisen, sehen wir nun erste Anzeichen einer Verschlechterung des Wirtschaftsumfeldes. In Kombination mit einer im 2. Halbjahr zu erwartenden steigenden Inflationsrate sollte dies zu stärkeren Schwankungen führen. Allerdings sollte nicht zuletzt die hohe Verschuldung in der Welt zu einem Umfeld führen, in dem die Inflation höher sein wird als das Wirtschaftswachstum (=Stagflation).

Nach dem Attentat auf den kontroversen, ehemaligen US-Präsidenten, der politisch für Beendigung der Kriege und Abschaffung einer fehlgeleiteten Klimapolitik steht, sollten die nächsten Wochen zeigen, wohin sich die Märkte bis in den Herbst hinein wenden. Sicherlich müssen stärkere Schwankungen als im ruhigen 1. Halbjahr erwartet werden. Und es wird sich zeigen, ob die derzeit bestehenden Trends Bestand haben. Agilität steht also weiterhin im Mittelpunkt. Grundsätzlich favorisiert unser Haus den nordamerikanischen Markt und Investments, die bei höherer Inflation profitieren. Staatsanleihen halten wir weiterhin für wenig investierbar.

EINE WUNDERBARE SOMMERZEIT wünscht Ihnen
das Team der ARS PECUNIAE GmbH

³ Hedgeye 3rd Quarter Outlook, 20.6.2024.