



20. OKTOBER 2024

NOTIZEN ZUM III. 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.

Die vergangenen drei Monate waren von einer Häufung von Trendwechseln in den Einschätzungen der Investoren geprägt, so dass die Kapitalmärkte sich uneinheitlich darstellten. Dies ist nicht weiter verwunderlich, schaut man sich die geopolitische, und damit auch geowirtschaftliche, Dynamik der Welt an. Ein immer größer werdender Bruch ist zwischen China, Russland, Iran und Nordkorea einerseits, und der NATO-Allianz mit Australien und Japan zu erkennen, der erschreckenderweise wenig Ähnlichkeit mit einem kalten Krieg hat. Man kann nicht umhin, hier eher die letzten Vorbereitungen für globale kriegerische Auseinandersetzungen zu erahnen. Zusätzlich sehen wir eine Eskalation im Mittleren Osten, die die jahrtausendalten Mythen einer Apokalypse zwischen den unversöhnlichen religiösen Parteien wiederbelebt. Damit wird absehbar eine weitere Migrationswelle nach Europa ausgelöst.

Natürlich hat dies Auswirkungen. Ein Brennpunkt ist die Transportroute durch das Mittelmeer, durch die in 2023 etwa 12% des Welthandels abgewickelt wurde

. Im Vergleich dazu passierte dieses Jahr nur noch die Hälfte des Frachtvolumens das Rote Meer. D.h. Unternehmen weltweit müssen zusätzlich in die Sicherstellung ihrer Lieferketten, aber auch ihrer Auftragsbücher investieren. Der französische Philosoph Bastiat hat einmal bemerkt, dass Soldaten Grenzen überschreiten, wenn dies für Güter nicht mehr möglich ist. Dies gilt auch in unserer modernen Zeit.

Zentralbanken müssen ihre Währungsreserven den neuen geopolitischen Realitäten und möglichen Sanktionen anpassen, d.h. i.d.R. bedeutet dies eine weitere Reduzierung von US-Staatsanleihen und US-Dollar zugunsten von Gold und ggfs. strategischen Rohstoffen. Beobachtet man die internationalen Kapitalflüsse, so sind kontinuierliche Zuflüsse in Russland, Japan und besonders stark in den USA zu notieren. Eine Repatriierung von Geldern bzw. das Suchen von Schutz im sicheren Hafen (USA als der Einäugige unter den Blinden) deuten auch hier auf weitere Brüche unserer internationalen Wirtschaftsordnung hin. Nationale Dynamiken spielen ebenso eine Rolle. So wenden sich z.B. in China die Privatinvestoren vom Immobilienmarkt ab und schichten in Gold, Edelmetalle und seit neuestem auch in heimische Aktien um. Auch die japanischen Rückflüsse von im Ausland investierten Kapital sollte sich in veränderten Trends ausdrücken. Nur eins scheint gleich zu bleiben: die Zunahme der Staatsverschuldung der schon hoch verschuldeten Industrieländer, die ein unbefriedigendes Wirtschaftswachstum und höheres Zinsniveau mit negativen Begleiterscheinungen zementiert.

Die Vernetztheit der Welt und der Finanzmärkte hat Anfang August zu starken Ausschlagungen in vielen Anlageklassen geführt. Man sollte diese plötzlichen und rabiaten Korrekturen, diesmal hervorgerufen durch die starke Erholung des japanischen Yens, als Warnzeichen für die Anfälligkeit und begrenzte Liquidität in Ausnahmesituationen respektieren. Unser Haus hatte dies, in Erwartung eines zweiten Liquiditätsvorfalls, zum Anlass genommen, ein hohes Liquiditätspolster aufzubauen.

Zudem signalisiert der signifikante Preisanstieg des Goldes **ohne** die üblichen, zwischenzeitlichen Korrekturen außerordentliche Kapitalströme, die auf neue Prioritäten globaler Marktteilnehmer schließen lassen. Auf dieses Phänomen, und auch die dem zugrundeliegende Faktoren, wird in diesen Notizen schwerpunktmäßig eingegangen.



Nachdenkens-Wert

Die Nachrichten zur Krise der deutschen Automobilindustrie, und damit der deutschen Industrie im Generellen, reißen nicht ab – nun hat auch VW den ‚deutschen Nachkriegspakt‘ auf den Prüfstand stellen müssen. Aber nicht nur die verfehlte Energiepolitik Deutschlands muss hier genannt werden, sondern auch das Beharren auf einem veralteten Wirtschaftsmodell. Neben falschen staatlichen Anreizen muss auch die Arroganz der deutschen Industrie genannt werden, denn es mangelt an

Investitionen in zukunftsweisendes R&D (Research and Development). Die hier gezeigte Gegenüberstellung der jeweils drei größten US und europäischen R&D-Investoren zeigt die blinde Verfolgung veralteter Schwerpunkte in Deutschland.

FIGURE 7

Top-three R&D spenders and their industries in the EU and the US

Top 3 R&D spenders and their industries in the EU and the US			
	2003	2012	2022
US	Ford (auto)	Microsoft (software)	Alphabet (software)
	Pfizer (pharma)	Intel (hardware)	Meta (software)
	GM (auto)	Merck (pharma)	Microsoft (software)
EU	Mercedes-Benz (auto)	VW (auto)	VW (auto)
	Siemens (electronics)	Mercedes-Benz (auto)	Mercedes-Benz (auto)
	VW (auto)	Bosch (auto)	Bosch (auto)

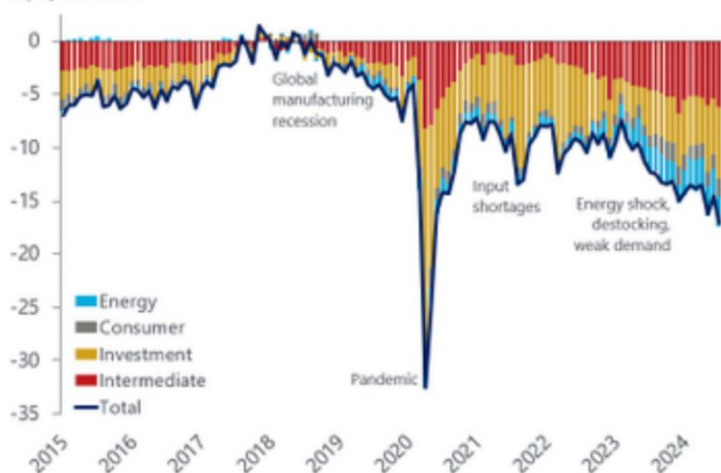
Source: Fuest et al. (2024). Based on the EU Industrial R&D Investment Scoreboard.

Industrieproduktion geht dabei noch weiter und zeigt, dass die aktuelle Zahlen ca. 15% unter dem Niveau von 2017 liegen. Man sollte anhand dieses nachhaltigen Trends eine radikale Umorientierung mit harten Lösungen suchen. Sicherlich sollte das jahrhunderte alte merkantilistische Wirtschaftsmodell auf den Prüfstand gestellt werden.

Die Malaise Deutschlands hat jedoch auch eine europäische Komponente, da unser Land in der Vergangenheit zum Wachstum Europas **wesentlich** beitrug. Der ehemalige EZB-Chef Draghi veröffentlichte nun eine von der EU-Kommission beauftragte Studie, die Lösungswege zur Behebung der europäischen Wachstumsstagnation aufzeigen soll. Wir erwähnen dies, da es u.E. politisch favorisierte Wege beschreibt. Zusammengefasst plädiert er angesichts der besorgniserregenden Situation für radikale Veränderungen, die dringend und konkret sein müssten: Einen europäischen „Marshallplan“ in kaum ermeßbarer Größe (natürlich finanziert mit gemeinsamen Schulden), der durch stark zunehmender Zentralisation und Wirtschaftsförderung à la China umgesetzt werden sollte. Mehr und mehr Staatseinfluß, hier zudem noch von einer ungewählten und supranationalen Institution, scheint uns jedoch nicht der Weg zu neuen Ufern mit Verbesserungspotential zu sein.

Germany: Contribution to industrial production

%, Q4 2017 = 0



Source: Oxford Economics/Haver Analytics



Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Kapitalströme müssen als ursächliches Phänomen der Wertentwicklung von Regionen und Anlageklassen gesehen werden. So erstaunt nicht, dass die starke Zunahme von ETFs, die Indizes ohne aktiven

Einfluss eines Managers abbilden, die Strukturen der Finanzmärkte wesentlich verändert hat. Hier¹ zeigt sich, dass der amerikanische Markt mit 70% des globalen ETF-Volumens eine Vorreiterrolle spielt. Europa selbst nimmt einen Anteil von 15% ein, während asiatische Indexfonds ca. 10% ausmachen.

Der große Einfluss von wenigen Titeln (z.B. die Magnificent Seven bestehend aus Microsoft, Netflix, Meta, Google, Apple, Tesla, Nvidia) auf die Wertentwicklung von Indizes ist auf den konstanten Zufluss von Kapital in die starken US-Märkte zurückzuführen.

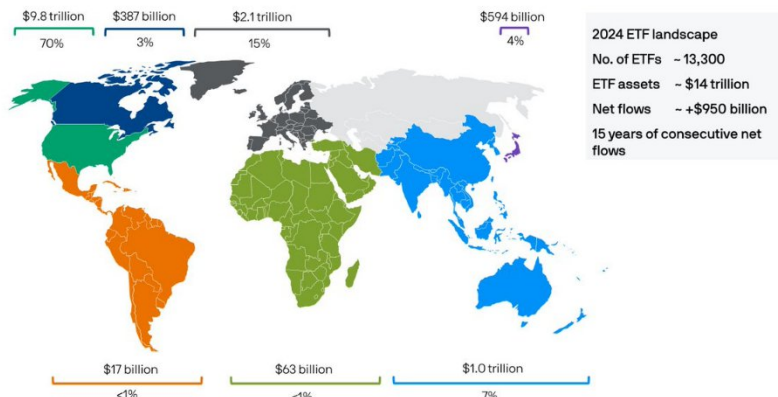
Kritiker befürchten, dass bei Mittelabflüssen diese Titel am stärksten leiden werden. Einen Vorschmack hatte dafür die Korrektur ab Dezember 2021 gegeben, in der gerade die Technologiewerte stark unter die Räder gekommen waren. Nischeninvestitionen könnten dieses ETF-Phänomen neutralisieren und damit die Volatilität eines Portfolios reduzieren.

Eine breit angelegte Strategie sollte jedoch neben den starken US-Märkten auch andere Regionen berücksichtigen. So lohnt sich ein Blick auf die Länder, die wirtschaftlich im nächsten Jahrzehnt stark punkten können. Die nebenstehende Graphik zeigt Ihnen die dynamischen Volkswirtschaften, die Berücksichtigung finden sollten. Bemerkenswert bei dieser Auflistung ist die Tatsache, dass unter den TOP 20 KEINES der größeren Industrieländer (Ausnahme Schweden) zu finden ist.

Sollten die Emerging Markets, die sogenannten aufstrebenden Volkswirtschaften, vielleicht die langfristigen Gewinner sein? Zumindest sollten sie, je nach eigenem Wirtschaftszyklus, Berücksichtigung in Portfolios finden.

¹ Twitter-Post @MikeZaccardi.

U.S. market represents about 70% of the global ETF landscape.



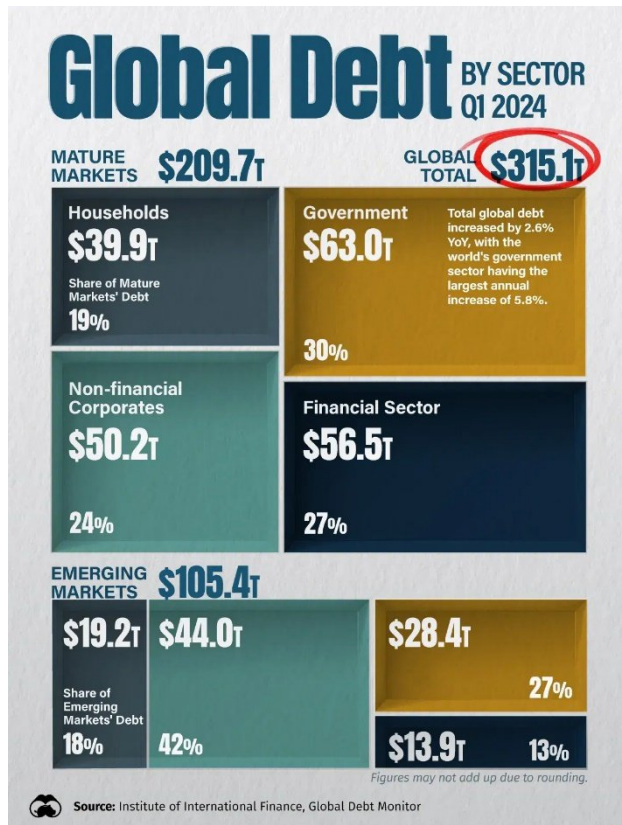
2024 ETF landscape
No. of ETFs ~ 13,300
ETF assets ~ \$14 trillion
Net flows ~ +\$950 billion
15 years of consecutive net flows





Indikatoren unter Beobachtung

Wie auch im letzten Quartal widmen wir uns an dieser Stelle dem globalen Schuldenberg, der in seinem Volumen (wie soll man sich mehrere hundert Billionen vorstellen?) nicht zu bewältigende Ausmaße angenommen hat. Das altmodische Konzept, Schulden zu begleichen, gilt nur für Bürger, ist offensichtlich aber unerheblich für Staaten, Finanzjongleure und teilweise auch Unternehmen. Hieraus resultierende Zinszahlungen sind unproduktiv, denn sie entziehen einer Volkswirtschaft Produktivkapital. Brenzlich wird es, wenn Anleger kein Interesse mehr an Schuldpapieren haben – sei es wegen Inflation oder aber Befürchtungen eines Bankrotts.

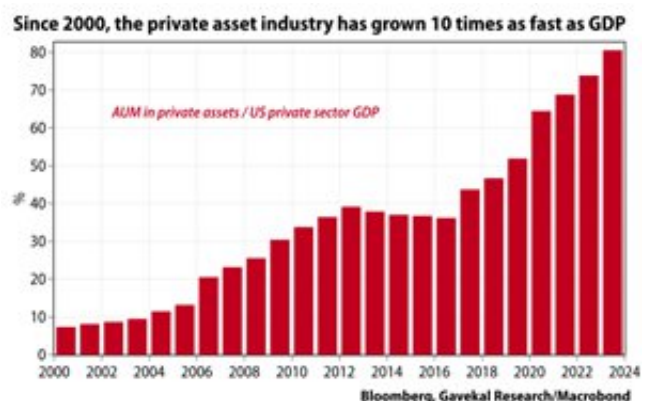


Wie Sie diesem Schaubild ansehen, entfallen zwei Drittel der globalen Verpflichtungen auf die Industrieländer (Mature Markets). Staaten und Finanzjongleure sind dabei die Hauptdarsteller. Wenngleich in Schwellenländern Unternehmen eine relativ höhere Verschuldung mit sich ziehen, scheint die absolute Höhe im Verhältnis zur Größe der dortigen Volkswirtschaften (China gehört dazu) gesünder auszufallen.

Indikatoren unter Beobachtung II

Sie kennen unsere Skepsis gegenüber sogen. ‚privaten‘ Vermögensanlagen, d.h. nicht an der Börse notieren Investments. Der Zustrom, den diese Anlageklasse bei institutionellen und wohlhabenden Privatinvestoren erfährt, basiert auf den in der Vergangenheit erwirtschafteten, attraktiven Renditen in einem niedrigen Zinsumfeld. Das nebenstehende Schaubild zeigt die dynamische Entwicklung einer Anlageklasse, die auf hohe Schuldenaufnahme von expandierenden Unternehmen fokussiert ist. Was könnte schiefgehen?

Neben der begrenzten Veräußerbarkeit solch langfristig gebundener Gelder ist heute ein sich stark wandelndes Wirtschaftsumfeld mit abnehmender Nachfrage in vielen Wirtschaftszweigen, absehbar anhaltend hohe Finanzierungskosten und einem immer unsicher werdenden Planungsrahmen (Geopolitik!) für Unternehmen zu nennen. Die Industrie erfährt darüberhinaus Gegenwind durch neue Wettbewerber wie Crowd-Funding Plattformen, Gruppen-Syndikate und neue Fonds-Strukturen. Diese sogenannte Demokratisierung der Industrie wird von vielen als Chance gesehen. Wir bleiben

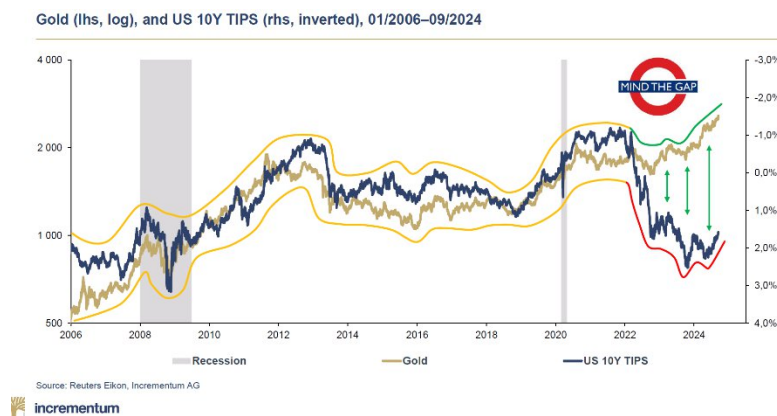




jedoch dabei, dass die heute möglichen Renditen die Nachteile der langen Kapitalbindung, die Instabilität durch eine hohe Finanzierungsquote und die geringe Veräußerungsmöglichkeit nicht kompensieren können.

Indikatoren unter Beobachtung III

Ein Zitat zum Nachdenken, weil es die heutige Realität wiedergibt²: Falls Dr. Copper (der Kupferpreis) als Doktor der Volkswissenschaft und Experte des globalen Wirtschaftszyklus fungiert, dann muss Gold als Professor mit Nobelpreis für das Studium der Geldentwertung angesehen werden. In der menschlichen Wahrnehmung verzerrt sich dieser Begriff, da wir alles in Bezug auf unsere Währung setzen. Damit äußert sich eine Geldentwertung in Preissteigerungen, sei es von Vermögenswerten oder Dingen des täglichen Bedarfs. Es gibt jedoch Hilfestellungen, um eine realistische Standortbestimmung vorzunehmen.



Sehen wir uns die nebenstehende Graphik genau an, die einen Vergleich der Preisentwicklung von Gold (gelb) gegenüber inflationsgeschützten US-Staatsanleihen seit 2006 zeigt. Dabei sollte berücksichtigt werden, dass Gold keine Erträge (Zinsen) abwirft. Wir können drei Phasen identifizieren: (1) Gold hinkt bis zum Jahr 2009 hinterher, (2) Gold und

inflationssgeschützenden Anleihen steigen gemäßigt in Tandem bis 2020 und (3) Gold steigt nachhaltig, während die Staatsanleihen Wert verlieren. Die Phase Drei impliziert, dass Anleger seit 2020 Gold präferieren, obwohl es keinen Ertrag abwirft. Und es bedeutet auch, dass Anleger klar den Schutz vor einer nachhaltigen Inflation **mit** einem politisch neutralen Medium suchen. Alternativ ist die Präferenz für Gold als neutraler Vermögenswert daran abzulesen, was der Anleger mit einer Unze kaufen kann: Man teile nur den Preis des Goldes durch (1) den Indexstand eines beliebigen Aktienindex oder durch (2) den Preis eines Barrels Öls - oder, oder, oder ... Gleichzeitig deutet es darauf hin, dass die Welt eine weitere Ausweitung der derzeitigen Kriegsherde fürchtet – und dies ist positiv für den US-Dollar und grundsätzlich auch für Gold.

Einschätzungen

Eine Bestandaufnahme des Jetzt und Hier aus langfristigem und zyklischen Blick³ zeigt eine sich stark ändernde Weltordnung in mehreren Dimensionen: (1) innerhalb aller Länder durch steigende Polarisierung zwischen extremen politischen Richtungen (Neo-Sozialismus bzw. Kommunismus versus Neo-Faschismus) und Erahnung von Bürgerkriegen, (2) zwischen Staaten durch steigende ‚kalte‘ und ‚heiße‘ Konflikte zwischen alliierten Parteien (der Westen) oder Zweckverbündeten (Russland, China, Iran, Nordkorea), (3) das Crescendo eines langfristigen Schuldenzyklus mit den daraus resultierenden

² Charlie Morris via Incrementum Real Vision AMA, September 2024

³ Vgl. auch das oft zitierte Werk von Ray Dalio.



Turbulenzen in Kombination mit (4) umwälzenden Technologien und (5) einer zur alten, zerstörerischen Normalität zurückkehrenden Natur.

Der Zusammenfall vielfältiger Faktoren ist ein jahrtausende altes Phänomen, dass Investoren vor großen Herausforderungen stellt. Insbesondere der Zusammenfall der geopolitischen Ordnung bringt Paradigmenwechsel mit sich, die in der unipolaren Weltordnung der letzten 70 Jahre unbekannt waren. Bekannte Wechselbeziehungen mögen ihre Gültigkeit verlieren (z.B. steigende Rohstoffpreise, wenn der US-Dollar fällt). Gedankliche Flexibilität ist angebracht. Wenn sich wesentliche Faktoren an den Kapitalmärkten ändern, kommt die Emotionalität der Anleger zutage. Verständnis für die dadurch entstehende Volatilität und eine längerfristige Perspektive für die daraus entstehenden Opportunitäten sind heute das angemessene Rüstzeug. Und nicht zuletzt kann ein Zitat des Management-Gurus Peter Drucker helfen: „Die größte Gefahr in Zeiten von Turbulenz ist nicht die Turbulenz selbst, sondern nur das Handeln mit gestriger Logik.“

Das Wesentliche

Der offensichtliche Plan aller Industrieländer sind expansive Schuldenaufnahme mit Unterstützung der Zentralbanken. Die Konsequenz ist eine breitflächige Geldentwertung, die Inflation verursacht. Man sollte sich nicht von den offiziellen Inflationsstatistiken in die Irre führen lassen, da sie in keinsten Weise unsere Lebenshaltungskosten widerspiegeln. Man ist wohl geraten, die Preise von Rohstoffen, Öl, Gold und dem US-Dollar zu beobachten. Sie sollten den Weg weisen. Langfristige Zinsen würden bei einem von unserem Haus langfristig erwarteten höheren Inflationsniveau zum Spielball politischer Eingriffe werden. Aktien und physische Werte sollten von der großangelegten Geldentwertung profitieren, auch wenn natürlicherweise Korrekturen immer wieder erfolgen. Die Strategien unseres Hauses stellen deshalb Realwerte in den Vordergrund.

Herzlich begrüßt das Team der ARS PECUNIAE GmbH