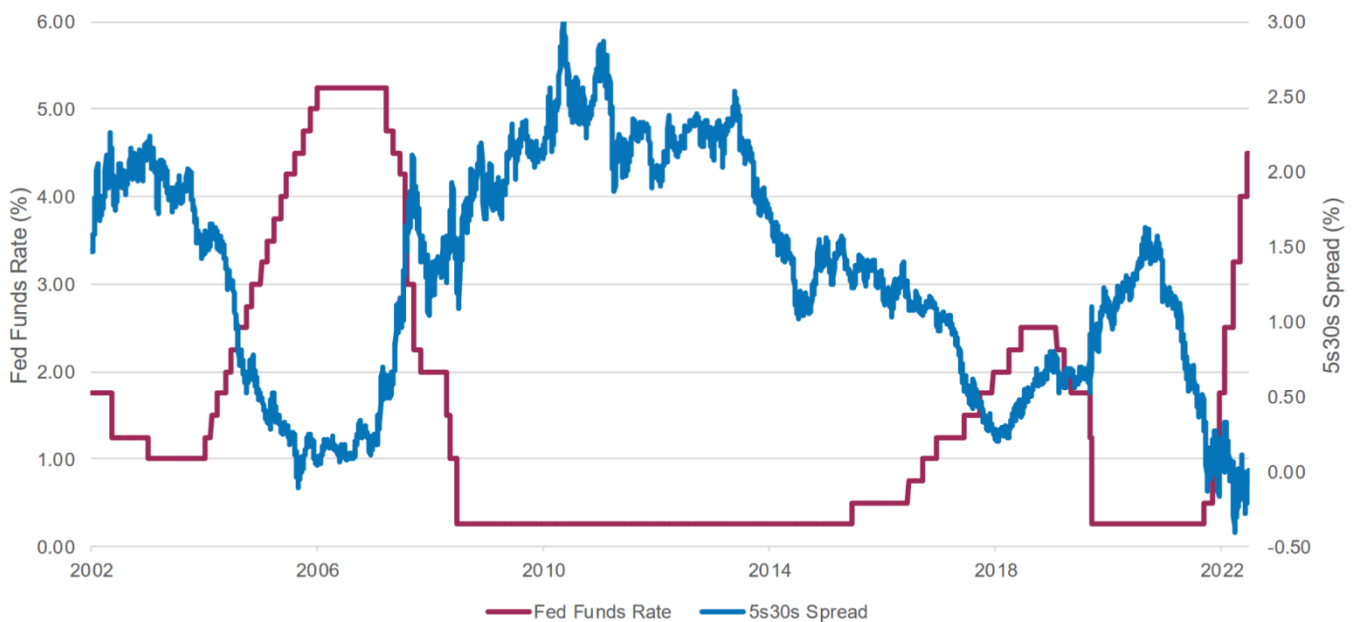


November 2022 sah eine verstärkte Fortsetzung der Aufwärtsbewegung, die im Oktober nach der ersten Abschwächung von den extremen Inflationszahlen des Sommers eingesetzt hatte. Die GAMAG-Programme nahmen an dieser Bewegung teil, und bauten ihre Jahresgewinne leicht aus, während die Aktienindizes ihre massiven Jahresverluste im Vergleich dazu prozentual stärker reduzierten, wobei aber – und dies ist das Besondere des Jahres 2023 - klassische Anlagen für 2023 durch die Bank weiterhin mit die schlimmsten Anlageergebnisse seit Jahrzehnten aufweisen. Sowohl mit Aktienanlagen wie mit Renten-/Anleihen-Investments wurden auf Indexbasis massive zweistellige Jahresverluste erzielt, während GAMAG Black+White ein ruhiges positives Ergebnis von rund + 5% aufweist.

Strategie	November 2022	% gg.Vormonat	% seit Handelsstart
G.A.M.A.G Black+White	16.887,49	+ 0,15 %	+499,17 %
G.A.M.A.G Vola+Value	11.160,15	+ 0.84 %	+ 32,83 %

		31.12.2021	30.11.2022	Ergebnis bis November 2022
GAMAG Black+White		16.045,45	16.887,49	+5,25 %
DAX	40 deutsche Aktien	15.884,86	14.397,04	-9,37 %
SP 500	500 US Aktien	4.766,18	4.080,11	-14,40 %
NASDAQ 100	100 US Tech-Aktien	16.320,08	12.030,06	-26,29 %
ARKK	Spekulative Zukunftstechnologien	94,59	37,48	-60,38 %

In der Gesamtbewertung des Monats haben die klassischen Aktienindizes aufgeholt, dies getrieben primär durch eine Erholung bei den Big Tech-Aktien, also von GOOGLE, Amazon, Apple, Microsoft etc. Die spekulativen Tech-Segmente erlitten gemessen am ARKK sogar noch eine weitere leichte Abschwächung. Letztlich wurden also ausgehend von den erwartet weiter gut fließenden Gewinnen bei Big Tech diese Gewinne wieder etwas weniger diskontiert, man kann auch sagen etwas positiver bewertet. Aufgrund fortbestehender Rezessionsängste wurden Zukunftstechnologien mit unsicheren Erträgen, und diese auch erst etwaig in einigen Jahren, gemieden, eine sinnvolle Überlegung.



Im Gesamtergebnis wurde damit aber eine massiv überbewertete Bewertung bei BigTech, die in den vertretbaren Bereich zurück gekommen war, durch die nun erfolgten Anstiege schon wieder in Richtung überteuert bewegt. Unser verhaltenes Interesse, und daher auch die unterdurchschnittliche Partizipation an dieser Erholungsbewegung

begründet sich auf genau diesem Umstand. BigTech war akzeptabel, aber mitnichten wirklich attraktiv, im September bewertet gewesen. Eine attraktive Bewertung lag nie vor.

Die Märkte antizipieren aus unserer Sicht auch nicht nur viel zu viel, sondern auch viel zu früh. Die die Aktien treibende Story ist wieder die alte: Es wird eine Rezession kommen Die FED wird deshalb die Zinsen senken müssen. Es wird wieder Geld gedruckt werden. Dies war in der Vergangenheit der Treiber der Hausse seit 2009. Also kaufen wir. So einfach, aus unserer Sicht viel zu einfach, denken momentan wieder einmal die Märkte.

Wird es zu einer Rezession kommen? Nun hier muss man sehr genau auf die Definition schauen, gerade auch was das Timing betrifft. Richtig ist: Wenn der Zinsaufschlag für langfristige Zinsbindung negativ ist, folgt typisch eine Rezession. Dies ist aktuell der Fall. Man bekommt etwa für 5-Jahres-Zins-Anlagen höhere Zinsen als für 30-jährige. Dieser kurzfristige Zinsvorteil liegt aktuell schon bei rund 0,5% (blaue Kurve im vorstehenden Chart)). Also deutet alles auf Rezession hin.

Nun ist es "seltsamerweise" in Deutschland in 2022 aber bisher gar nicht zu dem erwarteten Wirtschaftseinbruch gekommen, den wir bei GAMAG aber auch gar nicht erwartet hatten. Wenn man wie in der heißen Phase der Covid-Krise Nichtleistung durch Staats-Scheckss belohnt, wobei das Geld nicht ausgegeben werden kann, dann eine Inflationserwartung/-erfahrung in breiten Teilen der Bevölkerung sich bildet, dann kommt es natürlich erst einmal zu Nachzieheffekten (Covid-Nachhol-Effekten) in Kombination mit inflationsbedingten Vorzieheffekten im Rahmen des Möglichen. Es wird also erst einmal das Girokonto geleert, um noch billig das, was man sowieso kaufen wollte, aber nicht konnte, noch zu kaufen, bevor alles noch teurer wird. Deshalb war der private Konsum in Q3 2022 der Wachstumstreiber. Nur werden diese Effekte nun auslaufen, und mit den Nachzahlungen für Energiekosten, die bei der Masse der Verbraucher in Q2 2023 erfolgen werden, steht für Mitte 2023 eine deutliche Belastung der Rechenwerke an. Rein technisch werden die Verbraucher das Geld ja irgendwo hernehmen müssen, also vom sonst erfolgenden anderen Konsum, diesen also reduzieren müssen. Gleichzeitig wurde aber beispielsweise natürlich nicht etwa mehr Gas konsumiert, sondern sogar weniger, nur eben zu deutlich höheren Preisen. Dieser Preiseffekt wird bei der Berechnung des realen Brutto-Inlandprodukts herausgerechnet, und was übrig bleiben wird, ist dass natürlich dann im Endeffekt, im Vergleich etwa zu 2020, sowohl weniger Gas als auch weniger andere Produkte und Dienstleistungen verbraucht werden, also insgesamt ein mengenmäßig klares Schrumpfen stattfindet! Nur sieht man dies wie gesagt jetzt noch nicht. Dies wird aber ein großes Thema zur Jahresmitte werden. Also werden wir von daher eine Rezession sehen.

Nun aber zu den Gegeneffekten. Gleichzeitig werden und können durch eine wegen der Verrentung der Baby-Boomer schrumpfende Arbeitnehmerschaft zunehmend Gehaltsforderungen geltend gemacht werden, und dies wird erfolgen, gerade weil eben der Preisdruck hoch bleiben wird. Wird es also wirklich zu einem Schrumpfen kommen? Was auch noch völlig missachtet wird, ist, dass der weltgrößte Kosument, China, durch die dortigen Covid-Maßnahmen ebenfalls eine noch zurückgehaltene Nachfrage abzarbeiten hat. Für die Annahme einer weltweit zusammenbrechenden Nachfrage spricht also nichts, sondern es gibt auch massive kompensierende Effekte! Von daher sollte man insbesondere nicht auf einen zusammenbrechenden Rohölpreis setzen. Die Chinesen fangen jetzt erst wieder an Auto zu fahren nach der Abriegelung Ganzeer Großstädte. Das Pendel kann hier deswegen auch ganz schnell in die andere Richtung ausschlagen!

Die Zentralbanken wollen das vorstehend beschriebene Stagflationsszenario vermeiden, nur haben sie trotz der gestiegenen Zinsen dazu aus unserer Sicht keine Mittel. Vergessen wir nicht, dass in den kompletten 80er Jahren Zinsen von 6%, 7%, und bis zu 9% völlig normal waren, und dies sind deutlich höhere Zinsen als jetzt. Was mit der LTCM-Pleite 1998 begann, sich mit der Antwort auf die Finanzkrise fortsetzte, die letztlich Schaffung eines künstlich niedrigen Zinsniveaus durch die Zentralbanken weit unterhalb des natürlichen, kann rein technisch nicht wiederholt werden, solange nicht die Inflation deutlich auf unter 2% zurück kommt. Würden die Zentralbanken jetzt die Zinsen schon wieder senken, würde dies nur einen noch stärkeren Inflationsschub auslösen. Diesen Fehler hat die US-Zentralbank Mitte der 70er Jahre gemacht, damit die Stagflation verlängert und erhöht und musste mit noch radikaleren Zinsen gegensteuern. Sie wird diesen Fehler nicht wiederholen, wie Chairman Powell sogar klar erklärt hat! Gerade weil es, wie vorstehend dargelegt, eben absehbar zu keinen massiven Arbeitslosigkeits-Effekten kommt, wird auch der politische Handlungsdruck auf die Zentralbank gering bleiben.

Basis-Innovations-Produktivitätsschübe, die alternativ eine massive Produktionsausweitung zu fallenden Preisen erzeugen könnten – etwa Email statt Brief in den 90er Jahren – sind aktuell nicht erkennbar. Alle technologischen Veränderungen laufen eher auf Preissteigerungen hinaus (mehrere Stromerzeuger parallel; Stromtankstellen neben Benzin- und Diesel-). Solche hier von Umwelt-Anforderungen getriebenen Umstellungen der Produktion führen zu teurerer Produktion, nicht billigerer! Und diese Umstellung benötigt wieder was? Zusätzliche Arbeitnehmer!

Erst eine deutliche Arbeitslosigkeit könnte aber den Lohndruck reduzieren, beziehungsweise Durchsetzung höherer Lohnforderungen erschweren, ein Zustand, der mit alledem und angesichts der massiven Verrentung der Boomer schwer zu erzielen sein wird. Insofern wird die Inflation zwar schon aufgrund des Basiseffektes deutlich von den 10%-Niveaus zur Jahresmitte 2022 zurückkommen, aber eben nicht in Richtung Null-Inflation, und bleibt damit das Potential für Zinssenkungen der Zentralbanken eben begrenzt. Höhere Zinsen länger als erwartet ist hier das Resummée.

Die Konsequenz für die Aktienmärkte ist, dass es verfrüht ist, das Zinsproblem als gelöst zu betrachten, und gar zu erwarten, alles ginge wieder auf End-2019er-Stände zurück und dies auch noch schnell. Die aktuelle Hausse steht damit in der Gesamtbewertung aus unserer Sicht auf fundamental tönernen Füßen.

Hinsichtlich der Sektoren wird eines der großen Themen für 2023 und darüber hinaus nicht mehr der massiv steigende Profit der informationsverarbeitenden Tech-Unternehmen sein, die letztlich als Vermittler die produzierenden Unternehmen, die eine Überproduktion als Gesamtheit/Wirtschaftssektoren aufwiesen, gegeneinander ausspielen konnten (und nichts anderes sind ja die verschiedenen Preisportale wirtschaftlich!), sondern in einer Welt, in der der Hotelier eben keine billigen Reinemachefrauen mehr findet, wird das Angebot abnehmen, oder zumindest un stetig zur Verfügung stehen, und damit wird sich die Marktmacht tendenziell wieder hin zu den Produzenten verschieben. Statt billiger Standard-Massenverarbeitung (was kostet ein Standardzimmer in Hotel A, B, oder C) wird die Informationsverarbeitung das Einholen von immer mehr komplexeren Informationen (ist dieses Hotel Covid-geschlossen? Müssen Kunden umgebucht werden? etc.) umfassen müssen, was arbeitsintensiver und nur begrenzt automatisierbar ist, was also wieder zusätzlichen Menschen-Einsatz nötig macht. Die einfache Konsequenz ist, dass dies zu schrumpfenden Margen bei den Vermittlern führt. Weder werden deren Gewinne demnach so massiv weiter steigen, wie dies historisch bis 2021 der Fall war, noch sind diese steigenden Zukunfts-Gewinne aufgrund der eben nicht so stark zurück kommenden Zinsen vergleichsweise zukünftig wieder so attraktiv, wie sie es vielleicht Anfang 2020 noch waren (die krasse Überbewertung in 2021 einmal ausgeklammert). Das Revival der BigTech-Werte, welches die Märkte aktuell spielen, ist unserer Meinung nach daher nicht nur zu früh, sondern auch überschätzt, und im Ergebnis sind die BigTech-Aktien schon wieder und weiter überteuert.

Als Gesamteffekt sehen wir daher eher seitwärts schwankende Märkte und keine Fortsetzung der jüngst doch massiven Aufwärtbewegungen, da die Indizes weiterhin massiv durch die BigTech-Kurse dominiert werden. Gerade unsere optionsbasierten Strategien sollten daher weiter deutlich bessere Ergebnisse als Indexinvestments bringen