



11. APRIL 2023

NOTIZEN ZUM I. QUARTAL 2023

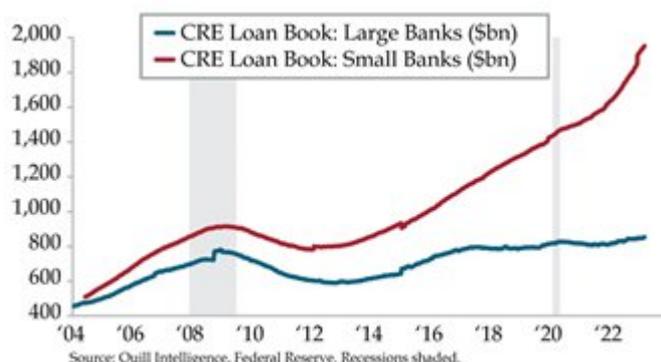
Zusätzlich zum Reporting erhalten Sie mit diesen Anlagenotizen Informationen zu Vermögensanlagen, Anlagephilosophien oder Markteinschätzungen, die wir interessant finden und die Sie hoffentlich bereichern. In unseren regelmäßigen Gesprächen können wir dies gerne vertiefen.

Seit dem I. Quartal **2022** verursachen die rabiaten Zinserhöhungen der westlichen Notenbanken zunehmend stärkere Friktionen in den Finanzmärkten. Die Notenbanken haben keine Wahl – auch wenn viele Marktteilnehmer die stringente Zinspolitik nicht nachvollziehen können. Nachdenklich macht unser Haus, dass die schon frühzeitig absehbaren Inflationstendenzen lange keine Reaktion der Notenbanken verursachten. Vielleicht ist der zeitliche Zusammenfall von Ukrainekrieg und die Zinserhöhungen der westlichen Notenbanken kein Zufall: Die historische Betrachtung zeigt, dass die Zinsen in Kriegszeiten auf einem hohen Niveau gehalten werden müssen.

Man könnte aufgrund der Schlagzeilen aus den USA den Mittelpunkt der im Finanzsektor zutage tretenden Probleme im dortigen Markt ansiedeln. Weit gefehlt: Die Situation ist für das gesamte internationale Bankensystem gefährlich, denn neben einem laxen Risikomanagement zwangen die verschärften Regularien (seit der Finanzkrise 2007/2008) Institutionen in verstärktem Maß, niedrig verzinste Anleihen als „Sicherheitspolster“ im Bestand zu halten. Als Beispiel zeigt Ihnen dieser Chart die **nicht realisierten** Verluste der US-Banken auf die im Bestand gehaltenen Anleihen. Die blauen Balken repräsentieren Anleihen, die bis zur Fälligkeit gehalten werden und in den Bilanzen zum Nominalwert ausgewiesen werden (dürfen). Nicht so der beige Teil, der zur Veräußerung markiert ist und dementsprechend zum geringeren Wert in der Bilanz dargestellt werden muss.



Die Situation ist wesentlich komplexer als die Geschehnisse in 2007/2008, da diesmal **alle** Finanzinstitute und Anlagesammelstellen betroffen sind. Künstlich niedrig gehaltene Zinsen und eine sorglose Anlagementalität stehen im Mittelpunkt einer sehr komplexen und international verwobenen Finanzwelt. Neben den regulierten Finanzinstituten (Banken, Versicherungen) gibt es eine Vielzahl von



nicht regulierten Unternehmen mit mindestens genauso hohem Verlustpotential: Hedgefonds, Rentenfonds, private Kreditfonds und Private Equity Fonds. Beispiel eines ersten Kollateralschadens ist PIMCO, eine Tochtergesellschaft der Allianz, deren Fonds nun die Anleihen der jetzt „verstorbenen“ Credit Suisse in Milliardenhöhe abschreiben müssen. Verschärft wird die Situation durch ein signifikantes Kreditgeschäft in kommerziellen Immobilien, die angesichts der Schwierigkeiten im Büroimmobiliensektor zusätzliches Verlustpotential offenbaren. Unser



Haus geht deshalb davon aus, dass die Geschehnisse in den Tagen des März die erste Phase einer weltweiten Schuldenkrise einläuten: mit ähnlichen Problemstellungen sind Finanzinstitute in Europa, und absehbar auch in Japan konfrontiert. Lösungen sind schmerzhaft: entweder ehrliche Wertberichtigungen und Zahlungsausfälle oder aber die Belohnung der Schuldner durch die „Wertberichtigung“ unserer Währung.

Nachdenkens-Wert

Die Erfolgsgeschichte von Deutschland's Wirtschaft war bis zu der folgenschweren Entscheidung der Energiewende eine intelligente Mischung von preiswerter und ausreichender Energie und der Unterstützung eines aktiven und angemessen motivierten Bankensektor¹. Das per Saldo umweltschonende, hochtechnologische Energiemix von 30% Atomkraft, 50% Kohleverstromung und einer Mischung von Erneuerbaren Energien und preiswertem russischen Gas war Basis eine Erfolgsgeschichte, deren Abhängigkeiten hauptsächlich im Export, nicht im Import begründet waren. Eine auf regionale Wirtschaftsentwicklung und den Mittelstand konzentrierte Bankenlandschaft ermöglichte ein starkes Finanzierungsrückgrad für Unternehmen.

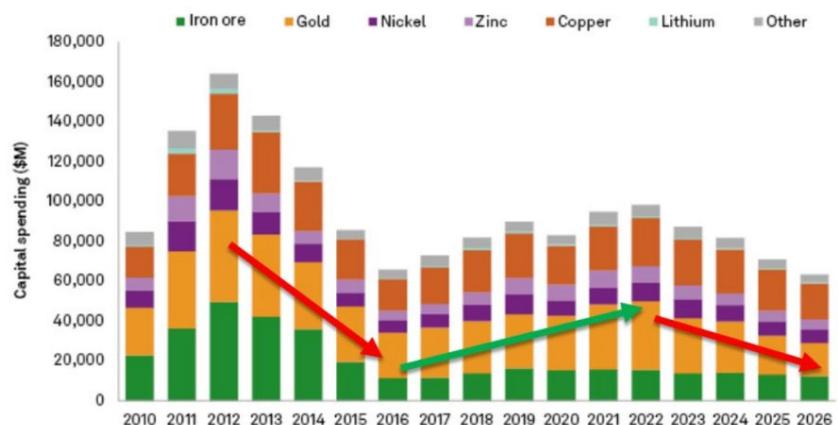
Nun ist das zweite Standbein eines aktiven Wirtschaftsleben stark unter Beschuß gekommen: die Kreditvergabe für Unternehmen. Denn die Bankenrettungen sowohl in den USA als auch in der Schweiz haben in den westlichen Volkswirtschaften zu einem signifikant starken Abzug von Einlagen vor allem bei Regionalbanken geführt. Neben spürbaren Konsequenzen für den Spielraum der regionalen Finanzinstitute ist das globale Finanzsystem nun mit seiner größten Gefahr konfrontiert: **Vertrauensverlust**.

Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Ein schlechtes Wirtschaftsumfeld, so die konventionelle Logik, führt zu spürbaren Reduktionen in Unternehmensinvestitionen und sollte zu Preisdruck bei Industrie- und anderen Grundstoffen führen. Investitionsimpulse in Rohstoffe bzw. die „reale“ Welt sind jedoch schon seit mehr als einem Jahrzehnt rückläufig und sollten²

weiter abnehmen. Man schätzt, dass Kapitalinvestitionen weltweit in diesem Jahre um insgesamt 11 Mrd. US-Dollar reduziert werden, vor allem bei Grundstoffen. Diese Situation kollidiert mit der zunehmenden Nachfrage durch die globale

Fragmentierung und die weiter steigenden, rohstoffverschlingenden „grünen“ Investitionen. Steigende und stark schwankende Preise sind eine natürliche Konsequenz dieses Spannungsfeldes.



¹ Nach Doornik die einzig wichtigen Faktoren für eine Volkswirtschaft: "Regional Fallout", 30.3.2023.

² Quelle: S&P Global und Hedgeye Risk Management, 27.2.2023.



Indikatoren unter Beobachtung

Langfristige Statistiken zeigen, dass in inflatorischen Zeiten vor allem die als sicher angesehenen Anlageklassen Anleihen und Immobilien wenig Schutz bieten. Die hier abgebildete Graphik³ stellt die Korrelation dieser Investments zur Inflation dar: Hohe Inflation verursachte reale Vermögensverluste in der Mehrzahl der Investments. Alleine Rohstoffe konnten sich in den letzten 152 Jahren als realer Inflationsschutz qualifizieren:

Figure 78: Correlations between inflation and real asset returns for a range of asset classes, 1900–2022

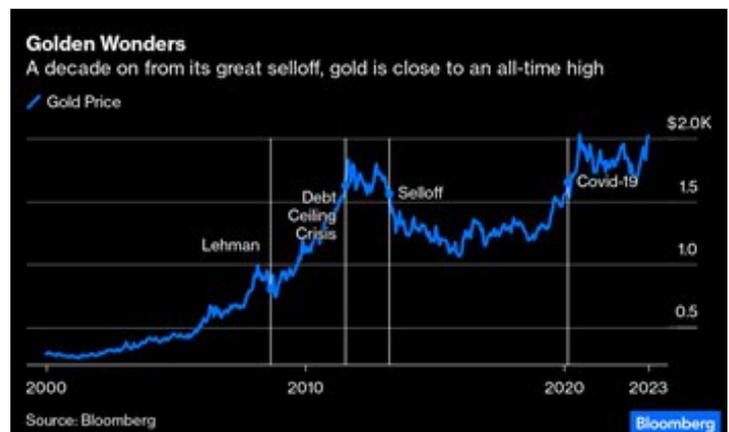


Source: Analysis by Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton; the data is for the period 1900–2022 except for inflation-protected bonds, commercial real estate and gold. For equities, bonds, bills, inflation and the 60:40 global portfolio the data are from DMS Database 2022, Morningstar; the inflation-protected bond returns are for UK index-linked gilts from 1981–2022 computed by Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton; housing returns are the average correlation across 11 countries using updated series from Elroy Dimson, Paul Marsh, and Mike Staunton, Global Investment Returns Yearbook 2018 (for full sources, see Box 4, page 75 of that volume); commercial property data is for 17 countries, with the UK data taken from the MSCI (formerly IPD) UK Annual Property Index from 1971–2022, the USA data from the NCREIF indices (averaged across categories) for 1978–1988, linked into the FTSE EPRA NAREIT US index from 1989–2022, while the data for the other 15 countries are from the FTSE EPRA NAREIT indices, mostly starting in 1989; the spot commodities correlation relates to the equally weighted portfolio of spot commodities constructed from 29 individual commodities with the data taken mostly from Global Financial Data (see Table 15 above); the correlation for commodity futures relates to the equally weighted index constructed by Bhardwaj, Janardanan and Rouwenhorst (2019) and updated by SummerHaven Investment Management as described above; the gold data is for spot gold over the post-Bretton Woods period from 1972–2022 and is from the World Gold Council. Not to be reproduced without express written permission from the authors.

Das schwierige generelle Umfeld lässt zur Vorsicht mahnen: Kauf und Halten von Anlagen sollte problematisch sein. Gleichzeitig ist eine angemessene Streuung wichtiges Standbein eines Risikomanagements.

Indikatoren unter Beobachtung II

Schlagzeilen in den Finanzmärkten konzentrieren sich derzeit auf die Probleme im Bankensektor und die direkten Konsequenzen der nächsten Zentralbankentscheidungen. Noch wenig Aufmerksamkeit wird den Preisaktionen in den Edelmetallen gewidmet, wobei die Stabilität des Goldpreises in den letzten Jahren erwähnenswert ist⁴. Anleger in allen Währungen können von diesem Preisauftrieb profitieren, wie Sie der Graphik auf der nächsten Seite entnehmen können. Spiegelbildlich weist dies auf die



³ John Authers, "Inflation Hedges", Bloomberg, 28.2.2023.

⁴ John Authers' Daily Blog, 7.4.2023.



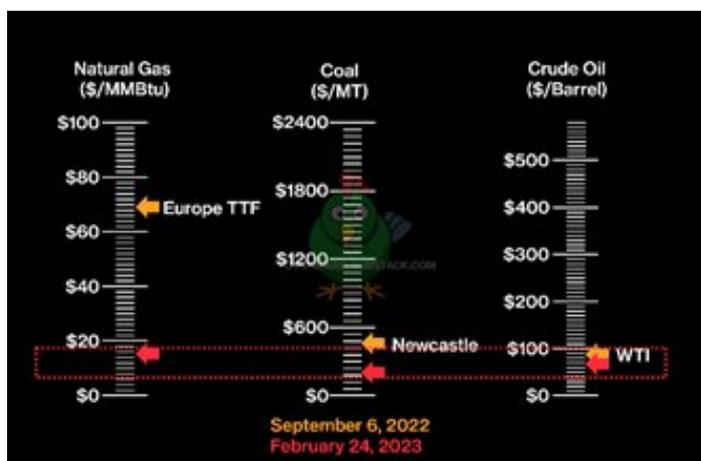
kontinuierliche Aufweichung unserer Währungen – in den letzten Jahren mit zunehmendem Tempo. Betrachtet man die Preisentwicklung in den westlichen wichtigsten Währungen fällt die Stärke des Schweizer Franken und des US-Dollar im letzten Jahrzehnt auf:



Indikatoren unter Beobachtung III

Die Mehrzahl der Rohstoffe war in den vergangenen 12 Monaten einer längeren Konsolidierung unterworfen. Der merkliche Wirtschaftsabschwung, aber auch ein relativ milder Winter sorgten für eine starke Konsolidierung. Hinzu kommt ein wenig diskutierter Effekt der starken Zinssteigerungen: die signifikant höheren Finanzierungskosten der Rohstoffhändler, die lt. Insidern zu einem starkem Abbau der physischen Lagerbestände geführt haben.

Für Europa ist insbesondere die Kuh der langfristigen Energieunterversorgung nicht vom Eis - und damit das Preisniveau der wichtigsten Energieressourcen.



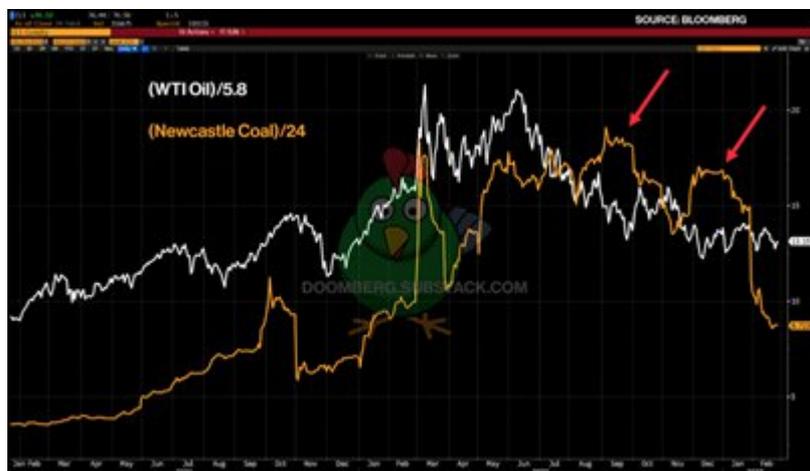
Der Effekt von zeitweiligen Knappheiten wird anhand dieser beiden Graphiken⁵ deutlich, die die Preise für die Energiequellen Öl, Gas und Kohle auf eine vergleichbare (Energiedichte-) Skala bringen. Mehrere Fakten sind bemerkenswert: Die erste Graphik zeigt den Preisunterschied der drei Ressourcen zwischen September 2022 (orange) und Februar 2023 (rot), der die Unverhältnismäßigkeit des europäischen Gaspreises zeigt: Äquivalent hätte Öl zu

⁵ Doomberg, „The Streisand Effect“, 27.2.2023.



einem Preis von 400\$ bzw. Kohle ca. 1.700\$ pro MT notieren müssen. Hintergrund ist eine verzerrende Preisfeststellung in Europa, die auf Basis der letzten nachgefragten Einheit beruht und damit Extremsituationen überproportional berücksichtigt.

Eine weitere Besonderheit hatte der vergangene Winter zu bieten. Der Kohlepreis (orange) notierte zum ersten Mal in der Geschichte über dem Ölpreis (rote Pfeile auf der 2. Graphik)! Mittlerweile sehen wir wieder langfristig gewohnte Kursrelationen – sollten jetzt jedoch bei Krisen gewarnt sein. Denn die umwelttechnisch „schmutzige“ Kohle hat global geschätzte Charaktereigenschaften: weit verbreitet, leicht abbaubar und damit schnell verfügbar.



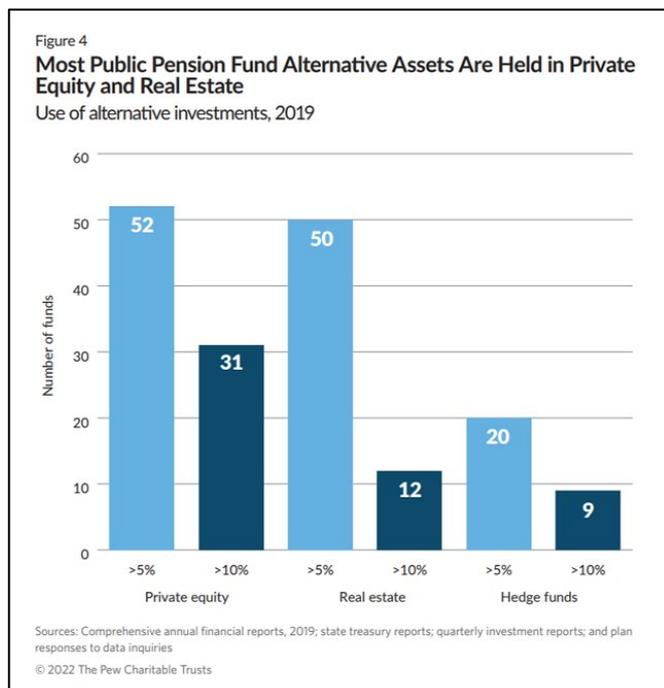
Indikatoren unter Beobachtung IV

Ein Bärenmarkt in Kombination mit einem Wirtschaftsaufschwung hat historisch überschätzte bzw. verwundbare Anlageklassen aufgedeckt. Jüngste Beispiele waren in 2001 der IPO-Boom der Technologiebranche bzw. in 2008 die Schwächen der US-Hausfinanzierungen. Private Equity scheint im jetzigen Umfeld besonders fragil. Vor allem unter Pensionsfonds war diese illiquide Anlageklasse

sehr beliebt. Hier sehen Sie eine Übersicht zu den US-Pensionsfonds, die mehr als je 5% (hellblau) bzw. 10% (dunkelblau) ihres Vermögens in alternative Anlagen wie Private Equity, Immobilienfonds oder Hedgefonds investierten.

Für Private Equity Investments sind typischerweise Buy-Outs die wichtigste Kauf- und Verkaufsmöglichkeit. Sie werden in der Regel zu ca. 70-80% des Kaufpreises durch Kredite finanziert. Die günstigen Finanzierungskosten des vergangenen Jahrzehnt ermöglichten der Branche Transaktionen zu sportlichen Bewertungsniveaus. Besonders beliebt waren Transaktionen zwischen den Wettbewerbern – natürlich zu wohlmeinenden Preisen und auf Gegenseitigkeit. Inwieweit die derzeitigen

Bewertungen (a) realistisch sind und (b) den erhöhten Finanzierungskosten gerecht werden, bleibt eine interessante Frage. Starke Bewertungsabschreibungen und Liquiditätsbeschränkungen sollten nicht überraschen.





Einschätzungen

Die Komplexität der heutigen Welt wird durch die Vielzahl krisenhafter Entwicklungen stark erhöht. Wir sehen eine Destabilisierung vieler Bereiche unseres Lebens. Im großen Bild der Geopolitik nehmen die Spannungen zwischen China und der westlichen Welt weiter zu. Dabei sollte man nicht aus den Augen verlieren, dass Asien seine Pläne subtil und langfristig verfolgt – jetzt mit Hilfe Russlands und teilweise sogar Saudi-Arabiens. Kriegerische Handlungen äußern sich heute non-konventionell, z.B. in den Rohstoffmärkten: Man kann der westlichen Welt viel Schaden mit weiter zunehmenden Knappheiten bei Nahrungsmitteln, Energie- und anderen Rohstoffen und auch Arzneimitteln zufügen. Gleichzeitig sind Konsumenten, die durch steigende Preise, steigende Zinsen und ein rezessives Wirtschaftsumfeld stark unter Druck gesetzt. Die ersten Zeichen einer neuen Banken- und Schuldenkrise, im März noch erfolgreich eingegrenzt, sollten eine Warnung sein. Ob Zentralbanken in diesem nie vorher gesehenen Cocktail effektive Hilfestellung leisten können, ist zweifelhaft. Derzeit werden diese Unsicherheiten von den Märkten noch nicht eingepreist.

Weltweit spüren die Menschen, dass Dinge aus der Fassung geraten sind. Die Proteste in Frankreich, bei denen 20-30-Jährige auf die Strasse gehen, zeigt, dass es weniger um die Kürzung von Pensionen geht. Dies sind erste Anzeichen von zunehmenden Spannungen in den Zivilgesellschaften. Lösungen sind nicht erkennbar. Die Historie weist auch hier die Richtung: Es wird eine Ablenkung für die unzufriedenen Menschen gefunden, um bestehende Machtstrukturen aufrecht zu erhalten.

Das Wesentliche

Das geballte Zusammentreffen unterschiedlichster Krisen und die fehlende Erfahrung von politisch berufenen Entscheidungsträgern macht Entwicklungen nicht nur in den Finanzmärkten wenig prognostizierbar. Die offensichtlichen Manipulationen von vormals rechtsstaatlichen Institutionen in Verbindung mit korrupten Unternehmensträgern untergraben unsere Gesellschaften und das Vertrauen in öffentliche Strukturen. Die Flucht in reale Vermögenswerte, die möglichst wenig Berührungspunkte mit der öffentlichen Hand (und damit Anleihen) haben, sollte auf Jahre hinaus anhalten.

Man kann davon ausgehen, dass die gerade erfolgte OPEC-Entscheidung zur Reduzierung der Ölförderung bis in den nächsten kritischen Winter hinein nicht der letzte Schock in den Märkten gewesen ist. Wir fassen diese Entscheidung als geopolitisches Werkzeug zur Stärkung der nicht-westlichen Allianzen auf. Mit einer Zunahme von Volatilität und nicht abschätzbaren Ereignissen muss gerechnet werden. Die Vielzahl der statistisch nicht mehr erklärbaren Preisschwankungen uns weiter begleiten. Nach der Konsolidierung im vergangenen Jahr sehen wir für Aktien und Anlagen in der Realwirtschaft (insbesondere Rohstoffe) Gewinnpotential.

Das Team der Ars Pecuniae GmbH wünscht Ihnen angenehme Frühlingstage