



12. SEPTEMBER 2023

NOTIZEN ZUM III. 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.

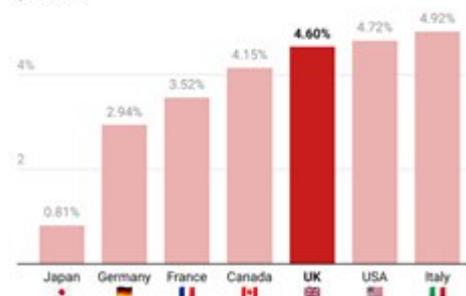
Staaten rüsten sich für harte Zeiten. Ende August kündigte Norwegen in Anbetracht der Pandemie und den andauernden Konflikten in Europa an, bis 2030 jährlich ca. 6 Mio. US\$ (bzw. 15.000 Tonnen) Getreide für den Aufbau einer Nahrungsmittelreserve auszugeben. Das Ziel ist die ständige Verfügbarkeit eines Vorrates für drei Monate.¹ Der norwegische Minister für Landwirtschaft und Ernährung betonte, dass man nun das Udenkbare denken müsse. Nur so könne man die Preise für die Bevölkerung in einem angemessenen Rahmen halten, sollten sich die Getreidepreise auf dem Weltmarkt auf einem extremen Niveau befinden. Der norwegische Staat stellt damit wiederum, Jahrzehnte nach Gründung des norwegischen Staatsfonds, unter Beweis, dass es seinen Fokus auf die Bedürfnisse seiner Bevölkerung nicht verloren hat.

Nicht nur Staaten rüsten sich für harte Zeiten. Gut tun auch Anleger, sich angesichts widersprechender Nachrichten neues Rüstzeug anzuschaffen. Die Verwirrung ist auch an den Kapitalmärkten zu spüren, wenn schlechte Nachrichten (wie das Ziel der Notenbanken von steigender Arbeitslosigkeit zur Bremsung der Inflation) gut sein sollen und gute Nachrichten schlecht. Und sind steigende Zinsen, die endlich wieder einen Preis für unser Geld ausdrücken, vielleicht nur problematisch für ein ungesundes Finanzgebaren vieler großer Finanzmarktakteure? Man kann nicht genug wiederholen, dass wir nach vierzig Jahren in einer neuen Ägide angekommen sind.

Das Quartal war sehr ereignisreich an den Finanzmärkten – auch wenn die öffentliche Berichterstattung dies weitgehend ignoriert. Dies ist für Strategien, wie sie von unserem Hause verfolgt werden, sehr positiv. Zwei Beispiele: (1) Innerhalb eines Jahres, aber markant seit Mitte Juli, haben sich die **Zinsen für langlaufende Staatsanleihen** der Industriestaaten zwischen 17% (Deutschland) und 55% (Japan) erhöht. Dies mag für neue Anlagegelder positiv erscheinen, ist aber für Staatshaushalte und hoch verschuldete Unternehmen (vielfach in der Immobilienbranche) ein Problem. Ein Problem ist dies auch für Banken, Versicherungen und Pensionsfonds, die viele Anleihen aus Zeiten der Nullzinsära halten (müssen bzw. mussten). Schon längst würden Schreckensmeldungen über deren Bilanzverluste kursieren, wenn diese Anleihen mit ihrem heutigen Kurs ausgewiesen werden müssten.

(2) Als deutscher Anleger ist das Thema **Uranium** weniger im Fokus, aber weltweit wird dieser kostbare Rohstoff zur Erzeugung von verlässlicher Energie genutzt (Graphiken hierzu auf Seite 2). Viele Sondereffekte trugen dazu bei, dass die globalen Versorgungsunternehmen jahrzehntelang problemlos und preiswert kaufen konnten - hielten dementsprechend keine Vorräte vor. Preise unterlaufen manchmal eine Art Phasenverschiebung, in der sich das Preisverhalten markant verändert. Wir stehen nun vor

G7 countries' 10-year government bond yields



Updated 5 October, 12:21 p.m.
Chart: The Spectator (CpLF) • Created with Datarapper

¹ <https://apnews.com/article/norway-emergency-stockpile-grain-seed-vault-3646588adf68c08d8b0b101758efed40>



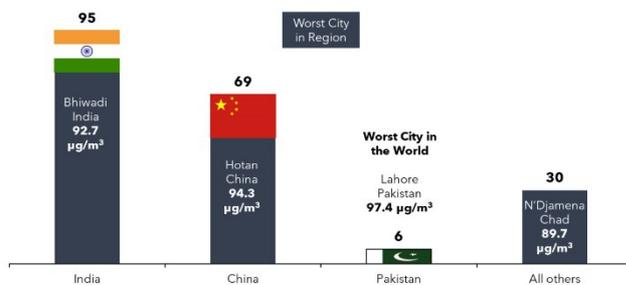
diesem Phänomen bei Uranium, bei dem plötzlich eine Vielzahl von Käufern realisiert, dass das Angebot sehr dünn und die Anbieter teils aus ‚unfreundlichen‘ Jurisdiktionen stammen. Phasenübergänge läuten i.d.R. starke Preistrends aus – und enorme Volatilität mit kaum begründbaren Preisrücksetzern. Warum ist das wichtig? Energie wird von unserem Haus als ein anti-fragiler Baustein in Portfolios angesehen, d.h. solche Investments sollten in schwierigen Phasen ein anderes Preisverhalten als traditionelle Vermögensanlagen aufweisen.

Nachdenkens-Wert

Menschenrechte liegen allen Bewohnern unserer Erde am Herzen. Ein vielfach vernachlässigter Aspekt des Wohlergehens ist die Luftqualität. Die Welt-Gesundheitsorganisation (WHO) definiert gute Luftqualität mit einem Messwert von <math>< 5 \mu\text{g}/\text{m}^3</math>.

Countries with Most Polluted Cities

Number of cities out of top 200; All cities exceed the WHO guidelines for particulate matter by 7-10x



Source: iqair.com
Note: $\mu\text{g}/\text{m}^3$ is micrograms of pollutant per meter of air cubed
The WHO guideline is for $< 5 \mu\text{g}/\text{m}^3$

LYKEION

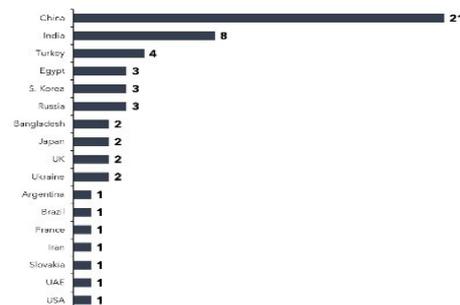
Gaskraftwerke und Atomkraft. Indien und China, die Länder mit der höchsten Luftverschmutzung, sind folgerichtig auch führend bei der Umstellung der Energieversorgung. Sie sehen hier die Größenordnung dieser Umstellung, die eine heute immer noch unterschätzte Nachfrage nach Uranium generieren wird. In der Zwischenzeit kann Erdgas, das 50% sauberer als Kohle ist, eine große Lücke füllen. Experten sehen deshalb den derzeit sehr niedrigen US-Preis für Erdgas (um ein Vielfaches niedriger als in Europa oder Asien) als wenig nachhaltig an. Preiswerte

Luftqualität mit einem Messwert von $< 5 \mu\text{g}/\text{m}^3$. Die Form der Energiegewinnung beeinflusst die Luftverschmutzung erheblich. Und derzeit sind weltweit noch etwa 2.400 Kohlekraftwerke aktiv. Menschen in vielen Städten, insbesondere in den Schwellenländern, sind Opfer dieser technisch veralteten Stromgewinnung, wie die nebenstehende Rangliste² der schlechtesten Luftqualität in Städten zeigt.

Die Lösung für Regionen mit intensivem Stromverbrauch ist offensichtlich: moderne

Nuclear Reactors Under Construction

As of June '23



Source: World Nuclear Association

LYKEION

UX - Uranium (Globex) - Weekly Chart
10/06/2023 O: 75.00 H: 75.00 L: 70.45 C: 70.45 Vol: 0 01: 1 Change: -4.55



Energie wird in anderen Teilen der Welt zu höheren Preisen gerne gekauft. Flüssiggastanker, und Energieproduzenten, werden damit gute Zeiten erleben. So reagiert auch der Uraniumpreis langsam, auch wenn der Preis noch nicht attraktiv genug ist, um Produktionskapazitäten auszuweiten. Immerhin: die magische Grenze von US-\$ 60/lb, bei der eine Produktion langsam wirtschaftlich wird, wurde vor einigen Wochen klar übersprungen.

² <https://www.thelykeion.com/charts-of-the-month-september-23/?ref=lykeion-newsletter>.

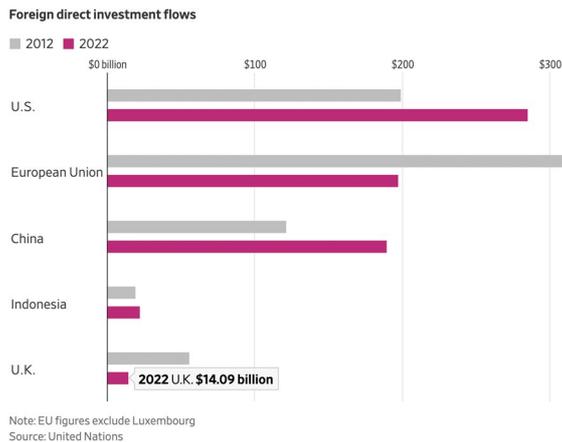


Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Kapitalströme regieren die Finanzmärkte – und die Welt. Gigantische Subventionen und der steigende Protektionismus sind Ursache einer rasch verfallenden wirtschaftlichen Weltordnung. Und große Volkswirtschaften mit attraktiven Investitionsbedingungen und potentiellen Konsumenten sind auf der Gewinnerseite. Auch eine sich verschärfende geopolitische Lage wird nichts daran ändern, dass Kapital

sich den relativ sichersten Ort sucht – und dies sind in der westlichen Welt immer noch die Vereinigten Staaten. Dies ist ein Pfeiler unserer globalen Anlagestrategie. Eingeläutet sind schwere Zeiten damit nicht nur vorübergehend für kleinere Länder wie Großbritannien oder auch Singapur³. Auch die zerstückelte Europäische Union wird davon nicht profitieren.

Daraus resultieren gleichermaßen schwere Zeiten für den Welthandel - und die weitere generelle Preisentwicklung. Die Strategie Chinas, eine monopolistische Kontrolle über



wichtige Segmente vieler Lieferketten zu erkämpfen, sollte dies verstärken. Das Skript hierfür sollte dem Westen mittlerweile bekannt sein: erledige die schmutzige Arbeit (wie Abbau und Verarbeitung von Rohstoffen), führe massives Preisdumping zur Ausschaltung der internationalen Wettbewerber durch, zwinge internationale Technologieführer zur Aufgabe oder ‚Lizensierung‘ von wertvoller Technologie durch das Lockmittel ‚Zugang zum chinesischen Markt‘. Man kann vor der Effektivität und Brutalität dieser Strategie nur den Hut ziehen – allerdings führt dies zu einer katastrophalen Abhängigkeit der westlichen Industrieländer. Denn sensitive Komponenten in der Militärtechnologie, Energiesicherheit, aber auch medizinischen Versorgung sind schon unter chinesischer Kontrolle. Bei der absehbaren Verschärfung der geopolitischen Lage sind die strategischen Nachteile damit zementiert – und werden ‚unter den Teppich gekehrt‘.

Indikatoren unter Beobachtung

Man kann nicht genug die Dramatik der rapiden Erhöhung der langfristigen Zinsen (hier: Staatsanleihen) in den Industriestaaten herausstellen. Hätte man US-Staatsanleihen seit 2010 gehalten, wären die hervorragenden Renditen der letzten 13 Jahre nun komplett weggeschmolzen (schwarz unterlegtes Bild)⁴. Wie diese Graphiken⁵ andeuten, steht damit einer langfristigen Trendwende zu einer Normalisierung des Zinsniveaus kaum etwas im Wege.



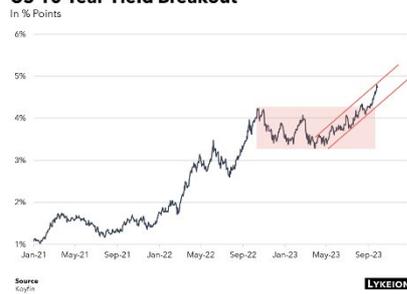
³ Quelle: Wall Street Journal, 14.8.23, <https://www.wsj.com/articles/global-economy-economic-losers-fba30b53>.

⁴ Quelle: Blog von Michael W. Green, Thoughts on the Market, 27.8.2023.

⁵ Lykeion-Blog, 5.10.2023.



US 10-Year Yield Breakout



(1987 - Schwarzer Montag / 1994-95 Mexikanische Pesokrise / 2000-2003 Dot-Com Blase / 2006-08 Finanzkrise/ 2018 Powell-Pivot / 2023 SVB-Bankrott).⁷

Beobachter sind besorgt über diese Entwicklung, denn vergleichbare Dynamiken waren in der Vergangenheit Auslöser von unangenehmen „Unfällen“. Das Schaubild⁶ zeigt den Zusammenhang zwischen starken Zinssteigerungen und starken Rücksetzern in Risikomärkten:

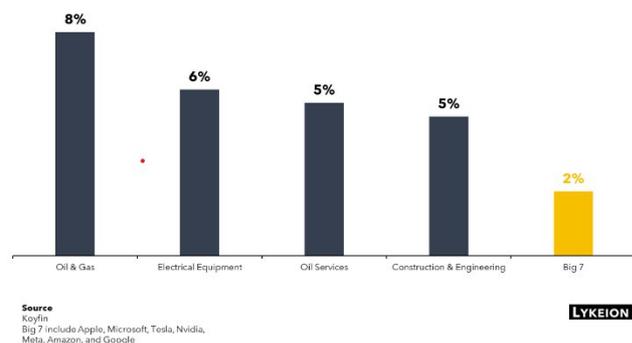


Indikatoren unter Beobachtung II

In einer neuen Ära nach dem Ende des 40-jährigen Zinssenkungszyklus (und niedriger Inflation) stellt sich die Frage, inwieweit die in den letzten 20 Jahren so erfolgreichen Technologieunternehmen die richtige Wahl für eine andere Anlagewelt sind. Es fällt nicht schwer, auf reale Tugenden bei Unternehmen zurückzugreifen: der erwirtschafteten Liquidität. Ein Vergleich der Spitzenreiter mit den

Free Cash Flow / Enterprise Value Yield

LTM Sector Comparison of top 25 firms by Market Cap vs. Big 7



heute so geschätzten Techno-Riesen ist interessant⁸: Unternehmen in Branchen, die das Gerüst unseres täglichen Lebens darstellen, sind Spitzenreiter im Erwirtschaften realer Gewinne. Diese Gesellschaften besitzen noch eine andere Tugend: Sachwerte, und nicht Finanzakrobatik, stehen im Zentrum der Geschäftsaktivitäten. Auch wenn die künstliche Intelligenz in aller Munde ist, sollten wir weiterhin Strassen, Brücken und Gebäude für unsere wachsende Bevölkerung bauen sowie Häfen,

Raffinerien und Transport für Lieferketten, Handel und Wohlstand unterhalten.

Indikatoren unter Beobachtung III

Der wachsende Energieverbrauch der Welt konnte in den letzten 15 Jahren durch die gleichzeitig steigende Öl- und Gasförderung der USA sichergestellt werden. Durch neue Fördertechnologien wurde die USA zum Netto-Exporteur und konnte damit ihren Einfluss weltweit erhöhen. Heute steht vor allem

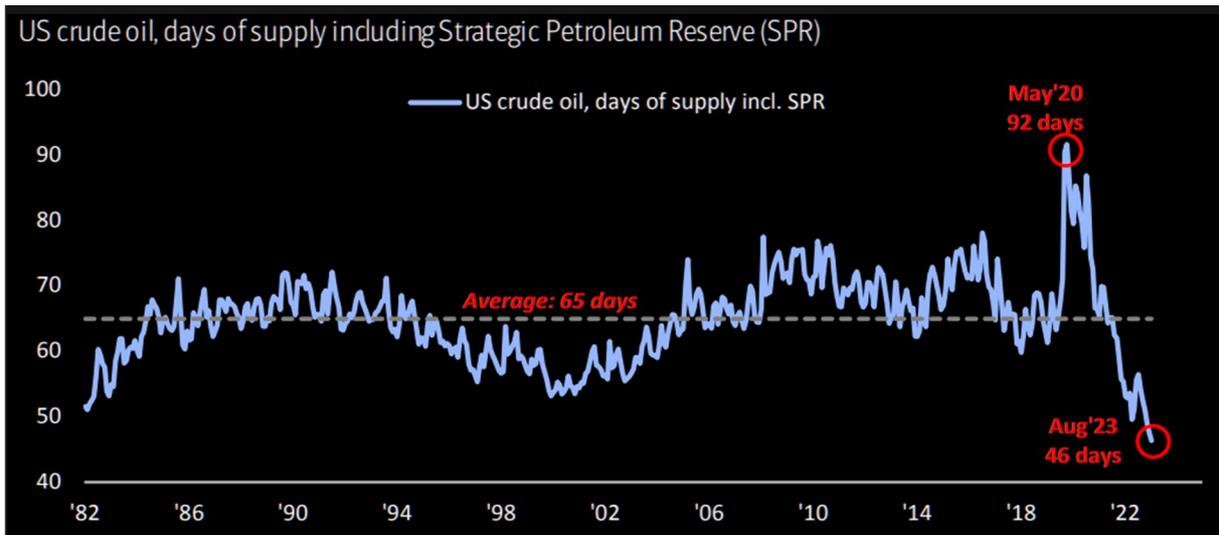
⁶ John Authers, 14.8.23, Daily Blog.

⁷ The Spectator UK, 5.10.23

⁸ <https://www.thelykeion.com/charts-of-the-month-september-23/?ref=lykeion-newsletter>



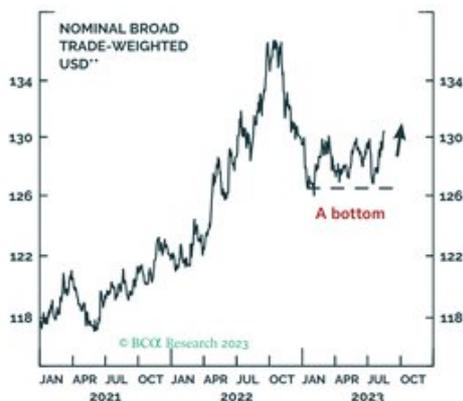
die westliche Welt vor neuen Herausforderungen, denn die amerikanische Förderung scheint ihren Höhepunkt erreicht zu haben. Energiesicherheit steht seit dem Ukraine-Krieg im Vordergrund vieler Länder. Öl- und Gasvorkommen werden zwangsläufig damit durch rohstoffreiche Länder zu geopolitischen Zwecken genutzt – und die Sanktionen des Westens haben diesen Wettbewerbsvorteil noch gestärkt. Hohe Preisschwankungen sollten die Folge sein, wenn die OPEC und andere Akteure ihre Rohstoffe zu strategischen Zielen nutzen. Die niedrige strategische US-Petroleumreserve⁹ in Kombination mit den jüngsten Lieferbeschränkungen der Saudis zeigt die Effektivität einer solchen geo-ökonomischen Waffe.



Europa wird in der Verfolgung seiner Energiesicherheit damit eine Sorge mehr haben.

Einschätzungen

Die Mär des Untergangs der amerikanischen Reservewährung muss noch warten. Sie basiert auf dem in Zeitlupe stattfindenden Bruch der globalen Finanzordnung. Auch wenn die Finanzierung der Weltwirtschaft durch den US-Dollar ihren Zenit überschritten haben mag, können derzeit ohne den US-Dollar weder die Schwellenländer noch die Industrieländer existieren. Dies zeigt sich vor allem in wirtschaftlich schwierigen Zeiten. Ein herausfordernder Datencocktail von steigenden Zinsen und Ölpreisen favorisiert Volkswirtschaften mit einem relativ stabilen (Nachfrage-)Markt, großer Rohstoffsicherheit und relativ hoher Liquidität seines Finanzmarktes. All diese Qualitäten kann die USA aufweisen.



wirtschaftlich schwierigen Zeiten. Ein herausfordernder Datencocktail von steigenden Zinsen und Ölpreisen favorisiert Volkswirtschaften mit einem relativ stabilen (Nachfrage-)Markt, großer Rohstoffsicherheit und relativ hoher Liquidität seines Finanzmarktes. All diese Qualitäten kann die USA aufweisen.

Ebenso wichtig für die mittelfristige Entwicklung der Reservewährung sind die unterschiedlichen Pfade, auf denen die Vereinigten Staaten und der Rest der Industrieländer wandeln. Signifikante fiskalische Ausgaben und eine restriktive Geldpolitik auf der einen Seite des Atlantik (USA) kontrastieren mit einer fehlgeleiteten europäischen Wirtschaftspolitik: Hohe Steuern und auszehrenden Energieregulationen münden in weitreichender Stagnation und De-

⁹ The Market Ear, Blog, 8.9.2023.



Industrialisierung, die wiederum eine lockere Geldpolitik erzwingen. Unabhängige Analysten vergleichen dies mit dem starken US-Dollar in den 80er Jahren während der Reagan-Regierung und sehen hier Parallelen für einen mehrjährigen US-Aufschwung¹⁰. Währungsentwicklungen sind grundsätzlich Ausdruck von absoluten und relativen Unterschieden. Diese sollten die Stärke der amerikanischen Währung mittelfristig sicherstellen, möglicherweise verstärken.

Das Wesentliche

Die seit mehr als 18 Monaten beobachteten Trends sind keine zyklischen Phänomene, sondern legen komplexe, neue Dynamiken nahe. Die jüngsten geopolitischen Ereignisse weisen den Übergang in eine von Kriegen dominierte Weltwirtschaft. Damit ist sichergestellt, dass wir nicht in eine Niedrigzinswelt zurückkehren können. Versorgungssicherheit und Fokussierung auf strategisch wichtige Industrien bei gleichzeitig stark steigender Verschuldung sind die Qualitäten eines solches Szenarios. Flexibilität wird Trumpf sein, um stark wechselnde Situationen nutzen zu können. Generell sollten ein starker US-Dollar, geringe Abhängigkeit von Makro-Entwicklungen, positives Preis-Momentum bei notwendigen Rohstoffen und deren Produzenten sowie ein Fokus auf reale Gewinne bzw. Cash-Flow in dieser neuen Welt reüssieren.

Die Geschehnisse in Israel und Palästina werden weltweit u.E. sehr weitreichende, wenig positive Konsequenzen haben. Palästina hat die Unterstützung des Iran und Chinas, die Vereinigten Staaten stärken Israel den Rücken. Plötzlich tut sich ein zweiter Kriegsschauplatz mit bedeutenden Hintergrundakteuren auf. Man kommt nicht umhin, Palästina als zweiten kleinen Staat (nach der Ukraine) zu sehen, der den Interessen von Großmächten geopfert wird. **Finanzmärkte spiegeln die Erwartungen der Anleger wieder.** Sie eröffnen in volatilen Zeiten signifikante Chancen und erfordern zeitweise eine opportunistische und ungewöhnliche Vorgehensweise.

Das Team der Ars Pecuniae GmbH wünscht Ihnen gute Zeiten im Kreise Ihrer Lieben

¹⁰ Macro Strategy Partnership, div. Artikel, 8.9.2023 und 21.9.2023.