

TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD

Die Kapitalmärkte und -ströme der frühen 2020-er

Kommen die Roaring 2020-ies? Erst Post-Corona!

Schon seit der Finanzkrise, noch mehr aber mit der Corona Krise, macht der Aktionismus der Notenbanken Sorge darüber, ob all die frische Geldmenge nicht hohe Inflationsraten nach sich zieht, ziehen muss. Viele Menschen sorgen sich gar um Hyperinflation.

Die kommenden Jahre werden von einem Inflations-Spike geprägt sein und ich erwarte steigende Inflationsraten. Mit Post-Corona wird von der Konsumseite zusätzliche Nachfrage auftreten, die deutlich über das Angebotspotential hinausgehen dürfte. Wann das genau sein wird, lässt sich nicht ganz klar messen. Klar ist jedoch, dass dazu die Mehrheit der Bevölkerung Europas und den USA geimpft sein muss und auch in Asien keine Lücken bestehen. Afrika und Lateinamerika werden erst im Laufe der Jahre 2022 – 2023 ein Ende der Pandemie finden, weil die Impfstoffe dort nicht so rasch verfügbar sein werden.

Es wird für Post-Corona auch viel davon abhängen, dass Mutationen durch die Impfstoffe auch abgedeckt sind und nicht noch viel aggressivere Varianten auftreten. Post-Corona ist eine Zeitangabe mit einigen Variablen. Ich halte es aber für rational, davon auszugehen, dass dies in den entwickelten Ökonomien mit Ende des Sommers vollzogen sein sollte.

1

Nach einem Jahr erzwungener Zurückhaltung rechne ich mit erheblichen Nachholeffekten, die vor allem im Tourismus und der Gastronomie für Furore sorgen sollten. Ob die Reisetätigkeit ebenfalls wieder voll aufgenommen werden kann, wird davon abhängen, ob die einzelstaatlichen Bürokratien hemmende Vorschriften erlassen oder nicht. Bürokratur ist die Diktatur der Bürokratie. Es ist ein neuer Begriff, aber ich denke er trifft den Nagel auf den Kopf. Wirklich durchdacht agieren die Behörden nicht, dafür mit unmittelbarer Befehls- und Zwangsgewalt. Effiziente Schutzmaßnahmen wurden regelmäßig zu spät und erst nach „überraschend schlechten Entwicklungen“ ergriffen. Vorausblickend ist daher nicht von vornherein mit einer besonnenen und sinnvollen Abwicklung einer Wiederöffnung zu rechnen. Zumindest ist hier ein Risiko von kapitalen Fehlern immanent. Wenn ich jedoch davon ausgehe, dass ganz schwere Fehlentscheidungen europaweit ausbleiben, ist es denkbar, dass wir Ende des Sommers zur relativen Normalität zurückkehren werden. Die schutzbedürftigen Bevölkerungsgruppen sollten dann durchgeimpft sein und ein größerer Teil der restlichen Bevölkerung ebenso. Damit sollte die Belastung des Gesundheitssektors enden und die Restriktionen aufgehoben werden können.

Warum rechne ich Post-Corona mit einer starken wirtschaftlichen Belebung?

TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD

Die verarbeitende Industrie boomt bereits jetzt und das global. Dies führt zu erstaunlichen Entwicklungen im Bereich der Rohstoffpreise und Frachtkosten.

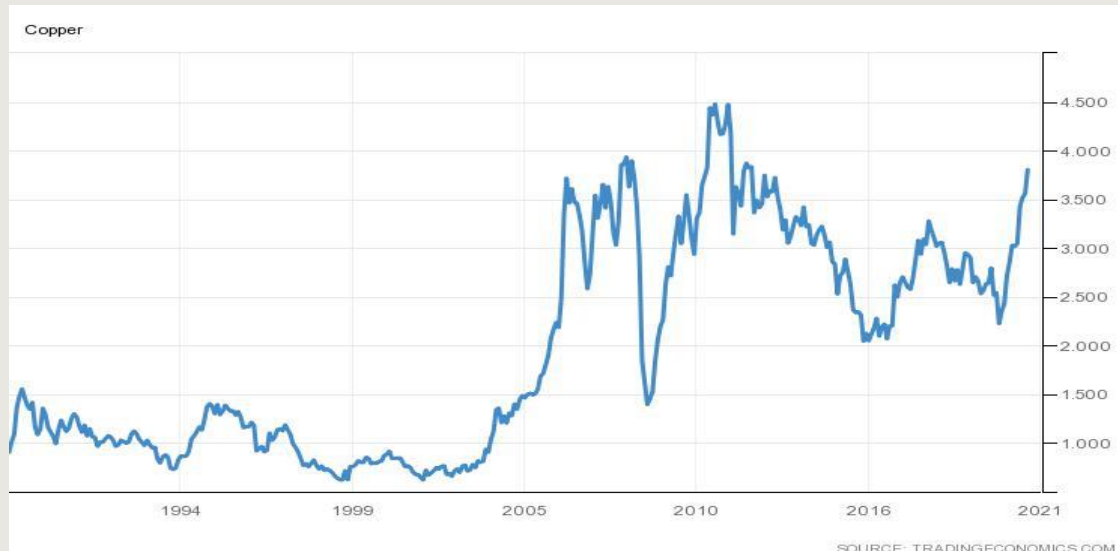
Seefracht aus China: Containerpreise explodieren

Shanghai Shipping Exchange Containerized Freight Index



Grafik: themarket.ch, @MarkDittli • Quelle: Bloomberg

Seefracht aus China: Die Preise für Fracht haben sich massiv erhöht. (Quelle: www.themarket.ch)



SOURCE: TRADINGECONOMICS.COM

Kupferpreis: Überraschend starke Nachfrage verteuert Kupfer. (Quelle: www.tradingeconomics.com)

Die steigenden Frachtkosten und Kupfer-, Eisenerz- und Stahlpreise deuten auf eine starke wirtschaftliche Belebung, zeigen aber auch wie markteng Transportkapazitäten und Rohstoffe sind.

TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD



Bergbaukonzerne halten sich bei der Exploration zurück: Die Bereitschaft in die Erschließung neuer Vorkommen zu investieren ist zum einen komplizierter geworden, zum anderen aufgrund der schwachen Preisentwicklung fast ins Nichts gesunken. Ein plötzlicher Sprung in der Nachfrage kann für einige Zeit nicht mit einem steigenden Angebot ausgeglichen werden. Die Preise würden steigen. (Quelle: www.crescat.net)

3

Was zurzeit am Boden liegt ist der Dienstleistungssektor. Mit Post-Corona sollte dieser einen jähen Aufschwung erleben.

Weil es noch unklar ist, wann genau Post-Corona beginnt, rechne ich in den ersten Monaten mit einem „Überraschungseffekt“. Insbesondere bei der Ölnachfrage durch ein sprunghaftes Ansteigen der Beweglichkeit der Menschen ist mit einer Steigerung zu rechnen.

Ich gehe aber auch davon aus, dass es denkbar und auch wahrscheinlich ist, dass viele Konsumenten Nachholbedarf an sehr vielen Gütern haben. Und die Menschen haben Geld. Die Sparquote hat sich allein in Österreich mehr als verdoppelt. Weil das Geld am Sparbuch nichts bringt und die Preise letztlich doch steigen werden, wird der Druck das Geld auszugeben noch größer.

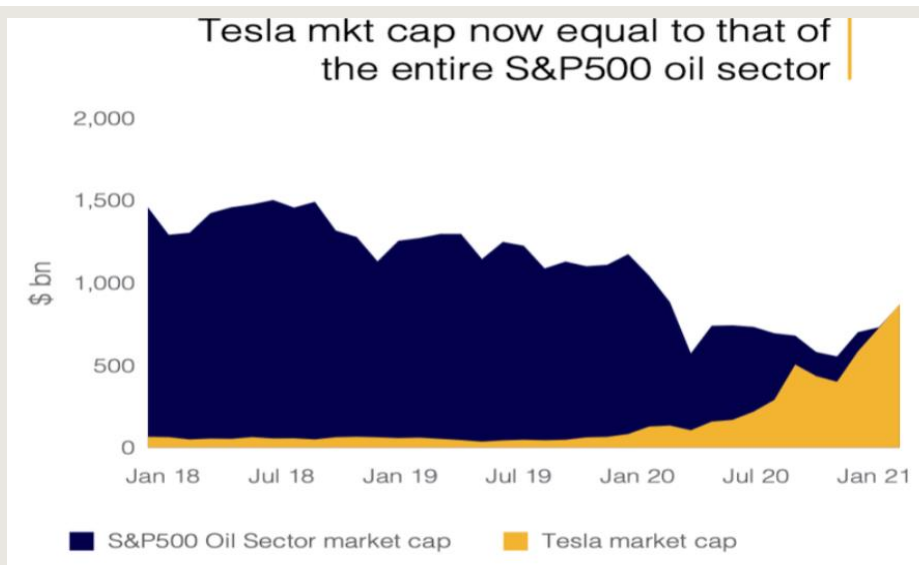
Es gibt mehr freie Liquidität als je und die Bereitschaft diese auch auszugeben

Konsumenten sind auch nur Menschen. Aktuell sind es Menschen, die nun seit einem Jahr teilweise recht massive persönliche Einschränkungen hinzunehmen hatten. Bei manchen kam zusätzlich Angst dazu. Beide Dinge belasten die Ausgabebereitschaft. Fallen

TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD

Restriktionen weg, und auch die Angst, werden Menschen erleichtert reagieren und ihre freie Liquidität, die am Konto angesichts steigender Preise immer weniger wert wird, auszugeben beginnen. Dies wird die Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen deutlich beleben und in der Folge zu weiteren Verknappungen sowie zu den daraus resultierenden Preissteigerungen führen.



Energieaktien vs. Tesla: Tesla ist so viel wert wie alle Energieaktien der USA. Wenn man sich fragt was für die USA wichtiger ist: Tesla oder Energie bleibt angesichts dieser Entwicklung keine Frage offen. (Quelle: www.bloomberg.com)

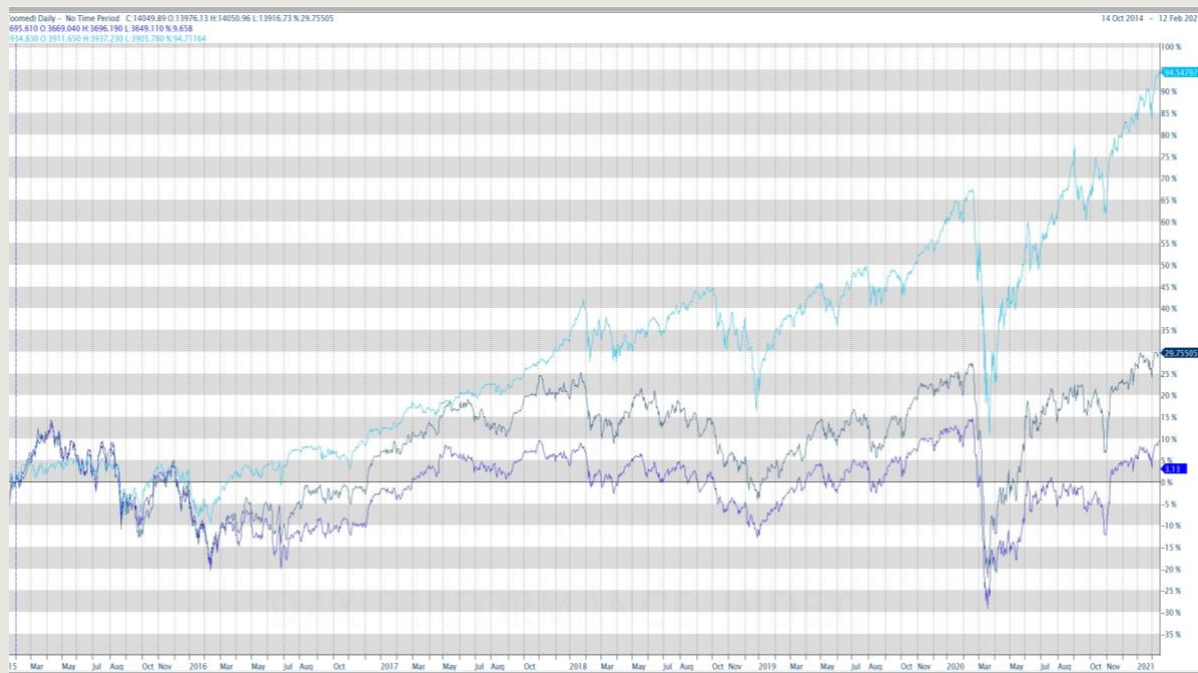
Obige Grafik zeigt, wie ein einziges Unternehmen den Wert mehrerer Hundert Unternehmen überflügelt. Es zeigt auch, wie einseitig sich viele Anleger in Tech-Aktien der USA investiert haben. Die Börsen Europas und Asiens sind gegenüber jenen der USA massiv zurückgeblieben. Was aktuell an den Börsen geschieht nimmt die Gestalt einer Manie an. Ich rechne damit, dass viele erfolgreiche Titel der letzten Jahre weniger starke Kursentwicklungen in den kommenden Jahren erreichen werden. Klassische Werte wie Energie- und Rohstoffaktien werden wieder mehr Gewicht erlangen, weil die Konsumenten wieder mehr reale Ware und Erfahrung nachfragen werden. Es ist praktisch auf digitale Güter zurückgreifen zu können, wenn man dies muss, wenn während Lockdowns alles andere verboten ist. Es ist aber absehbar, dass haptische Erlebnisse und Erfahrungen stark nachgefragt werden, wenn der Zwang zur Unterlassung wegbricht. Das ist keine Frage, ob dies geschehen wird, sondern nur in welchem (massiven?) Ausmaß dies erfolgen wird. Ich rechne in den kommenden beiden Jahren mit recht erheblichen Auswirkungen.

Zeiten des Umbruchs in den Anlegerpräferenzen sind Zeiten der Turbulenz

TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD

Im Folgenden zeige ich eine Reihe von Grafiken, die darlegen, wie hoch die Börsen, vor allem in den USA, aktuell bewertet sind. Die amerikanische Börse ist zuallererst der bevorzugte Standort für Börseninvestitionen in den letzten 10 Jahren geworden. Dabei sind amerikanische Werte besonders seit der Steuerreform Donald Trumps stark gestiegen.



S&P 500, DAX und Eurostoxx50: Bis Ende 2018 stieg der S&P 500 kaum stärker als der DAX. Der Eurostoxx 50 blieb in den letzten 6 Jahren zurück, weil er im Unterschied zum DAX unter Ausschüttung der Dividenden dargestellt wird. (Quelle: www.bloomberg.com)

Die Outperformance der amerikanischen Börsen in den letzten beiden Jahren ist auf durch die gewinnsteigernde Wirkung der Steuerreform und der dadurch ausgelösten Kaufmanie im In- und Ausland zu erklären. Letzteres trug dazu bei, dass US-Dollars gekauft wurden, um die amerikanischen Werte zu kaufen. Es hat sich aber auch in den vergangenen Wochen gezeigt, dass diese Manie in den USA seltsame Blüten treibt. Reddit und Wallstreetbets wurden weltbekannt für das Aufbegehren gegen Wallstreet Hedge Funds.

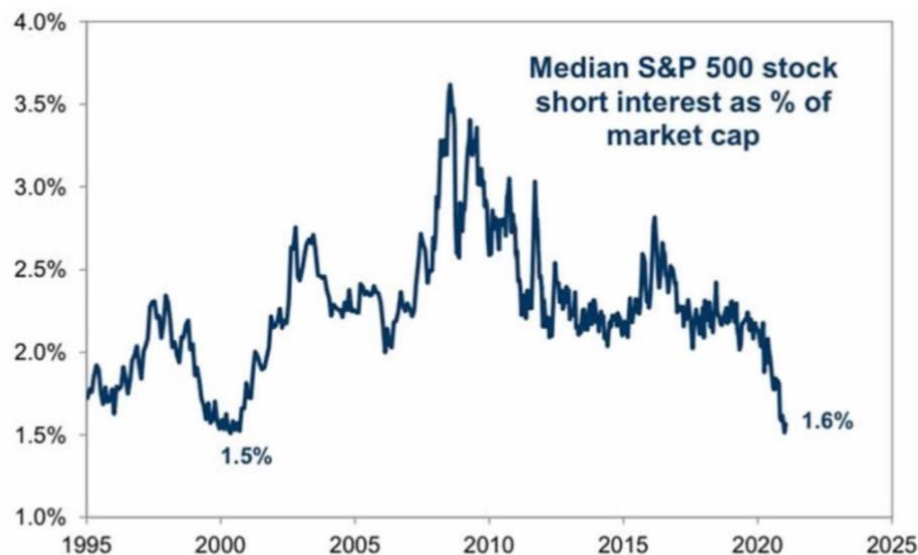
Shortselling ist ein Anlagestil, der Risiken birgt und deshalb nur von spezialisierten Unternehmen betrieben wird. Diese haben sich bei Gamestop maximal positioniert und mehr Aktien verkauft, als am Markt verfügbar sind. Dies kommt quasi einem Todesurteil für die Aktie gleich, hätten sich nicht tausende Anleger verabredet, diese Extrempositionierung auszunützen und durch abgesprochene Aktienkäufe die Hedgefonds zu Eindeckungskäufen zu zwingen. Die Aktie von Gamestop stieg explosionsartig an, die

TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD

Hedgefonds verloren Milliarden. Ich nehme aber an, dass viele Kleinanleger schlussendlich nicht von diesem Run profitiert hatten – es fehlten potentielle Käufer.

Shortselling war in den letzten Jahren ein schwieriges Geschäft. Zum einen ließen die Insolvenzen nach, zum anderen kann man nichts shorten, was durch ewige Geldvermehrung laufend nach oben getrieben wird. Teilweise erlangen diese Werte so starke Kursausbrüche nach oben, dass auch das „sicherste“ Shortselling ausgequetscht wird.



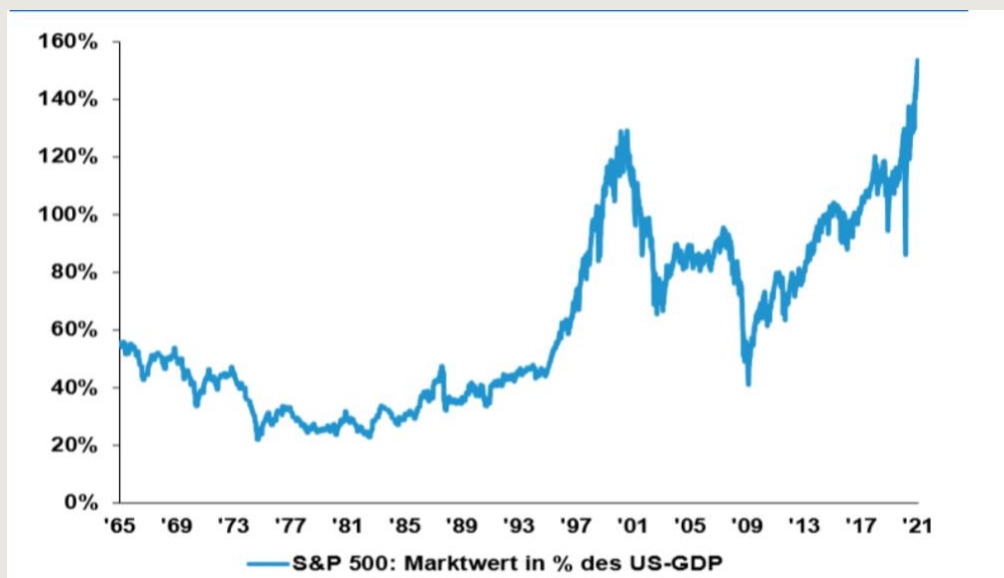
Source: FactSet, Goldman Sachs Global Investment Research

Die heutige Manie ähnelt jener zu Beginn des Millenniums: So wenig Short Positionierungen wie heute gab es zuletzt 2000. Dies deutet auf erhöhtes Risiko für eine Marktkorrektur. (Quelle: www.finanzenwoche.de)

Die Bewertung von Aktien ist aktuell extrem. Dies vor allem in den USA, die rund 60% der Börsenkapitalisierung der Welt auf sich vereinen, bei einem Gewicht von rund 23% des Welt-BIP lächerlich ist.

TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD



Warren-Buffet Indikator: Der S&P 500 übersteigt in seinem Wert das Bruttoinlandsprodukt enorm. Langfristig erachtet Warren Buffet einen Wert von unter 100% als gesunden Wert, um Einstiege in den Markt zu erwägen. (Quelle: www.finanzwoche.de)

7

Es ist gut erkennbar, dass der Vergleichsindex Börsenwert vs. BIP auf einen neuen Rekordwert angelangt ist. Es ist auch nicht verwunderlich, dass viele Börsenexperten herbeieilen und betonen, dass an der Aktie kein Weg vorbeiführt und daher weiterhin davon auszugehen sei, dass die Börsen steigen. Ich denke, der Grundgedanke ist richtig, doch zweifle ich massiv daran, dass Anleger die Erwartung hegen dürfen, dass die kommenden Jahre

- weitere deutliche Anstiege der Technologieaktien bringen werden
- einen Wechsel der Anlegerpräferenzen ohne starke Schwankungen erfahren
- einen Wechsel der Anlegerpräferenzen ohne Folgen auf die Währungsentwicklung haben werden

TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD

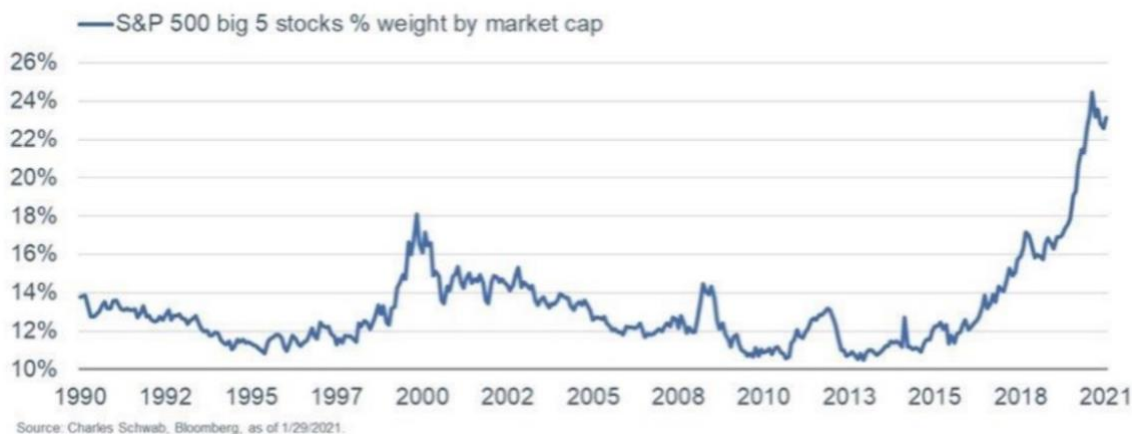
Abgesehen davon, dass das Bewertungsniveau von Aktien enorm hoch ist - es wird auch nur von sehr wenigen Aktien getragen

Wenn man eines von den Amerikanern lernen kann, dann ihren Fanatismus für Statistiken zu schätzen: „to put things into perspective“.

Die Börsenhausse der letzten Jahre war durch einseitigen Kapitalstrom in die USA gelenkte Investitionen. Besonders dabei ist, dass nicht nur der US-Markt und der US-Dollar einseitig profitierten. Es waren letztlich sehr wenige Aktien, die für diesen Anstieg ursächlich waren, um schlussendlich den Gesamtmarkt mitzureißen, der diesen starken Kapitalzufluss gar nicht verdient hätte.

Achtung Klumpenrisiko

Die fünf grössten S&P-500-Aktien machen rund 23% des Index aus.



Wenn Einseitigkeit sichtbar wird: Dass nur 5 Aktien rund ein Viertel der Börsenbewertung ausmachen ist außerordentlich. Zum einen weckt diese Marktmacht Widerstand in der Politik und Regulierung, zum anderen stellt dies im historischen Kontext eine einfach zu rezipierende Ausnahmesituation dar, die nach einer Korrektur schreit. (Quelle: www.themarket.ch)

Wenn man dazu noch die Nr. 6 & 7 ergänzt, sind die größten sieben Papiere gar bei 30% des S&P500 Gesamtwertes.

Wir haben in den letzten Wochen einiges gelesen über Bedenken gegenüber politischer Entscheidungsträger. In Polen (neue Gesetzesvorlage), Australien und Großbritannien

TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD

entstehen bereits erste konkreten Schritte, die die künftige Gewinnentwicklung dämpfen werden.

Report: UK to tax firms which profited from pandemic

TeleTrader

[07.02.2021] 01:53:00

The United Kingdom's government is currently consulting with tech and retail companies over an online sales tax, the Sunday Times reported.

Additionally, Downing Street is working on an "excessive profits tax" for businesses whose profits have surged as a result of the crisis, like [Amazon.com](https://www.amazon.com) Inc., the news organization said.

The changes are reportedly expected to be announced in the first half of the year.

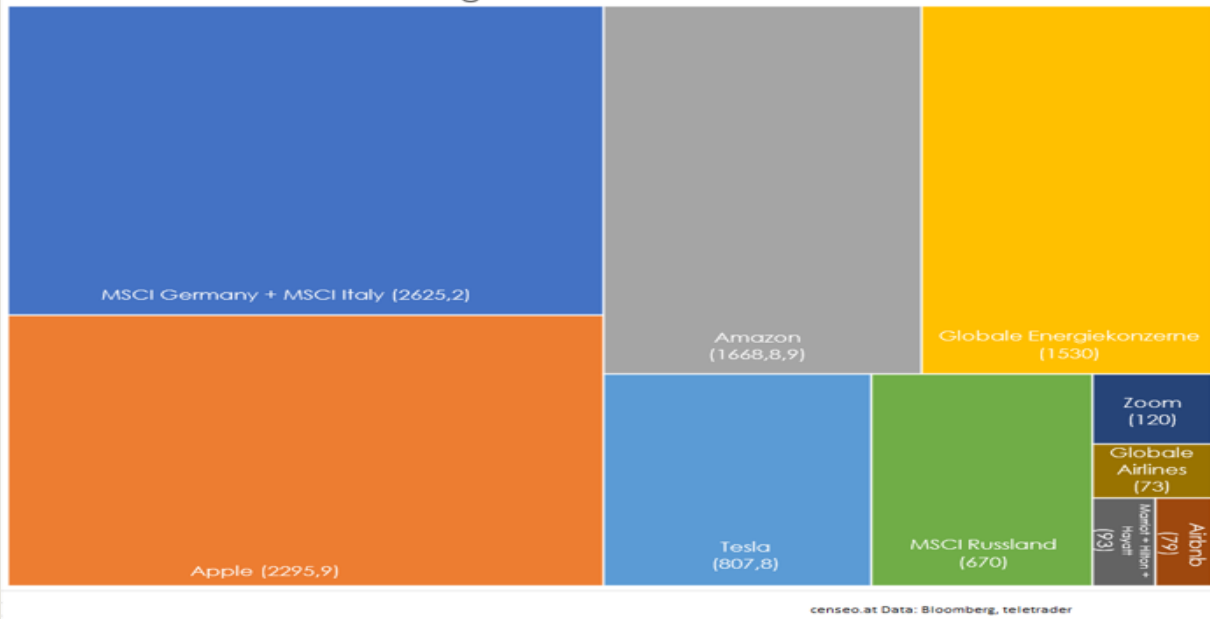
UK ist nur das erste Land, das konkrete Schritte in diese Richtung unternimmt: Das Problem der Übermacht einzelner Konzerne in einzelnen Bereichen und in der Politik als Gamechanger erkannt. Insbesondere der Maulkorb für Donald Trump als noch amtierender Präsident auf Twitter hat die Politikergemeinde weltweit aufgeschreckt. (Quelle: www.teletrader.com)

Ich habe dargelegt, dass die Börsen in einer verletzlichen Weise hoch bewertet sind. Ebenso, dass es ein Sektor ist, der dominant ist (eine ergänzende Grafik folgt auf der nächsten Seite). Hinzu kommt, dass die aktuelle Manie davon getragen wird, dass tatsächlich nur noch hinter möglichen Chancen hinterhergejagt wird und nicht etwa durch Investitionen in profitable Unternehmen.

TREASURY SCOUT

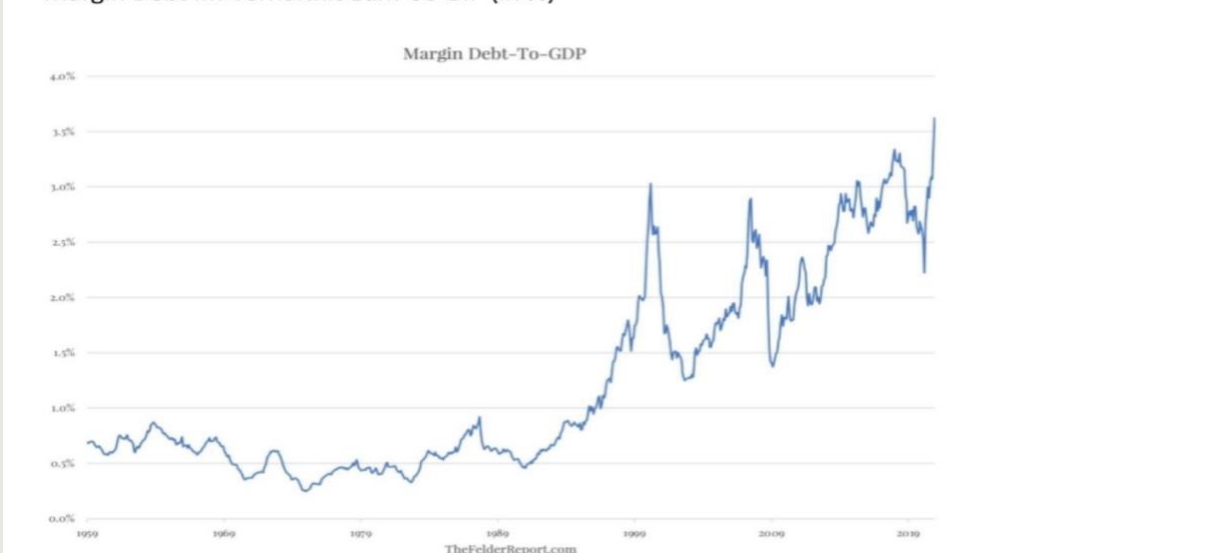
The Hedging Report on Core USD

Machtverschiebung an den Börsen in Milliarden US-Dollar



Ohne Worte: Verhältnismäßigkeit ist etwas anderes. (Quelle: www.censeo.at/ www.bloomberg.com)

Margin Debt im Verhältnis zum US-BIP (in %)



Börsenkauf auf Pump: Mit steigenden Börsen steigt der Risikoappetit. (Quelle: www.themarket.ch)

Verhältnisgrafiken sind manchmal hilfreich, um den gegenwertigen Standpunkt darzustellen. Sie sind in sich aber nicht geeignet ein punktgenaues Timing abzugeben. Die

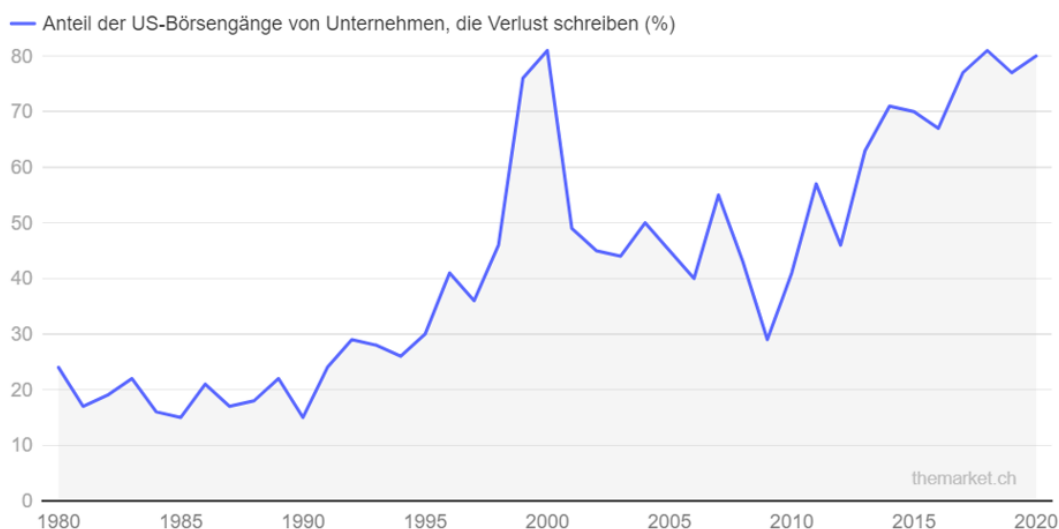
TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD

Überbewertung und die Einseitigkeit der Positionierung bestehen nun schon einige Zeit. Eines ist aber nicht zu diskutieren. Alles was noch an Wertentwicklung dazu kommen könnte, hat nichts mit besonders ausgeprägten und weiter erwarteten Gewinnsteigerungen zu tun, sondern nur mit Gier. Ich gehe davon aus, dass diese Gesamtumstände auch den großen Kapitalanlagesammelstellen bekannt sind und diese nun eine Repositionierung vornehmen werden - zumindest die Smarten.

Das Geld wird nicht unbedingt von den Börsen abfließen. Die Einseitigkeit wird dabei aber reduziert werden. Die USA bleiben der wichtigste Wertpapiermarkt der Welt, wird aber nicht mehr als „einzig“ interessanter im Fokus stehen.

Unprofitabel an die Börse



Grafik: themarket.ch, @NomeDelRosa • Quelle: Prof. Jay Ritter • Erstellt mit [Datawrapper](#)

Gekauft wird, was an die Börse strebt: Die Unternehmen, die es an die Börse schaffen, werden zum Teil zu unglaublichen Multiples gehandelt. Mich erinnert das stark an den Beginn meiner Karriere, wo die Verhältnisse ähnlich waren. Im Jänner 2000 warnte ich, wie auch heute, vor einer erheblichen Korrektur des Marktes. Ich rechne aktuell mit deutlicher Korrektur, nicht wie damals, mit einem Marktzusammenbruch. (Quelle: www.themarket.ch)

Ein Beispiel für skeptische Vermögensverwalter

Jeremy Grantham (das G in GMO) ist in den USA ähnlich bekannt wie Warren Buffet und steht einem der großen Vermögensverwalter vor. Die nachfolgende Grafik illustriert die Gewinnerwartungen nach Abzug der Inflation für die kommenden 7 Jahre.

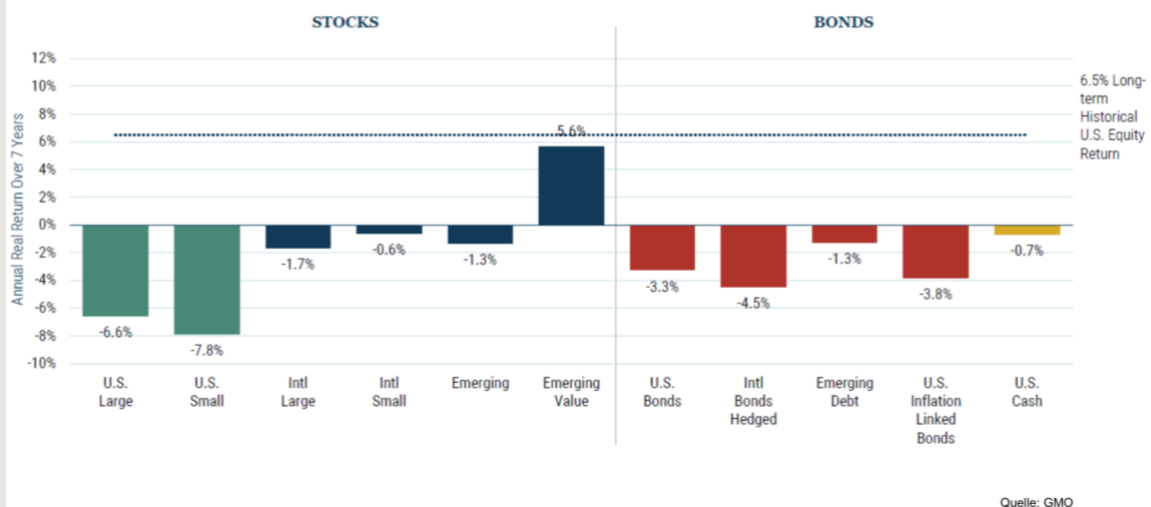
TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD

Gedämpfte Renditeaussichten

the market
NZZ

Geschätzte jährliche Rendite nach Abzug der Inflation für die kommenden sieben Jahre (in %)

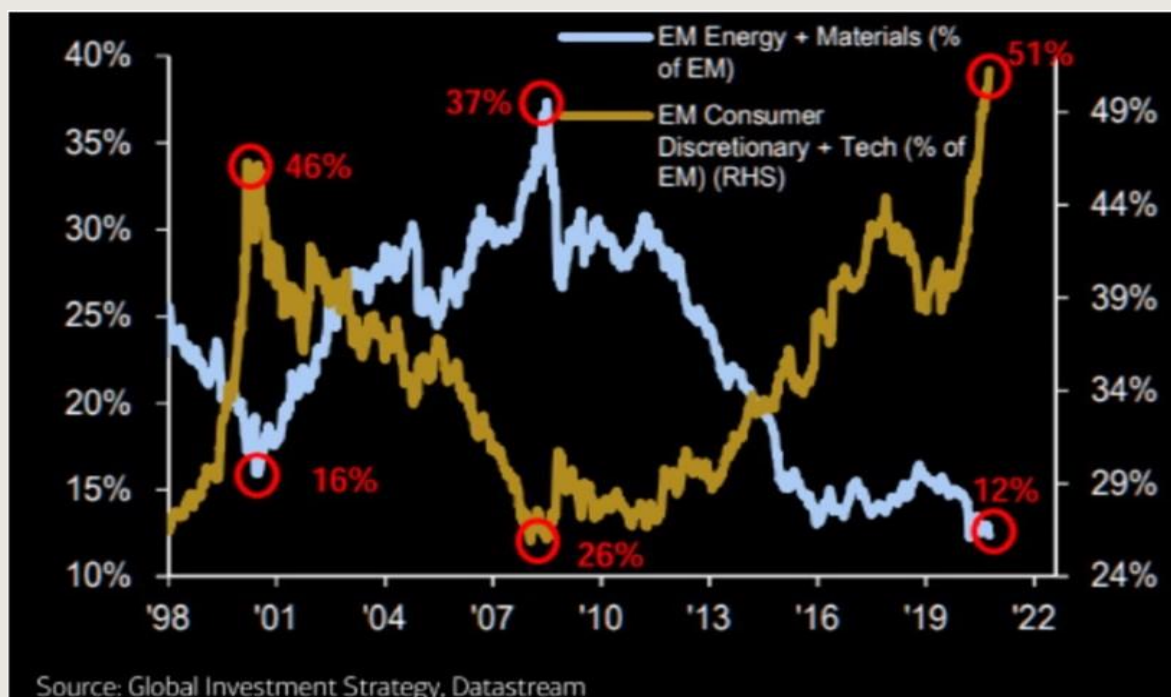


Renditeaussichten: Nach Sicht des Vermögensverwalters GMO sind keine Realrenditen in den kommenden Jahren möglich. Wir rechnen mit Gewinnmöglichkeiten in mehreren Bereichen und oft wechselnden Anlegerpräferenzen, was dieser Darstellung nicht widerspricht, aber den Gesamtmarkt nicht nachhaltig nach oben treiben wird. (Quelle: www.gmo.com)

Für die kommenden Jahre sind es, mit der von mir erwarteten wirtschaftlichen Erholung, die Energie-, Rohstoff- und Emerging-Markets Märkte, die von einem globalen wirtschaftlichen Aufschwung profitieren sollten. Zulasten der Tech-Märkte, die heute eindeutig übertrieben hoch bewertet sind. Die Börsen können in Summe fallen, wenn die Bonanza in den Techs endet. Bedeutsam ist dies aber in jedem Fall für die weitere Entwicklung des US-Dollars, der in der Vergangenheit bei Anstiegen der Rohstoffpreise regelmäßig stark unter Druck geriet.

TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD



Negative Korrelation zwischen Technologie und Rohstoffwirtschaft: So differenziert wie heute war die Diskrepanz noch nie. (Quelle: www.bloomberg.com)

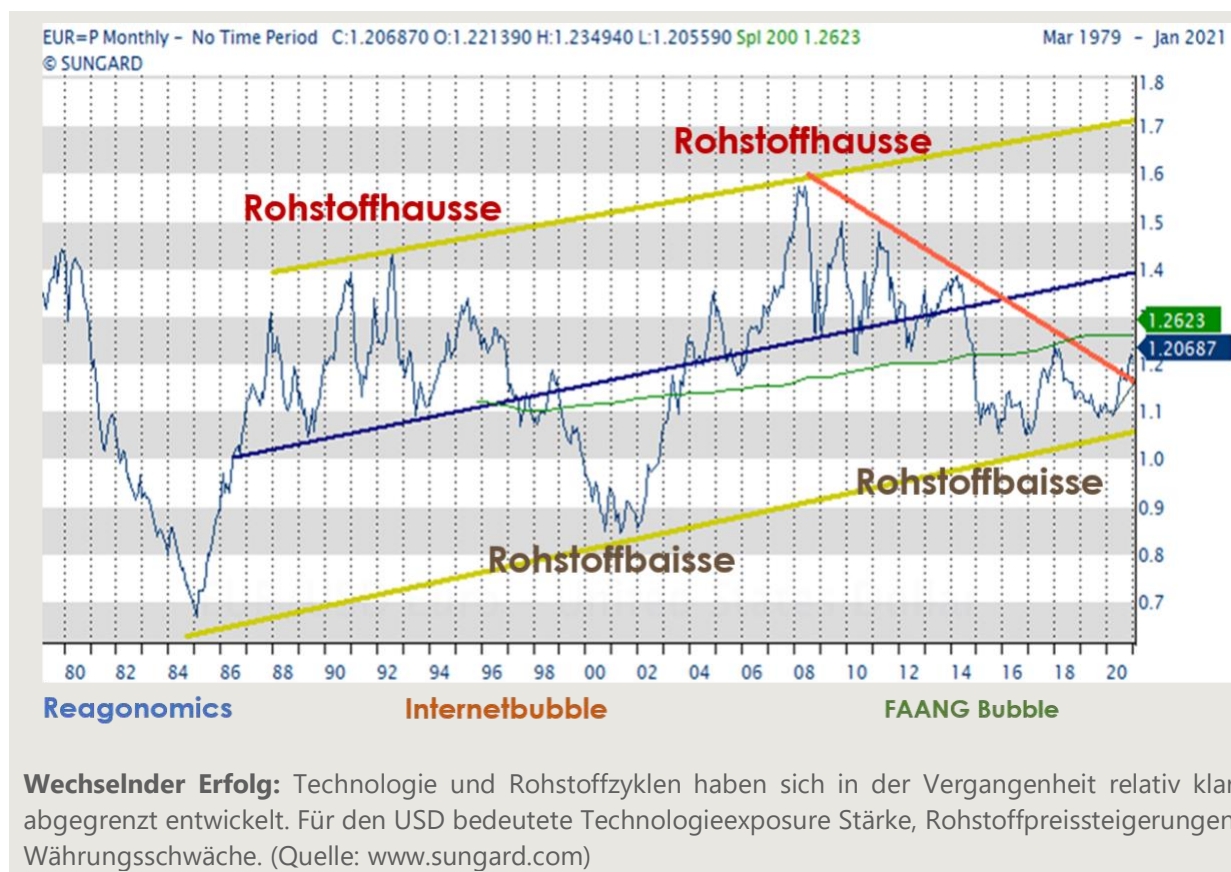
13

Ich rechne stark mit einer Verschiebung der Anlegerpräferenzen Post-Corona in Bereiche, die nachvollziehbar zurückgeblieben sind und in denen sich ebenso evident Angebotsknappheit etablieren wird, was wiederum Aktien im Rohstoffsektor begünstigen und den US-Dollar schwächen sollte.

Dass dieser Zusammenhang sehr stark wirkt, zeigt die nachfolgende Grafik, in der aufgezeigt wird, wie grundlegend sich die Zahlungsströme des US-Dollars in der Vergangenheit geändert haben, wenn sich die Grundtendenz der Anleger umkehrte.

TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD



Am Beginn einer Zeitenwende ist es schwer, an diese zu glauben

In aller Regel schreiben wir Entwicklungen in die Zukunft fort. Bis die Mehrheit der Marktteilnehmer von der Veränderung überzeugt ist, muss schon sehr viel passiert sein. Wie in dieser Ausgabe aufgezeigt, besteht auch das Potential für eine solche grundlegende Änderung. Ich erwarte eine solche auch mit überwältigender Wahrscheinlichkeit für die kommenden Jahre. Dies auch, weil zur gleichen Zeit eine historisch seltene, geopolitische Zeitenwende anbricht, in der ein bislang 400 Jahre lang dominierender angelsächsischer Westen einen Wachwechsel zur neuerlichen chinesischen Führung verhindern oder zumindest bremsen will. Dies wird konkrete Folgen haben. Zunächst rechne ich jedoch mit positiven Folgen für die Wirtschaft und die Rohstoffmärkte.

TREASURY SCOUT

The Hedging Report on Core USD

IMPRESSUM

Censeo Consulting GmbH

Redaktion Treasury Scout, Promenadegasse 51, A-1170 Wien,

www.diewaehrungsexperten.at

Handelsgericht Wien; Fn 362116z; UID ATU 66450547

Geschäftsführung: Gerhard Massenbauer

Herausgeber: Censeo Consulting GmbH

Produktmanagement: Mauritius Urdich

V.i.S.d.P.: Gerhard Massenbauer

Risikohinweis & Disclaimer

Copyright 2021 – Alle Rechte der Ausgabe bei Censeo Consulting. Nachdrucke und Veröffentlichungen, auch auszugsweise, sind nicht gestattet. Die Performance dieses Dienstes wird laufend von einem unabhängigen Wirtschaftsprüfer geprüft. Unsere Informationen sind ausschließlich für den privaten Gebrauch bestimmt.

RISIKOHINWEIS: Die Informationen basieren auf Quellen, die wir für zuverlässig halten. Die Angaben erfolgen nach sorgfältiger Prüfung, jedoch ohne Gewähr. Gute Ergebnisse in der Vergangenheit garantieren keine positiven Resultate in der Zukunft. Anlagen in Aktien und Derivaten bieten hohe Chancen auf Gewinne bei zugleich höherem Verlustrisiko. Die Anlage in Aktien und Derivaten beinhaltet spekulative Risiken, die im negativsten Fall bis zu einem Totalverlust der investierten Mittel führen können. Daher wird ausdrücklich davon abgeraten, die gesamten Anlagemittel nur auf wenige Werte zu konzentrieren oder für diese Investments Kredite aufzunehmen.

DISCLAIMER: Wir machen Sie vorsorglich darauf aufmerksam, dass die enthaltenen Finanzanalysen und Empfehlungen zu einzelnen Finanzinstrumenten eine individuelle Anlageberatung durch Ihren Anlageberater oder Vermögensberater nicht ersetzen können. Unsere Analysen und Empfehlungen richten sich an alle Abonnenten und Leser unseres Devisendienstes, die in ihrem Sicherungsverhalten und ihren Sicherungszielen sehr unterschiedlich sind. Daher berücksichtigen die Analysen und Empfehlungen dieses Devisendienstes in keiner Weise Ihre individuelle Sicherungssituation. Bitte haben Sie Verständnis dafür, dass diese Publikation nur von der Person gelesen und genutzt werden darf, die im Abonnementvertrag aufgeführt ist. Die Publikation – elektronisch oder gedruckt – ganz oder teilweise weiterzuleiten, zu verbreiten, Dritten zugänglich zu machen, zu vervielfältigen, zu bearbeiten oder zu übersetzen, ist nur mit vorheriger schriftlicher Genehmigung durch Censeo Consulting GmbH gestattet. Die betriebsinterne Nutzung ist selbstverständlich gestattet.