



10. JANUAR 2021

NOTIZEN ZUM JAHRESENDE 2020

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.

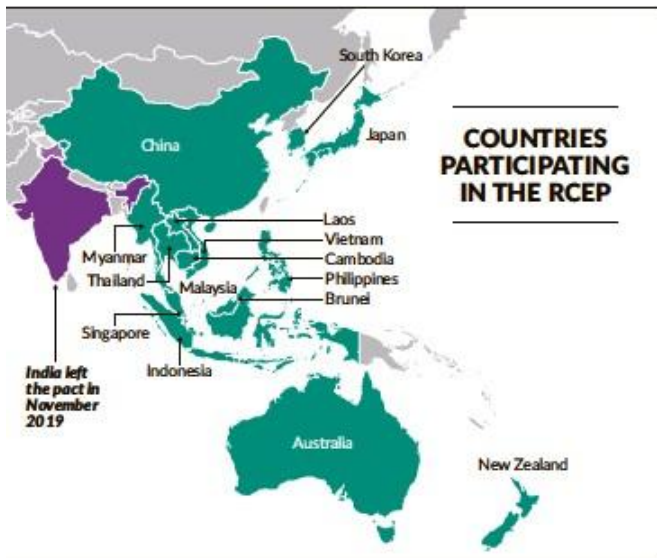
Alles ist möglich! Dieser Satz charakterisiert das Jahr 2020 wie kein anderer. An dieser Stelle werden wir nicht ausführlich auf eine chronologische Aufzählung von Entwicklungen eingehen, sondern die wichtigsten Phänomene und Einschnitte, die die kommenden Jahre bzw. Jahrzehnte beeinflussen, kurz anreißen.

1. Eine dramatische Hinwendung zu einer großzügigen Ausgabenpolitik vor allem in den Industrieländern, ermöglicht durch die Zentralbanken, wirft ihre Schatten in die Zukunft. Zur Wahrung der Systemstabilität wird auch in Zukunft das Ausmaß der Unterstützungsmaßnahmen in ähnlicher Weise fortgeführt werden (müssen). Zentralbanken und Regierungen sind de facto zu einer Institution verschmolzen. Die daraus resultierende Geldschöpfung wird, im Unterschied zu den jahrzehntelangen monetären Programmen der Notenbanken, das erste Mal in der Realwirtschaft ankommen. Es ist realistisch, dass wir damit in ein, wie immer geartetes, Inflationsregime übergehen. Denn die Vermehrung eines Währungsstocks ohne gleichzeitige Schaffung von Werten kommt einer Entwertung jeder Einheit gleich. Man nennt dieses Phänomen Inflation bzw. Stagflation.
2. Ein China auf anderen Wegen. Im Gegensatz zu den vergangenen Jahrzehnten ist die chinesische Antwort auf die Pandemie im Rahmen geblieben. Das Land bietet als einziges bedeutendes Land ein positives Zinsumfeld und konnte daher in 2020 von starken Geldzuflüssen profitieren. Dies hilft dem Land seine Abhängigkeit vom US-Dollar zu reduzieren. Mittelfristig könnte das Auseinanderdriften der Währungen zu starken Spannungen führen. In der Vergangenheit wurde dem gerne mit Kapitalverkehrskontrollen begegnet.
3. Eine neue, nicht weniger unruhige Dynamik in Europa, bei der zwar die traditionelle, wirtschaftliche Nord-Süd Teilung durch die Unterstützungsprogramme und Aussetzung der Maastricht-Kriterien abgemildert wurde. Aber an ihrer Stelle tritt eine kulturell begründete Ost-West Spaltung zu den Visegrad-Staaten (Ungarn, Polen, Tschechien, Slowakei) und offenbart, dass Europa auch in diesem besonderen Jahr immer noch nicht zu einer stabilen Einheit gefunden hat.
4. Die gestörten Lieferketten und fehlende Reaktionsmöglichkeiten der Regierungen führen zu einer schnellen Abwendung von globalen Lieferketten und einer Neuaufstellung in drei große Wirtschaftsräume: die Amerikas, Europa und der chinesische Einflussraum. Das ‚just-in-time‘ wird zu ‚just-in-case‘. Dies wird zu höheren Kosten und damit Preissteigerungen führen. Und es reduziert die Wachstumsaussichten durch geringere Produktivität. Der ‚Tech-Krieg‘ zwischen China und den USA ist ein Symptom für die Priorität, die das Prinzip der Sicherheit für jedes Land nun einnimmt.
5. Die geopolitisch wichtigste Region ist heute Taiwan. Wie im NUNTUM NO. 39 ausgeführt, ist ein taiwanisches Technologieunternehmen Marktführer in der Halbleiterindustrie, dem heute zentralen Grundstoff unserer Wirtschaften. Die von China beanspruchte Insel kann daher schnell zu einer brisanten Entwicklung in dem, als II. Kalter Krieg bezeichneten, ‚Tech-Krieg‘ um die technologische Führerschaft zwischen USA und China führen. Halbleiter stehen nun im Mittelpunkt der nationalen Sicherheit, auch wenn zuletzt die unrechtmäßige Übernahme Hongkongs durch China in den Schlagzeilen stand.
6. Japan als stabile und innovative Wirtschaftsregion, und damit einer der Gewinner in dieser Gemengelage.
7. Ein immer stärker werdender Fokus auf ‚grüne‘ Energien und Technologien, der durch massive staatliche Ausgabenprogramme gefördert wird. Die Kursentwicklung der davon profitierenden Unternehmen, im Vergleich zu den ‚alten‘ Industrien, spiegelt diesen starken Trend wieder. Angebotsengpässe bei den hierfür notwendigen, ‚schmutzigen‘ Rohstoffen sind jetzt schon abzusehen, da Investitionen zur Aufrechterhaltung der Produktion jahrelang versäumt wurden. Eine Renaissance der Rohstoffe sollte auf Basis dieser Ungleichgewichte folgen und ermöglicht große Investmentopportunitäten.



Dynamischer Wandel – dynamische Zeiten

Die Globalisierung hat in den letzten Jahren durch protektionistische Maßnahmen und Handelsauseinandersetzungen viel Gegenwind erfahren. Diese Wirtschaftsphilosophie, die vor allem für die Entwicklungsländer ein Segen gewesen ist, scheint ihre Blüte gesehen zu haben. Das im November 2020



von 15 asiatisch-pazifischen Staaten verabschiedete Abkommen zur 'REGIONAL COMPREHENSIVE ECONOMIC PARTNERSHIP' (RCEP) zeigt, dass Nuancen wichtig in dieser Einschätzung sind. Es zeugt von einer Belebung der Globalisierung – wenn auch auf regionaler Basis. Mehr als zwei Millionen Menschen bzw. 30% der Weltbevölkerung umfasst der Wirtschaftsraum des RCEP. Es wird in seinem Umfang mit der EU bzw. der nordamerikanischen Freihandelszone verglichen. Mehr als acht Jahre wurde verhandelt – mit einem Vertragsabschluss via Zoom. Aus Sorge vor dem übermächtigen Einfluss Chinas verzichtete Indien auf eine Teilnahme. Aber

genau diese Sorge ist jetzt Realität geworden. Beobachter sehen Taiwan, Südkorea und Japan als Gewinner dieses Abkommen: Das *Peterson Institute for International Economics* erwartet eine Zunahme des globalen Volkseinkommens um jährlich ca. US-\$190 Milliarden bis 2030 bzw. einem BSP-Plus¹ von 0,2% für die Teilnehmer des Wirtschaftspakts. Japan schätzt den Wegfall von Zöllen alleine für seine Automobilexporte nach China in der Größenordnung von US-\$ 50 Milliarden.

Was heißt dies für die westliche Welt? In einem sich verstärkenden geopolitischen, und damit wirtschaftlichen, Wettkampf zwischen den USA und China wird die Notwendigkeit von weiteren Allianzen bzw. die Wiederbelebung von Beziehungen unverzichtbar. Die Vereinigten Staaten, aber auch Indien, müssen viel Energie in neue Allianzen investieren, damit der Einfluss Chinas in Asien nicht übermächtig wird. Zu guter Letzt sollte die Verstärkung regionaler Partnerschaften im Zeitalter der digitalen Zentralbankwährungen zu einer Aufweichung des Reservestatus des US-Dollars führen. Es zeigt aber auch, wie hoch die Abhängigkeit Chinas von funktionierenden Exportmärkten und der Sicherheit der maritimen Zugänge ist. Daher sollten die Vereinigten Staaten in den kommenden Jahren weiterhin aus einer Position der Stärke agieren können.

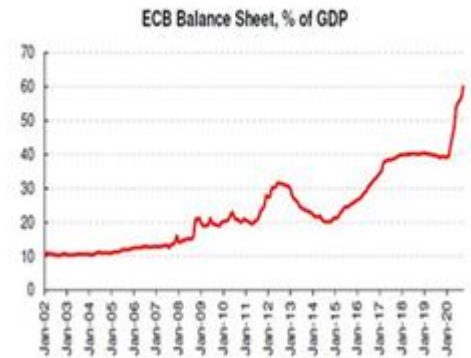
Nachdenkens-Wert

An dieser Stelle wurde in der letzten Ausgabe dieser Notizen zu den wahren Kosten der deutschen Staatsverschuldung Stellung genommen. Auf europäischer Ebene spielt sich ein ähnliches geldpolitisches Theater mit weitreichenden Konsequenzen ab. Im März 2020 beschloss die EU weitere Unterstützungsmaßnahmen der Wirtschaft im Rahmen des PEPP (Pandemie-Notfallkaufprogramm). Mit einem Volumen von nun € 1,85 Billionen sollten die Käufe der Staatsanleihen der Mitgliedsländer die Preisstabilität und die Effektivität der Geldpolitik in der Eurozone während der Pandemie sicherstellen. Das Budget für diese Staatsanleihekäufe der EZB war per Ende 2020 noch mit einem Betrag von etwa € 1,1 Billionen offen, so dass bis Ende März 2022 Käufe in dieser Größenordnung erfolgen

¹ BSP = Bruttonationalprodukt.



sollen. Die Mitgliedsstaaten haben im Krisenjahr 2020 Staatsanleihen in genau diesem Volumen ausgegeben und man kann davon ausgehen, dass dieser Betrag voraussichtlich im laufenden Jahr eher unterschritten wird. Damit würde das PEPP-Programm der EZB im Jahr 2021 den überwiegenden Teil der von europäischen Staaten ausgegebenen Anleihen kaufen. Das sind japanische Verhältnisse, in denen ein regulärer Anleihemarkt nicht mehr existiert. Schon in jüngster Zeit war Kritik an der EZB laut geworden, dass die Zentralbank die Staatsschulden direkt monetisiert. Was jedoch gleich schwer wiegt, ist die weitere Verzerrung der Risikoprämien zwischen bonitätsschwachen und – stärkeren Mitgliedsstaaten, damit eine komplette Aussetzung des Preismechanismus und eine Unterdrückung der Volatilität. Unser Finanzsystem wird durch solche Maßnahmen noch fragiler und störungsanfälliger.



Indikatoren unter Beobachtung

In der letzten Ausgabe hatten wir auf das Trio der strukturellen Trends für den nun Jahrzehnte dauernden Preisdruck, sprich Deflation, hingewiesen: Globalisierung, neue Technologien und steigende Schuldenstände. Die Langlebigkeit der beiden letzteren Trends kann aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass sich im letzten Jahr gegensätzlich wirkende, neue Einflussfaktoren auf das Preisniveau herauskristallisiert haben: die Störung der weltweiten Lieferketten durch Pandemie und Protektionismus; direkte Unterstützungsmaßnahmen der Staaten, insbesondere durch Kreditgarantien und eine staatlich dirigierte Konzentration auf grüne Energien. Die Preisentwicklung von Rohstoffen wie Kupfer, Silber und Nickel in den vergangenen Monaten weist auf ein Ungleichgewicht in den Rohstoffen hin, die für eine umweltfreundliche Neuaufstellung der Wirtschaft notwendig sind.

Der Weg zu einem nachhaltigen Anstieg unseres Preisniveaus könnte mit Überraschungen gepflastert

Fig. 5: CPI regular rent inflation and other market rent data



Note: Shadings indicate US recessions

Source: BLS, Zillow, Apartment List, RCA, Reis, Haver Analytics, Nomura

sein. Dieser Meinung ist der Chefvolkswirt der *Société Generale*, Albert Edwards. Jetzt erwartet er in den nächsten Monaten einen weiteren deflationären Schub, der die amerikanischen Anleihezinsen gegen Null katapultieren wird. Danach jedoch werden wir in ein langfristiges Preissteigerungsregime übergehen, was prekärer Weise vor allem durch steigende Rohstoffpreise (z.B. Agrarrohstoffe), geprägt sein wird. Diese Entwicklung haben wir zuletzt im Jahr 2010 und 2011 gesehen, in der die Welt mit intensiven sozialen Unruhen (z.B. Arabischer Frühling) konfrontiert war. Edwards sieht eine Bestätigung dieses deflationären Trends in der stark rückläufigen Preisentwicklung der Wohnkomponente im amerikanischen Inflationsindex, die mit 40% gewichtet ist. Sie wird nur mit zeitlicher Verzögerung ersichtlich.

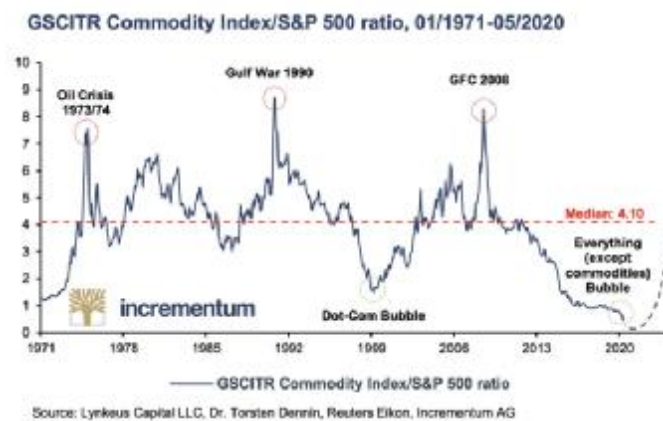
Sie können an dieser Graphik ersehen, wie dramatisch diese Mietpreisentwicklung ist. Edwards geht davon aus, dass damit auch die langfristigen Zinsen in den USA, ähnlich wie schon in Japan und Eu-



ropa, gegen Null tendieren werden. Bekannt wurde Edwards durch seine Einschätzung im Jahr 1996, dass die Industrieländer vor Jahrzehnten von langsamen Wachstum und Deflation (ähnlich Japan) stehen würden – er nannte dies eine wirtschaftliche Eiszeit.

Indikatoren unter Beobachtung II

Unzweifelhaft scheinen verschiedene Kräfte in den Finanzmärkten in starkem Widerstreit zu stehen.

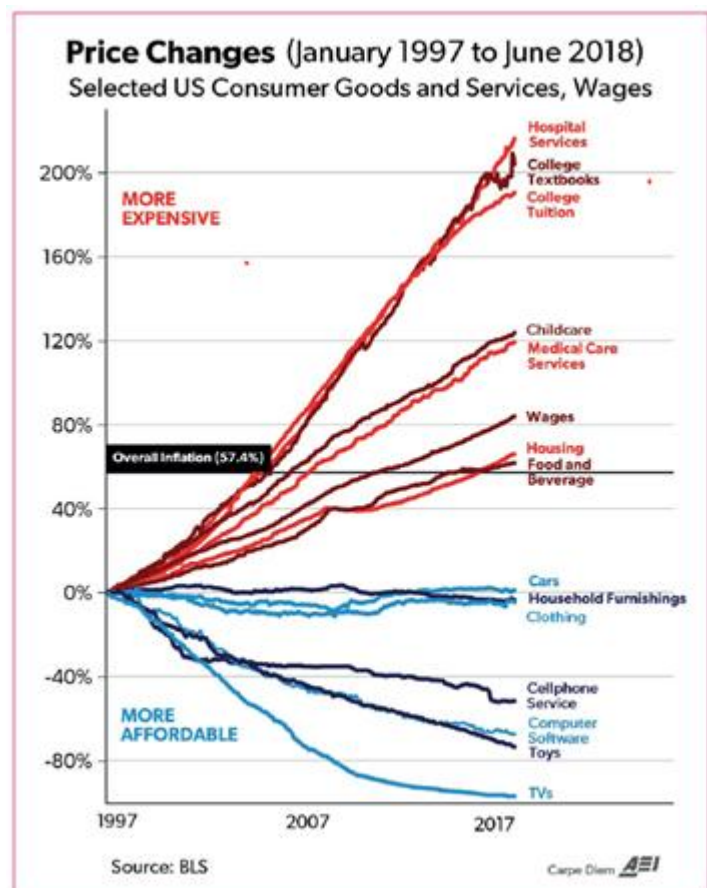


Daher ist die Frage, ob und in welchem Segment eine hohe Sensibilität für eine Trendumkehr, und damit Investmentopportunitäten, identifiziert werden kann. Ohne Zweifel führt dies zu den Rohstoffen, deren relative Preisentwicklung zu anderen Anlageklassen in den vergangenen Jahren unterdurchschnittlich war. Jeff Currie, Goldman Sachs' Global Head of Commodities Research, stellt jüngst fest, dass jeder einzelne Rohstoffmarkt, mit Ausnahme von Weizen, heute ein Angebotsdefizit aufweist. Seine Analysen zeigen, dass die schon seit Jahren fehlenden Investitionen in die Rohstoffförderung Ursache dieses strukturellen Angebotsengpass sind. Er sollte bis in das Jahr 2022 reichen. Eine Rache der Old Economy, denn die fehlenden Investitionen beschränken sich nicht nur auf Öl, sondern betreffen alle Metalle. Currie führt weiter aus, dass normalerweise ein solcher Engpass am Ende eines Wirtschaftszyklus auftritt. Da wir derzeit am Beginn eines solchen stehen, sollten wir mit länger steigenden Rohstoffpreisen ab dem nächsten Jahr rechnen können. Ein Blick auf die zyklische Natur dieser Preisentwicklung gibt Ihnen diese Graphik, die die Preisentwicklung des amerikanischen Aktienindex S&P 500 im Verhältnis zum breiten Rohstoffindex seit 1971 detailliert. Auch dem zufolge ist ein neuer Rohstoffboom realistisch.

Indikatoren unter Beobachtung III

Indikatoren unter Beobachtung III

Die Debatte über eine mögliche Inflation wird derzeit noch gedämpft geführt, da die offiziellen Statistiken einer solchen Entwicklung widersprechen. Das folgende Bild zeigt den Grund der vermehrten Unzufriedenheit nicht nur in den USA: Ein Kampf zwischen Preisverfall, so bei den Löhnen der Geringqualifizierten und unserer Technologieausstattung, und dem Preisanstieg von vielen Gütern des täglichen Bedarfs (Gesundheit, Bildung, Mieten, etc.) wie das folgende Bild





am Beispiel USA detailliert. Außerordentliche Entwicklungen halten nicht ewig an, da sie Ungleichgewicht schaffen. Die Pandemie hat den Trend zur Digitalisierung und technische Aufrüstung verstärkt und gleichzeitig die Schwächen der dafür notwendigen, physischen Infrastruktur offengelegt.

Steen Jakobsen, Chefvolkswirt und Investmentmanager der Saxo Bank ist überzeugt, dass die Nachfrage nach Rohstoffen, Sachanlagen und Unternehmen, die diese fördern, herstellen und transportieren, stark steigen wird. Drei Gründe untermauern seine Einschätzung. Eine zu erfolgreiche digitale Welt und die Online-Plattformen, die nicht unabhängig von der physischen Welt existieren können, muss jetzt mit ernsthaften Engpässen in ihrer dafür notwendigen Infrastruktur zurechtkommen. Gleichzeitig sind Regierungen mehr und mehr gezwungen, soziale Gerechtigkeit und Stabilität in das Zentrum ihrer Maßnahmen zu stellen. Eine starke Ausweitung von Staatsprogrammen zur Finanzierung von ‚grüner‘ Infrastruktur und neuen Arbeitsplätzen sollte die Folge sein. Diese beiden Aspekte werden, so der Volkswirt, vom Markt noch nicht eingepreist. Wenn Investoren realisieren, dass Rohstoffe in den letzten 50 Jahren selten so unterbewertet gegenüber anderen Finanzanlagen waren, sollte ein längerer Preisboom folgen.

Märkte und Einschätzungen

Die weltweiten Finanzexperten sind sich derzeit in ihrer Einschätzung eines mittelfristig oder gar langfristig schwachen US-Dollar einig. Man beschwört den Niedergang der Vereinigten Staaten. Diese Dramatik ist unseres Erachtens übertrieben. Historisch gesehen sieht die Welt einen starken Dollar in Zeiten von außerordentlichem Wachstum in den USA oder aber weltweiten Krisen. In diesen Szenarien fließt Kapital in großem Maße in das Land bzw. sucht Schutz in der globalen Reservewährung. Zeiten besonderer Dollarstärke waren die frühen 80er Jahre mit enormen Wirtschaftswachstum nach einer Rezession und die 90er Jahre (Schwellenländer und Russland-Krise). Außerhalb dieser extremen Umstände, d.h. in normalen Zeiten, neigt der US-Dollar zur Schwäche, da andere Anlageregionen und Währungen attraktiver sind und die schwächere US-Währung weltweite Wirtschaftstransaktionen unterstützt. Bildlich kann man sich dieses Phänomen als „Dollar-Lächeln“ vorstellen, bei dem die beiden oberen Seiten des Lächelns die Stärke der Währung widerspiegeln.

Von diesen Regelmäßigkeiten können interessante Anlagenschwerpunkte abgeleitet werden. Ein schwacher Dollar lässt in der Regel Rohstoffpreise steigen, was sich wiederum positiv auf die Schwellenländermärkte auswirkt. Diesen Effekt konnten wir in den letzten Wochen des Jahres beobachten, nicht zuletzt unterstützt durch die positiven Nachrichten der Impfstofffolge. Ist eine schnelle Gegenreaktion realistisch? Oder wie lange verweilt die US-Währung im unteren Teil des Lächelns? Überraschenderweise ist dies auch abhängig von den Aktionen der globalen Notenbanken. Diese halten den überwiegenden Anteil ihrer Reserven in US-Dollar. Sollten sie einen Abbau der US-Reserven zugunsten anderer Investments z.B. in den Schwellenländern beginnen, würde dies eine weitere Abschwächung des US-Dollars nach sich ziehen und die Rohstoffpreise und Schwellenländermärkte weiter nach oben treiben. Ein virtuoser oder Teufels-Kreis? Anlagestrategisch ist dies positiv zu bewerten, denn solch klare Trends ermöglichen starke Gewichtungen in den davon profitierenden Anlageklassen.

Das Wesentliche

Statt in einem Jahrzehnt erfahren wir in einem Jahr einen Paradigmenwechsel: Eine globale Abwertung aller Währungen durch die schnelle und außerordentlich Reaktion von Zentralbanken und Regierungen wird langjährigen Einfluss auf die Kapitalmärkte und die verschiedenen Anlageklassen



haben. Via Kreditgarantien oder direkte Unterstützungszahlungen finden neu geschaffene Gelder das erste Mal ihren Weg in die reale Wirtschaft. Viele der uns vertrauten Trends und Regeln werden neu definiert werden müssen, wenn die inflationären Preistendenzen die Oberhand gewinnen können. Das Winterhalbjahr scheint uns zuerst jedoch einen zweiten Wirtschaftseinbruch zu bescheren, so dass wir der derzeit einhelligen, positiven Kapitalmarkteinschätzung vorsichtig gegenüberstehen.

Mittelfristig ermöglicht dies selten auftretende Anlagemöglichkeiten, denn die Konzentration auf die digitale Infrastruktur hat unsere physische Infrastruktur verkümmern und vernachlässigt lassen. Die Basis unserer Existenz ist heute mit 20% Wertanteil deutlich unterrepräsentiert, während Patente, Digitalisierung und Online-Aktivitäten mit 80% bewertet werden. Anlageklassen wie Rohstoffe, Mineralien, „grüne“ Technologien, Logistik, aber auch Edelmetalle, sollten mehrjährige Preissteigerungen erfahren. Daher wurde in dieser Ausgabe ein Schwerpunkt auf die dahinter stehenden Dynamiken gesetzt. Bei einem weiterhin schwachen US-Dollar werden zusätzlich die Schwellenländer stark profitieren.

Die Euphorie um Bitcoin und seine Preisentwicklung ist ein Symptom der starken Vermehrung der Geldmengen, denen kein Äquivalent in der realen Welt gegenübersteht. Zinsanlagen und traditionelle Altersversorgungsprodukte sollten es in dieser Welt schwer haben. Die Einführung von digitalen Währungen, nicht nur von der EZB zur Priorität erklärt, läutet einen Paradigmenwechsel in unserem Währungsregime ein. Unter anderem wird damit Spielraum für ein neues Besteuerungsregime, aber auch weitere Unterstützungsmaßnahmen, geschaffen.

Die im Jahr 2020 gesehene Schwankungsbreite von Preisbewegungen ist nicht zuletzt auf die starken Zuflüsse in passive Investments, d.h. ETFs, zurückzuführen. Man schätzt, dass heute schon mehr als 60% der Anlagemittel in diesen konzentrierten Vehikeln liegen. Sie beeinflussen die Entwicklungen der Indizes so stark, dass bei Verkaufsdruck quasi Preishohlräume entstehen, die von anderen Marktteilnehmern nicht mehr aufgefangen werden. Die Entwicklung der Kapitalmärkte in den letzten Monaten impliziert, dass die rapide Entwicklung der Impfstoffe uns schnell in eine Normalität zurückbringen wird. Zuerst ist jedoch das Winterhalbjahr zu überstehen. Und nicht zu unterschätzen ist auch, dass das vergangene Jahr die fortschreitende Erosion des Vertrauens in die demokratischen Institutionen und die internationale Zusammenarbeit zu Tage gebracht hat. Darüber hinaus hat die Pandemie nicht nur in der Psyche der Menschen Spuren hinterlassen, die lange nachwirken werden. Wir gehen mittelfristig von einem guten Kapitalmarktumfeld aus, wenngleich angesichts dieser Trends mit starken Preisschwankungen gerechnet werden sollte.

Wir freuen uns auf ein Jahr mit interessanten Entwicklungen zum Geldverdienen und wünschen Ihnen Monate mit viel Freude, Fortune und Gesundheit.

Es grüßt Sie das Team der Ars Pecuniae GmbH