

Dollar, Emerging Markets, China und Gold

Markus Bachmann & Douglas Orsmond | 22 August 2018

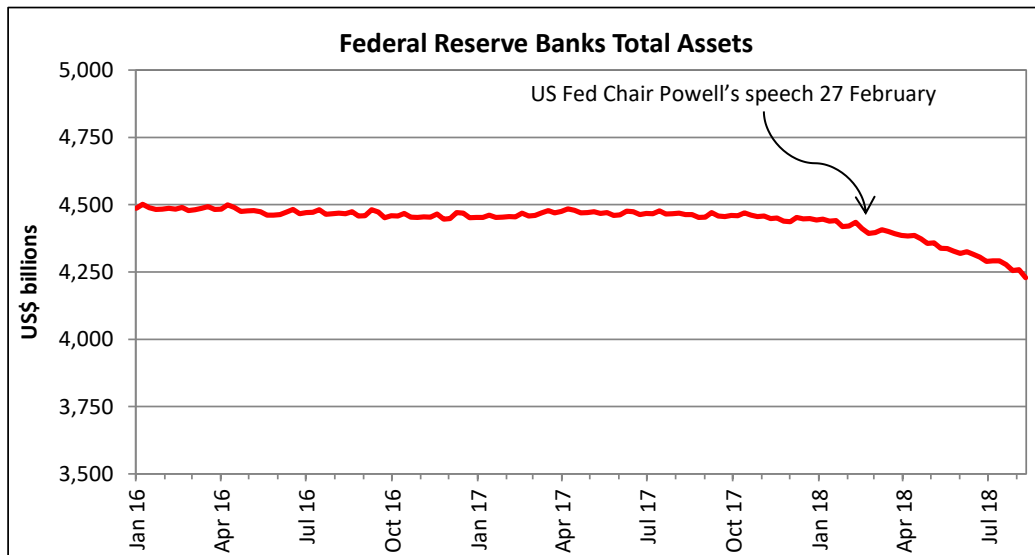
Tiefe Verwerfungen zeichnen sich seit Mitte April dieses Jahres an den globalen Finanzmärkten ab. Die Aktienmärkte der entwickelten Länder sind von diesen Entwicklungen zu diesem Zeitpunkt erst am Rande betroffen. Es rumort in erster Linie in den Währungsmärkten, den Rohstoffmärkten und in den Schwellenländern. Die Erfahrung aus früheren Krisen hat jedoch gezeigt, dass diese Entwicklungen leicht auf andere Anlagekategorien übergreifen können. Ein im englischen Sprachgebrauch geläufiger Begriff bringt es auf den Punkt: „the canary in the coal mine“, heißt, was sich hier bemerkbar macht und abzeichnet ist oft ein Frühwarnindikator für andere Märkte. Aus diesem Anlass möchten wir das Marktgeschehen der vergangenen Monate kurz zusammenfassen und auf mögliche Ursachen und „Knock-On-Effects“ hinweisen. Gold war nicht richtig Teil dieser „Konversation“ und geriet eher unfreiwillig ins heftige Kreuzfeuer zwischen den verschiedenen Frontlinien (Währungen, Handelskrieg und eine sich abzeichnende Emerging Market Krise). Aus diesem Grund ist das gelbe Metall nicht im Zentrum der folgenden Beobachtungen. Metalle und Minen werden im Fokus eines separaten Marktkommentars sein, der in Kürze folgt.

Die sich seit dem Frühjahr abzeichnenden Verwerfungen werden von Ökonomen oft als „Makrofaktoren“ bezeichnet. Einige kurze Kommentare vermögen der ganzen Komplexität kaum Rechnung zu tragen und sprengen mit Sicherheit den Rahmen dieses Formates. Wir können einige der Problemzonen am Rande angehen und versuchen Verbindungen zu schaffen und Erklärungen zu geben. Es ist uns wichtig, den Leser für einige der Entwicklungen zu sensibilisieren. Gerne sind wir bereit, für interessierte Leser tiefer in die Problematik einzutauchen und sind über info@cratoncapital.com für weitere Diskussionen jederzeit erreichbar.

Dollarstärke

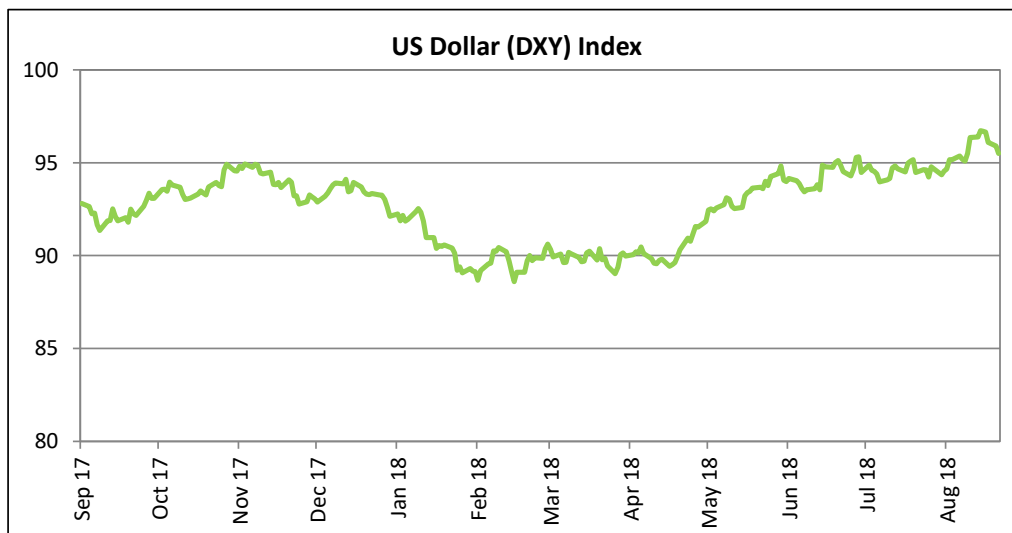
Steigende US Zinsen sind nur vordergründig für die seit Mitte Februar eingesetzte Dollarstärke verantwortlich. Die Kadenz der Zinserhöhungen der US Notenbank sind sehr klar kommuniziert und im Markt diskontiert. Die Zinspolitik ist nur ein Instrument in der Werkzeugkiste der Fed und genauer betrachtet hinkt der Leitzinssatz der US Notenbank hoffnungslos hinter der Realität her (nimmt man das von Ökonomen oft zitierte „Schattenzinsmodell“ der Atlanta Fed als Leitschnur sind die Leitzinsen 2 % zu tief). Ein QT-Instrument, das unter Fed Chair Powell verstärkt zum Einsatz kommt ist die Reduktion der Bilanzsumme der US Notenbank.

Chart 1: Bilanzsumme Fed – QT beschleunigt sich unter Powell



Quelle: Board of Governors of the Federal Reserve System (US), Federal Reserve Bank of St. Louis

Chart2: QT unterstützender Faktor für Dollarstärke



Quelle: Bloomberg.

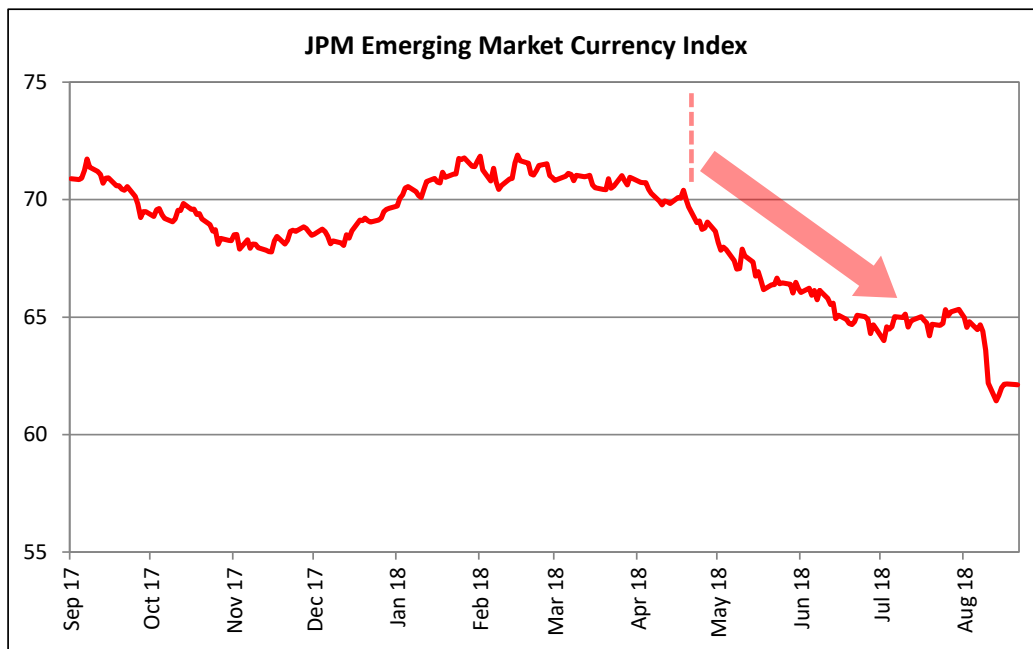
Ein wichtiger Grund für diesen Schritt von Powell ist eine mögliche Überstimulierung der US Wirtschaft durch die Trump Administration mit den Ende letzten Jahres beschlossenen Steuersenkungen und zusätzlichen Stimulierungsprogrammen. Die Reduktion der Bilanzsumme der US Notenbank verursachte einen entscheidenden „Knock On Effekt“: eine Verknappung der Versorgung der globalen Finanzmärkte mit US Dollars und damit einer der Gründe der derzeitigen Dollarstärke und der damit verbundenen Krise in den Schwellenländer.

Ursachenforschung

Der Verdauungsprozess der weltweiten Finanzkrise von 2008 ist bei weitem nicht abgeschlossen. Eine Folge der QE-Politik und Tiefzinsen der Zentralbanken sind stark gestiegene Asset Preise, eine weitere ist die seit 2008 stark gestiegene Unternehmensverschuldung. Vor allem in Schwellenländern domizilierte Unternehmen machten von leicht verfügbaren Dollarkrediten Gebrauch. Kürzlich veröffentlichte Zahlen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIS) sprechen eine deutliche Sprache: Ende des ersten Quartals 2018 hatten sich Firmen aus den Schwellenländern mit USD-Krediten in Höhe von 3.7 Billionen Dollar verschuldet. Noch 2010 lag diese Verschuldung bei der Hälfte des jetzigen Niveaus. „Billiges“ Geld zu tiefen Zinsen war im unmittelbaren Nachgang der Finanzkrise in großem Ausmaß verfügbar; Firmen in den Schwellenländern waren aufgrund der höheren Wachstumsraten dankbare Abnehmer dieser „Pump & Dump“ Geschäftsstrategie der Banken.

Der stark gestiegene Verschuldungsgrad ist nicht das eigentliche Problem. Schwierig wird es, wenn die „Heimwährung“ gegenüber dem Dollar plötzlich stark an Wert verliert, die Geschäftseinnahmen in der „Heimwährung“ sind, jedoch die Verpflichtungen gegenüber den Kreditgebern in Dollar erfüllt werden müssen. Durch die QT-Politik der Fed ist die verfügbare Menge an Hartwährung knapper und viel mehr Lira, Renminbi oder Peso müssen für den Schuldendienst aufgewendet werden. Ein Blick auf den JP Morgan Emerging Market Currency Index bestätigt einen Verfall der meisten EM-Leitwährungen ab Mitte April. Es ist wahrscheinlich, dass der Druck auf viele EM-Währungen und der Kontext der stark gestiegenen USD Verschuldung einiges zur momentanen Krise beigetragen hat.

Chart 3: Abwertung der EM Währungen beschleunigte sich ab Mitte April

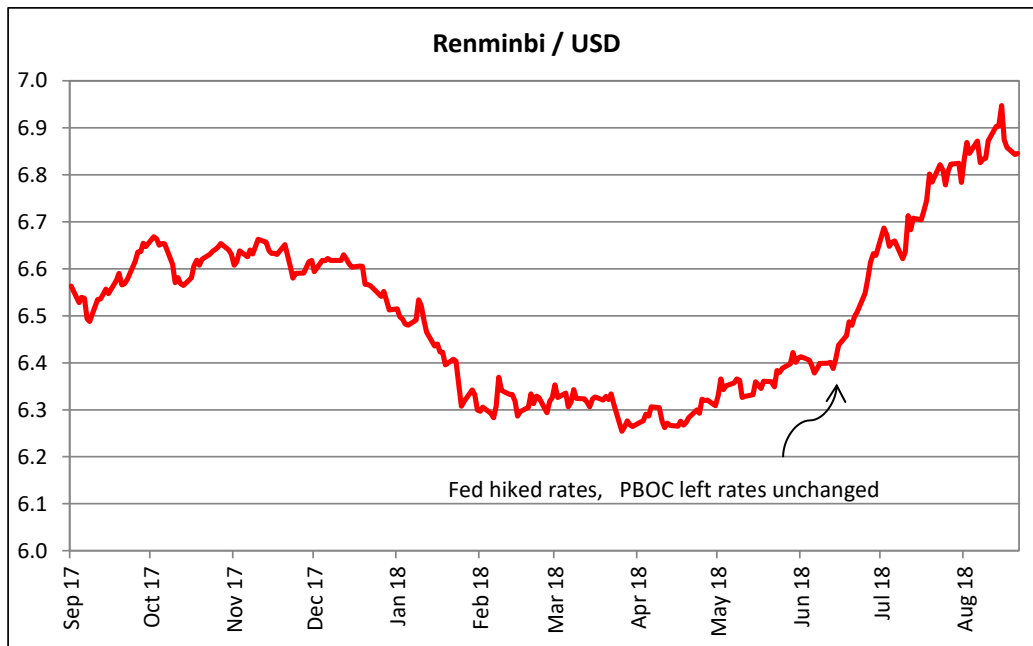


Quelle: Bloomberg

China

Auch die chinesische Währung konnte sich dem Abwärtstrend der Schwellenländer nicht entziehen.

Chart 4: Starke Abwertung des RMB seit Juni



Quelle: Bloomberg

Ein Aspekt, der zur Abschwächung des Renminbis (RMB) (und anderen Schwellenländerwährungen) beigetragen hat, ist mit Sicherheit der Handelskrieg mit der Trump Administration. Auffallend ist die starke Abwertung des RMB gegenüber dem USD ab Mitte Juni. Am 14. Juni hat die US Fed wie erwartet die Leitzinsen um 25 Basispunkte (bps) erhöht. Über die vergangenen 2 Jahrzehnte ist die People's Bank of China (PBOC) der Zinspolitik der amerikanischen Notenbank gefolgt, jedoch nicht dieses Mal. Die PBOC ließ den Zinssatz für die „open market operations“ unverändert was wiederum zu einer verstärkten Abwertung des RMB gegenüber dem Greenback beigetragen hat. Fluktuationen in der Beziehung zwischen dem RMB und dem USD sind nicht neu. Jedoch war die Abschwächung innerhalb kurzer Frist noch nie so ausgeprägt wie in den vergangenen Monaten. Die Erklärung, dass ein schwacher Renminbi die Auswirkungen der US Strafzölle mildert, darf akzeptiert werden. Jedoch sind Zweifel an der Langfristigkeit dieser Strategie gerechtfertigt. Hier kommt die Verschuldung in USD vieler chinesischer Firmen ins Spiel. Gemäß den Zahlen der BIS zum Ende des ersten Quartals 2018 liegt die Verschuldung bei happigen 548 Milliarden USD. Ein permanent schwächerer Renminbi liegt weder im Interesse der chinesischen Regierung noch kommt es den verschuldeten Firmen entgegen. Laut Marktbeobachtern hielt sich die PBOC mit Stützungskäufen an den Devisenmärkten bislang zurück. Sorge muss der chinesischen Regierung auch der starke Einbruch der Aktienbörse in Shanghai bereitet haben. Es ist möglich, dass Margin Calls an chinesische Anleger zu Goldverkäufen geführt haben. Das letzte Kapitel in diesem Handels –und Währungskrieg zwischen den beiden größten Volkswirtschaften ist bei weitem noch nicht geschrieben.

Türkei

Die Schuldenkrise in diesem Land ist aufgrund seiner Nähe zu Europa ausführlich dokumentiert und wenig ist hier beizufügen. Ein kurzer Zusatz sei gestattet: gemäß den Zahlen der BIS sind türkische Firmen mit 300 Milliarden in Dollarkrediten verschuldet. Pikant ist, dass 200 Milliarden USD im nächsten Jahr refinanziert werden müssen. Die Annahme, dass aufgrund der relativ kleinen Größe der türkischen Volkswirtschaft keine Ansteckungsgefahr für die Finanzmärkte besteht, könnte sich als trügerisch erweisen. Die Türkei ist nicht „too big to fail“. Jedoch ist die strategische Bedeutung des Landes am Bosphorus (entlang aller wichtigen Handelsrouten zwischen Europa und Asien) enorm. Die Türkei ist „too important to fail“.

Wir sind uns dessen bewusst, dass die bisherigen Einschätzungen in keiner Weise die ganze Komplexität und alle Ursachen und mögliche Folgen der aktuellen Marktsituation abdecken. Viele zusätzliche Faktoren sind im Spiel, die zum „Jetzt“ beigetragen haben. Eine große Bedeutung spielen die Rentenmärkte der entwickelten Länder. Viele Aktienmärkte sind in der Spätphase des längsten Bullenmarktes der Finanzgeschichte. Eine Schlussfolgerung sei jedoch angefügt: viele der Dynamiken, die zur Entwicklung der Finanzmärkte der letzten 10 Jahre beigetragen haben sind in einem Spätstadium oder in einer Übergangsphase. Neu aufkommende Makrofaktoren müssen in Betracht gezogen werden. Das geopolitische Umfeld wird sich durch eine konfliktbereite US Administration stark verändern und das wird signifikanten Einfluss auf viele Anlagekategorien haben. Im derzeitigen Handelsumfeld ist mit Bedacht und Weitsicht zu handeln. Das Marktgeschehen kann über Nacht und mittels eines präsidialen „Tweets“ verändert werden. Interventionen von Zentralbanken sind absehbar. Sovereign Wealth Funds könnten in das Geschehen eingreifen. Vereinbarungen („deals“) haben das Potential, aggressive Marktreaktionen auszulösen.

Gold, Metalle und Minen

Wir haben eingehend festgestellt, dass Gold eine eher untergeordnete (heißt passive) Rolle im Diskurs der vergangenen Monate gespielt hat. Unbestreitbar gerieten das gelbe Metall, die Industriemetalle (wie Kupfer oder Zink) und die Minenwerte ins Kreuzfeuer der Marktkräfte.

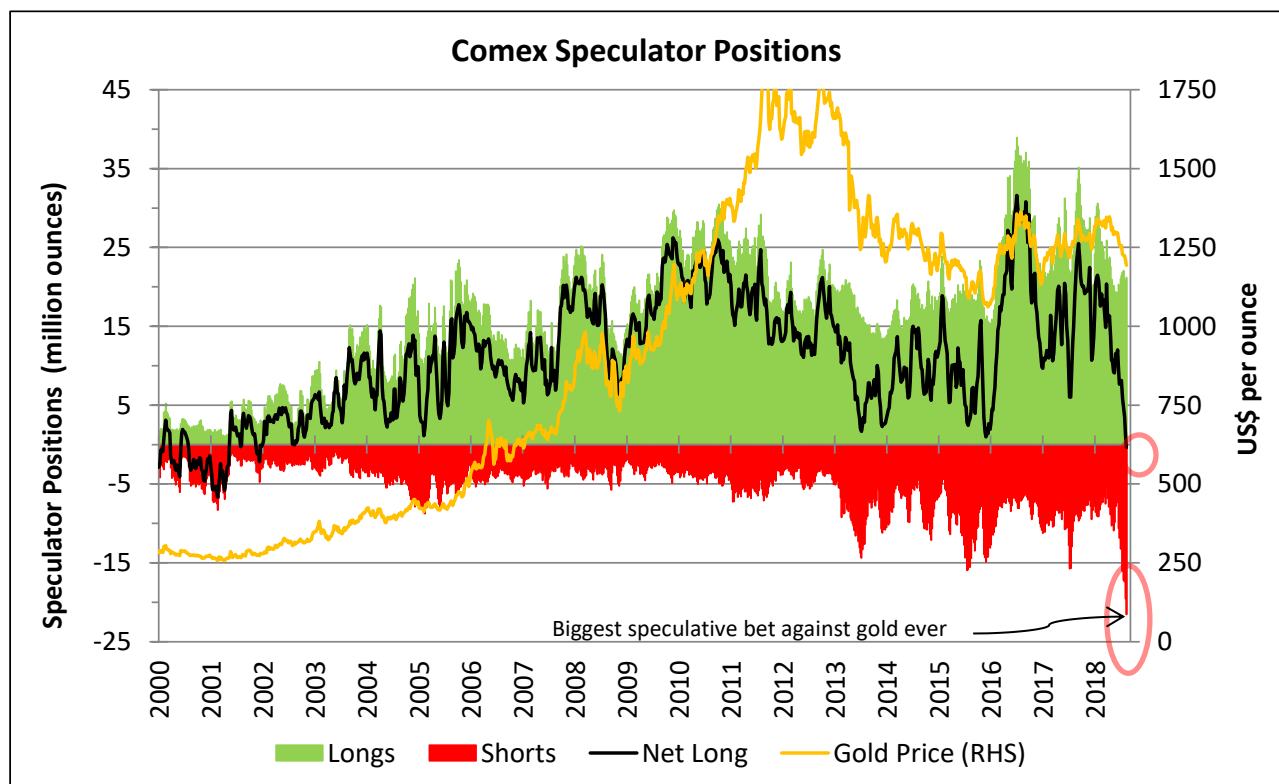
Eine kurze Zusammenfassung und Einstufung der Ereignisse: Mitte April diesen Jahres unternahm Gold einen weiteren Anlauf, den Widerstand der Handelsbreite nach oben zu durchbrechen und somit eine neue Marktphase einzuleiten. Die regelmäßigen Leser unserer Monatsberichte erinnern sich an die Bedeutung, die der Marke zwischen USD 1'380 und USD 1'400 pro Unze beigemessen wird. Das Marktgeschehen ab Mitte April hat den Druck auf den Goldpreis verstärkt und einem unmittelbaren Ausbruch den Riegel vorgeschoben. Aus charttechnischer Perspektive bleibt der Goldpreis, trotz der jüngsten Korrektur, in dem seit Januar 2016 eingeschlagenen Aufwärtstrend; wichtige charttechnische Unterstützungsstufen konnten gehalten werden. Mitte vergangener Woche handelte Gold dennoch am unteren Ende des Konsolidierungskanals. Das gelbe Metall war angezählt, ging aber nicht k.o. Die Rolle, die Gold in Krisensituationen zugeschrieben wird, kam in den vergangenen Monaten zum Tragen: sein wahrer Wert in Krisenzeiten ist der einer Liquiditätsquelle. In diesem Kontext und vor allem auch aus einer Schwellenländer-Perspektive scheint es diese Rolle erfüllt zu haben. Gold ETFs verzeichneten über den gesamten Verlauf des Währungszerfalls der Schwellenländernotierungen (vor allem seit Anfang Mai) Nettoabflüsse.

Zusätzlich hat der sehr starke Dollar und ein Konsens Trade unter Hedge Fonds (long Dollar / short jegliche andere Währung) eine Blutspur an den Märkten hinterlassen und die Spekulanten wie ein Magnet angezogen. Dies drückt sich deutlich an den Futures Märkten* aus:

- Die Longs auf den US Dollar sind auf einem Rekordhoch.
- Die Positionen, die auf eine Schwäche des Goldpreises „wetten“ sind in ihrem Gesamtausmaß auf einem noch nie dagewesenen Höchststand: es ist die historisch größte Shortposition gegen Edelmetalle.
- Spekulative Anleger halten zum jetzigen Zeitpunkt die erste Nettoshort-Position seit Dezember 2001 (3'700 Kontrakte).
- Das Ausmaß der „gross contracts“ der Shorts liegt bei 215'000 Kontrakten und somit signifikant über dem bisherigen Rekordwert von 159'000 Kontrakten vom 2015. Das Volumen der Shorts ist 3 Mal höher als die Positionierung in der 2. Juniwoche dieses Jahres.

* Comex Non-Commercial Gold Futures

Chart 5: Comex: außerordentlich hohe Positionierung gegen den Goldpreis



Quelle: Bloomberg. Speculator = Comex Non-Commercial Gold Futures.

Was bedeutet diese Konstellation? Diese Positionierung ist nach allen Kriterien der Kunst am extremen Spektrum angesiedelt und könnte sich für die Shorts als brandgefährlich herausstellen. Eine ähnliche Positionierung im Dezember 2001 stand am Anfang einer 10 jährigen Aufwärtsphase des Goldpreises. Dezember 2015 markierte den Tiefpunkt der Korrektur zwischen 2011 und 2015. Das spekulative Element im Markt „wettete“ vor der ersten US Zinserhöhung auf eine nachhaltige Dollarstärke. Der Goldpreis stieg innerhalb von 6 Monaten um über 200 USD. Wir argumentieren an dieser Stelle nicht, dass sich die Finanzgeschichte wiederholt oder das man sich konträr positionieren muss nur um gegen den Strom zu schwimmen. Diese Konstellation an den Futures Märkten erlaubt jedoch für die Shorts keinen Raum für den geringsten Fehler.

Die negative Marktstimmung schlug sich auch auf die Preise der Industriemetalle (z.B. Kupfer und Zink) nieder. Der vom Markt hoch respektierte Analyst Colin Hamilton von der Bank of Montreal (BMO) schrieb in seinem Bericht vom 15. August an die Kunden der Bank über den unübersehbaren Disconnect zwischen dem an den Terminmärkten gehandelten Kupferpreis und dem nach wie vor robusten Marktumfeld. Hamilton stellt fest, dass *„the price movement in copper and other base metals seems to be driven by financial markets (i.e. speculators and short sellers, MB) and lacks a fundamental basis. We simply have to look at commodities set by physical markets (chrome, vanadium, tungsten, steel rebar) to find price robustness reflecting underlying demand that seems to be okay.“*

Speziell der jüngste Preiszerfall beim Kupferpreis macht wenig Sinn in Anbetracht eines erwarteten Defizits für das laufende Jahr von 415'000 Tonnen (ca. 2 % der Gesamtproduktion) und einem starken Rückgang der gemeldeten Lagerbestände über die vergangenen Wochen. Die Shortpositionen für Kupfer an den Terminmärkten vermeldeten, ähnlich zu Gold, Rekordwerte.

Wo liegt der Schlüssel für die unmittelbare und mittelfristige Preisentwicklung für Gold, Metalle und Minenwerte? Ähnliche Konstellationen der Vergangenheit an den Terminmärkten geben dem Anleger wertvolle Hinweise. Die Finanzgeschichte erinnert uns, wie rasch eine von einem Teil des Marktes vertretene These ins Gegenteil umschlagen kann. Eine nüchterne Analyse und Abwägung zwischen der Erwartungshaltung auf der einen Seite und einer realistischen Einschätzung der Wahrscheinlichkeit des Eintreffens verschiedenster Szenarien ist unabdingbar. Wir werden zu diesen und anderen Fragen in einem weiteren Marktkommentar Stellung nehmen, der in Kürze an unsere Leser verschickt wird.

Disclaimer

This document has been prepared by Craton Capital and is provided to you for information purposes only. It should not be considered as an offer/solicitation to sell/buy the securities mentioned. The information has been prepared from sources believed to be reliable but it may not be accurate or complete. Performance data set out in accompanying tables/graphs is net of fees, commissions and other charges and not necessarily based on audited data. Total return fluctuates with market conditions and changes in interest and exchange rates. Past performance is not a guide to future performance. The value of the investment and income from it may go down as well as up. The information is not oriented towards your individual situation and should not be considered as providing financial, investment, tax or other advice in any way. You should obtain personal advice from a qualified expert before making any investment decision. Any investment decision should be based on the terms contained in the prospectus and annual/interim reports. This document is not directed at residents of countries where the Funds referred to are not registered/approved for marketing and/or sale, or in which the dissemination of this information is not permitted. Units of the Craton Capital Funds may not be offered, sold or delivered to investors domiciled in the United States or having US nationality. In Singapore the Funds may only be distributed to accredited investors. The state of origin of the Craton Capital Funds is Liechtenstein. The prospectus with integrated investment regulations and risk disclosures as well as annual and interim reports, can be obtained free of charge from the Liechtensteinische Landesbank, Staedtle 44, 9490 Vaduz, Liechtenstein, from the persons specified in the Contacts section, from www.cratoncapital.com or from the following country specific contacts: Austria: Information and Paying Agent, Vorarlberger Landes- und Hypothekenbank AG, Hypo-Passage 1, A-6900 Bregenz. Germany: Information and Paying Agent, Marcard, Stein & Co. AG, Ballindamm 36, D-20095 Hamburg.