

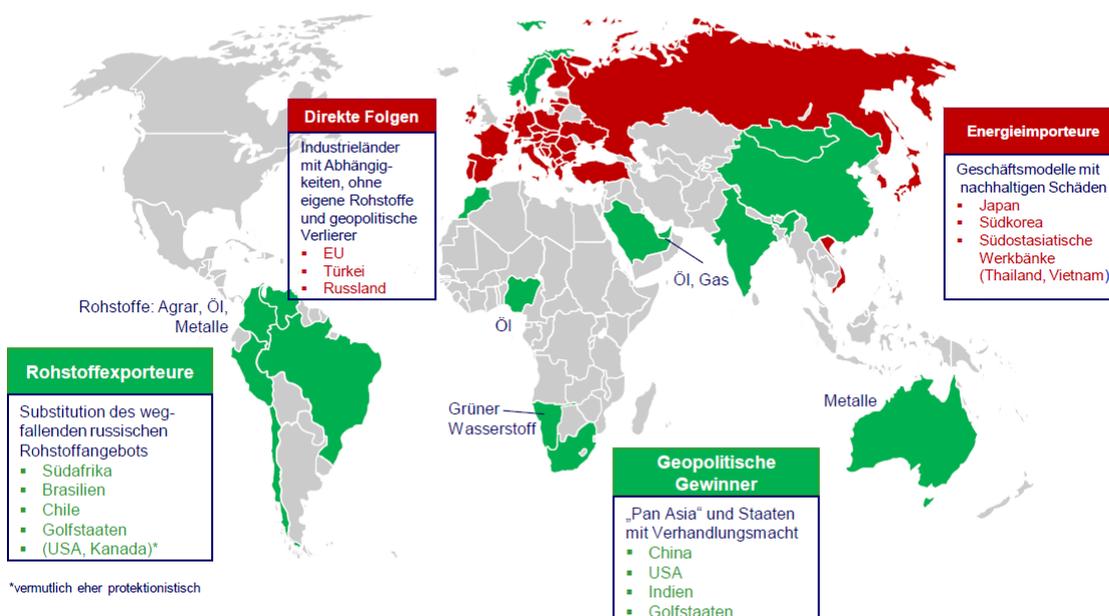
Stagflation

Das wohl fälschlicherweise Lenin zugeschriebene Zitat „Es gibt Jahrzehnte, in denen nichts geschieht und Wochen, in denen Jahrzehnte geschehen“ ist eine Feststellung, die prägnant die Geschehnisse des 1. Quartals 2022 zusammenfasst.

Die erschütternden Berichte aus der Ukraine stellten zahlreiche Ereignisse in den Schatten, die sonst, unter Normalbedingungen, größere Aufmerksamkeit und Analyse verdient hätten. Die Folgen des russischen Angriffskriegs auf die Ukraine werden vielfach, wohl zu Recht, als Zeitenwende beschrieben und lassen etliche bedeutsame Entwicklungen bei Zinsen, Inflation, Aktien und Rohstoffen in den Hintergrund treten.

Eine finale Folgenabschätzung des Kriegs auf wirtschaftliche und geopolitische Konsequenzen ist seriös kaum möglich, solange unklar ist, welchen weiteren Kurs die Geschehnisse in der Ukraine nehmen. Als erste Einordnung versuchen wir dennoch, eine Analyse vorzunehmen, die zeigt, dass die wahrscheinlichen Folgen des Krieges Entwicklungen der Deglobalisierung verstärken und beschleunigen.

Erste Prognose zu möglichen langfristigen Gewinnern und Verlierern des Ukraine-Konflikts



Die kurzfristig offensichtlichsten Folgen ergeben sich aus Verschiebungen von Angebots- und Nachfragestrukturen bei Rohstoffen, insbesondere bei Metallen und fossilen Brennstoffen. Die globale Nachfrage nach Öl, Erdgas und Bodenschätzen ist wenig elastisch. Das durch Sanktionen wegfallende russische Angebot kann je nach Rohstoffklasse teilweise substituiert werden durch Vorkommen in Lateinamerika, Südafrika oder den Golfstaaten. Diese Regionen zählen zu den Gewinnern.

Mittelfristig werden westliche Staaten, insbesondere die EU, versuchen, ihre Abhängigkeiten gegenüber russischen Rohstoffen weiter zu reduzieren. Gleichmaßen wird Russland seinerseits – notgedrungen – die Käuferstruktur diversifizieren bzw. von westlichen Abhängigkeiten entkoppeln. Vieles spricht dafür, dass sich Russland stärker in Richtung asiatischer Absatzmärkte orientieren wird. Schon jetzt verkauft Russland Öl zu Discountpreisen an Indien, China und andere asiatische Abnehmer, die sich nicht an den westlichen Sanktionen beteiligen. Die vollständige Umleitung der Energielieferungen von West nach Ost ist kompliziert und wird Zeit benötigen, sie ist nicht „über Nacht“ zu bewerkstelligen (weil etwa Gasfelder nur mit Pipelines gen Westen verbunden sind). Dennoch wird dieser Prozess in Gang kommen und eine strategische Hinwendung Russlands nach China und Asien mit sich bringen.

Die Sanktionen bringen auch den Handel zwischen der westlichen Welt und Russland praktisch zum vollständigen Erliegen. Sie führen die Wirtschaft des Landes in eine Nordkorea-ähnliche Isolation und sind zweifelsohne schmerzhaft. Zwar ist das Handelsvolumen zwischen Russland und der EU bzw. Nordamerika überschaubar und die direkten Effekte damit begrenzt, doch wird die Kappung der russischen Wirtschaft von westlichen Einfuhren ebenfalls zu einer Umorientierung führen. Russland ist in der Lage, sich mit essenziellen Gütern (Energie, Nahrungsmittel) weitgehend selbst zu versorgen, war aber in der Vergangenheit bei Konsumgütern, Technologie und Infrastrukturdienstleistungen stark auf westliche Importe angewiesen. Der Wegfall dieser Importe erfordert Anpassungen, die sehr wahrscheinlich ebenfalls auf eine stärkere Orientierung in Richtung China deuten: So ist eine gestärkte Partnerschaft auf der Basis Energielieferungen gegen Technologietransfer zu erwarten, die beiden Seiten nützt.

Die Abkoppelung und Isolierung vom Westen zwingt Russland förmlich in eine Reorganisation, die sich nur nach Asien orientieren kann. Das Land wird weiterhin Abnehmer für seine Rohstoffproduktion finden. Der enorme Rohstoffhunger Chinas, die geographische und politische Nähe beider Länder (im Februar noch einmal bekräftigt durch die Staatschefs beider Länder) sowie gegenseitige Abhängigkeiten werden eine Entwicklung beschleunigen, die (z.B. über den Pipelineausbau von Russland in Richtung China) bereits vor der Invasion angelegt waren. Eine stärkere Kooperation und wirtschaftliche Zusammenarbeit zwischen Russland und China scheint garantiert.

Gleichermaßen zwingen der SWIFT-Ausschluss und der Wegfall anderer westlicher Zahlungsverkehrs- und Abwicklungssysteme (u.a. Rückzug von Visa, Mastercard, Paypal) Russland zur Suche nach Alternativen. Der wohl größte Beschleuniger für eine mögliche, völlig neue pan-asiatische Finanzarchitektur ist aber die de-facto Konfiszierung der Fremdwährungsreserven der russischen Zentralbank. Sie setzt vorhersehbar die Suche nach von US-Dollar unabhängigen Settlement-, Zahlungs- und Währungskonventionen in Gang. Die Finanzsanktionen treffen Russland hart und haben ein Exempel statuiert. Dass Fremdwährungsreserven im Wert von über 300 Mrd. Dollar über Nacht für faktisch wertlos erklärt werden können, ist auch ein Weckruf für China und alle anderen Staaten außerhalb der westlichen bzw. US-zentrierten Interessensphäre. Auch sie sehen sich mit dem Risiko konfrontiert, nur solange Zugriff auf ihre Reserven zu haben, wie sie sich in „Wohlverhalten“ üben.

Daher wäre es überraschend, wenn der Ausbau bereits erkennbarer Ansätze der Abwendung von US-Dollar zentrierter Zahlungsinfrastruktur (wie etwa ein mögliches Settlement von Öllieferungen Saudi-Arabiens an China in Yuan) nicht beschleunigt an Fahrt aufnehmen würde. Pan-asiatische Zahlungssysteme, Digitalwährungen, Yuan- oder Gold-basierte Währungs- und Verrechnungssysteme könnten durch die Invasion schneller Realität werden, als es ohne die nun erzwungene Umorientierung Russlands der Fall gewesen wäre. Eine vom Westen unabhängige, alternative Finanzarchitektur lässt sich nicht „von heute auf morgen“ installieren, doch könnte die aktuelle Entwicklung das Ende der Bretton-Woods Nachkriegsordnung einläuten und damit Alternativen zum US-Dollar-basierten Weltfinanzsystem beschleunigen.

Der Ukraine-Krieg verstärkt den zuvor schon erkennbaren Trend der Entglobalisierung. Als Folge der Corona-Krise und der Erkenntnis verletzlicher Lieferketten und Abhängigkeiten von asiatischen Vorprodukten und Zulieferern setzte im Westen eine Rückbesinnung auf den Wert von Verfügbarkeit und heimischer Produktion ein und damit ein inflationär wirkender Trend zum „Onshoring“. Die durch Krieg und Sanktionen zu erwartende Abkehr Russlands vom Westen und Hinwendung nach Osten wird vermutlich tektonische Verschiebungen auf den Rohstoffmärkten zur Folge haben und ebenfalls lange Zeit stark inflationär wirken.

Geopolitisch scheint es möglich, dass die beschleunigte Deglobalisierung auch die scharfe Trennung der Welt in zwei diametral unterschiedliche Blöcke befördert: Auf der einen Seite eine westliche Werte- und Interessensgemeinschaft, auf der anderen Seite eine pan-asiatische, China-zentrierte Zweckgemeinschaft. Traditionell keine der beiden Seiten eindeutig zurechenbare Regionen (Lateinamerika, Afrika, Golfstaaten, Südostasien) würden situativ und opportunistisch „Allianzen auf Zeit“ eingehen, oder aber in Interessenabwägung wirtschaftlicher, politischer oder kultureller Faktoren sich für oder gegen die strategische Einbindung in eine der beiden Sphären entscheiden.

Zwei solche Blöcke mit wenig gemeinsamen Interessen, weniger Interaktion und weniger Handel würden dauerhaft die Spannungen untereinander verschärfen, höhere politische Risikoprämien über die bereits weggefallene „Friedensdividende“ (z.B. bereits sichtbar in den nun eilig beschlossenen Etatausweitungen für die Bundeswehr) hinaus zur Folge haben und gewiss ein Weniger an Frieden, Freiheit, Sicherheit und Wohlstand in der Welt als Ganzes bedeuten. Die Hürden für eine Rückkehr zu Kooperation und Wiederaufnahme der partnerschaftlichen, auf gegenseitigen Handelsinteressen basierenden Zusammenarbeit wären hoch.

Der durch Krieg und Sanktionen verursachte Zerfall der Welt in diese zwei Blöcke würde eine weitere strukturelle Abkehr vom Freihandel bedeuten und den Wohlstand dauerhaft mindern. Die Wohlstandverluste wirken dabei in unterschiedlichem Maße, die Entwicklung würde sehr wahrscheinlich mit einem Transfer von Wohlstand, Bedeutung, wirtschaftlicher und politischer Macht von West nach Ost einhergehen.

Absehbare Verlierer der Zeitenwende und globalen Neuordnung wären Länder ohne eigene Rohstoffvorkommen und dabei vor allem Europa. Innerhalb Europas sind Länder mit Rohstoffvorkommen wie Norwegen (Gas) oder Schweden (Metalle) oder gesicherter Energieversorgung (Frankreich) stärker in der Lage, vergleichsweise unbeschadet aus den Anpassungsprozessen hervorzugehen. Je stärker aber die Abhängigkeiten von russischen Energie- und Rohstoffquellen für Industrie und Produktionsprozesse sind, desto eindeutiger negativ wirken die neuen Realitäten auf Geschäftsmodell und Standort.

So könnten sich die heute möglicherweise vorschnell als erfolgreich deklarierten Sanktionsmechanismen gegenüber Russland für Europa letztlich als eine Art Pyrrhussieg erweisen. So verständlich der politische Impuls der Sanktionierung wirken mag und so honorig die Absichten, so fraglich ist die Berücksichtigung der langfristigen europäischen Eigeninteressen in der Konstruktion der Maßnahmen.

Ein vollständiger Cut-off der Zufuhr russischer Rohstoffe (z.B. als Folge des aktuell geforderten Energieembargos) würde die Fortführung der Produktion an Industriestandorten wie Deutschland, der Schweiz oder Österreich als kaum möglich erscheinen lassen. Aber auch der teilweise oder sukzessive erfolgende Lieferstopp von wichtigen Rohstoffen und/oder die Reorganisation russischer Exporte gen Osten führt mittelfristig aufgrund mangelnder Alternativen zu Versorgungsengpässen und damit ernsthaften Konsequenzen für die Produktion.

Momentan hektisch anberaumte Suchen nach Alternativen für Öl, Gas und Metalle zeigen vor allem ein Dilemma: Die Gewährleistung der Versorgungssicherheit erfordert für Europa bei vielen Rohstoffen, sich von der Abhängigkeit gegenüber einem autokratischen Regime in die Abhängigkeit anderer, oft nicht weniger autokratischer Regime zu begeben. Und selbst im „freundschaftlich gesinnten“ Lager kann nicht als

gesichert angenommen werden, dass Lithium-, LNG- oder Platin-Exporte immer verlässlich nach Europa bereitgestellt werden. Mit Blick auf neue globale Knappheiten, droht eine Situation, in der sich jeder selbst der Nächste ist und Europa auf dem Trockenen sitzt und zum Bittsteller wird. Es droht ein neuer Protektionismus, bei dem die Produktion vorrangig die Nachfrage im eigenen Land bedient und Selbstversorgung Vorrang hat vor Exportinteressen (z.B. Agrarrohstoffe aus Südamerika, Öl und Gas aus Kanada und den USA). Der EU droht damit eine chronische Energie- und Rohstoffknappheit, welche komplette Geschäftsmodelle in Frage stellt.

Ähnlich problematisch erscheint mit dauerhaft erhöhten Öl- und Rohstoffpreisen und Knappheiten in der Verfügbarkeit die Situation für die Produktionsstandorte in Asien. Die Geschäftsmodelle des produzierenden Gewerbes und der Industrie in Japan, Südkorea oder den „Werkbänken“ in Südostasien waren über die letzten Jahrzehnte stark auf günstige und verfügbare Rohstoffe angelegt. Mit steigenden Input- und Transportkosten wird diese Art der Produktion weniger wettbewerbsfähig und weniger verlässlich für ihre Endabnehmer.

Gute Karten und eine komfortable Verhandlungsposition haben nun die Länder, für deren Rohstoffvorkommen sich lange Zeit niemand interessierte bzw. die unter den niedrigen Rohstoffpreisen der letzten Dekaden litten. Die unmittelbaren Gewinner und Verlierer des Ukraine-Kriegs lassen sich so auch offenkundig in Rohstoffexporteure und Rohstoffimporteure unterscheiden.

Der künftige Wettlauf um den Zugriff auf unverzichtbare Metalle, fossile Energieträger, Phosphate zur Düngemittelproduktion, Produktionskapazitäten von grünem Wasserstoff bringt die Anbieter in eine privilegierte Position, auf der Nachfragerseite indes China und Europa in direkte Konkurrenz zueinander um den Zugang zu knappen Rohstoffen. Selbst innerhalb Europas kam es jüngst zu diplomatischen Verstimmungen zwischen Italien und Spanien in der Frage um Zugriffsrechte auf algerisches Erdgas.

Die Produzenten können sich aussuchen, an wen sie liefern bzw. sind in ihrer Entscheidung auch von geostrategischen Interessen geleitet. China geht gegenüber den Europäern besser vorbereitet in diesen Wettbewerb. Das Reich der Mitte hat von langer Hand geplant seine strategischen Interessen in der Welt („neue Seidenstraße“, Infrastrukturprojekte, Aufkauf Rohstoffvorkommen) gesichert oder aber Entwicklungsstaaten über Schulden-Arrangements in Abhängigkeiten geführt.

Europa findet sich im Ergebnis in einer potenziell prekären Situation wieder, in der die hohen Importanteile Russlands an unverzichtbaren Rohstoffen und Energieträgern nicht ohne Weiteres substituiert werden können und wenn, nur zu deutlich höheren Kosten. Die Wettbewerbs- oder gar Überlebensfähigkeit bislang sicher geglaubter Wertschöpfungsprozesse ist künftig in Frage gestellt. Die Verhandlungsmacht der Rohstoffproduzenten steigt und mit ihr deren geopolitische Bedeutung.

Woher kommt die Energie?

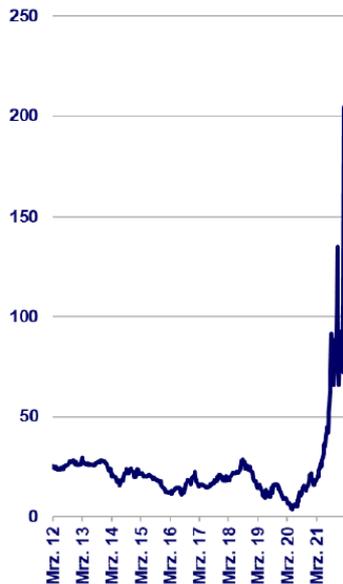
Früher galt stets das Prinzip „The cure for high prices is high prices“, das Heilmittel für starke Preissprünge bei Rohstoffen sind die hohen Preise selbst, weil sie zusätzliches Angebot incentivieren. Ein Paradebeispiel sind die hohen Ölpreise von 2008 und die damalige „Peak Oil“ Diskussion. Das gestiegene Preisniveau ließ Investitionen in die Erschließung neuer Vorkommen wieder wirtschaftlich erscheinen und löste den Boom bei unkonventionellen Fördermethoden in Nordamerika aus. Das resultierende höhere Angebot trug in den Folgejahren zu wieder deutlich niedrigeren Energiepreisen bei. Über die letzten Jahrzehnte hinweg war dieser Mechanismus eine verlässliche Konstante: Höhere Preise führten zu höherem Angebot und folglich sinkenden Preisen.

Auf diesen Effekt darf man heute nicht mehr hoffen. Die ESG-Politik der letzten Jahre hat zu einer quasi Ächtung fossiler Brennstoffe geführt, weit bevor diese für die globale Wirtschaft verzichtbar sind. Damit einher gingen jahrelange Unterinvestitionen, die heute in einer künstlichen Verknappung des Angebots resultieren. Diese Angebotslücke kann aufgrund der komplexen technologischen Vorgänge zur Erschließung zusätzlicher Vorkommen auch nicht zügig nachgerüstet oder gar geschlossen werden. Die politisch gewollte Co₂-Bepreisung sowie andere regulatorische Auflagen und Vorgaben wirken zusätzlich preistreibend. Die Situation an den Energiemärkten war also bereits vor der Eskalation des Ukraine-Konflikts angespannt, der Ausfall des russischen Angebots bei Öl und möglicherweise Gas führt nun in eine wahrhaft angespannte Situation dauerhaft deutlich erhöhter Energiepreise und einer möglichen Energieknappheit.

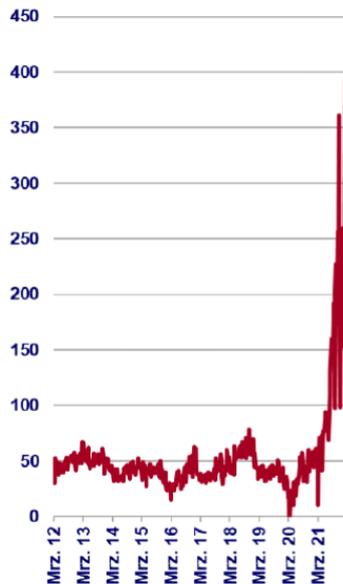
Noch vor 2 Jahren ließen sich zeitweise negative Ölpreise beobachten. Diese Kuriosität war vorübergehend und singulär Covid-getrieben, doch auch in der Folge blieben die Preise lange unterhalb eines Niveaus, welches für zusätzliche Investitionen in einem noch dazu nicht von freundlichen Investitionsbedingungen geprägten Umfeld gesprochen hätte. Nun deutet Vieles auf dauerhaft erhöhte Preise. Der zuletzt verzeichnete leichte Rückgang der Ölpreise erklärt sich primär aus der Freigabe strategischer Reserven in den USA und wird nicht von Dauer sein. Die Angebotsknappheit wird noch längere Zeit preistreibend wirken und die Versorgungssicherheit in Europa ernsthaft in Frage stellen. Ein Gasembargo würde zweifelsohne mit einer schweren Rezession einhergehen. Die Unternehmenschefs von BASF, Linde, Covestro, aber auch vielen kleineren und mittleren Unternehmen im produzierenden Gewerbe haben zuletzt eindringlich vor einem solchen Schritt gewarnt. Die Gefahr einer schleichenden Deindustrialisierung ist ohne Entspannung der Energiefrage ein reales Risiko. Eine Chance der aktuell bedrohlichen Situation ist, dass der Druck in Fragen der Energiepolitik wächst, möglichen Lösungen nun mit mehr Realismus und weniger Ideologie zu begegnen.

Der Ukraine-Krieg beschleunigt Preis-Dynamiken, die bereits zuvor präsent waren

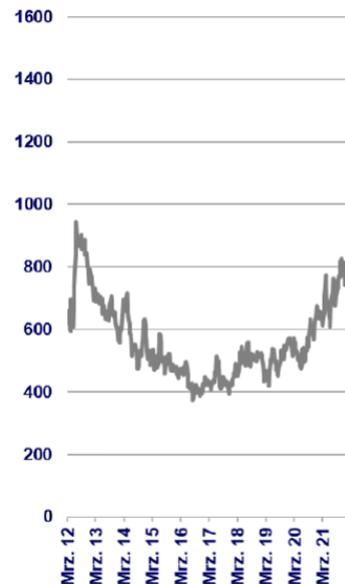
Erdgaspreis - TTF 1M Forw. (EUR/MWh), NL



Strompreis - APX Electricity (EUR/MWh), NL



Weizenpreis (USD/bushel), USA



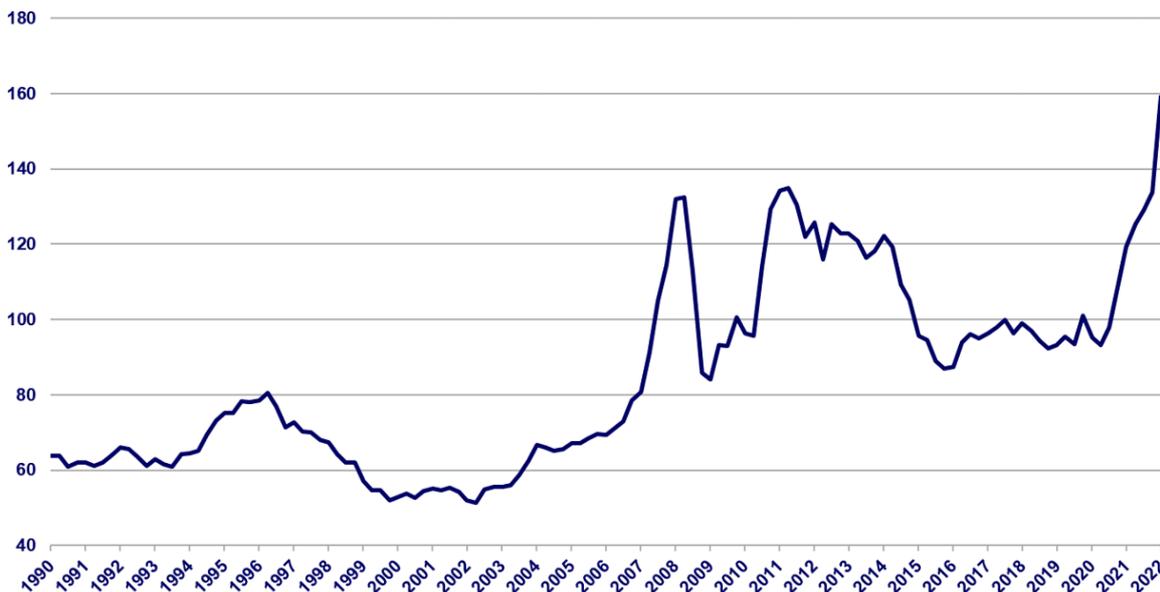
Quelle: Bloomberg
Stand: 28.03.2022

Lebensmittelpreise steigen rasant

Fast noch bedrohlicher als der Stress an den Öl- und Gasmärkten erscheinen die Gefahren, die sich mit der Preisentwicklung von Agrarrohstoffen aufbauen. Der UN-Lebensmittelpreisindex stieg im März mit +13% so rasant wie nie zuvor auf ein neues Allzeithoch.

Besonders alarmierend: Steigende Preise für landwirtschaftliche Flächen, Dünger, Saatgut lassen Nahrungsmittelpreise explodieren

UN Index für weltweite Lebensmittel- und Agrarrohstoffpreise



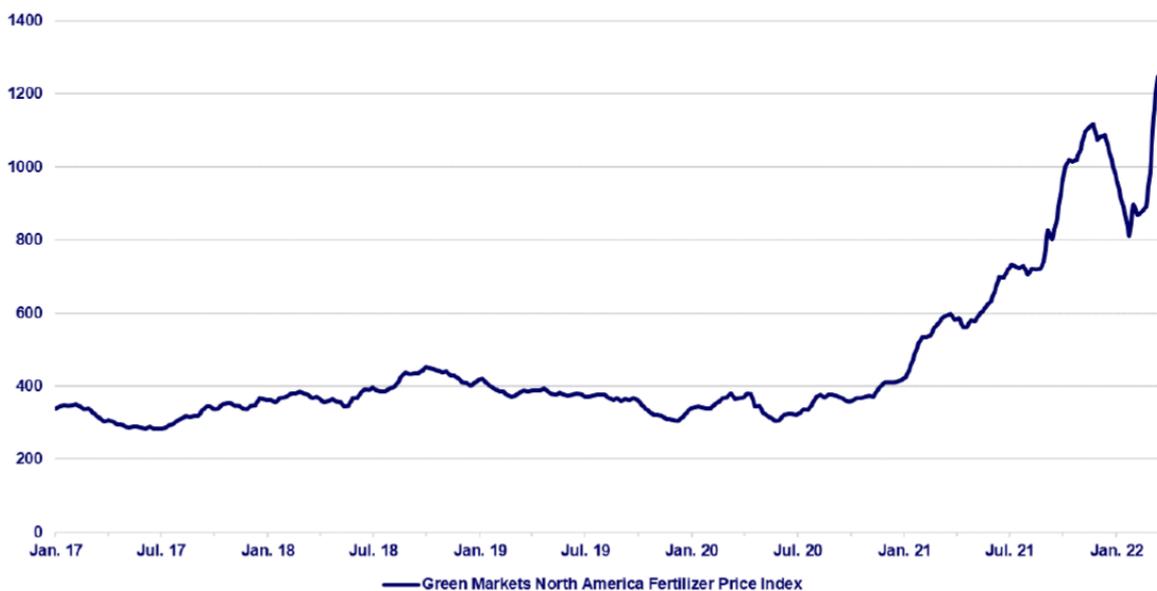
Quelle: Bloomberg
Stand: 31.03.2022

Auch bei Nahrungsmittelpreisen war bereits vor der Invasion deutlicher Teuerungsdruck vorhanden. Entlang der gesamten landwirtschaftlichen Wertschöpfungskette hatte sich seit Ende 2020 eine enorme Preisinflation aufgebaut, sei es aus Kostensteigerungen bei Saatgut, bei landwirtschaftlichen Maschinen, Pacht von Agrarflächen, Löhnen, Transportkosten, vor allem aber Energie- und Treibstoffpreisen. Wir hatten zuletzt auf das Beispiel vieler Gewächshäuser in den Niederlanden verwiesen, die mit Gas beheizt werden und mit den gestiegenen Gaspreisen nicht mehr wirtschaftlich betrieben werden können. Im Ergebnis stand eine Angebotsverknappung bei Obst und Gemüse und stark steigende Preise in den Supermarktregalen.

Ein zusätzlicher Belastungsfaktor ist die Preisexplosion bei Düngemitteln. Wie bei vielen anderen Gütern auch, waren die Voraussetzungen für die kräftigen Preissteigerungen ebenfalls bereits weit vor der Invasion, nämlich als Nebenwirkung der „grünen Politik“ angelegt: Die Herstellungskosten von Stickstoffdünger sind zu nahezu 80% abhängig von Gaspreisen, sodass auch hier die gewollte Verdrängung und Verteuerung fossiler Energieträger zu entsprechenden Preissprüngen geführt hatte. Auch auf Pottasche und Nitrat basierende Düngemittel haben zuletzt starke Preisanstiege verzeichnet, weil die zur Herstellung erforderlichen Minerale knapp geworden und teilweise in den Krisenregionen der Welt konzentriert sind. China hat inzwischen einen kompletten Exportstopp für Dünger bis 2022 verhängt. In Lateinamerika verfügen viele Länder direkte Exportbeschränkungen für Agrarprodukte und Lebewiehe. Die hohen Düngerpreise und Verfügbarkeitsengpässe von Dünger werden 2022 Erntequalität und Ernteertrag absehbar global belasten.

Hoher Druck auf die Preise entlang der landwirtschaftlichen Wertschöpfungskette: Neben Saatgut verteuert sich Dünger stark

Green Markets North America Fertilizer Price Index

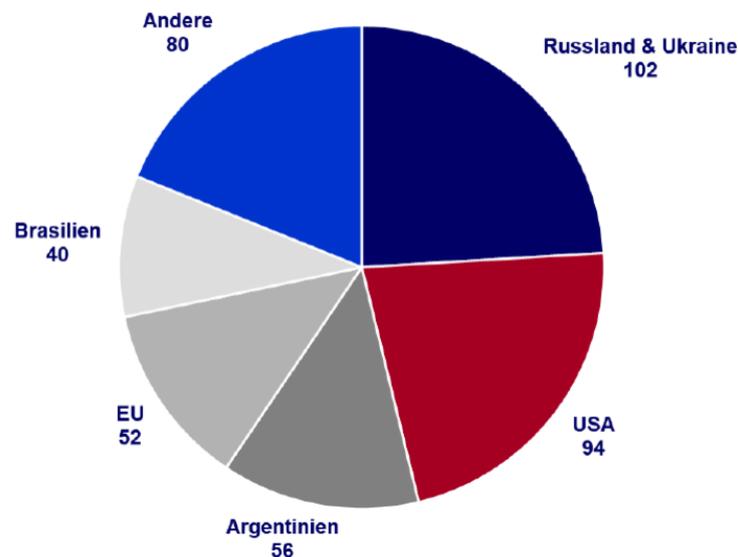


Quelle: Bloomberg
Stand: 28.03.2022

Diese höchst problematische Gemengelage verschärft sich nun zusätzlich durch drohende Ausfälle von russischem und ukrainischen Angebot bei Getreide oder Ölsaaten. Galt die Ukraine seit jeher als „Kornkammer“ Europas, stehen Russland und die Ukraine zusammen für einen erheblichen Anteil der globalen Produktion nicht nur bei Weizen, sondern auch bei Gerste, Mais und Sonnenblumen. Selbst wenn gesät und geerntet werden kann, dürfte die Ausfuhr über die Schwarzmeerhäfen nicht möglich sein. So droht 2022 eine ernste, globale Versorgungs- und Ernährungskrise, die insbesondere die Abnehmer in den Entwicklungsländern hart treffen dürfte.

Nicht nur Öl und Gas betroffen – Russland und Ukraine mit hohem Marktanteil auch bei anderen Rohstoffen (Beispiel: Getreide)

Globaler Getreidehandel: Volumen in Millionen Tonnen



Quellen: Bloomberg, International Grain Council
Schätzungen für die Saison 2021-22, für Weizen und Grobkorn

Die daraus erwachsenden Konflikt- und Krisenherde sind nicht nur ein zusätzliches Investmentrisiko (als ein erster Beleg dient das Beispiel Sri Lankas; das Land wählt aktiv den Zahlungsausfall auf Auslandsverbindlichkeiten, um knappe Fremdwährungsreserven für den Einkauf von Lebensmitteln zu schonen), sondern haben Folgen, die weit über wirtschaftliche Zusammenhänge und politische Instabilität hinausreichen. erinnert sei in diesem Zusammenhang an den „Arabischen Frühling“, der 2011 durch stark steigende Preise für Grundnahrungsmittel ausgelöst wurde. Trifft die angespannte Situation bei Lebensmittelpreisen 2022 womöglich zusätzlich auf Dürren, Missernten oder Extremwetterereignisse, die die Ernteergebnisse gefährden, sind weitere historische Parallelen zu von Hunger verursachten sozialen Konflikten und Unruhen nicht weit hergeholt. Von den Bauernaufständen im Mittelalter zur französischen Revolution war es ein wiederkehrendes Muster, dass unbezahlbare Lebensmittel oft zu großen gesellschaftlichen Umwälzungen führten.

Die „organisierte Inflation“

Die Inflation ist da – und sie ist kein Naturereignis

Inflation USA & Europa: Jährliche Veränderung in %



Quelle: Bloomberg
Stand: 28.02.2022

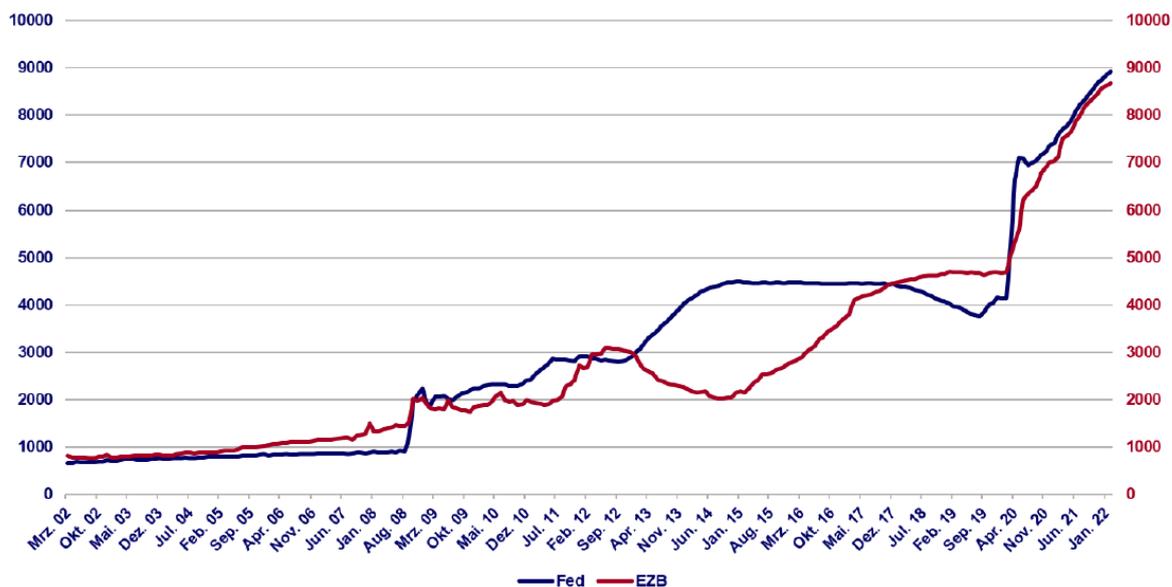
In Deutschland, Europa, den USA steigen die Preise stark und auf breiter Basis. Nicht selten werden die hohen Inflationsraten nun den Rohstoffpreisen und / oder dem Krieg in der Ukraine angelastet. Die Folgen der Invasion verstärken aber lediglich Preisdynamiken, die bereits zuvor organisiert worden sind.

Mit 8,5% in den USA und 7,3% in Deutschland wurden im März die jeweils höchsten Teuerungsraten der Verbraucherpreisinflation seit 1981 erreicht. Als die deutsche Inflation vor über 40 Jahren das letzte Mal einen solch hohen Wert aufwies, stand der Leitzins der Bundesbank aber bei 7,5% - nicht bei -0,5%.

Dass die Inflation kein Naturereignis ist, sondern vorsätzlich herbeigeführt, bzw. zumindest billigend in Kauf genommen wurde, hatten wir in den letzten Berichten umfänglich dargelegt. Belege und Indizien dafür finden sich reichlich. Ein Anhaltspunkt findet sich u.a. in den Inflationsraten asiatischer Volkswirtschaften oder der Schweiz (Inflation mit letzter Veröffentlichung bei 2,4%), die, obwohl ebenfalls Energieimporteure, bei Weitem nicht die Teuerung erleiden, die in den USA und Europa aktuell zu verzeichnen ist.

Der hohe Geldmengenüberhang traf während und nach Covid auf ein rückläufiges Güterangebot

Zentralbanken: Entwicklung der Gesamtaktiva in Milliarden US\$ bzw. EUR



Quelle: Bloomberg
Stand: 28.02.2022

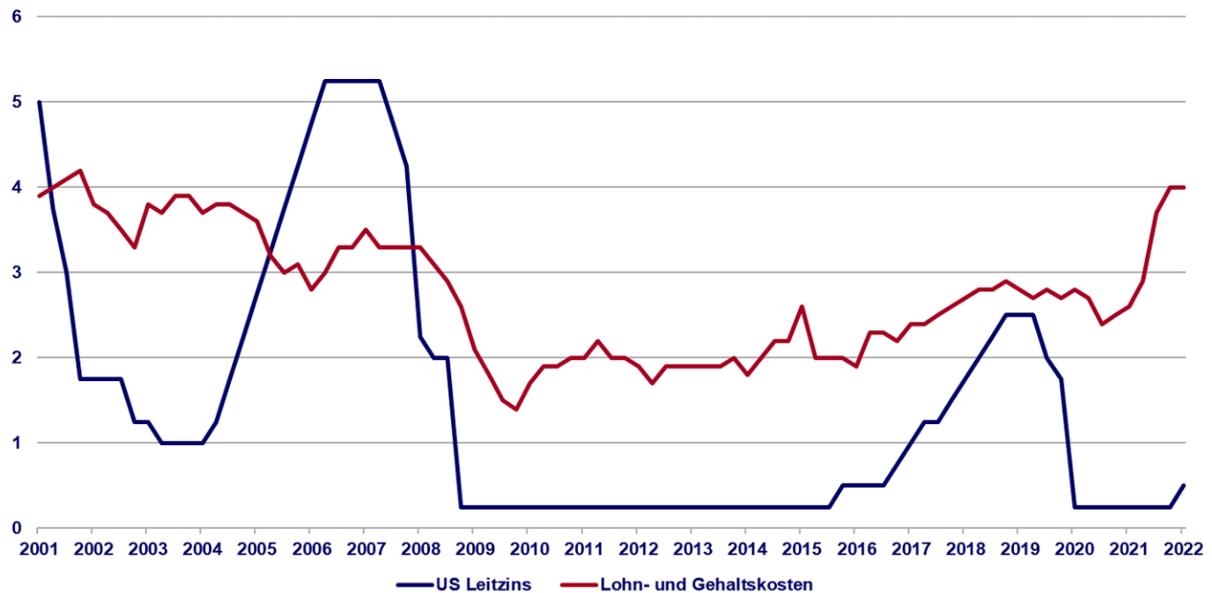
5

Ursächlich bleibt die unverantwortliche Notenbankpolitik der letzten Jahre, die einen so gigantischen Geldmengenüberhang geschaffen hat, dass die Preise zeitverzögert gar nicht anders können, als in Reaktionsfunktion stark zu steigen. Inflation kann grundsätzlich nur unter bestimmten Bedingungen auftreten, nämlich unter einem Überangebot an Geld (Großbritannien hatte in 200 Jahren Goldstandard gar keine Inflation) und/oder eine fiskalische Überstimulierung. Beide Bedingungen waren nach Covid in den USA und Europa simultan präsent und wurden durch die nachwirkenden Effekte der Lockdowns verstärkt. Der Krieg allein wäre nicht in der Lage gewesen, die aktuell stark erhöhten Inflationsraten herbeizuführen. Die nötigen Vorbedingungen waren ultraexpansive monetäre Bedingungen aus Null- und Negativzinsen und der Geldmengenüberhang, der mit den Ankaufprogrammen geschaffen wurde.

Die US-Notenbank hat 2020, spätestens aber 2021 versäumt, eine Normalisierung der Geldpolitik herbeizuführen und ist nun massiv „behind the curve“. Die Versuche der Fed, über 2021 die Inflation als „temporär“ zu deklarieren, und damit Zeit zu schinden, erfordern nun umso hektischere Bemühungen, wieder Herr der Lage zu werden.

US Notenbank: Geldpolitisch „behind the curve“

USA: Entwicklung Leitzins und jährliche Veränderung der Arbeitskosten gemäß ECI

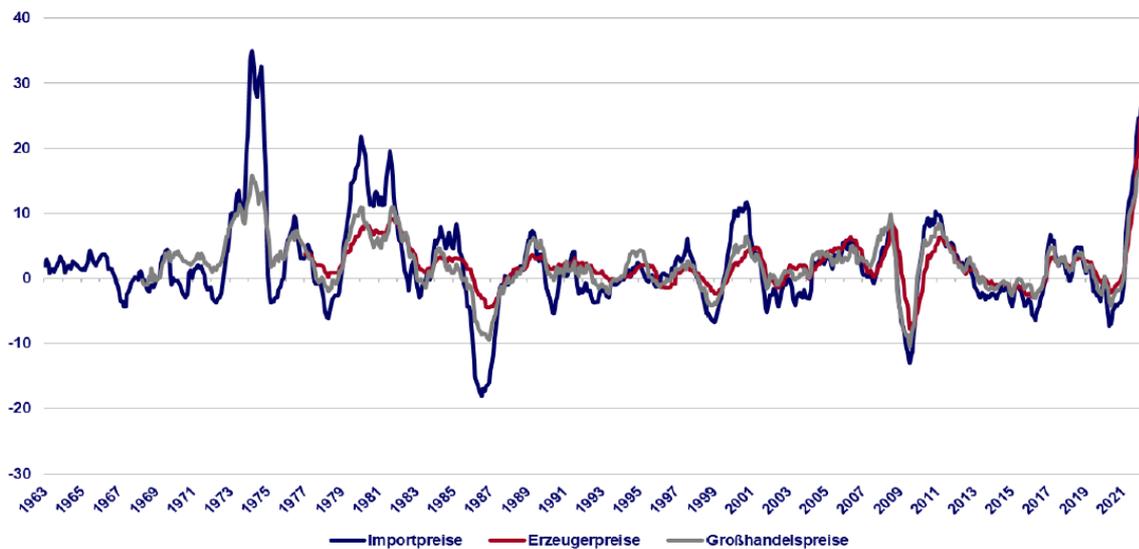


Quelle: Bloomberg
Stand: 31.03.2022

Mit Blick auf das Vorgehen der EZB drängt sich schon länger der Verdacht auf, dass sie die Geldpolitik nicht mehr primär nach ihrem eigentlichen Auftrag – Preisstabilität – steuert, sondern sich an anderen Zielen ausrichtet. Der zeitweise Aufkauf des kompletten Nettoangebots von Staatsschulden kommt der verbotenen monetären Staatsfinanzierung gleich. Hohe Inflationsraten sind in Europa politisch erwünscht, weil sie die Überschuldung einiger Euro-Staaten wirksam real entwerten. Diese politischen Ziele der Schuldentragfähigkeit nehmen die schädlichen Nebenwirkungen der Inflationspolitik und Kaufkrafttherabsetzung scheinbar billigend in Kauf, andernfalls würde auch die EZB inzwischen eine klarere Bereitschaft zu deutlichen Zinsanhebungen erkennen lassen. Zumindest über den Außenwert der Währung ließen sich mit höheren Zinsen zumindest die Effekte der importierten Inflation über einen höheren Wechselkurs abmildern und das Ziel der Geldwertstabilität wieder glaubhafter untermauern.

„Vorlaufende“ Preisdaten überraschen auf der Oberseite – sie fressen sich mit Zeitverzug in die Verbraucherpreise durch

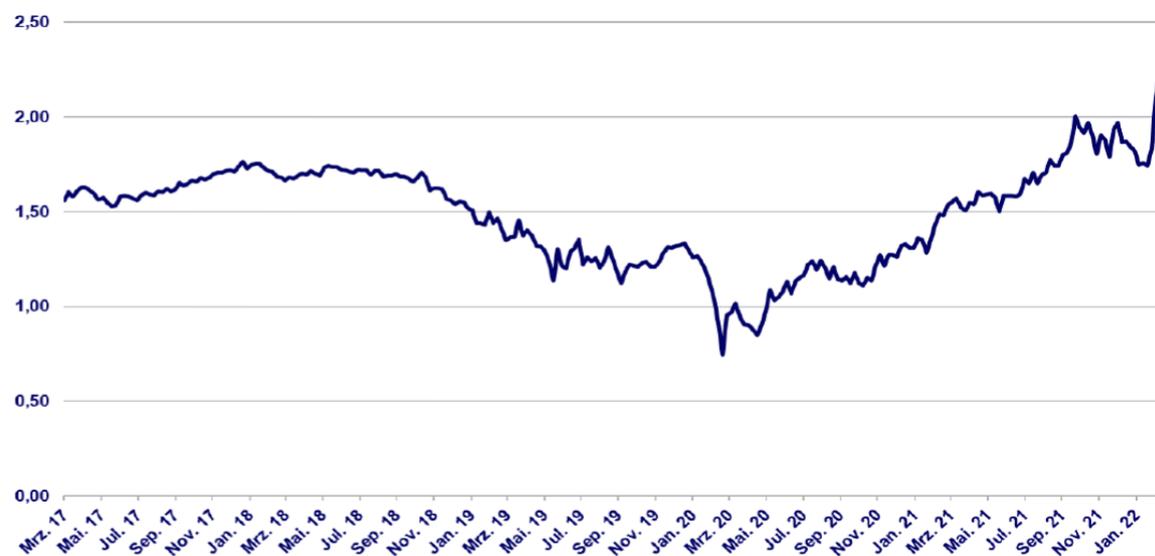
Deutschland: Jährliche Veränderungsrate der Import-, Erzeuger- und Großhandelspreise in %



Noch immer steigen vorlaufende Preisdaten wie Import- oder Erzeugerpreise in Deutschland stark an und markieren neue Allzeithochs. Gewöhnlich fressen sich diese Teuerungsraten mit Zeitverzug in die Verbraucherpreise durch, weil Unternehmen z.B. zunächst die Lagerbestände aufbrauchen, bevor sie die Preise erhöhen. Die deutschen Großhandelspreise steigen aktuell weiter mit einer Jahresveränderung von 22,6%, dem höchsten Wert seit 60 Jahren. So spricht, zusätzlich zur angespannten Situation bei Energie- und Nahrungsmittelpreisen, zunächst Vieles dafür, dass der Preisdruck im Jahresverlauf weiter hoch bleibt.

Die Inflationserwartungen der Eurozone steigen weiter an: Ukraine-Krieg befeuert Befürchtungen einer beschleunigten Teuerung

Inflationserwartung Eurozone: 5-year, 5-year Inflation Swap Rate

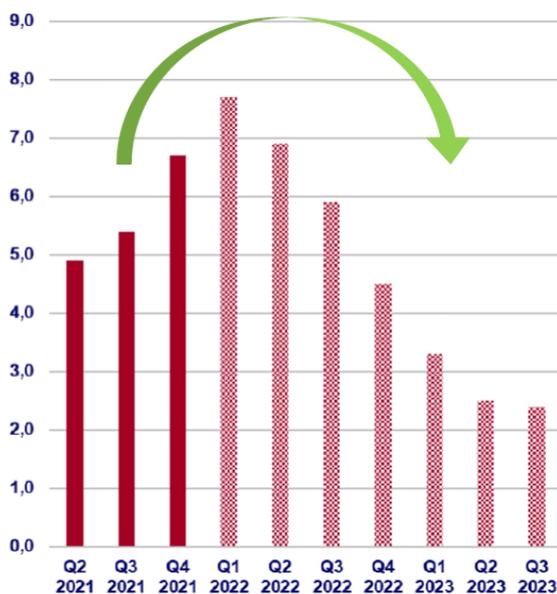


Doch die Mathematik der Veränderungsraten nach sehr hohen Ausgangswerten („Basiseffekte“) deutet inzwischen durchaus auf eine Entspannung der sehr hohen Inflationswerte im Jahresverlauf. Es würde bereits genügen, dass die Haupttreiber der aktuell erhöhten Inflationsraten nicht weiter ansteigen, um einen deutlichen Rückgang der VPI-Werte in der zweiten Jahreshälfte zu erwarten. Beispielsweise wäre ein Ölpreis von im Schnitt höher als 160 Dollar je Fass erforderlich, um im 2. Halbjahr weiterhin additiv auf die Inflation zu wirken. Ein typischerweise verlässlicher Vorlaufindikator für die US-Inflationsraten ist die Preiskomponente im monatlich veröffentlichten ISM-Index. Diese Prices-Paid Daten zeigten zuletzt deutliche Rückgänge, sodass mit Fortbestand typischer historischer Korrelationen auch in der US-Verbraucherpreisinflation mit Verzögerung von ca. einem halben Jahr mit nachlassendem Preisdruck zu rechnen wäre. So könnte der Höhepunkt der Inflation vorerst erreicht sein bzw. in Kürze markiert werden.

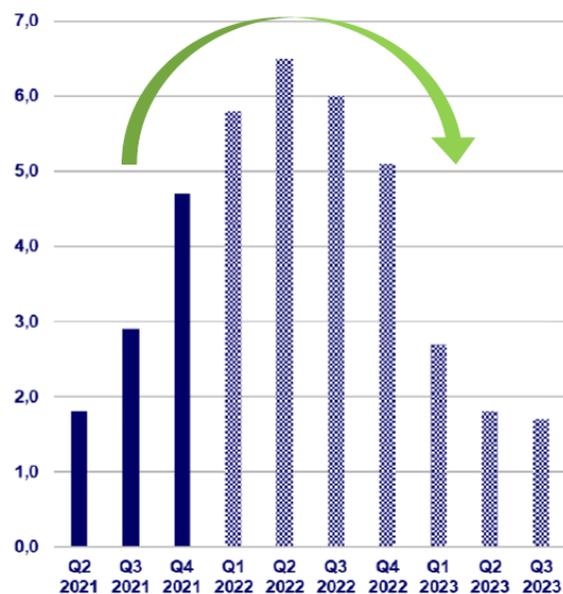
Höhepunkt der Inflation könnte überschritten sein, setzt sich jedoch vermutlich auf erhöhtem Niveau fest

Hohe Basiseffekte 2021 und Wachstumsverlangsamung 2022: Abflachung der Inflation im Jahresverlauf durchaus wahrscheinlich

USA: Erwartungen für die Inflationsrate in %



Eurozone: Erwartungen für die Inflationsrate in %

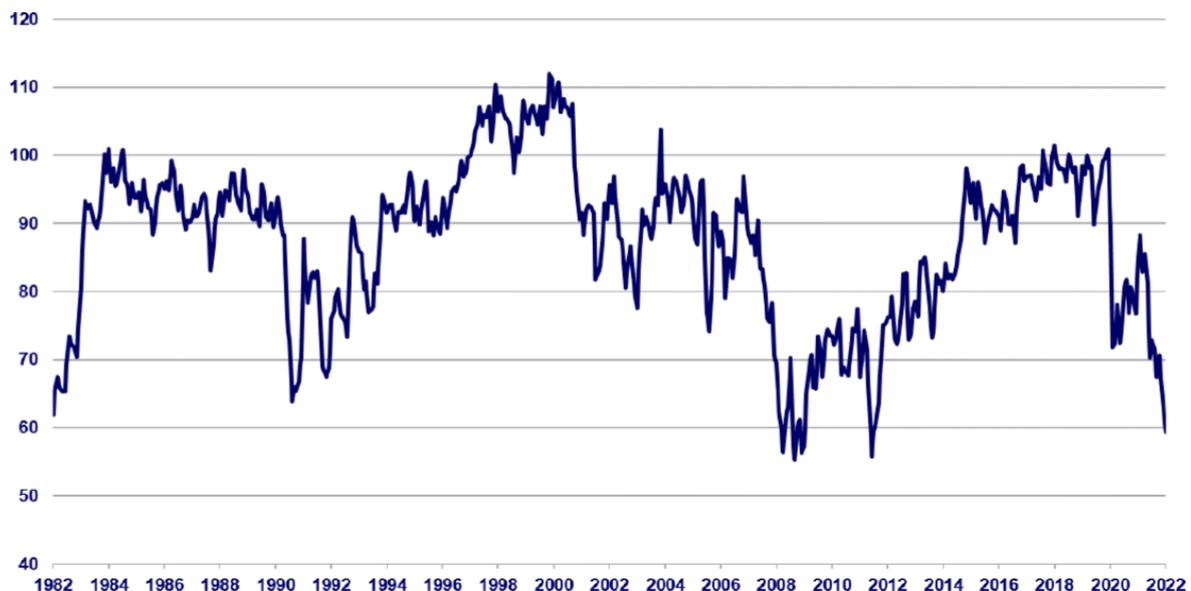


Quelle: Bloomberg
Stand: 28.03.2022

Dafür spricht auch, dass sich die Konjunktur im Jahresverlauf vermutlich deutlich abkühlen wird. Inflation und Wachstum befinden sich in gegenseitigen Abhängigkeiten: Während die sehr hohen Inflationsraten die Wachstumsaussichten belasten, bremst die schwächere Konjunktur die Preisinflation aus.

Verbraucherstimmung in den USA schwächer als zum Datenpunkt „Covid-Ausbruch“ 2020

USA: Index für Verbraucherstimmung der Uni Michigan



Quelle: Bloomberg
Stand: 28.03.2022

Erkennbar sind die wenig optimistischen Wachstumsaussichten bereits sehr klar in vielen Sentiment-Umfragen zu Verbraucher- und Geschäftsvertrauen. Das Verbrauchervertrauen in den USA ist ausweislich des Index der Universität Michigan durch die hohe Inflation stark angegriffen und lag mit jüngster Veröffentlichung gar unterhalb der Messung zum Zeitpunkt des Covid-Ausbruchs im März 2020. Die US-Unternehmen (NFIB-Umfrage) blicken mit wenig Zuversicht in die Zukunft, insbesondere sorgen sie sich um steigende Lohn- und Betriebskosten. In Deutschland zeigten sowohl der ZEW-Index als auch die Erwartungskomponente des Ifo-Index im verarbeitenden Gewerbe zuletzt Rekordrückgänge. Die Erwartungen der Unternehmen fielen auch hier stärker als im März 2020 im Zuge der Corona-Krise.

Global belasten weiterhin die noch immer beschädigten Lieferketten und Materialengpässe. Ziel- und Ausgangshäfen sind noch nicht zum Normalzustand zurückgekehrt, viele Materialien und Vorprodukte sind nicht lieferbar, die Frachtraten bleiben erhöht. Chinas fragwürdige Lockdown- und Zero Covid Politik führte jüngst zur kompletten Abriegelung von Schanghai und bremst die globale Wirtschaft anhaltend aus.

Nahezu immer folgte in der Vergangenheit auf größere Ölpreisschocks und auf sprunghaft steigende Inflationsraten (oftmals gleichzeitig auftretend) eine Rezession. Die hohen Ölpreise und Inflationsraten wirken stark straffend auf die Wirtschaftsaktivität. Die Mehrkosten, welche Verbraucher und Unternehmen für Energie aufwenden müssen, stehen selbstverständlich nicht für diskretionären Konsum zur

Verfügung. Verbunden mit Reallohnverlusten sind die Aussichten für eine Konsumbelebung nicht günstig. Die Unternehmensgewinne leiden nach vorne blickend ebenfalls unter hohen Basiseffekten und steigenden Kosten.

Bestätigt wird die Rezessionsgefahr durch die Zinsstruktur in den USA. Die kürzlich aufgetretene Inversion (Renditen für 2-jährige Anleihen höher als für 10-jährige Anleihen) war in der Vergangenheit stets das singulär verlässlichste Signal für eine bevorstehende Rezession.

US Zinskurve sendet spätzyklische Signale: Wachstumsschwäche könnte in Rezession enden

US Zinsstrukturkurve: Rendite 10-jährige Anleihen minus Rendite 2-jährige Anleihen



Wichtige Implikationen der US-Zinskurve

- Die niedrige und fallende Laufzeitprämie verdeutlicht das geringe Vertrauen, das Marktteilnehmer in eine nachhaltige wirtschaftliche Erholung haben
- Eine inverse Zinsstruktur war in der Vergangenheit ein verlässlicher Indikator für eine bevorstehende Rezession
- Die Verflachung legt die Vermutung nahe, dass es weniger Zinsschritte geben wird, als der Markt preist

Quelle: Bloomberg; Stand: 08.04.2022

Marktsignale und Frühindikatoren deuten somit auf deutliche Bremsspuren bei Wachstum und Inflation im 2. Halbjahr. Die Verflachung der Zinsstruktur zieht ernsthaft in Zweifel, ob die zur Inflationsbekämpfung veranschlagten Zinsschritte der US-Notenbank im weiteren Jahresverlauf realistisch sind. Aktuell rechnen die Märkte mit 8 bis 9 Zinsschritten á 0,25%, was den US-Leitzins zum Jahresende auf 2,50% - 2,75% bringen würde. Auszuschließen ist diese „neue Entschlossenheit“ der Fed zwar nicht, sie hätte aber gewiss einen hohen Preis. Zinsanhebungen in eine wirtschaftliche Abschwächung hinein wirken prozyklisch verstärkend und dürften an den Kapitalmärkten sehr bald ähnlich ungeordnete Unmuts- und Protestbekundungen wie 2018 hervorrufen, als die Fed den Versuch der Normalisierung der Geldpolitik schlussendlich abbrechen musste.

Die Märkte erwarten aktuell fast 9 (!) weitere Zinsschritte der Fed für 2022, was einem Leitzins zum Jahresende von 2,75% entspräche

US Zinsentwicklung: Geschätzte Anzahl an Zinsschritten anhand der aktuellen Forward-Kurve (Dez. 2022, Futures-Modell)



Quelle: Bloomberg
Stand: 28.03.2022

Auch die EZB müsste in Anbetracht der sehr hohen Inflationsraten den Leitzins natürlich schnell und kräftig anheben. Der Markt erwartet mit den zuletzt stark gestiegenen Zinsen auch entsprechende Straffungsschritte aus Frankfurt. Erstmals seit 2014 notierten 2-jährige Bundesanleihen zuletzt wieder mit positiver Rendite. 10-jährige Bundesanleihen legten seit Jahresbeginn fast 100 Basispunkte zu, ein so scharfer Zinsanstieg in einem solch kurzen Zeitraum ist ungewöhnlich und markiert für viele Beobachter bereits die technische Zinswende, nach der die Tiefstände der Renditen hinter uns liegen und so schnell nicht wieder erreicht werden würden.

Schadensmaximierung statt Schadensbegrenzung

Während die Geldpolitik in Europa eher zögerlich bleiben dürfte, ist durchaus denkbar, dass die Fed das Experiment wagt, den Leitzins so lange anzuheben, wie die Kapitalmärkte die Straffung tolerieren können.

Der politische Druck, etwas gegen die hohe Inflation „tun“ zu müssen ist hoch, besonders in den Staaten, in denen 2022 Wahlen anstehen. So besteht die Gefahr, dass der Versuch unternommen wird, die aus zu viel geld- und fiskalpolitischem Interventionismus der letzten Jahre verursachten Schäden mit noch mehr Interventionismus heilen zu wollen. Der Krieg in der Ukraine gibt der Politik dabei die Rechtfertigung „etwas tun“ zu müssen, um vor allem die Folgen hoher Heiz-, Benzin- und Nahrungsmittelkosten abzumildern. Deutschland folgte mit einer Reihe fiskalischer Maßnahmen („Mobilitätsgeld“, „Heizgeld“, 9-Euro-Ticket, usw.) anderen EU-Staaten in ersten Schritten zur wohlgemeinten Abfederung der Inflationshärten.

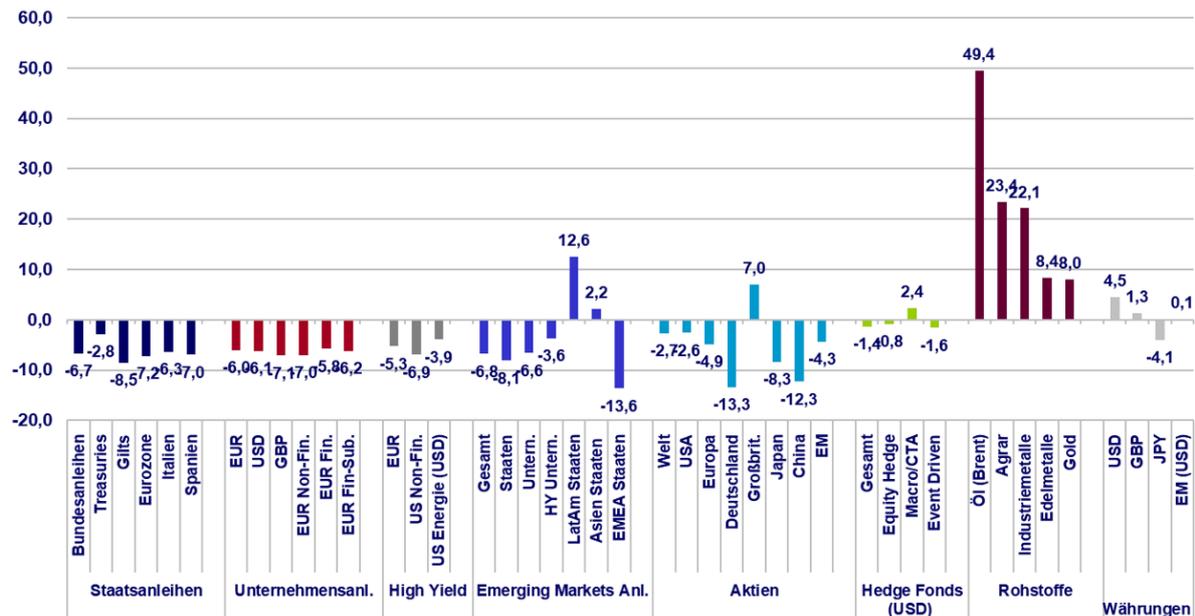
Ein Blick in die Geschichte zeigt dabei wiederkehrende und bedenkliche Muster. Krisen (meist hervorgerufen durch vorangegangenen Überschwang in der Geldmengenausweitung – „Rausch des billigen Geldes“), resultieren in Inflation. Die politische Führung bemüht sich in Reaktion auf die Krisensymptome Handlungsfähigkeit zu dokumentieren. Selten wird die richtige Therapie gewählt (Rückführung der Geldmenge, Zinsanhebungen, Abbau der zuvor erfolgten Überinvestitionen und spekulativen Exzesse, usw.). Vielmehr wurde über die Jahrhunderte hinweg meist ein anderer Weg gewählt: Entweder dem Problem mit noch mehr Geldmengenausweitung Herr zu werden (was oft absehbar schief ging) oder aber mit fiskalischen und regulatorischen Eingriffen die „Kontrolle über die Preise“ zurückzugewinnen. Auch dieser Ansatz war immer zum Scheitern verurteilt, weil er das Symptom, nicht die Ursache bekämpft.

So mahnt der Blick in die Geschichte, dass die Anwendung der genau falschen Rezepte statt der beabsichtigten Schadensminderung eine Schadensmaximierung herbeiführte. Kritisch wurde es insbesondere immer dann, wenn der Staat zu direkten Interventionen in die Marktpreisbildung griff: Rationierung, Preiskontrollen, Einschränkungen von Eigentumsrechten und andere Regulierungen sollten in der Vergangenheit „unerwünschte“ Preise nach oben deckeln, führten aber lediglich (vorhersehbar) zu einer weiteren Verknappung des Angebots und so zu noch mehr Mangel, Not und Knappheit, deren Folgen die Marktteilnehmer umgingen mit Schwarzmarktgeschäften oder Rückkehr zu einfachem Tauschhandel. Der Interventionismus beschädigt nach und nach mit jeder neuen Interventionsstufe die arbeitsteiligen Wirtschaftsstrukturen und führt zu einem „Crowding out“ privatwirtschaftlicher, ordnungsgemäß funktionierender Preisbildung.

Je länger die erhöhten Inflationsraten anhalten und je größer der realwirtschaftliche Schmerz aus der Kaufkrafttherabsetzung ausfällt (und damit die politischen Kosten), desto wahrscheinlicher werden neue Runden von großen Fiskalpakten und politischen Regulierungsangriffen auf die freien Märkte. Im Ergebnis könnten in Europa noch schwierigere Bedingungen für privatwirtschaftliche, unternehmerische Initiative stehen, noch höhere öffentliche Verschuldung und noch mehr Vergemeinschaftung der Schulden resultieren.

Marktüberblick: Entwicklung verschiedener Assetklassen

Wertentwicklung seit Jahresbeginn in % und in EUR



Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.
Anleihen auf Basis Bloomberg Indizes; Aktien auf Basis MSCI Indizes; Rohstoffe auf Basis Bloomberg Indizes; Die historische Wertentwicklung wurde in Euro berechnet.
Quelle: Bloomberg; Stand: 14.04.2022

Aktien- und Rentenmärkte standen im 1. Quartal unter hohem Verkaufsdruck. Bereits vor der Invasion deuteten sich mit dem holprigen Jahresstart Kursverluste in den meisten Anlageklassen an. Der überraschende Angriff russischer Truppen in der Ukraine führte dann zu einem scharfen Ausverkauf an den Aktienmärkten, der Anfang März zunächst einen Boden fand. Es folgte eine bemerkenswerte Rallye, die ihren Treibern nach, große Ähnlichkeit mit der Erholung der Märkte im Jahr 2020 hatte.

In der Rückschau ist die schnelle und steile Erholung der Aktienmärkte 2020 gut erklärbar. Die damals lancierten Fiskalpakete und die vom Ausmaß beispiellose monetäre Lockerung führten zu einer raschen Rückkehr der Risikofreude. Genau diese beiden Zutaten fehlen im Jahr 2022 allerdings. Weder nennenswerte fiskalische Impulse sind derzeit erkennbar, noch liefert die Geldpolitik Rückenwind. Im Gegenteil bereiten sich die Märkte auf eine Straffung der monetären Bedingungen vor. Daher, und in Anbetracht der sehr hohen geopolitischen und konjunkturellen Risiken, passt die dynamische Erholungsrallye der zweiten Märzhälfte nicht so recht zu den Bedingungen des aktuellen Marktumfelds. Wir erachten es als eher wahrscheinlich, dass die jüngsten Kursgewinne schlicht der erwarteten Inflation (der Unternehmensgewinne) entsprechen, aber keine „echte“, reale Wertschöpfung verkörpern.

Das 1. Quartal 2022 war gekennzeichnet vom scharfen globalen Zinsanstieg. Einige Notenbanken (wie die Fed mit +0,25%) begannen ihren Zinsanhebungszyklus, viele weitere Zentralbanken setzten begonnene Zinserhöhungen fort. 10-jährige US-Staatsanleihen legten von 1,50% zu Jahresbeginn bis auf fast 2,80% im April zu. Die 2-jährigen Treasuries reflektieren die Zinsanhebungserwartungen, hier stiegen die Zinsen

von 0,73% Anfang Januar bis auf 2,50%. In Europa erreichen die Zinsen in vielen Laufzeiten den höchsten Stand seit 2015. Nahezu alle EUR-Rentensegmente verbuchen seit Jahresbeginn deutlich negative Gesamterträge, Staatsanleihen gleichermaßen wie Investment Grade Unternehmensanleihen und High Yield Bonds, die zusätzlich unter Ausweitungen der Risikoaufschläge litten. Einzig inflationsgeschützte Anleihen konnten in Europa mit einer positiven Wertentwicklung aufwarten.

Stabilisierend auf ein Anlageportfolio wirkten im 1. Quartal Edelmetalle. Gold und Silber profitierten von den politischen Unsicherheiten als Krisenmetalle, von negativen Realzinsen und hoher Inflation. Sehr fest präsentierte sich der US-Dollar, der mit wachsendem Zinsvorteil gegenüber dem Euro aufwerten konnte. Aber auch viele andere Währungen verzeichneten gegenüber dem Euro Kursgewinne. Gerade die Valuten der Länder, deren Notenbanken konsequente Zinsanhebungen vorgenommen hatten, profitierten überproportional. Geradezu spektakuläre Kursgewinne verzeichneten der Südafrikanische Rand und der Brasilianische Real. Osteuropäische Währungen litten indes unter der geographischen und wirtschaftlichen Nähe zum Russland-Ukraine-Konflikt.

Das Investitionsumfeld bleibt nach vorne blickend mit erheblichen Risiken belastet. Die zu erwartende wirtschaftliche Abschwächung, deutlich rückläufige Unterstützung von Geld- und Fiskalpolitik und anhaltend hohe Inflationsraten sind ein denkbar ungünstiger Mix für Multi-Asset Strategien. Selbst wenn die Inflationsraten im Jahresverlauf zurückkommen, werden sie vermutlich dennoch längere Zeit auf einem strukturell erhöhten Niveau verharren. Die schmerzhafteste finanzielle Repression, welche mit stark negativen Realzinsen auf ein Anlageportfolio wirkt, bleibt weiter bestehen. Schließlich dürfte auch die Straffung der Fed in den wirtschaftlichen Abschwung hinein für insgesamt schwierige Anlagebedingungen sorgen.

Taktische Asset Allocation BKC Treuhand Portfolio

Assetklasse	Neutrale Gewichtung	Aktuelles Gewicht
Renten	70,0%	53,1%
Aktien	15,0%	16,9%
Alternative Anlagen, Cash	15,0%	30,0%

Stand: 14.04.2022

Der Fonds konnte sich dem scharfen Gegenwind aus Aktienrisiko und Zinsrisiko nicht entziehen, erreichte aber gegenüber vielen anderen defensiv ausgerichteten Mischfonds eine etwas weniger negative Wertentwicklung. Der Gesamtertrag lag im 1. Quartal bei -3,35%.

Nennenswert positive Treiber gegenüber eher traditionell (nämlich aus nur Aktien und Renten) konstruierten Mischfonds waren abermals die Alternativen Anlagen und deren hohe taktische Gewichtung, die wir schon längere Zeit installiert haben. Insbesondere trugen die Edelmetalle signifikant positiv zum Ergebnis bei. Aber auch die Trendfolgestrategie und die Long-Position in Volatilität stabilisierten die Wertentwicklung. Im Aktienportfolio war einmal mehr Verlass auf unsere „Inflations-Aktien“, Geschäftsmodelle mit hoher Preissetzungsmacht und damit hohem „Inflations-Beta“. Unternehmen wie der Düngemittelhersteller Nutrien, das Bergbauunternehmen Boliden, der US-Metallkonzern Reliance Steel oder Wheaton Precious Metals warteten im insgesamt widrigen Aktienumfeld mit solider Performance auf.

Noch einmal erinnern wir an dieser Stelle, dass der Aktienselektion im Inflationsumfeld eine besonders hohe Bedeutung zukommt. Nur wenigen Branchen und Unternehmen gelingt es im Umfeld strukturell anziehender Teuerung, ihre Margen mindestens stabil zu halten. Die „Schönwetterstrategien“ der vergangenen Jahre (Index-Investments, Technologie, ETFs, Momentum, usw.) dürften umgekehrt schwierigeren Zeiten entgegensehen.

Noch immer verstehen viele Anleger Aktien als realen Sachwert und damit „per se“ als Inflationshedge. Die 1970er Jahre illustrieren jedoch, dass eine derartig vereinfachte Sichtweise in die Irre und zu unerwarteten Anlageergebnissen führen kann. Der Blick in die Stagflation der 70er Jahre lohnt insbesondere deshalb, weil damals strukturell ähnliche Treiber der Inflation präsent waren wie heute und zwei Rezessionen die Investmentbedingungen zusätzlich erschwerten. Indexanlagen führten damals zu hohen Verlusten. Dow Jones und S&P 500 gaben zwischen 30% und 40% ab. Aktien erzielten über 10 Jahre sogar einen insgesamt schwächeren Gesamtertrag als US-Staatsanleihen, deren Zinsen mit der Zeit anstiegen. Die weitaus besseren Anlageergebnisse konnten mit Rohstoffen, Gold und inflationsgeschützten Anleihen erzielt werden. Innerhalb des Aktienmarktes lohnte es auf Geschäftsmodelle nahe der Preisquelle zu setzen. Branchen wie Öl, Bergbau, Stahl und Chemie gelang es mit hoher Inflationssensitivität positive Renditen zu erwirtschaften. Hingegen verbuchten Anleger in Branchen wie Konsum, Versorger oder Technologie Verluste.

So setzen auch wir weiterhin taktisch auf Höhergewichtungen möglicher Inflationsprofiteure und meiden Geschäftsmodelle, bei denen die Unternehmensgewinne leiden, weil steigende Kosten nicht in ausreichendem Maße in wettbewerbsintensive Endmärkte weitergereicht werden können.

Im abgelaufenen Quartal belasteten im Aktienportfolio Werte, die ein stärkeres direktes oder indirektes Exposure zu Sanktionen und Ukraine-Konflikt aufweisen (wie Deutsche Post, Krka, Valmet) und Qualitätswerte, in denen sich 2021 hohe Bewertungsprämien

aufgebaut hatten und die nun unter gewissen Bewertungskorrekturen litten (wie Partners Group, PPG, ASML).

Das Rentenportfolio war dem kräftigen Gegenwind steigender Zinsen und Risikoaufschläge ausgesetzt. Besonders Anleihen mit langer Zinsbindungsdauer gerieten unter Verkaufsdruck. Bedeutend negative Beiträge kamen aus den verbliebenen russischen Unternehmensanleihen und generell osteuropäischen Wertpapieren, etwa aus Serbien oder Polen. Positive Beiträge konnten hingegen in zahlreichen Emerging Markets Anleihen generiert werden, gerade in rohstoffexportierenden Ländern. Die Lokalwährungsanleihen aus Brasilien, Südafrika und Peru standen an der Spitze der Rentenwerte. Über das Quartal hinweg haben wir die Risiken im Rentenportfolio gesamthaft etwas reduziert und eine stärkere Akzentuierung defensiver, bonitätsstarker Qualitätstitel vorgenommen.

Gleichermaßen haben wir die Allokation etwas defensiver ausgerichtet und die Aktienquote leicht reduziert. Zudem haben wir begonnen, die zuletzt enttäuschende Long-Short Equity Strategie innerhalb der Alternativen Anlagen schrittweise zu reduzieren.

Ein insgesamt positiv wirkender Portfoliobaustein war neuerlich der US-Dollar. Bemerkenswert ist derzeit die Außerkraftsetzung der üblichen Korrelation zwischen den Rohstoffen und dem Dollar. Feste Rohstoffpreise gehen typischerweise einher mit einem schwächeren Dollar. Sollte der Dollar an Momentum verlieren, könnte dies im Umkehrschluss im Jahresverlauf weiteren Aufwärtsdruck auf viele Rohstoffe auslösen. Wir behalten einen insgesamt konstruktiven Blick auf Rohstoffe und steuern im Portfolio unverändert Übergewichtungen auf Positionen, die auch in einem längere Zeit andauernden stagflationären Umfeld profitieren können.

Bernhard Matthes, CFA, Bereichsleiter BKC Asset Management



Kontakt:

Bernhard Matthes, CFA

Bereichsleiter BKC Asset Management

Bank für Kirche und Caritas eG

Telefon: 05251 121-2741

E-Mail: bernhard.matthes@bkc-paderborn.de

News zum Fonds

BKC Asset Management erstmals beim Fonds professionell Kongress in Wien

Die Inflationsraten der vergangenen Monate lassen viele Anlegerinnen und Anleger mit Sorge auf die Wertpapier- und Kapitalmärkte blicken. Ähnlich hoch waren diese zuletzt vor 40 Jahren im Herbst 1981. Bernhard Matthes, CFA, Bereichsleiter Asset Management, hat in seinem Vortrag beim diesjährigen Fonds professionell Kongress in Wien den Fokus darauf gelegt, wie Anlegerinnen und Anleger vor der "organisierten Inflation" geschützt werden können.

"Unser BKC Treuhand Portfolio, das auch in Österreich zum Vertrieb zugelassen ist, ist breit diversifiziert. Wir legen unser Hauptaugenmerk auf den Aufbau unserer Alternativen Anlagen (u.a. Edelmetalle) und den verstärkten Einsatz von Aktien mit Preissetzungsmacht und Sachwertcharakter, um den realen Kapitalerhalt zu ermöglichen", betont Matthes.

[Vortragsfolien als PDF-Datei](#)



Bernhard Matthes referiert: Wie schützen wir Anleger vor der organisierten Inflation?



v.l.n.r.: Jan Engelke, CFA; Bernhard Matthes, CFA; Lena Lappe, CFA; Frank Horn



Die Bank
von Mensch zu Mensch



Fondsdaten BKC Treuhand Portfolio

	I-Tranche	T-Tranche	S-Tranche
WKN/ISIN:	A0YFQ9 / DE000A0YFQ92	A141VM / DE000A141VM3	A2H5XV / DE000A2H5XV2
Auflegungsdatum:	04.01.2010	21.03.2016	25.01.2018
Ertragsverwendung:	ausschüttend (Mitte Feb.)	thesaurierend	ausschüttend (Mitte Feb.)
Vertriebszulassung:	Deutschland, Österreich	Deutschland	Deutschland
Erwerbsbeschränkung:	keine	keine	nur erwerbbar von steuerbegünstigten Anlegern im Sinne von § 5 Abs. 2 der Besonderen Anlagebedingungen*
Kapitalverwaltungsgesellschaft:	Universal-Investment-Gesellschaft mbH		
Vewahrstelle:	DZ Bank AG		
Fondsberater:	Bank für Kirche und Caritas eG		
Fondskategorie:	Mischfonds, defensiv, internationale Ausrichtung		
Benchmark:	12-Monats-Euribor, zzgl. 70 Basispunkte**		
Fondsgeschäftsjahr:	01.01. bis 31.12.		
Ausgabeaufschlag:	bis zu 2,00%***		
Laufende Kosten:	0,69%	0,69%	0,69%

* Die steuerliche Behandlung ist von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und kann künftigen Änderungen unterliegen.

** Ab 21.01.2014; Benchmark vom 04.01.2010-21.01.2014: 70% iBoxx EUR Overall TR; 15% DJ Sustainability World (EUR); 15% 1-Monats-Euribor

*** Der Ausgabeaufschlag bzw. die Verwaltungsvergütung bzw. die Beratervergütung sowie die Performance-Fee fließen ganz oder teilweise dem Fondsberater bzw. Vertriebspartnern zu. Nähere Informationen erhalten Sie bei Ihrem Fondsberater bzw. Vertriebspartner.



Performanceüberblick BKC Treuhand Portfolio

1J/2J/3J/5J/10J: +1,19%/ +10,23%/ +6,31%/ +6,46%/ +37,22%

Quelle: Universal Investment; Stand: 31.03.2022

Hinweis: Die Ermittlung der Wertentwicklung erfolgt nach der BVI-Methode (ohne Berücksichtigung von Ausgabeaufschlägen). Bei einem Anlagebetrag von EUR 1.000,00 über eine Anlageperiode von fünf Jahren und einem Ausgabeaufschlag von 2 Prozent würde sich das Anlageergebnis im ersten Jahr um den Ausgabeaufschlag in Höhe von EUR 20,00 sowie um zusätzlich individuell anfallende Depotkosten vermindern. In den Folgejahren kann sich das Anlageergebnis zudem um individuell anfallende Depotkosten vermindern. Die Fondsperformance gemäß BVI-Methode ist die prozentuale Änderung des Anteilswertes zwischen Beginn und Ende des Berechnungszeitraums. Dabei wird von der Wiederanlage evtl. Ausschüttungen ausgegangen. Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Die Chancen im Einzelnen:

- Basisinvestment mit breiter Streuung in verschiedenen Anlageklassen
- Defensiv Grundstruktur der Anlagen, die überwiegend Richtung und Wertentwicklung der europäischen Rentenmärkte nachvollziehen sollen
- Das aktive Management versucht einen Mehrertrag gegenüber einer passiven Anlage zu generieren
- Prinzipien der nachhaltigen Geldanlage werden im Managementprozess berücksichtigt
- Ertrag einer reinen Festgeldanlage soll über lange Zeiträume übertroffen werden

Die Risiken im Einzelnen:

- Fondsvermögen ist den allgemeinen Markt-, Kurs-, Bonitäts- und Währungsrisiken der im Bestand befindlichen Wertpapiere ausgesetzt
- Erhöhte Schwankungsbreite gegenüber reinen festverzinslichen Anlagen
- Negative Gesamtperformance auf kurze, mittlere und lange Zeiträume möglich. Es ist auch eine negative Wertentwicklung bis zum Totalverlust des eigenen Kapitals möglich.

Weitere Informationen über den BKC Treuhand Portfolio finden Sie hier: www.bkc-am.de

*Die Bank
von Mensch zu Mensch*



Disclaimer:

Dieses Dokument wurde von der Bank für Kirche und Caritas erstellt, unterliegt ihrem Urheberrecht und ist ausschließlich zur aktuellen Information ihrer Kunden bestimmt. Jede darüber hinausgehende Nutzung oder Weitergabe bedarf unserer schriftlichen Genehmigung sowie der Beachtung der gültigen Rechtsvorschriften. Es handelt sich hier weder um ein Angebot zur Zeichnung oder zum Erwerb von Wertpapieren noch um eine Bewertung oder Analyse. Die komprimierten Informationen entsprechen nicht zwangsläufig denen anderer Anbieter. Wir haben diese Informationen aus zuverlässig erachteten Quellen übernommen, ohne die Informationen selbst zu verifizieren und können deshalb die Ausgewogenheit, Genauigkeit, Vollständigkeit oder Richtigkeit nicht zusichern. Die Informationen sind datumsbezogen und nicht als Basis für eine Investitionsentscheidung geeignet. Diesbezüglich beraten wir Sie gern.

Wichtiger Hinweis zu Risiken von Anlageprodukten:

Bei der vorliegenden Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung i.S.d. § 63 Abs. 6 S. 1 WpHG. Sie dient lediglich der allgemeinen, unverbindlichen Information für den Vertrieb innerhalb der Bundesrepublik Deutschland und stellt weder eine Anlageberatung noch eine Finanzanalyse dar. Des Weiteren stellt sie weder ein Angebot, noch eine direkte oder indirekte Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren, Investmentfondsanteilen, Derivaten, etc. dar. Die Geeignetheit der genannten Produkte muss jeder Anleger auf Basis eigener Prüfung gegebenenfalls unter Hinzuziehung qualifizierter Berater klären. Hinsichtlich der steuerlichen Auswirkungen sollte der Anleger im Vorfeld einen Steuerberater konsultieren. Diese Werbemitteilung ersetzt insbesondere nicht die Lektüre der Vertrags- und Verkaufsunterlagen, wie etwa „Basisinformationen über Wertpapiere und weitere Kapitalanlagen“. Vorübergehende Wertverluste können jederzeit eintreten, aber auch darüber hinausgehende Wertverluste bis zum Totalverlust sind möglich. Die Verkaufsunterlagen (Verkaufsprospekte, Wesentliche Anlegerinformationen, Jahres- und Halbjahresberichte) sind in deutscher Sprache kostenlos bei der Bank für Kirche und Caritas sowie im Internet über den Fondssektor unter <https://fondsfinder.universal-investment.com/de/DE/Funds> erhältlich.