

Erholung verpasst - Marktkommentar Q2-2020

Um es direkt vorwegzunehmen: Mit der Performance des BKC Treuhand Portfolios über das 2. Quartal 2020 hinweg können wir nicht zufrieden sein, wir bleiben hinter unserem eigenen Anspruch zurück.

Die Performance lag für das Quartal per 25.06.2020 bei 3,39% (seit Jahresbeginn bei -5,20%) und war damit, in Anbetracht des Marktumfelds und in der vergleichsweisen Betrachtung mit anderen defensiven Mischfonds, enttäuschend.

Die relative Performance ist wesentlich durch das relative Aktienrisiko bestimmt. Für die überraschend starken Marktentwicklungen waren wir dabei nicht positioniert. Den regelbasierten Allokationsmodellen folgend, hatten wir Mitte März das Aktienrisiko auf Null reduziert. Technisch wurde diese Entscheidung mit dem Halten des physischen Aktienbestands und gleichzeitiger Sicherung durch den Verkauf eines Index-Futures umgesetzt.

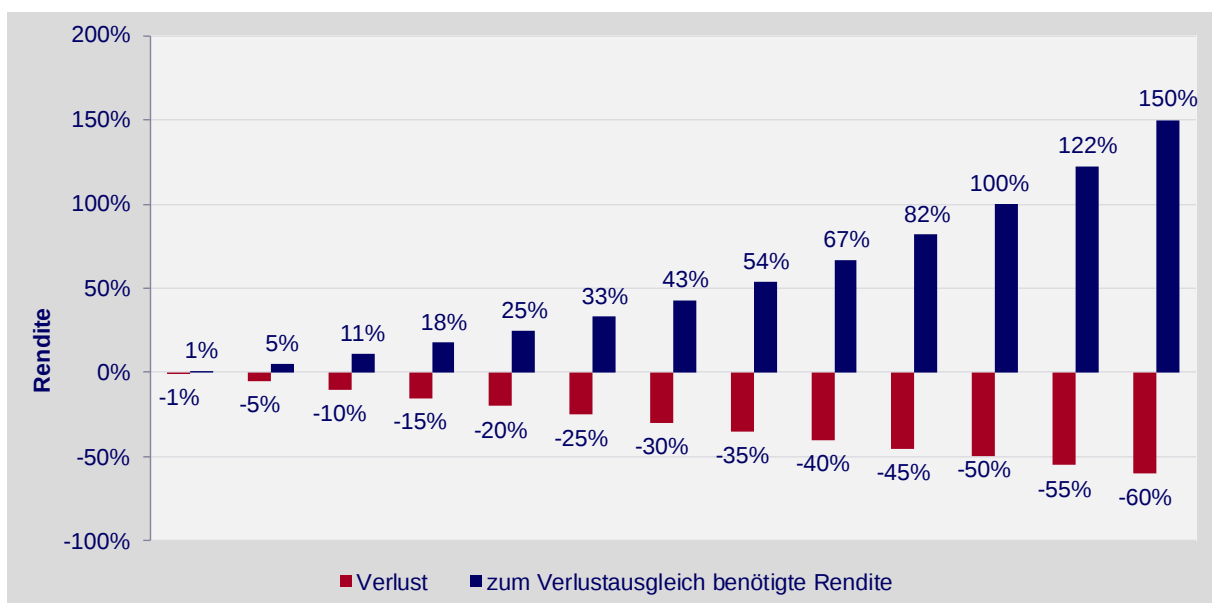
Mitte März sah es nicht danach aus, als würde es den Aktienmärkten gelingen können, in Anbetracht der sich abzeichnenden schweren Corona-Schäden schnell einen Boden zu finden. Die realwirtschaftlichen Schäden werden inzwischen zunehmend manifest, dennoch stoppten die Aktienmärkte Ende März ihre Talfahrt abrupt und setzten danach zu einer der spektakulärsten Rallys der Kapitalmarktgeschichte an: Der Dax etwa verbuchte noch nie zuvor innerhalb so kurzer Zeit einen so großen prozentualen Wertzuwachs. Vom 18.03. bis zum Zwischenhoch am 05.06. betrug das Plus 52,2%. Generell zeigten sich die europäischen Märkte erstmals seit langer Zeit sogar deutlich stärker als US-Aktien: Im genannten Zeitraum erzielte der EuroStoxx 50 einen Gesamtertrag von 43,5%, während S&P 500 (+28,5%) und Nasdaq 100 (+31,9%; jeweils in Euro) demgegenüber zurückstanden.

Bei dieser beeindruckenden Erholung waren wir lange als Beobachter an der Seitenlinie. Zwar profitierte auch das BKC Treuhand Portfolio von einigen Wundheilungsprozessen gegenüber dem 1. Quartal, etwa durch Rückgänge der Risikoaufschläge bei Investment Grade Anleihen oder bei zaghaften Erholungen in Lokalwährungsanleihen aus den Schwellenländern. Doch an der überraschend starken Aktienrally haben wir vollständig nicht partizipiert. Erst nachdem unsere als historisch verlässlich angesehenen Trendindikatoren wieder intakt waren, folgte – wiederum prognosefrei – der Wiedereinstieg in die Anlageklasse Aktien.

In der Rückschau wirken beide Entscheidungen unglücklich. Daher ist uns die Einordnung wichtig, dass alle Allokationsentscheidungen historisch bewährten und optimierten Prozessen folgen und ohne Elemente von „Bauchentscheidungen“ oder anderweitig emotional getriebenen Entscheidungsroutinen auskommen.

Gleichzeitig lässt sich festhalten, dass wir in einem diskretionären Ansatz unter Abwägung aller Risiken vermutlich genauso entschieden hätten: Die Bewertungen der Aktienmärkte waren im März noch immer teuer, der übergeordnete Trend gebot allerhöchste Vorsicht und das markttechnische Bild war stark angegriffen, ein typisches „fallendes Messer“. Unter Berücksichtigung des primären Anlageziels – dem langfristigen Kapitalerhalt – wären wir in der Analyse der Markteinflussfaktoren (ökonomisches Umfeld, Geldpolitik, Bewertungen, Markttechnik, Nachrichtenlage), die wir in der Modellentscheidung allesamt als im Marktpreis reflektiert ansehen, zu der genau gleichen Entscheidung gekommen: Es als unverantwortlich anzusehen, in Anbetracht der sehr hohen Unsicherheiten und verbleibenden Risiken eines noch sehr viel schärferen Kursrückgangs investiert zu bleiben.

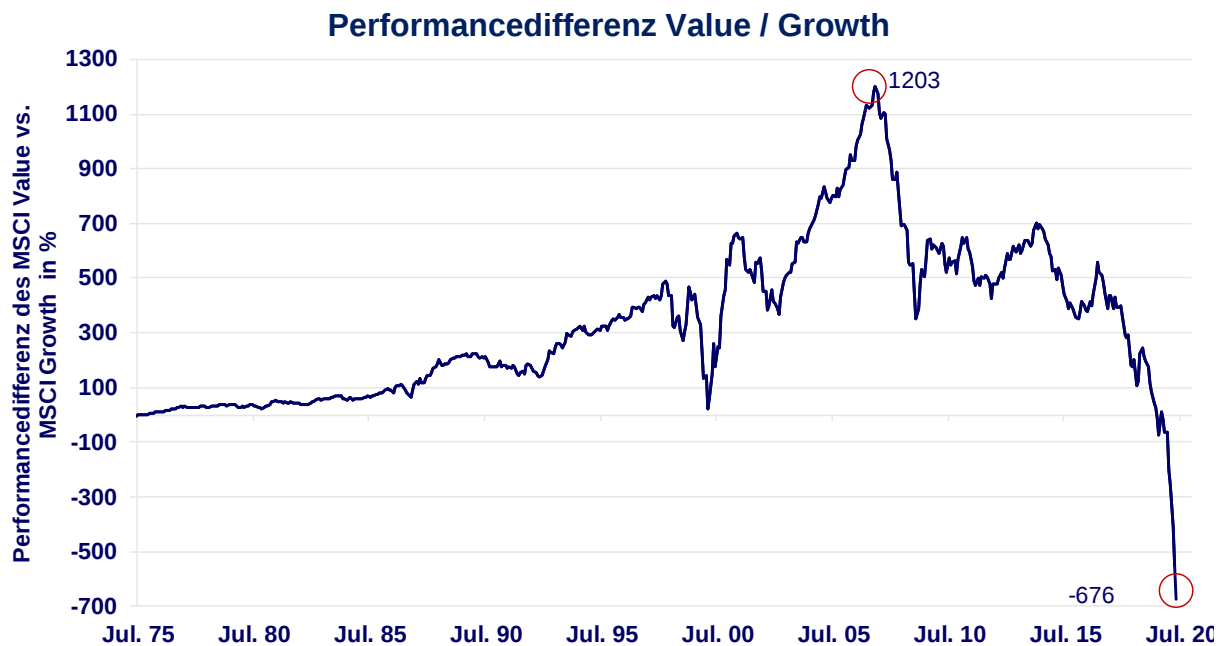
Das stark asymmetrische Verhältnis von benötigter Wiederaufholung in Abhängigkeit der Tiefe von Verlusten rechtfertigt aus unserer Sicht auch innerhalb sehr langfristig angelegter Anlagestrategien ein entsprechend aktives Risikomanagement.



Quelle: Eigene Darstellung

Weil die Performance des 2. Quartals dennoch schmerzt, nehmen wir die zurückliegenden Entwicklungen selbstverständlich zum Anlass, unsere Prozesse kritisch zu hinterfragen und, wo nötig, Nachjustierungen vorzunehmen.

Als besonders performancebelastend wirkte im 2. Quartal etwa die stark unterdurchschnittliche Performance des physischen Aktienportfolios (das Basisportfolio bleibt u.a. aufgrund des Dividendenbeitrags stets im Bestand) gegenüber dem Sicherungsinstrument. Die Gründe dafür sind primär in der anhaltend ausgeprägten Schwäche des Value-Stils zu finden. Obgleich mit wichtigen Korrekturfaktoren aus den Bereichen Momentum oder Qualität umlegt, ist der Value-Faktor wesentlicher Baustein unserer Aktienselektion.



Quelle: Bloomberg; Stand 19.06.2020. Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Das Basisportfolio mit einem „perfekten Hedge“ zu versehen ist per Definition quasi unmöglich, in der spezifischen Marktphase Mai/Juni 2020 verursachte die spezifische Wahl des EuroStoxx 50 zur Absicherung aber eine besonders starke Abweichung gegenüber dem Basisportfolio. Die einsetzende Rettungspaket-Euphorie und verfrühte Wetten auf mehr fiskalische Integration der Eurozone resultierten auf breiter Front in Favoritenwechseln, welche europäischen und zyklischen Aktien plötzlich und unerwartet eine ausgeprägte relative Stärke bescherten.

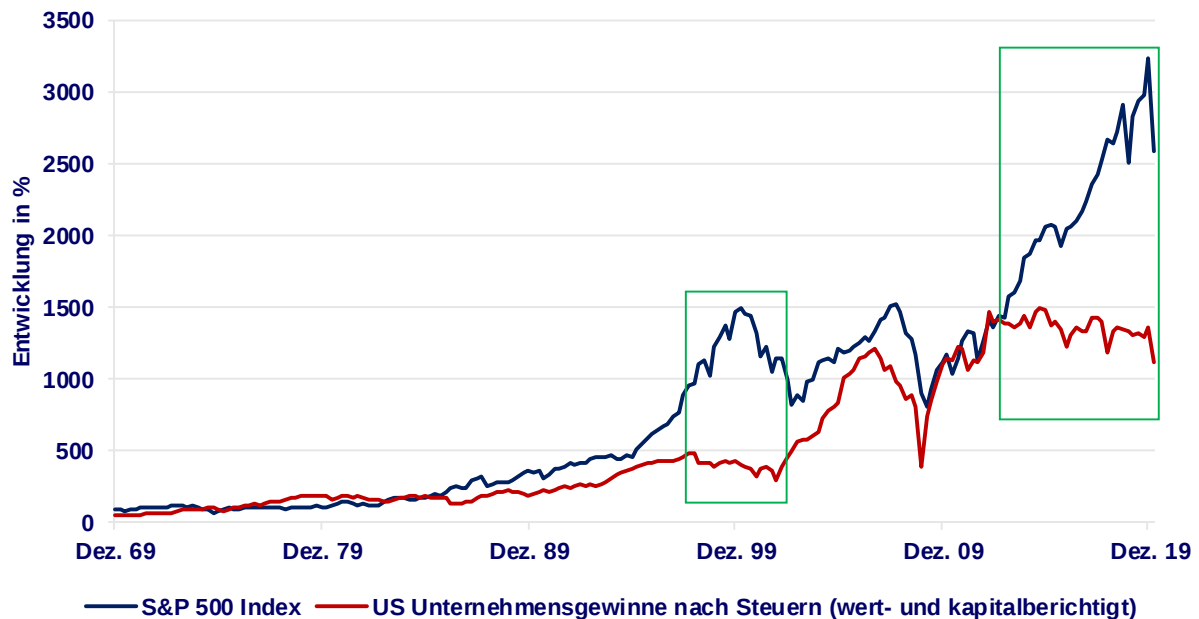
Die Auflösung der Absicherung im Juni ist uns nicht leichtgefallen und wir sind mit wenig Überzeugung (untergewichtet) in den Aktienmarkt zurückgekehrt. Mehr denn je müssen die Aktienmärkte als teuer gelten. Dennoch ist die Grundverfassung des Marktes, abzulesen in Trend- und Momentumwerten, ein wichtiges Signal, welches wir respektieren. Historisch betrachtet war es meist richtig, konsequent und regelbasiert definierte Ein- und Ausstiegsmarken zu befolgen, anstatt willkürliche Timing-Entscheidungen zu treffen.

Was treibt die Kurse?

Wenn bereits schon die Marktentwicklungen 2019 und Anfang 2020 irrational anmuteten, so muss die jüngste Rally von den Tiefständen im März aus als vollständig von realwirtschaftlichen Gegebenheiten entkoppelt gewertet werden.

Eine globale Rezession von historischem Ausmaß will nicht zur ausgelassenen Börsenstimmung der letzten Monate passen. Fundamental erklärbar wäre die Aktienrally nur mit der Erwartung der Marktteilnehmer einer allenfalls temporären wirtschaftlichen Schwäche und einer sehr raschen Rückkehr von Wachstum und Gewinnen auf Vor-Corona-Niveau, der vielbeschworenen „V-förmigen“ Erholung also. Doch ist diese Erwartung realistisch?

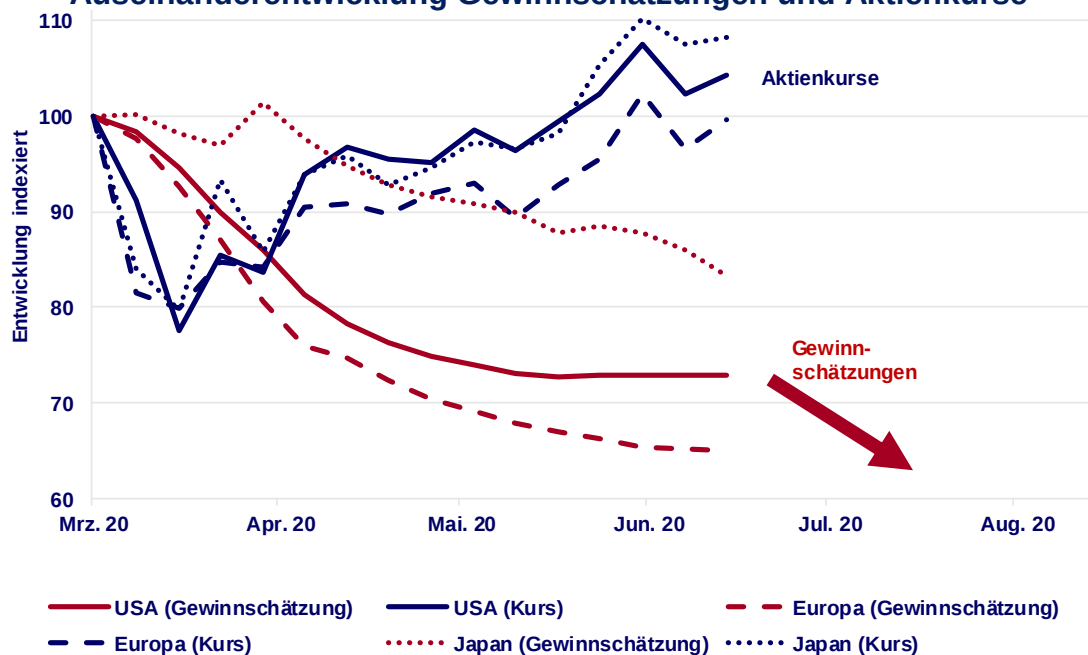
Auseinanderentwicklung Unternehmensgewinne und Aktienkurse



Quelle: Bloomberg; monatliche Daten; Stand März 2020. Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Die Gewinnerwartungen schmelzen aktuell ungebremsst dahin. Das ganze Ausmaß der realwirtschaftlichen Corona-Schäden ist heute noch gar nicht absehbar und kann daher auch noch nicht umfänglich taxiert werden. Insolvenzen, Arbeitslosigkeit, Kreditausfälle und weitere Folgewirkungen der schwersten Wirtschaftskrise seit den 1930er Jahren wirken zeitverzögert und werden daher erst ab der 2. Jahreshälfte sichtbar werden. Viele Branchen werden sich auf dauerhaft geändertes Konsumverhalten einstellen müssen und daher Strukturbrüche im Geschäftsmodell mit entsprechend hohen Anpassungskosten zu verarbeiten haben. Auch zu erwartende Neuausrichtungen in globalen Lieferketten gehen zunächst mit Kosten und Friktionen einher.

Auseinanderentwicklung Gewinnschätzungen und Aktienkurse



Quelle: Bloomberg; Stand: 22.06.2020; Indizes: S&P 500, Stoxx 600 und Nikkei 225. Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Eine sehr dynamische Erholung scheint daher zwar nicht ausgeschlossen (viele Daten zeigten sich zuletzt auch bereits deutlich erholt), aber wahrscheinlichkeitsgewichtet auch nicht vereinbar mit dem Best-Case, den die Aktienmärkte aktuell scheinbar einpreisen.

Wir sehen die Börsenentwicklungen deshalb auch nicht mit realwirtschaftlichen Daten erklärt, sondern viel mehr als einen Reflex auf die beispiellose Flutung der Märkte mit Notenbankliquidität. Zusätzlich angeheizt von synchronisierten, oft ebenfalls beispiellosen Fiskalpaketen rund um den Globus ist die „Policy Response“ so gewaltig, dass Aktien wohl gar nicht anders können, als steigen.

Der Umfang der bislang lancierten geld- und fiskalpolitischen Rettungsmaßnahmen ist – gemessen an ihrer prozentualen Wirkung am jeweiligen BIP - beeindruckend. Über die unmittelbaren und bereits schon weitreichenden Notstandsmaßnahmen im März und April hinaus, wurde zuletzt kräftig nachgelegt, u.a. mit dem 130 Mrd. Euro Fiskalpaket in Deutschland, Vorschlägen für ein 750 Mrd. Euro schweres Wiederaufbauprogramm der EU (bei dem allerdings noch nichts beschlossen ist und die Bedenken der sogenannten „Sparsamen Vier“ nicht ausgeräumt sind) und vor allem der Aufstockung des PEPPs („Pandemic Emergency Purchase Programme“) der EZB um 600 Mrd. auf dann 1.350 Mrd. Euro.

Die Gesamtzahl der Programme und ihr Umfang beginnen Zweifel zu wecken, ob die „Löschschäden“ am Ende nicht größer ausfallen könnten als die Schäden des zu bekämpfenden Brandes selbst. Möglicherweise übersteigen in einigen Fällen die aggregierten Summen der Programme bereits die zu erwarteten realwirtschaftlichen Corona-Schäden. Die fiskalischen Programme gehen (vielleicht nicht in Deutschland, aber vielen anderen Ländern) mit erheblichen Risiken für die künftige Schuldentragfähigkeit einher. Die geldpolitischen Programme bergen Risiken für die künftige Finanzstabilität und das Vertrauen in die Währung.

So ist die scheinbare Diskrepanz eines historischen Wachstumseinbruchs und einer zeitgleichen historischen Aktienrally dann aber dennoch erklärbar:

In einer Marktpreisfindung ohne ökonomische Substanz spielen Konjunkturausblick und Gewinne keine Rolle mehr, die Preise koppeln sich noch stärker von den Fundamentaldaten ab und folgen Hoffnungen auf noch mehr geld- und fiskalpolitische Intervention, je düsterer der Ausblick wird. Die Märkte sind liquiditätsgetrieben und genießen extreme Bewertungsausweitungen, welche in wirtschaftlich besten Zeiten zu erwarten wären, nicht aber vor dem Hintergrund stark rückläufiger Gewinnerwartungen.

Notenbanken ziehen unsichtbaren Boden unter den Preisen ein

Damit wird klar, dass Angebot und Nachfrage als preisbestimmende Faktoren noch vielmehr außer Kraft gesetzt sind, als sie es vor der Corona-Krise bereits waren.

Über die letzten Jahre verfestigte sich der Eindruck, in vielen entwickelten Volkswirtschaften werde seitens Politik und Notenbanken vieles darangesetzt, den Konjunkturzyklus künstlich zu verlängern und Rezessionen, als an sich gesunden und

notwendigen Korrekturmechanismus vorangegangener Übertreibungen und Fehlinvestitionen, gänzlich zu vermeiden.

Dass die Weltwirtschaft augenblicklich nun doch in eine tiefe Rezession fällt, steht außer Frage. Aber die natürlichen Folgen dieser Rezession sollen durch entsprechende Maßnahmen möglichst vermieden werden. Regierungen und Notenbanken lassen keine vollständige Korrektur des Konjunkturzyklus und insbesondere keine nennenswerte Korrektur der Marktpreise mehr zu (Jerome Powell, der Vorsitzender des Offenmarktausschusses der US Notenbank bezeichnete die Marktentwicklungen im März 2020 kürzlich als nicht mehr funktionierende Märkte, die ein Eingreifen erforderlich gemacht hätten). Sie ziehen mit teils weit hergeholt anmutenden Begründungen unter den Marktpreisen einen unsichtbaren Boden ein. Es gleicht dem Versuch, durch „Engineering“ einen „ewigen Sommer“ herbeizuführen. Der Winter bleibt aus, das System kann sich nicht mehr selbst reinigen. Viele Kapitalmarktteilnehmer verlassen sich inzwischen vollständig auf diesen Mechanismus und verzichten – um in diesem Bild zu bleiben – auf den Erwerb der Winterjacke.

Insbesondere das PEPP der EZB schießt mit solch gewaltigen Summen um sich, dass es nicht verwundert, wenn zum Beispiel in den Risikoaufschlägen vieler Investment Grade Unternehmensanleihen und Hochzinsanleihen sehr viel schneller wieder Normalität eingetreten ist, als es nach der Finanzkrise 2008/09 der Fall war. Im PEPP weicht die EZB inzwischen auch stark - vor allem zugunsten von Italien - vom Kapitalschlüssel und von bei vergangenen Kaufprogrammen selbst formulierten Ankaufgrenzen in Wertpapieren ab, sodass dem Vorwurf der vorsätzlichen monetären Staatsfinanzierung praktisch nicht mehr entgegenargumentiert werden kann. Das Bundesverfassungsgericht wird sich mit dem Not-Programm sachlich erst zu einem Zeitpunkt befassen, zu dem bereits Tatsachen geschaffen sind.

Generell bleibt den Investoren kaum etwas anderes übrig, als zu akzeptieren, dass eine Rückkehr zu geldpolitischer Normalität und marktwirtschaftlicher Preisbildung auf absehbare Zeit nicht erfolgen wird. Die Notstandspolitik wird zum Dauerzustand.

Die beiden logischen Fragen, die sich Anleger in der Konsequenz stellen müssen sind:

1. Ist auf den Mechanismus des „Notenbank-Puts“ dauerhaft Verlass?
2. Ist man bereit, jegliche fundamentale Analyse und Überlegung dem Liquiditätsargument unterzuordnen?

Auch wir stellen uns Variationen dieser Fragen fortlaufend, sowohl in Strategiesitzungen als auch operativ im Tagesgeschäft.

Die erste Frage beantwortet sich aus dem berühmten Ausspruch des Ökonomen Herbert Stein: „If something cannot go on forever, it will stop.“

Auch wenn wir den künftigen Zeitpunkt nicht kennen, lehrt die Geschichte doch, dass alle zyklischen Übertreibungen, alle Preisblasen und alle Überdehnungen des Instrumentenkastens von Politik und/oder Notenbank *immer* zu einem - meist schmerzhaften - „Stopp“ geführt haben. In dem mit jeder neuen Krise der Einsatz erhöht wird, es aber von Mal zu Mal ungewisser wird, ob es noch einmal gut gehen wird, erhöht

sich mit der Zeit die Wahrscheinlichkeit, dass irgendwann der Glaube an die Allmacht der Notenbanken verlorengeht. Dieses Risiko ist zumindest so relevant, dass es nicht ignoriert werden kann.

Die zweite Frage beantwortet sich daher zum Großteil bereits aus genau dieser Erkenntnis. Es wäre unserer Einschätzung nach keine verantwortungsbewusste und verantwortbare Investmentstrategie, sämtliche über Dekaden hinweg funktionierenden Gesetzmäßigkeiten zu ignorieren, fundamentale Analysen über Bord zu werfen und blind dem Herdentrieb bzw. den durch die Notenbanken angeheizten verantwortungslosen Verhaltensweisen zu folgen.

Gleichsam müssen wir akzeptieren, dass uns das 2. Quartal 2020 exemplarisch und schmerzhaft vor Augen geführt hat, mit welcher hohen Opportunitätskosten (in Form des Renditeverzichts) es einhergehen kann, bei einer kräftigen Liquiditätshausse nicht „dabei zu sein“.

Unseren Modellansatz zur taktischen Allokation hatten wir bereits im letzten Quartalsbericht [erläutert](#). Die taktische Entscheidung über Unter-, Über- oder Neutralgewichtung von Aktien ergibt sich zum einen aus Bewertungsüberlegungen, welche mittel- bis langfristig nachweislich den dominanten Einflussfaktor für realisierbare Aktienrenditen repräsentieren. Sie sind allerdings kurzfristig ohne Erklärungs- oder Prognosekraft für Aktienmarkterträge. Deshalb nutzen wir als wichtigen Korrekturmechanismus einen Trend- bzw. Momentumindikator, der uns auch dann im Markt investiert hält, wenn zwar Bewertungen teuer sind, aber das zu respektierende Preissignal die Information sendet, dass den Marktteilnehmer kurzfristig offensichtlich andere Abwägungen – wie beispielsweise eine expansive Geldpolitik oder schlicht spekulative Elemente wie etwa 1999 – wichtiger sind als langfristige Renditeüberlegungen.

Würden wir puristisch ausschließlich fundamentalen Überlegungen folgen, wären wir vermutlich bereits seit 2014 vollständig nicht mehr im Aktienmarkt investiert gewesen, was eindeutig keine akzeptable Positionierung dargestellt hätte. Daher stellt der Trend eine wichtige und sinnvolle Ergänzung zu fundamentalen Überlegungen dar.

Mit diesem Vorgehen wählen wir unserer Einschätzung (und sehr umfangreichen historischen Analysen) nach jenen Mittelweg, der in den allermeisten Szenarien eine angemessene Positionierung erlaubt:

Bedingung		Resultierende Positionierung BKC in der taktischen Aktien-Allokation
Bewertungen günstig	Trend positiv	Maximale Gewichtung
Bewertungen günstig	Trend negativ	Untergewichtung
Bewertungen neutral	Trend positiv	Übergewichtung
Bewertungen neutral	Trend negativ	0% Aktien
Bewertungen teuer	Trend positiv	Untergewichtung (aktuell)
Bewertungen teuer	Trend negativ	0% Aktien (März-Mai 2020)

Wir gehen nicht blind in jedes Risiko, stellen uns aber auch nicht gegen den Markt, in dem wir Preissignale auch dann respektieren, wenn sie der fundamentalen Überzeugung widersprechen. Wir würden auch im Falle extremer Übertreibungen nach oben – wie etwa 1999 – zunächst noch investiert bleiben, andererseits aber im Sinne eines zuverlässigen Risikomanagements den Markt zügig genug verlassen, wenn der Weg nach unten „offen“ ist und katastrophale Verluste drohen, deren Wiederaufholung sehr lange Zeit in Anspruch nehmen würde.

Auch wenn ein solcher Ansatz historisch betrachtet einer Buy-and-Hold Strategie oder einfachen Trendfolgeansätzen überlegen war, gab es immer wieder auch Marktphasen (wie aktuell), in denen unser Modell, wie letztlich jedes Modell, welches fundamentale und technische Kriterien vereint, nicht in der Lage war, für den spezifischen Verlauf einen effizienten Beitrag zu leisten. Der sehr heftige und rasche Einbruch im März in Kombination mit dem für das Korrekturausmaß untypischen Ausbleiben einer spürbaren Bewertungskorrektur und der dann folgenden steilen, schnellen Aufwärtsbewegung hat die spezifischen Parameter unseres Allokationsmodells fast zwangsläufig überfordert.

Auch hier werden wir prüfen, inwieweit zusätzliche Parameter (etwa aus den Bereichen Volatilität oder Sentiment) sinnvolle Ergänzungen sein können, werden dabei aber wie in allen regelbasierten Strategieprozessen den Anspruch formulieren, dass diese Mechanismen nicht nur den jeweils aktuellen und spezifischen Erfahrungen genügen müssen, sondern auch über weit zurückliegende Zeitreihen robust sein und einer weiten Bandbreite unterschiedlicher Marktregime standhalten müssen.

Portfolioüberlegungen: Kehrt die Inflation zurück, geraten Aktienbewertungen unter Druck und die Rolle von Renten muss neu gedacht werden

Die Corona-Krise hat in vielen Bereichen strukturelle Schwachstellen aufgedeckt. Ein Beispiel sind Lieferketten, die nur unter optimalsten Bedingungen funktionieren und bei geringsten Friktionen brechen (und damit schwerlich vertretbare Abhängigkeiten schaffen). Ein weiteres Beispiel ist die Beobachtung, dass in vielen Branchen der Kostensenkungsdruck so weit getrieben wurde, dass praktizierte Abläufe klar zu Lasten von Arbeitnehmern, Kunden und der Allgemeinheit gehen. Die jüngsten Massenausbrüche von Covid-Infektionen in zahlreichen fleischverarbeitenden Betrieben etwa zeigen, dass in der Vergangenheit akzeptierte Standards künftig mit zu erwartenden regulatorischen Korrekturen nicht mehr haltbar sein werden. Egal ob bei Billig-Airlines oder Schlachtbetrieben: Vormalis preisdämpfende Faktoren kehren sich in vielen Fällen in preistreibende Anpassungen um, welche sehr wahrscheinlich auch in Konsumentenpreisen ablesbar sein werden.

Für die Portfoliosteuerung gilt daher, was wir in unserer kürzlich publizierten [Studie](#) zur Inflation bereits diskutiert hatten: Die Wahrscheinlichkeit einer strukturellen Umkehr deflationärer Effekte in reflationäre Effekte steigt künftig an.

Über die letzten Jahre konnte trotz immensem Geldmengenwachstum keine Inflation entstehen, weil die Liquidität realwirtschaftlich nicht nachgefragt wurde. Sie verharrte im Finanzsystem und erzeugte statt Konsumentenpreis-inflation „lediglich“ eine Schatteninflation in Form stark steigender Vermögenswertpreise.

Die neu geschaffenen Geldmengen werden nun allerdings durch die sie begleitenden Fiskalprogramme unmittelbar nachfragewirksam – die ideale Voraussetzung für Preisauftrieb. Zusätzlich werden Preiseffekte von auslaufenden Globalisierungseffekten befeuert und auch von entsprechenden Investitionsnotwendigkeiten in das Neudesign von Produktions- und Lieferketten („Onshoring“) in Folge der Corona-Krise.

Das stabile, niedrige Inflationsumfeld der letzten Jahre hat Anlagen in zinssensitiven Instrumenten begünstigt und grundsätzlich auch hohe Aktienmarktbewertungen gestützt. Es ging umgekehrt zulasten von Rohstoffen und Schwellenländeranlagen.

Nach vorne blickend wäre ein Portfolio-Risiko, welches mit der Rückkehr der Inflation verbunden wäre, ein struktureller Gegenwind für Aktienmarktbewertungen: Durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnisse unterliegen im inflationären Umfeld einem Abschlag. Im Portfoliomanagement würde eine noch größere Selektivität erforderlich, um klare Akzente bei Unternehmen zu setzen, die tatsächlich über eine hohe Preisfestsetzungsmacht verfügen bzw. in der Lage sind, steigende Input-Kosten weiterzureichen.

Das sicherlich dominanteste Risiko in einem Inflationsszenario liegt aber natürlich im Rentenbereich. Ihre ursprüngliche Portfoliofunktion als sicherer, nicht risikokorrelierter Ertragsbaustein haben Anleihen über die letzten Jahre ohnehin schon eingebüßt. EUR-Anleihen mit hoher Bonität, etwa Bundesanleihen oder Pfandbriefe, handeln allesamt mit negativen Renditen und sind zum renditefreien Risiko geworden. Sie erfüllen in den meisten Krisenphasen zwar (noch) die vorgesehene Funktion, Stress aus risikoreicheren Portfoliositionen mit ihrer Kursbewegung ausgleichen zu können. Doch taugen diese bonitätsstarken Renten nicht mehr als dauerhafte Haltepositionen für den langfristigen und auf Kapitalerhalt angewiesenen Anleger, denn sie garantieren einen sicheren Kapitalverlust. Diese einstmals als Grundsteine eines konservativen Portfolios genutzten Anleihen verkommen heute zu spekulativen Elementen, weil ihre Inhaber hoffen müssen, einen Käufer zu finden, der ihnen die Papiere vor Endfälligkeit zu noch höheren Preisen bzw. noch negativeren Renditen wieder abnimmt.

Um diese unattraktiven Risiken zu umgehen, wandern Investoren, die im Rentenbereich investiert sein müssen, zunehmend in risikoreichere Segmente ab. Sie akzeptieren Laufzeit-, Bonitäts- und Fremdwährungsrisiken, die sie unter normalen Umständen nicht eingehen würden. Mit unserem Anspruch, nur Anleiheinvestments zu tätigen, die bei Kauf mindestens eine positive Realrendite erzielen, schließen wir uns notgedrungen genau diesen Ersatz- und Umgebungsbewegungen ebenfalls an. In der Folge ändert ein Rentenportfolio aber vollständig den Charakter gegenüber seiner traditionellen und im Portfoliokontext beabsichtigten Rolle: Es wird risikoreicher und verhält sich gerade in Stressphasen immer aktienähnlicher, eine Beobachtung die wir im BKC Treuhand Portfolio gerade im März ausgeprägt feststellen konnten. Die rasanten Ausweitungen der Risikoaufschläge und brutalen Kursrückgänge vieler Fremdwährungen führten dazu,

dass das Rentenportfolio nicht nur nicht gegenläufig wirken konnte, sondern stressverstärkend wirkte. Solange keine echten Solvenzprobleme zugrunde liegen, sind diese Effekte temporär und damit für einen langfristig ausgerichteten Investoren im Ergebnis meist tolerierbar. Dennoch ändert sich der Grundcharakter der Anlageklasse und auch die Beiträge, mit denen sie innerhalb eines Portfolios strukturell auf Rendite und Risiko wirkt.

Die Risiken der Anlageklasse Renten sind heute stark asymmetrisch verteilt. Wenigen verbleibenden Chancen und einem geringen Nutzen im Portfoliokontext stehen erhebliche Randrisiken und potentielle Extremrisiken gegenüber. Ein unerwarteter Inflationsschub würde für viele Rentenportfolien eine dauerhafte, real kaum aufholbare Wertminderung zur Folge haben.

Vergangenen Hochinflationsphasen in den 1970er oder 1980er Jahren standen oft noch zweistellige nominale Renditen und - wichtiger noch - positive Realzinsen gegenüber, sodass ein Inflationsausgleich erfolgen konnte. Ein Inflationsschub auf dem heute vorherrschenden Renditeniveau könnte hingegen katastrophale Auswirkungen auf ein Rentenportfolio haben. Gleichermäßen gefährlich wäre eine systemische Krise mit um sich greifenden Ausfällen, die auf das heute in Portfolien vielfach erhöhte Kreditrisiko einwirken würde.

Nicht-regulierte Anleger, die in der Wahl ihrer Rentenquote frei sind, sind gut beraten, heute zu durchdenken, welche Quoten in Anbetracht der strukturellen Verschiebungen der Grundeigenschaften von Anleihen noch gerechtfertigt sind. Besonders in Anbetracht der sich aufbauenden Risiken gilt es zu überlegen, ob Anleihen im Portfolio noch jenen diversifizierenden Beitrag leisten können, der zu Zeiten gegeben war, aus denen die Rentenquoten in vielen Anlagerichtlinien stammen.

Im BKC Treuhand Portfolio haben wir die Freiheit, die Rentenquote taktisch variieren zu können. In den letzten Monaten haben wir sogar moderate Erhöhungen vorgenommen, weil wir in der Corona-Krise ein kurzes Zeitfenster gesehen hatten, in dem das Risiko vieler solider Unternehmensanleihen als angemessen kompensiert gelten konnte.

Inzwischen nehmen wir bereits wieder einen deutlich neutraleren Standpunkt ein und sehen Aufstockungen am ehesten noch in inflationsgeschützten Anleihen, deren Inflationsschutzkomponente nach wie vor als günstig klassifiziert werden kann.

Insgesamt gilt, dass die Erholungsbewegungen des 2. Quartals viele Anlageklassen wieder an das obere Ende historischer Bewertungsbandbreiten geführt haben. War die Risiko-Rendite-Landschaft vor der Corona-Krise bereits unattraktiv, muss aktuell umso mehr gelten, dass das aktuelle Preisniveau in den meisten Anlageklassen nach vorne blickend nur unterdurchschnittliche oder enttäuschende Erträge zulässt.

Märkte am oberen Ende historischer Bewertungsbandbreiten



Die Eingriffe und Maßnahmen von Notenbanken und Regierungen halten die Asset-Preise aktuell oben. Wohlfühlen kann man sich in derartig gelenkten Märkten aber nicht.

Die Risiken aus zweiten und weiteren Corona-Wellen, aus den realwirtschaftlichen Folgen der Shutdowns, aus der global stark steigenden Verschuldung und aus unerforschten (weil historisch beispiellosten) Nebenwirkungen der Rettungsmaßnahmen gebieten nach wie vor allen Anlass zu Vorsicht und Umsicht.

Bernhard Matthes, CFA, Bereichsleiter BKC Asset Management



Kontakt:
Bernhard Matthes, CFA
Bereichsleiter Asset Management
Bank für Kirche und Caritas eG
Telefon: 05251 121-2741
E-Mail: bernhard.matthes@bkc-paderborn.de

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	thesaurierend	ausschüttend
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:	0,73%	0,73%	0,72%



Performanceüberblick BKC Treuhand Portfolio

1J/2J/3J/5J: -1,67%/ +2,34%/ -0,19%/ +7,71%

Quelle: Universal Investment; Stand: 26.06.2020; Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Die Chancen im Einzelnen:

- Gut geeignetes Basisinvestment mit breiter Streuung in verschiedenen Anlageklassen
- Defensive 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 möglich - Anleger sollten einen Anlagehorizont von mindestens fünf Jahren und eine erhöhte Risikotoleranz aufweisen

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

Disclaimer:

Die zur Verfügung gestellte Information „Marktkommentar“ richtet sich nicht an Privatkunden, sondern nur an professionelle Kunden im Sinne des WpHG. 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. Verkaufsprospekte und die wesentlichen Anlegerinformationen sind in deutscher Sprache kostenlos bei der Bank für Kirche und Caritas sowie im Internet unter www.universal-investment.de erhältlich.