

## Das Anlegen in Zeiten infizierter Kapitalmärkte - Quartalskommentar Q1-2020

Die Kapitalmarktentwicklungen über das 1. Quartal 2020 hinweg werden ohne Zweifel in die Geschichtsbücher eingehen.

Die Ausweitung der Coronavirus-Krise zu einer globalen Pandemie führte zu historisch beispiellosen Marktverwerfungen. Als Folge der Seuchenbekämpfungsmaßnahmen sind viele Volkswirtschaften zum Stillstand gekommen. Die zu erwartenden Wachstumseinschnitte werden sehr wahrscheinlich zu nach dem 2. Weltkrieg nie gesehenen Rückgängen der Wirtschaftsleistung führen.

In Anbetracht der Marktbewegungen könnte man den Eindruck gewinnen, die Pest sei ausgebrochen. Auch wenn die zu Beginn der Corona-Krise viel bemühten Vergleiche zu SARS und gewöhnlicher Grippe die Risiken der Corona-Ausbreitung sicherlich unterzeichnen, gilt doch zu konstatieren, dass die Marktreaktionen im Februar und März nicht allein mit den direkten Pandemierisiken erklärt werden können.



Quelle: Jan Bruegel (1597) -Triumph des Todes (gemeinfrei)

Vielfach wird die Corona-Pandemie nun als „Schwarzer Schwan“ klassifiziert. In der Risikoforschung beschreibt ein „Schwarzer Schwan“ ein Ereignis, welches extrem selten, höchst unwahrscheinlich und unvorhersehbar ist und gravierende Folgewirkungen aufweist. Nassim Taleb, der den Begriff geprägt hat, wehrt sich jedoch gegen diese Einordnung. Er argumentiert, eine Pandemie sei im Gegenteil ein bekanntes Risiko, welches irgendwann mit Gewissheit eintreten würde, ein „weißer Schwan“ also. Auf einen „weißen Schwan“ nicht vorbereitet zu sein, sei nicht entschuldbar.

Konzeptionell mag die Pandemie selbst nicht den Maßstäben eines „schwarzen Schwans“ genügen, statistisch qualifizieren sich die Marktereignisse des 1. Quartals 2020 mit gleich mehreren Handelstagen und -wochen im Bereich von sieben oder acht Standardabweichungen außerhalb der normalverteilten Erwartungswerte aber ganz sicher als solcher.

Eine vollständige Chronologie der Ereignisse würde hier zu weit führen, besonders nennenswerte Marktverwerfungen möchten wir dennoch illustrieren:

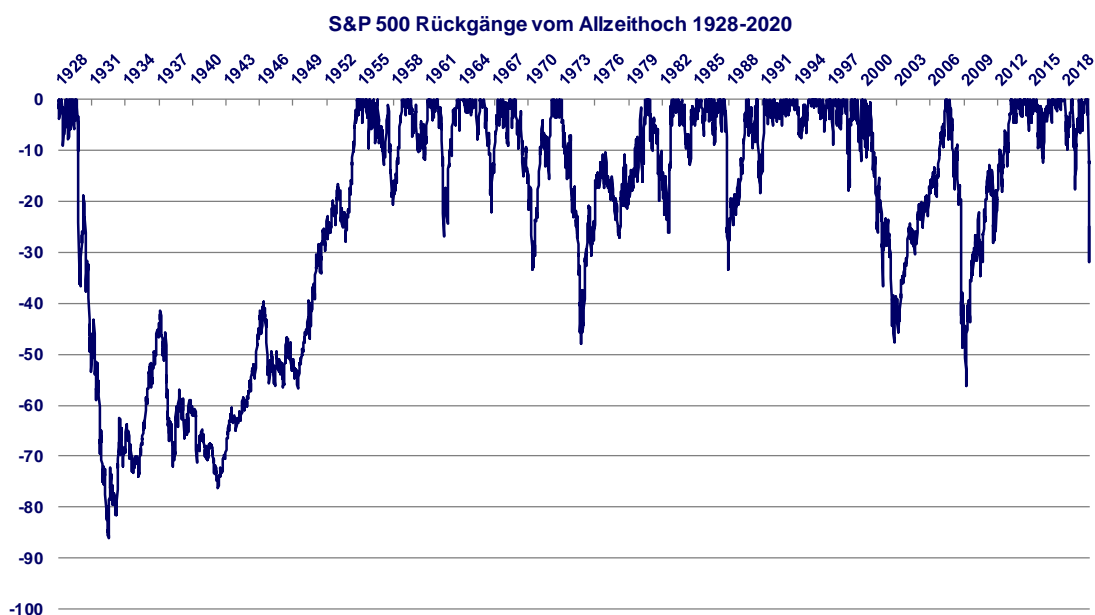
- Der S&P 500 hatte am 16.03.2020 mit -12% den drittgrößten prozentualen Tagesverlust aller Zeiten, nur 1987 und 1929 gab es Handelstage mit noch größeren Rückgängen

- Die durchschnittliche Veränderung des S&P 500 über einen 10-Tages-Zeitraum (> 6%) erreichte den höchsten Wert seit 1929
- Die Erholung des S&P 500 Ende März stellte die stärkste 3-Tages-Bewegung seit 1933 dar
- Die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen erreichte u.a. in Großbritannien, den USA, Deutschland und Australien ein neues Allzeittief
- Die Rendite 30-jähriger US-Staatsanleihen fiel erstmals überhaupt unter die Marke von 1%
- Der Ölpreis verzeichnete den größten Tagesverlust seit 1991, Öl ist nun günstiger als in der Finanzkrise 2008
- Das britische Pfund fiel gegenüber dem US-Dollar auf den tiefsten Stand seit 1985
- Emerging Markets Währungen wie der Mexikanische Peso, Brasilianische Real oder Russische Rubel erlitten von Mitte Februar bis Ende März Verluste von teils über 20% und verzeichneten Abwertungen, die selbst in den großen Schwellenländer-Krisen der 1980er und 1990er Jahre nicht in diesem Ausmaß und nicht in dieser Geschwindigkeit zu beobachten waren



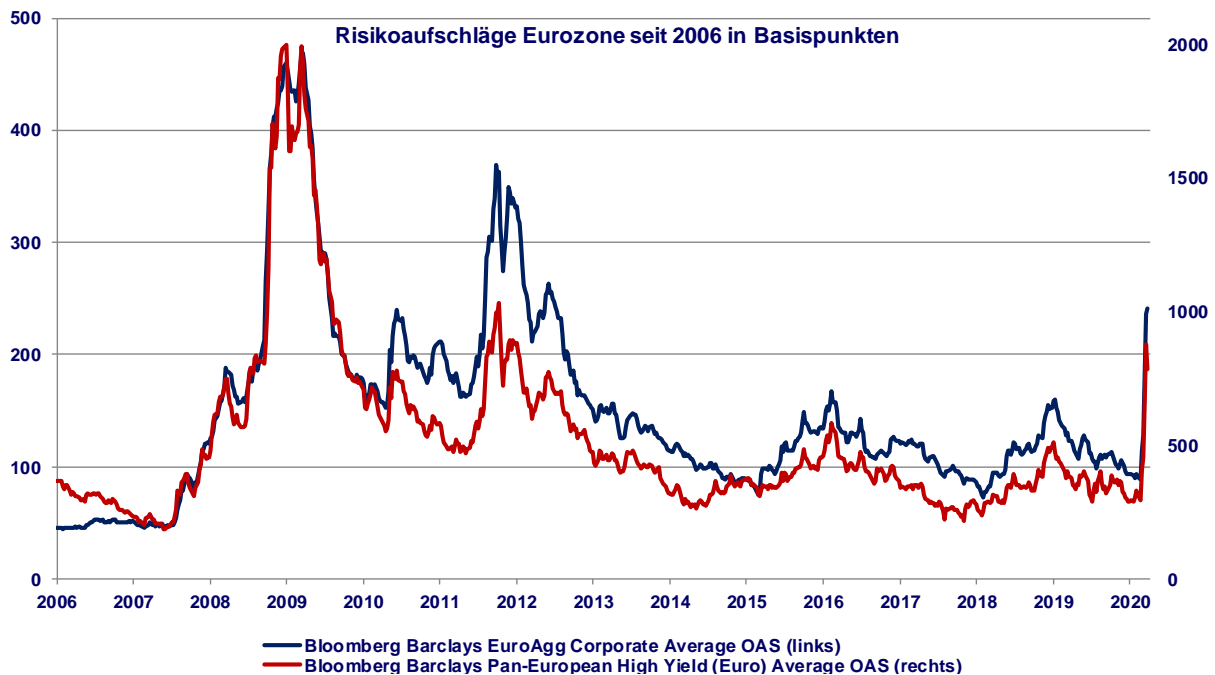
Quelle: Macrobond

Besonders die Aktienmärkte registrierten Bewegungen von historischem Ausmaß, grundsätzlich litten zyklische Branchen sowie die am direktesten vom Corona-Stillstand betroffenen Industrien (u.a. Airlines, Touristik) deutlich stärker als defensive Marktsegmente.



Quelle: Macrobond

Im Rentenbereich zogen die Risikoaufschläge von Unternehmensanleihen stark an, erreichten aber bei Weitem nicht das Niveau von 2008. Der Stress an den Rentenmärkten zeigte sich in zwischenzeitlich deutlicher Illiquidität und führte zu der seltenen Beobachtung, dass gängige Anleihe-ETFs teils mehr als 5% von ihrem eigentlichen Nettoinventarwert entfernt handelten. Üblich sind Werte im Promillebereich.



Quelle: Bloomberg

Ende März beruhigten sich die Märkte etwas. Gerade Aktien konnten sich festigen und die Schwankungsbreite an den Börsen ging zurück. Ob es sich dabei um eine rationalere Bestandsaufnahme der Marktteilnehmer und eine verhältnismäßigere Einordnung des Corona-Virus selbst handelt, oder aber eher um eine oftmals typische Bärenmarktrallye („Dead Cat Bounce“), bevor die nächste Verkaufswelle die zuvor markierten Tiefststände noch weit unterschreitet, vermag nur die Zukunft zu zeigen.

Nicht nur klassische Risikoassets wie Aktien, Hochzinsanleihen oder Rohstoffe standen im Februar und März unter massivem Verkaufsdruck, auch typischerweise sichere Häfen wie US-Staatsanleihen und Gold wurden zwischenzeitlich verkauft. Der Goldpreis verzeichnete dabei den stärksten Rückgang seit 1983. Ursache für diese scheinbar paradoxe Entwicklung ist einerseits, dass in Krisenphasen Korrelationen gegen 1 tendieren, andererseits derartige Stressphasen immer auch mit einer Liquiditätskrise einhergehen. In einer solchen Liquiditätskrise dominieren Zwangsverkäufe. Von Risikobudgets abhängige Großanleger, mehrfach gehebelte, spekulativ orientierte Marktteilnehmer und Trendfolgeinvestoren stellen Positionen glatt. Die Abwärtsbeschleunigung – wie schon 2001 und 2008 zu beobachten war – kann dabei atemberaubend sein. Verkäufe in einem Segment haben sich selbst verstärkende Effekte und erhöhen den Verkaufsdruck auf andere, zuvor scheinbar unabhängige Segmente. Weil gerade risikoreiche Vermögenswerte schnell vollständig illiquide werden, verkaufen Anleger dann genau jene Assets, die noch genügend Liquidität aufweisen. So ist auch erklärbar, dass in einer ersten Phase einer Marktkapitulation auch sichere und risikoarme Anlagen unter Abgabedruck geraten.

Regelmäßige Leser wissen, dass wir seit geraumer Zeit vor den „7 mageren Jahren“ als nötigen Korrekturmechanismus für zuvor aufgebaute Ungleichgewichte warnen. Die von der Notenbankpolitik befeuerten künstlichen Überrenditen haben wir stets als nicht nachhaltig und als aus der Zukunft geborgten Ertrag beschrieben.

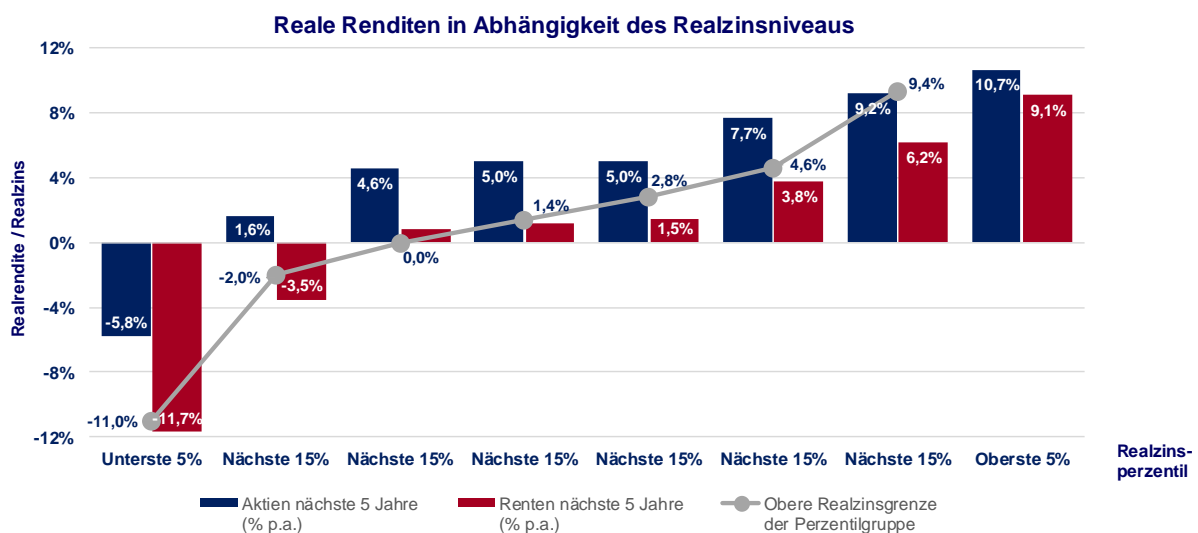
Deshalb hätte nahezu jeder beliebige exogene Schock den aktuellen Marktverwerfungen ähnelnde Reaktionen auslösen können. Das Corona-Virus war lediglich die Nadel an der „Alles-Blase“. Das Platzen der „Alles-Blase“ war gewissermaßen vorhersehbar, nur der Zeitpunkt und Anlass waren es nicht.

Mit ihren Markteingriffen haben Politik und Notenbanken seit 2008 den natürlichen Lauf der Dinge außer Kraft gesetzt. Die Notenbanken haben dem Patienten Markt weit über jede medizinische Indikation hinaus Opiate verabreicht und so in die Abhängigkeit geführt. Diese Abhängigkeit hat nicht nur zu einem ungesunden Rauschzustand (in Form unnatürlicher Überrenditen) geführt, sondern auch die natürlichen Abwehrkräfte des Patienten gegenüber exogenen Schocks geschwächt. Das Corona-Virus trifft auf ein geschwächtes, überfordertes Immunsystem.

Dementsprechend heftig fallen die Marktreaktionen aus. Auch ein von Menschenhand über das gesunde Maß hinaus begradigter Fluss, aus dem eine Zeit lang wirtschaftliche Vorteile der Schiffbarkeit und Nutzbarkeit gezogen werden, sucht sich bei Eintreten einer unwetterartigen Flut sein altes Flussbett nicht geordnet, sondern meist mit beeindruckender, zerstörerischer Naturgewalt. Die Schäden aus den folgenden Überschwemmungen übersteigen dann oft den zuvor akkumulierten Nutzen.

Die nun eingetretene Immunabwehrreaktion der Märkte bzw. ihre Suche nach dem alten, natürlichen Flussbett eröffnet aber theoretisch die Chance, dass unser Szenario der „7 mageren Jahre“ nicht mehr unbedingt zutrifft und die nötige Korrektur der zuvor geschaffenen Ungleichgewichte deutlich schneller verarbeitet werden kann. Eine Korrektur von Ungleichgewichten kann entweder in einem langen, schleichenden, schmerzhaften Prozess erfolgen oder aber in einem (nicht weniger schmerzhaften) kurzen Crash.

Per Definition hätte unser „7 mageren Jahre“ Szenario in einem anhaltend deflationären Umfeld stattgefunden. Komplementär hatten wir in der Vergangenheit dazu die „Japanisierung“ der Eurozone beschrieben. Ein Umfeld anhaltender Notenbankeingriffe, schwacher Kreditnachfrage, fehlender Investitionen, Zombifizierung von Unternehmen und Banken, Überregulierung und Überschuldung in weitgehend gesättigten Volkswirtschaften hätte anhaltend zu ausbleibendem Wachstum, ausbleibender Inflation und ausbleibender Zinswende geführt. Auf den verlässlichen Zusammenhang künftig möglicher Kapitalmarktrenditen in Abhängigkeit des Realzinsumfelds hatten wir (siehe [Bericht](#) zur finanziellen Repression) in der Vergangenheit hingewiesen: Niedrige und negative Realzinsen sind nahezu eine Garantie für enttäuschende Kapitalmarktrenditen in den darauffolgenden Jahren.



Quelle: Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2019; Datengrundlage: 2.403 Länderjahresdaten; Zeitraum: 1900-2018

Die „7 mageren Jahre“ als ein jahrelang anhaltendes Umfeld strukturell schwächerer Kapitalmarktrenditen bei strukturell höherer Schwankungsanfälligkeit hatte sein Vorbild in den „30 mageren Jahren“, welche Japan nach dem Platzen seiner Blase 1990 hinnehmen musste.

Die Eintrittswahrscheinlichkeit der zuvor durchaus logischen und begründeten „7 mageren Jahre“ kommt nun „under Review“, weil die Märkte aktuell einer unfreiwilligen Schocktherapie unterzogen werden. Ausmaß und Geschwindigkeit der Bewertungskorrektur stellen eine Entgiftung dar, welche genau jene Rückabwicklung der ultraexpansiven Markteingriffe bewirkt, die den Notenbanken selbst mit ihrem Normalisierungsversuch 2018 nicht gelungen ist. Den Beweis der Wirksamkeit dieser Entgiftung geben

ebenfalls die Notenbanken: Ihre neuerliche und erweiterte Zwangsmedikation mit Ankaufprogrammen und Zinssenkungen verpufft aktuell nahezu wirkungslos, eine Beobachtung, die 2001 und 2008 gleichermaßen zu tätigen war. Die Märkte erfahren mit der enormen Abwärtsgeschwindigkeit einen deflationären Schock, den auch die Notenbankpolitik nicht zu bremsen, geschweige denn zu verhindern vermag.

### Erst der deflationäre Schock, dann der inflationäre Schock

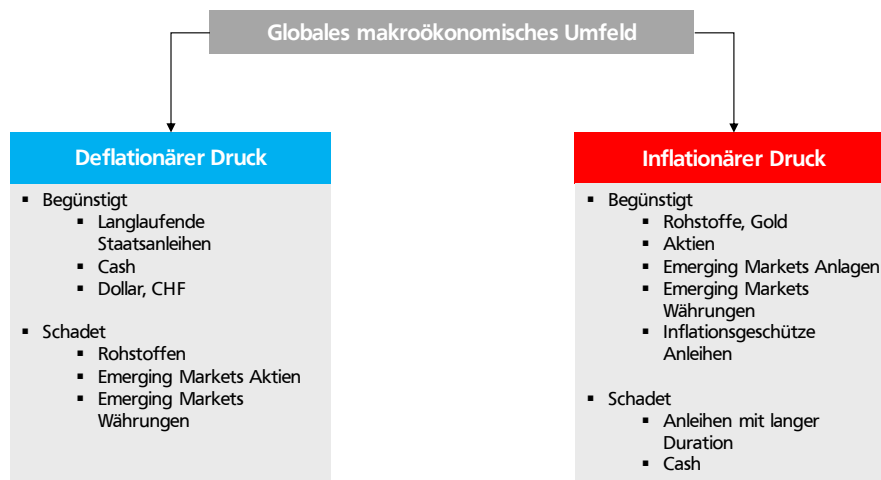
Wird den Kapitalmärkten in der aktuellen Krise die Rückabwicklung des Notenbank-Dopings erlaubt, und zugelassen, dass sie selbstständig ein neues, marktpreisbasiertes Gleichgewichtsniveau finden, wäre die Basis für eine langfristige Gesundung gegeben. Würde ein langfristig tragfähiges Bewertungsniveau unter der Nebenbedingung zumindest neutraler bis leicht positiver Realzinsen etabliert, könnte eine entsprechend nachhaltige Genesung zügig beginnen.

Sehr viel wahrscheinlicher scheint uns aber, dass dem deflationären Schock mit Zeitverzug ein inflationärer Schock folgen könnte.

Die intensivmedizinische Betreuung der Volkswirtschaften und Kapitalmärkte, welche in Form fiskal- und geldpolitischer Stimulanzprogramme nun erfolgt, mag den Meisten vor dem Eindruck der Schwere der Krise geboten erscheinen.

Diese global synchronisierte, derartig weitreichende Antwort auf die Corona-Krise mit sowohl monetären als auch fiskalpolitischen Programmen von historisch beispiellosem Ausmaß hat aber durchaus das Potential, schlussendlich die (seit Langem politisch gewünschte) Inflationierung herbeizuführen.

Es ergäben sich im Vergleich zu unserer bisherigen Arbeitshypothese „Japanisierung“ bzw. „7 magere Jahre“ völlig konträre Investitionsbedingungen.



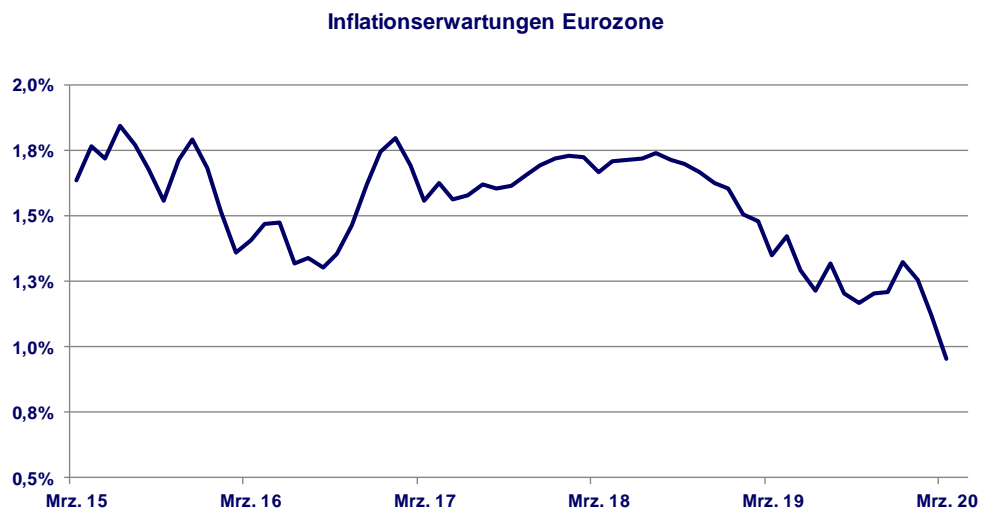
Quelle: Eigene Darstellung

Bereits die heute schon beschlossenen und angekündigten Fiskalpakete erreichen in vielen Ländern schwindelerregende Dimensionen; Länder wie Spanien, Australien oder die USA (mit ihrem 2 Billionen Dollar-Paket) installieren Programme, die teils deutlich über 10% der jeweiligen Wirtschaftsleistung hinausgehen.

Die gigantischen Rettungsprogramme treffen gleichzeitig auf einen Angebotsschock. Unterbrochene Lieferketten, Lock-down und andere Notstandsmaßnahmen führen zu einer Angebotsverknappung in vielen Warenssegmenten. Das Wiederhochfahren der Volkswirtschaften wird Produktionsengpässe und Güterknappheit nicht sofort zu beheben wissen. Ein zusätzliches Risiko besteht im Zeitverzug der Wirksamkeit aktuell bereits freigegebener Ausgabenprogramme: Werden im 2. Halbjahr die weitreichenden Folgen des Wirtschaftseinbruchs mit Rekorden bei Arbeitslosigkeit (Suppenküchen?), Unternehmensinsolvenzen und generellem Vertrauensverlust sichtbar, scheint es durchaus möglich, dass sich Entscheidungsträger vor dem Eindruck der misslichen Zahlen und Bilder zu weiteren Verzweiflungstaten hinreißen lassen, ohne den Wirkungsverzug bereits eingeleiteter Maßnahmen

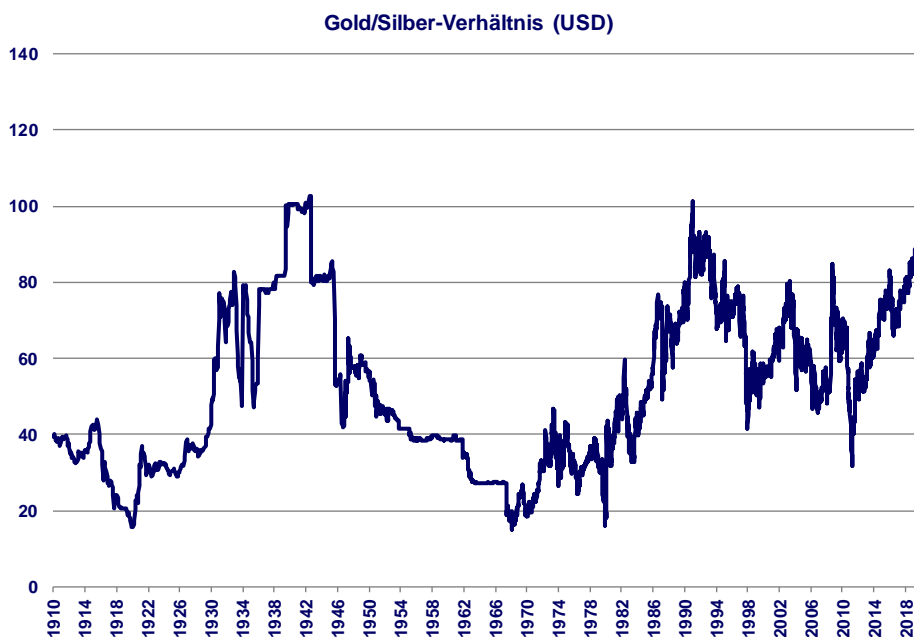
abzuwarten. Ein solches „double down“ bei Fiskalprogrammen in Kombination mit möglicherweise noch radikaleren geldpolitischen Geschützen, die dann aufgeföhren werden könnten (mögliche Variationen wie Helikoptergeld, Modern Monetary Theory und Aktienankäufe hatten wir ebenfalls in unserer Studie zur [Finanziellen Repression](#) erörtert), erhöhen das Risiko eines plötzlichen, unerwarteten Inflationsschubs.

Die Eintrittswahrscheinlichkeit einer solchen möglichen Entwicklung lässt sich seriös nicht quantifizieren. Sie liegt aber gewiss nicht bei Null. Ihr potentieller Schaden gegenüber anderen denkbaren Szenarien ist für Anleger indes so groß, dass wir uns veranlasst sehen, unsere Portfolien nun präventiv gegen einen möglichen inflationären Schock zu schützen.



Quelle: Bloomberg (5y5y Swap)

Aktuell sind entsprechende Maßnahmen noch vergleichsweise günstig umzusetzen. Inflationsschutz (gemessen an den Inflationserwartungen der Marktteilnehmer) ist noch preiswert, Gold notiert unterhalb der Allzeithochs. Silber leidet unter den Folgen des lehrbuchartigen deflationären Schocks, welcher in Krisen dem inflationären Schock initial vorausgeht. Zusätzlich wird Silber stark für den erwarteten Nachfragerückgang seiner weitverbreiteten industriellen Anwendungen abgestraft. Gemessen an der vielbeachteten Gold-Silber-Ratio könnte momentan eine „Jahrhundertgelegenheit“ für Silberkäufer relativ zum Goldpreis bestehen.



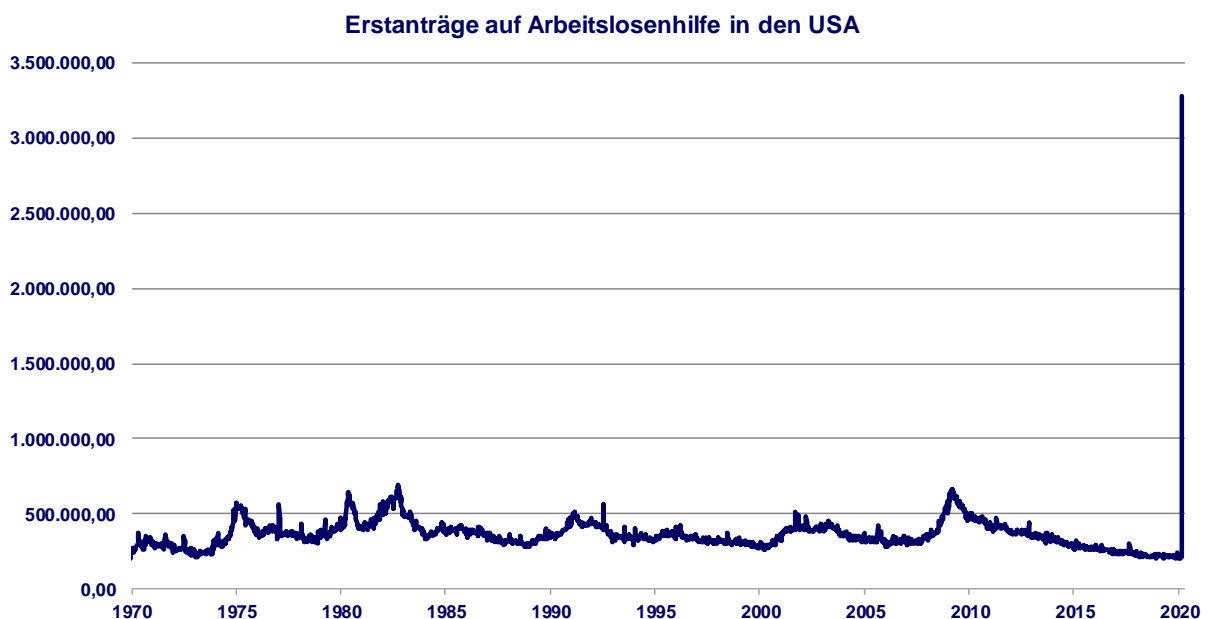
Quelle: Macrobond

Erste Warnsignale und Stresssymptome lassen sich im Edelmetallmarkt allerdings verorten. Goldhändler berichten von panikartiger Nachfrage nach physischen Münzen und Barren, im März bildeten sich vor den Geschäften lange Schlangen, ähnlich wie im Dezember, als letztmalig die Gelegenheit bestand, vor Wirksamwerden der betragsmäßigen Barankaufbeschränkungen in Deutschland größere Einheiten zu erwerben. Knappheit besteht in der Corona-Krise nicht nur bei Nudeln und Toilettenpapier, auch physisches Gold unterliegt Lieferengpässen. Weil Raffinerien Virusmaßnahmen bedingt geschlossen sind und die Nachfrage explodiert, handeln Münzen und Barren derzeit mit enormen Aufgeldern gegenüber dem Spot-Preis. Ähnliche Phänomene bestanden in den letzten Märzwochen mit starken Aufschlägen von Gold-Futures gegenüber dem „Papiergold“ Spot-Preis.

Um den globalen Schuldenbergen Herr zu werden, ist der Weg der Inflationierung stets der gewünschte und unter allen Alternativen meist der politisch bequemste. Mit noch größeren Defiziten als Folge der Corona-Notmaßnahmen wird die politische Versuchung, auch erhöhte Inflationsraten „laufen zu lassen“ noch größer sein, als vor der Krise teilweise implizit schon kommuniziert. Mit Blick auf die Inflation wird oft der Ketchupflaschen-Vergleich bemüht: Ist zu viel „Luft“ im System (= zu geringe Umlaufgeschwindigkeit des Geldes, welche die Notenbanken nicht kontrollieren können), kommt beim anfänglichen Schütteln und Drücken zunächst lange nichts. Je mehr Druck aber aufgewendet wird, desto wahrscheinlicher wird es, dass am Ende doch eine sehr viel größere Menge Ketchup auf dem Teller landet, als beabsichtigt.

### Leben nach Corona: Wird die Therapie schädlicher als die Krankheit?

Viele Länder greifen für die Eindämmung der Corona-Virusverbreitung zu drakonischen Maßnahmen und nehmen mit der einhergehenden Vollbremsung der Wirtschaft bestenfalls eine Rezession, schlimmstenfalls gar eine schwere Depression mit kaum absehbaren Folgen in Kauf. Es steht uns nicht an, die nötige und schwierige Abwägung, welche die Verantwortlichen sehr kurzfristig zwischen direkten Corona-Opfern und langfristigen Kosten des Stillstands vornehmen müssen, zu bewerten.



Quelle: U.S. Department of Labor, Macrobond

Wir kennen das Ausmaß der realwirtschaftlichen Schäden nicht und beteiligen uns auch nicht an Spekulationen über die spezifischen Rückgänge der Wirtschaftsleistung. Wichtig ist aber die Feststellung, dass sich viele Länder für ein konsequentes Herunterfahren der Wirtschaft entschieden haben und entsprechend weitreichende Maßnahmen aufwenden werden müssen (und es bereits tun), um die Folgen dieser Notbremsung einzudämmen. Die Maßnahmen mögen in der Lage sein, persönliche Härten abzufedern und unverschuldete Einkommensausfälle zu überbrücken. Sie haben aber ihren Preis. Sie gehen zu Lasten der fiskalischen Solidität und bedienen sich in einigen Ländern aus künftig erhofften Einnahmen, für die gemessen an der zuvor schon exorbitant hohen Verschuldung an sich keinerlei

Spielräume bestehen. Da ein Staat über keine „Rücklagen“ oder „Vermögen“ verfügt, um solche Ausgaben tätigen zu können, werden dessen Bürger als Steuerzahler, Leistungsempfänger, Sparer oder Nutzer staatlicher Infrastrukturangebote künftig zu unterschiedlichen Anteilen für die Finanzierung dieser Programme herangezogen werden. Es entstehen direkte, ungleich verteilte Kosten.

Ein Wiederaufflammen der Eurokrise ist auch ohne Marktstress jederzeit eine realistische Gefahr, weil die Schuldenkrise der Peripheriestaaten seit 2011 allenfalls betäubt, nie aber gelöst wurde. Wenn Italien vor der Corona-Krise überschuldet war, wird die Situation nach der Krise um ein Vielfaches schwieriger sein. Auch Spanien und Frankreich lancieren Programme, die außerhalb einer realistischen Tragfähigkeit liegen. Teilweise fordern die Anleihemärkte derzeit bereits eine höhere Risikokompensation für südeuropäische Papiere ein, wobei unklar ist, ob es sich dabei um allgemeine Ansteckungseffekte genereller Ausweitungen der Risikoaufschläge handelt, oder der Markt tatsächlich bereits beginnt, die individuelle Bonität differenzierter zu betrachten.

Im Ergebnis liegen die gleichen unbequemen Fragestellungen und Lösungsoptionen auf dem Tisch, die 2011-12 debattiert worden sind: Vergemeinschaftung der Schulden („Coronabonds“), Schuldenschnitte oder eine zunehmende Monetarisierung der Staatsschulden (als ein erster Schritt in diese Richtung kann das 750 Mrd. Euro Notkaufprogramm der EZB mit Aussetzen individueller Ankaufgrenzen durchaus gewertet werden).

In jedem Fall werden die öffentlichen Finanzen einer enormen Belastungsprobe unterzogen, sodass sich die Verwundbarkeit der Eurozone, aber auch anderer Regionen, erhöht. Gleichermaßen besteht die Gefahr, dass Notstandsmaßnahmen zur Dauereinrichtung werden und die Disziplin für einen Ausstieg ebenso wenig aufgebracht wird, wie die Geldpolitik zwischen 2014-2018 nicht in der Lage war, ihre nicht mehr angemessene Notfallpolitik zurückzufahren.

Schließlich gibt es auch keine Gewähr, dass die aktuell aufgefahrenen Maßnahmen überhaupt in der Lage sind, die Verbreitung des Corona-Virus auf ein erhofftes Niveau abzusenken. Einerseits erleichtern die vielen asymptomatisch verlaufenden Infektionen die Weiterverbreitung, andererseits lehren vergangene Pandemien, dass eine zweite Infektionswelle – wie im Fall der Spanischen Grippe 1918 – deutlich folgenschwerer sein kann als der initiale Ausbruch.

Im Unternehmensbereich gehen gerade in den USA viele Großkonzerne geschwächt und ohne Rücklagen in die Krise, weil sie die Anreize der Null- und Niedrigzinsjahre dafür genutzt haben, ihre Verschuldung dramatisch auszuweiten und ein fremdkapitalfinanziertes Aktienrückkaufbonanza zu betreiben. Kreditkennzahlen haben sich im Zuge dieser zweifelhaften Praxis oft deutlich verschlechtert und die Anfälligkeit der Unternehmen erhöht, weil durch die Präferenz für Rückkaufprogramme sinnvolle Investitionen ausgeblieben sind, welche die operative Leistungs- und Zukunftsfähigkeit der Firmen hätte steigern können.

Wir kommen zu der Einschätzung, dass nicht nur die sich aufbauenden Inflationsrisiken eine entsprechende Portfolioversicherung rechtfertigen, sondern auch steigende systemische Risiken aus Verschuldung und möglichen Policy-Fehlern Vermögenswerte erfordern, die nicht gleichzeitig die Verbindlichkeit eines Dritten sind. Gold scheint im aktuellen Kontext daher mit über mehr als 2.000 Jahren hinweg akkumuliertem Vertrauenskapital als Schutzfunktion prädestinierter denn je.

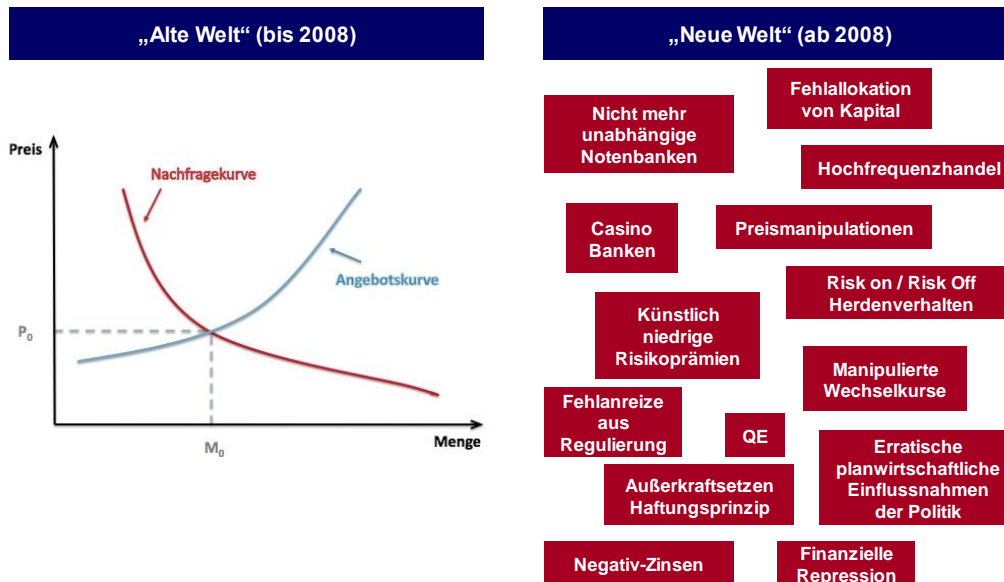
### **Leben nach Corona: Chancen auf eine Renaissance des freien Markts und Revitalisierung der europäischen Kapitalmärkte?**

Wenn Impfstoffe oder wirksame Medikamente zur Behandlung der Corona-Virus Erkrankungen gefunden werden, wird dies wahrscheinlich Folge von privatwirtschaftlicher Initiative sein, nicht von staatlichen Programmen, Verordnungen oder Regularien. Der Entwicklung dieser Wirkstoffe werden Investitionen in Forschung, Entwicklung, Bildung und Ausbildung vorangegangen sein, weit bevor das Corona-Virus überhaupt existierte. Die Entwicklung wird möglich sein durch die Anreize, welche von Privateigentum ausgehen und durch die individuelle Initiative motivierter Menschen. Sie wird möglich sein durch eine Historie respektierter Eigentumsrechte und Vertragsfreiheit.



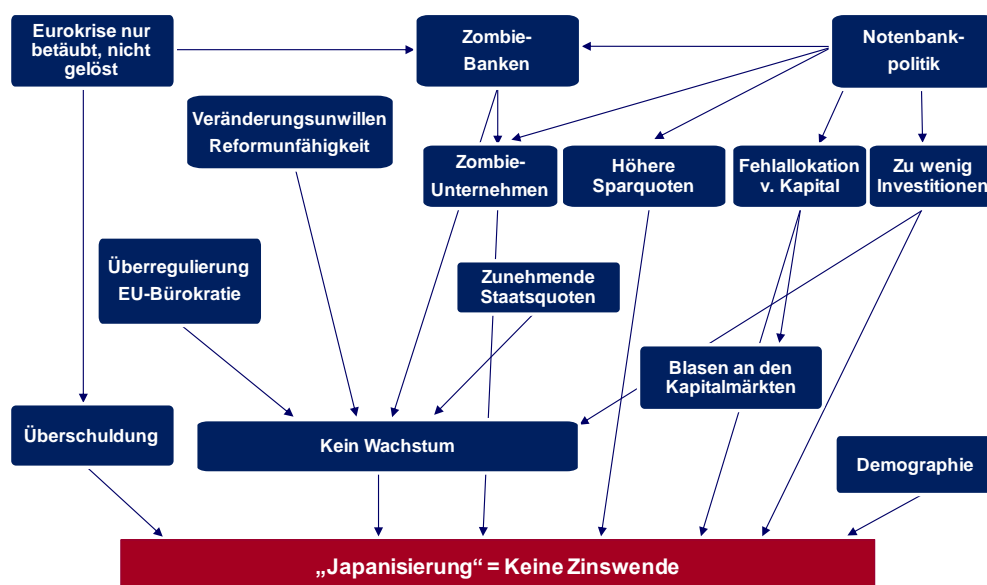
Staaten und Aufsichtsbehörden sind in der aktuellen Situation in der Lage, Testverfahren und Zulassungen zu beschleunigen, also die richtigen Rahmenbedingungen zu setzen, nicht aber, den Wirkstoff selbst zu generieren.

Gleichermaßen ist die Gesundung gesamter Volkswirtschaften nach der Überwindung des Corona-Schocks nur mit einer schnellen Rückbesinnung auf die Prinzipien und Kräfte des freien Markts möglich. Nach einer solch schweren Krise gibt es besondere Vorbedingungen für das Gelingen einer „V-förmigen“ Erholung. Im Sinne einer „Rosskur“ bedarf es der Wiederherstellung all jener marktwirtschaftlicher Funktionen, die seit 2008 immer stärker außer Kraft gesetzt worden sind.



Quelle: Eigene Darstellung

In einer Krise muss eine Marktwirtschaft auch zulassen können, was über die letzten Jahre versäumt bzw. aktiv verhindert wurde: Das Ausscheiden nichtproduktiver Unternehmen aus dem Wirtschaftskreislauf. Die Japanisierung der Eurozone wurde in den letzten Jahren auch stark von der Zombifizierung im Privatsektor getrieben, also von künstlichen lebenserhaltenden Maßnahmen für nichtproduktive Unternehmen, die nichts investieren und nichts zur Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Unternehmenslandschaft beitragen.



Quelle: Eigene Darstellung

Weitere Vorbedingung ist der Rückbau schädlicher staatlicher Interventionen, sobald sich deren ursprünglicher Zweck aufgehoben hat. Dass dies möglich ist, zeigt sich in den USA, wo die aktuelle Administration das Ziel vorgegeben hat, für jede neue Regulierung mindestens zwei alte zu streichen (Executive Order 13771). Tatsächlich lag die erreichte Quote Ende 2019 sogar weit darüber.

Die schweren Geschütze, die mit staatlichen Rettungsprogrammen nun aufgeföhren werden, können nur dann effektiv sein, wenn sie nicht zum „Crowding Out“ der verbliebenen privaten Initiative föhren. Ihnen werden nur dann privatwirtschaftliche Investitionen folgen, wenn sie zügig begleitet werden von auch ohne Krise überfälligem Abbau exzessiver Überregulierung und Bürokratisierung. Eine schnelle Überwindung der Krise und Rückkehr zu einer Phase von Prosperität kann gelingen, wenn Investitionen in sinnvolle Strukturmaßnahmen erfolgen (Schulen, Straßen, Flughäfen, Netze, Gesundheitsinfrastruktur), nicht in Verwaltung, Staatsapparat und ideologisch motivierten Projekten versickern.

So wie Staat und Verwaltung die Entwicklung eines Medikaments erleichtern und die Zulassung konstruktiv begleiten können, können eben jene Zukunftsinvestitionen erleichtert werden. Möglicherweise sind die Krise und ihre Folgen eine Chance zu erkennen, dass viele Planungsverfahren, Auflagen, Gängeleien und Partikularinteressen dem Gemeinwohl und der gesamtwirtschaftlichen Wohlfahrt vielfach mehr schaden als nutzen. Eine europäische Verwaltung, der es z.B. nicht gelingt, den breiten politischen Willen zur Abschaffung der Sommerzeitumstellung in einer angemessenen Frist pragmatisch umzusetzen, sollte die Selbsterkenntnis aufbringen, ihren eigenen Regelungsanspruch in noch viel komplexeren Themengebieten selbstkritisch zu hinterfragen.

Die Corona-Krise kann gerade für Europa eine entscheidende Weggabelung sein: Die Chance auf das Abschütteln struktureller Probleme und hartnäckiger Wachstumsschwäche, wenn man sich auf eine Rückkehr zu Prinzipien unternehmerischer Freiheit, Eigenverantwortung und Innovationskraft der freien Märkte besinnt. Oder eine Zementierung der strukturellen Probleme, wenn es versäumt wird, fiskal- und geldpolitischen Notmaßnahmen nach Ende der Krise rasch abzuschalten und es versäumt wird, die europäische Wirtschaft von exzessiven Auflagen, übergriffiger Regulierung und semisozialistischen Utopien zu befreien.

Eine Rückkehr zur Vernunft als Basis künftiger Prosperität erfordert dabei einen Rahmen, in dem es keine bedarfsweise Auslegung europäischer Regeln und keine selektive Durchsetzung von Recht gibt, sondern Vertrauen in klare rechtsstaatliche Prinzipien hergestellt ist. Solange zum Beispiel beliebige Eingriffe in die Vertragsfreiheit und gar Enteignungen in einigen Ländern als legitime und potentiell anwendbare Gestaltungsmittel von Politik betrachtet werden, lässt sich dieses Vertrauen nur schwer aufbauen. Die Rückkehr zur Vernunft erfordert zudem die Etablierung einer Themenhierarchie, die nicht von Daueralarmismus, Gesinnungsethik und Hypermoral bestimmt ist, sondern sich an Lösungsorientierung, Realismus und marktwirtschaftlichen Gegebenheiten ausrichtet.

Die mögliche Renaissance von Wettbewerbsfähigkeit, Produktivität und Profitabilität europäischer Unternehmen würde auch mit einer Jahrhundertchance bei Investitionsmöglichkeiten in Europa einhergehen. Im globalen Vergleich weisen europäische Aktien einen erheblichen Bewertungsabschlag auf. Dieser ist verdient, eben weil sich Unternehmen in der EU mit den Details von Brandschutz, Denkmalschutz, Datenschutz, Arbeitsschutz oder Geschäftsgeheimnisschutz befassen, während ihre Wettbewerber in den USA, der Schweiz und künftig Großbritannien entsprechende Ressourcen für produktive Tätigkeiten frei haben.

Eine verbesserte Innovationsfähigkeit europäischer Unternehmen und ihre stärkere Partizipation an zukunftsfähigen Geschäftsaktivitäten bedarf keiner Industriepolitik, sondern Freiräumen.

Eine mögliche Einengung der Bewertungsdifferenzen bzw. eine Evolution hin zu strukturell höheren Bewertungsniveaus, die in Europa auf dem Rücken einer Liberalisierung möglich wären, würden sehr interessantes Potential für die tatsächliche Hebung vieler gesunkener Value-Schätze in Form von gut geföhrten europäischen Unternehmen mit hochwettbewerbsfähigem Geschäftsmodell eröffnen. Die künftigen geografischen Schwerpunkte in der Ausrichtung unserer Portfolien wird sich auch an der Frage festmachen, für welchen Weg aus der Krise sich Europa konzeptionell entscheiden wird.

## Aktien: Noch nicht die Zeit für Hamsterkäufe!

Viele Gespräche, die wir mit Anlegern in diesen Tagen führen, sind Variationen der Frage: „Ist jetzt die Zeit Aktien zu kaufen?“

Eine allgemeingültig richtige Antwort kann es auf diese Frage ohnehin nicht geben. Sie hängt ab vom Zeithorizont, dem Anspruch, den ein Investor an künftige Aktienmarktrenditen stellt, seiner individuellen Toleranz für mögliche weitere Kursrückgänge und anderen nicht verallgemeinerbaren Faktoren.

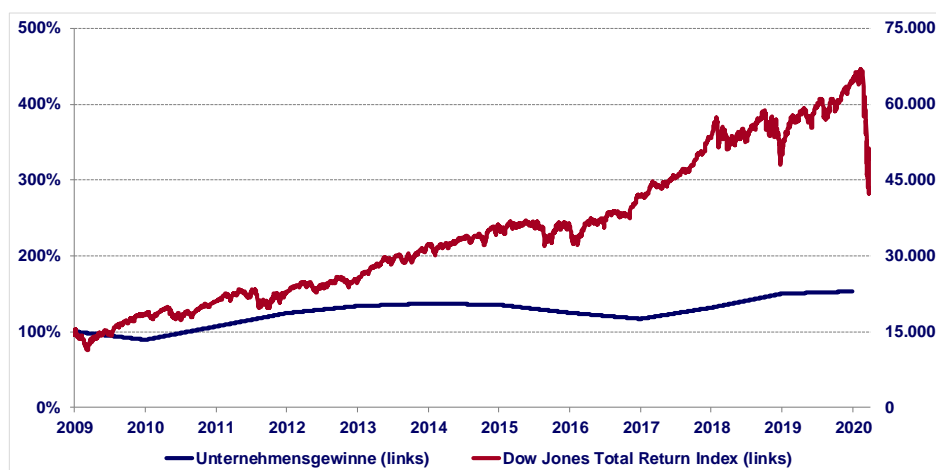
Das Argument vieler „kaufwilliger“ Marktteilnehmer lautet derzeit meist so: „Aktien haben 30% verloren, das ist viel, sie sind daher günstig“.

Höchststand	Kursrückgang des S&P 500 von >30% ausgehend vom vorherigen Höchststand			Erholung	
	Datum	Kursrückgang	Dauer in Jahren	Datum	Dauer in Jahren
16.09.1929	01.06.1932	-86%	2,7	23.09.1954	22,3
29.11.1968	26.05.1970	-35%	1,5	06.03.1972	1,8
11.01.1973	03.10.1974	-47%	1,7	17.07.1980	5,8
25.08.1987	04.12.1987	-31%	0,3	26.07.1989	1,6
24.03.2000	09.10.2002	-44%	2,5	30.05.2007	4,6
09.10.2007	09.03.2009	-55%	1,4	28.03.2013	4,1
19.02.2020	?				
Durchschnitt		-50%	1,7		6,7

Quelle: Bloomberg

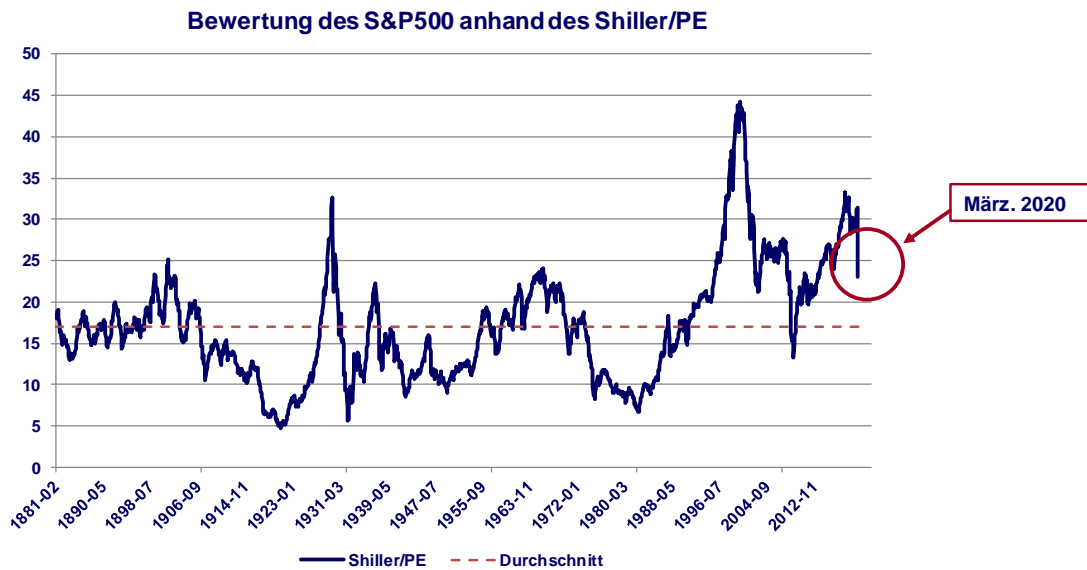
Ein Kursrückgang von 30% oder mehr auf Indexbasis kommt in der Tat nicht häufig vor, ist für sich allein genommen aber kein geeigneter Anhaltspunkt dafür, um beurteilen zu können, ob das nach dem Kurssturz erreichte Preisniveau mit einem attraktiven Bewertungsniveau einher geht oder nicht. Wir würden gar argumentieren, dass 2020 nach 11 Jahren Bullenmarkt das zuvor erreichte Allzeithoch von Aktienindizes wie dem S&P 500 und der folgende Rückgang nicht die richtigen Referenzpunkte sind, um nach dem passenden Wiedereinstiegszeitpunkt zu suchen. Das zuvor erreichte Allzeithoch – wie wahrscheinlich auch ein Großteil der seit 2014 generierten, primär durch Aktienrückkaufprogramme getriebenen Kursgewinne – stellt den falschen Referenzpunkt dar, weil es sich um künstlich nach oben verzerrte, nicht fundamental unterfütterte Zugewinne gehandelt hat. Die Aktienkursgewinne der letzten Jahre sind Folge der vom Rausch des billigen Geldes verursachten Fehlallokationen von Kapital und den resultierenden Preisblasen. Sie waren vollständig entkoppelt von in sich rationalen Bewertungsrelationen.

Nachstehende Grafik illustriert beispielhaft, wie stark sich die Aktienkurse vom Gewinnrend der Unternehmen abgekoppelt hatten. Die Zugewinne der letzten fünf Jahre waren vor allem eine Funktion der ultralockeren Geldpolitik und dem resultierenden Kaufrausch, der wiederum befeuert wurde von Aktienrückkäufen.



Quelle: Bloomberg

Der Crash im 1. Quartal 2020 hat zu sichtbaren Verbesserungen der Bewertungen geführt, allerdings sind die Aktienmärkte noch immer teuer im historischen Vergleich. Der S&P 500 liegt deutlich oberhalb seiner langfristigen Durchschnittsbewertung.



Quelle: [econ.yale.edu/shiller/data.com](http://econ.yale.edu/shiller/data.com); Stand: März 2020

Jeder Versuch einen Boden zu „timen“ muss im Prinzip misslingen, weil der Anleger keine Informationen darüber hat, auf welchem Bewertungsniveau dieser Boden gefunden wird.

Eine schnelle Bierdeckelrechnung kann Aufschluss darüber geben, wie weit verteilt mögliche Indextiefststände auf Basis des S&P 500 sein können.

Der S&P 500 wies zum Jahresende 2019 auf Indexebene einen Gewinn je Aktie von 139,70 Dollar auf, bei einem Jahresschlussstand von 3.230,78 Indexpunkten bedeutete dies ein im historischen Vergleich sehr teures KGV von 23.

Geht man davon aus, dass in einer Rezession die Unternehmensgewinne um 40% zurückfallen können (auf dann 83,9) und das historisch teure KGV aufrechterhalten wird, so erhält man ein Kursziel von 1.930 – ein weiter Rückgang von -25% gegenüber dem Stand von 2.584 am 30. März. Realistischer ist allerdings die Annahme, dass sich die Bewertungen in einem Bärenmarkt bei hoher Risikoaversion zurückbilden. Ermittelt man ein Kursziel auf Basis des langfristigen historischen Durchschnitts-KGVs von 15, ergibt sich ein Indexstand bei 1.258,5 Punkten - gleichbedeutend mit einem weiteren Kursrückgang von -51%. Hält man hingegen einen Bewertungsrückgang des KGVs auf 10 für möglich, was in der finalen Kapitulation von Bärenmärkten nicht untypisch wäre, ermittelt sich ein Kursziel von 839, was mit einem weiteren theoretischen Kursverfall von fast 68% einherginge.

Aufgrund der Unmöglichkeit die Unternehmensgewinne vorherzusagen und der Unmöglichkeit Kenntnis darüber zu haben, welches Bewertungsniveau die Marktteilnehmer Aktien zubilligen werden, verlassen wir uns auf erprobte, bewährte Bewertungskonzepte, die einen dokumentierten Zusammenhang mit nachfolgenden Aktienrenditen aufweisen.

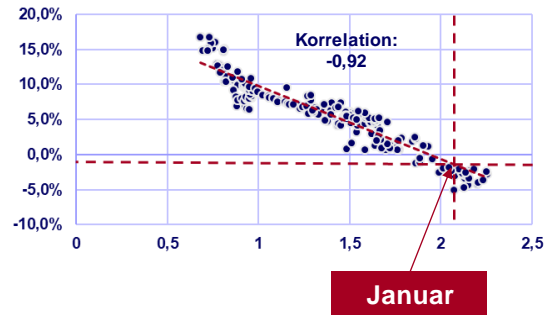
Kurzfristig basierte Bewertungsmaßstäbe (wie unsere Bierdeckelrechnung, also Betrachtung auf aktuellem KGV bzw. dem KGV auf Basis der Gewinnschätzungen für das Folgejahr) hatten historisch keinen oder nur einen sehr geringen Zusammenhang mit tatsächlich nachfolgenden Aktienmarktrenditen. Robustere Ansätze wie das sogenannte Shiller P/E (auch P/E 10, welches die durchschnittlichen Gewinne der letzten 10 Jahre betrachtet) oder aber das Kurs-Umsatz-Verhältnis verfügen hingegen über deutlich bessere Prognosekraft hinsichtlich langfristig möglicher Aktienmarktrenditen. Lagen die Renditeschätzungen im Januar für die nächsten 10 Jahre noch im negativen Bereich, ist nun zumindest mit leicht positiven Renditen zu rechnen, wenn historische Zusammenhänge und „eiserne Bewertungsregeln“ Fortbestand haben.



KUV Intervall von ... bis ...	Nachfolgende Ø Performance über 10 Jahre (p.a.)	
0,68	0,88	12,7%
0,89	1,01	8,9%
1,02	1,24	7,8%
1,25	1,39	6,7%
1,40	1,50	5,5%
1,51	1,59	5,1%
1,60	1,72	4,2%
1,73	1,88	1,6%
1,89	2,12	-1,2%
2,13	2,34	-3,1%

Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 30.03.1990 bis 31.12.2019; vierteljährliche Daten; Der S&P 500 Index ist Produkt und geschützte Marke von Standard & Poor's Financial Services LLC

Beispiel S&P500: Aktuelles Kurs-Umsatz-Verhältnis und darauffolgende Renditen der nächsten 10 Jahre (p.a.)\*



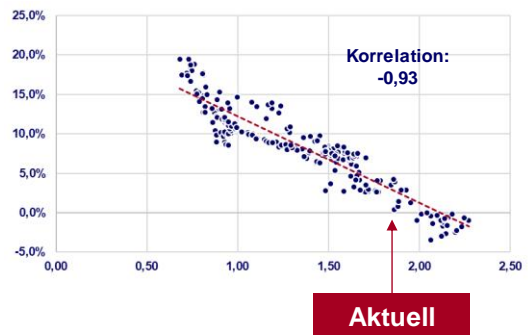
Den Berechnungen liegen historische Beobachtungen zugrunde, welche durchschnittlichen p.a. Aktienmarktrenditen über 10 Jahre in Abhängigkeit von der Ausgangsbewertung, gemessen am Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV), möglich waren. Die Bewertungsdezile weisen eine klare Direktionalität auf: Die Bewertungen von heute bestimmen die Renditen von morgen. Während verschiedene Bewertungsmaßstäbe vergleichbare Aussagen liefern, zählte das Kurs-Umsatz-Verhältnis historisch zu den statistisch robustesten Kennzahlen.



KUV Intervall von ... bis ...	Nachfolgende Ø Performance über 10 Jahre (p.a.)	
0,68	0,88	15,1%
0,89	1,00	11,2%
1,02	1,24	10,5%
1,24	1,39	8,7%
1,39	1,50	7,7%
1,51	1,59	7,1%
1,59	1,72	5,9%
1,72	1,88	2,9%
1,88	2,21	-0,2%
2,13	2,35	-1,3%

Hinweis: Der S&P 500 Index ist Produkt und geschützte Marke von Standard & Poor's Financial Services LLC  
Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 30.03.1990 bis 31.03.2020; monatliche Daten

Beispiel S&P500: Aktuelles Kurs-Umsatz-Verhältnis und darauffolgende Renditen der nächsten 10 Jahre (p.a.)\*



Ob der aktuelle Erwartungswert von 2,9% p.a. eine ausreichende Risikokompensation für ein Engagement am Aktienmarkt ist, müssen Anleger jeweils individuell für sich selbst beantworten. In jedem Fall kann festgehalten werden, dass die „Lehrbuchrendite“ von 7% p.a. auf dem derzeit vorherrschenden

Bewertungsniveau noch in weiter Ferne ist. Insofern beantwortet sich die Frage nach dem Wiedereinstieg für jeden Anleger individuell aus der Erwägung, welche erwartete Aktienmarktrendite er zu akzeptieren bereit ist.

Sehr wichtig ist die Feststellung, dass sich diese Überlegungen freilich auf Index-Ebene abspielen. Ein jeder Index umfasst stets attraktive und unattraktive Aktien. Gerade in den letzten Jahren waren die Bewertungen der US-Indizes stark getrieben von der Überbewertungsblase bei einigen wenigen Technologieaktien. Wir würden durchaus argumentieren, dass es möglich ist, innerhalb insgesamt teurer Aktienindizes dennoch günstige Einzelwerte zu identifizieren. Der Value-Ansatz ist seit Jahren nicht gefragt, könnte aber eine Renaissance erleben, wenn sich die Erkenntnis durchsetzt, dass viele Substanzwerte von hoher Qualität nach den Verwerfungen der letzten Wochen nun im Ausverkauf erhältlich sind.

Allerdings sind faire oder günstige Bewertungen keinesfalls eine Garantie dafür, dass bereits ein Boden gefunden ist oder dass diese Werte tatsächlich auf die kurze Frist besser performen als der Index oder aber dessen immer noch teure Bestandteile.

Wir beteiligen uns nicht an Spekulationen über den möglichen Zeitpunkt der Abflachung von Erkrankungskurven, über den genauen prozentualen Rückgang des BIPs oder über die Bandbreite der wahrscheinlichen Rückgänge der Gewinne je Aktie im Jahr 2020. Es ist unmöglich, diese Entwicklungen korrekt zu prognostizieren und selbst wenn man zuverlässige Informationen über Krisenende und Krisenauswirkungen vorliegen hätte, ließen sich daraus nur sehr bedingt nützliche Informationen ableiten.



Quelle: Fotolia (jetzt Adobe Stock)

Der heutige Wert eines jeden Vermögenswerts ist der abgezinste Barwert seiner künftig zu erwartenden Cashflows. Weil diese antizipierten Cashflows weit in die Zukunft reichen, ist es nahezu unbedeutend, genaue Kenntnis über den spezifischen Cashflow im aktuellen oder folgenden Jahr zu haben. Der Preis eines langfristigen Vermögensgegenstands ist nur wenig reagibel auf die Veränderung des Zahlungsstroms im aktuellen Jahr. Vielmehr entscheidend ist das langfristige Ertragspotential. Am langfristigen Ertragspotential gesunder Unternehmen ändert die Corona-Krise vermutlich wenig.

Um sich eben nicht in Abhängigkeit von Prognosen zu geben, empfehlen wir, sich stets an langfristige erprobten Zusammenhängen zu orientieren. Unsere Reaktionsfunktion ist niemals emotional oder meinungsbasiert. Wir agieren gemäß dem Grundsatz „Fakten statt Meinungen“. Alle Allokationsprozesse sind regelbasiert und prognosefrei.

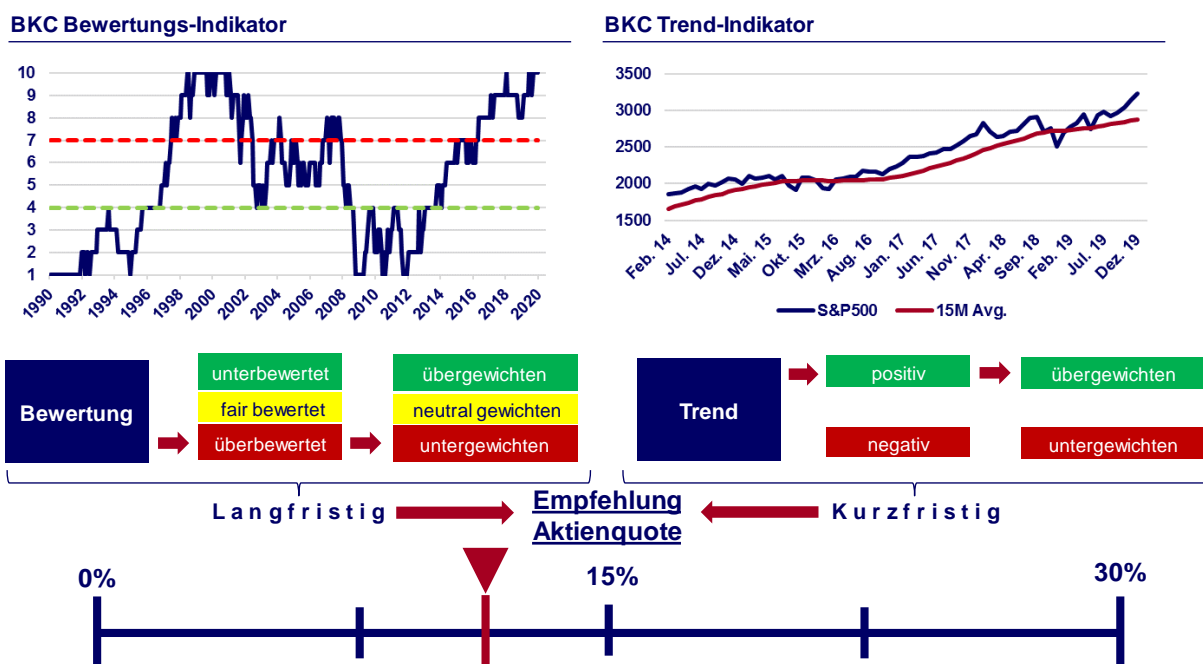
Unser Vorgehen bei der Entscheidung über die taktische Gewichtung der Aktienquote ist dementsprechend eine modellbasierte Funktion der zwei wesentlichen Markteinflussfaktoren:

(1) Bewertung, um ein Urteil über die langfristige Attraktivität der zu erwartenden Renditen fällen zu können, und

(2) Trendverhalten, um aus beobachteten Marktpreisen und Momentum das vorherrschende Marktregime zu identifizieren und Aussagen über die kurzfristig wahrscheinliche Direktionalität treffen zu können, vor allem aber darüber, ob die Risiken zu unseren Gunsten oder Ungunsten verteilt sind. Aus historischen Studien und Beobachtungen treffen wir die Annahme, dass in den aktuellen Marktpreisen alle verfügbaren Informationen (wie Einschätzungen der Marktteilnehmer zur Geldpolitik, zu Konjunkturindikatoren, Sentimentindikatoren, Wachstums- und Inflationserwartungen, usw.) bereits enthalten sind und diese damit keiner separaten Beurteilung bedürfen.

Zu Jahresbeginn stand unser Bewertungsindikator auf „rot“. Eine allein den Bewertungen folgende Allokationsmethodik hätte also bereits im Januar eine Abstinenz vom Aktienmarkt gerechtfertigt. Historisch gibt es aber lange Phasen, in denen sich überbewertete Märkte weiter freundlich verhalten können und weitere Kursgewinne ermöglichen. Daher bedarf der Bewertungsindikator eines zuverlässigen Korrekturmechanismus, der uns so lange „investiert“ hält, wie die Marktstimmung es rechtfertigt. Der entsprechende Trendfolgeindikator war im Januar noch positiv, weshalb wir (wenngleich bereits untergewichtet) noch in Aktien investiert waren.

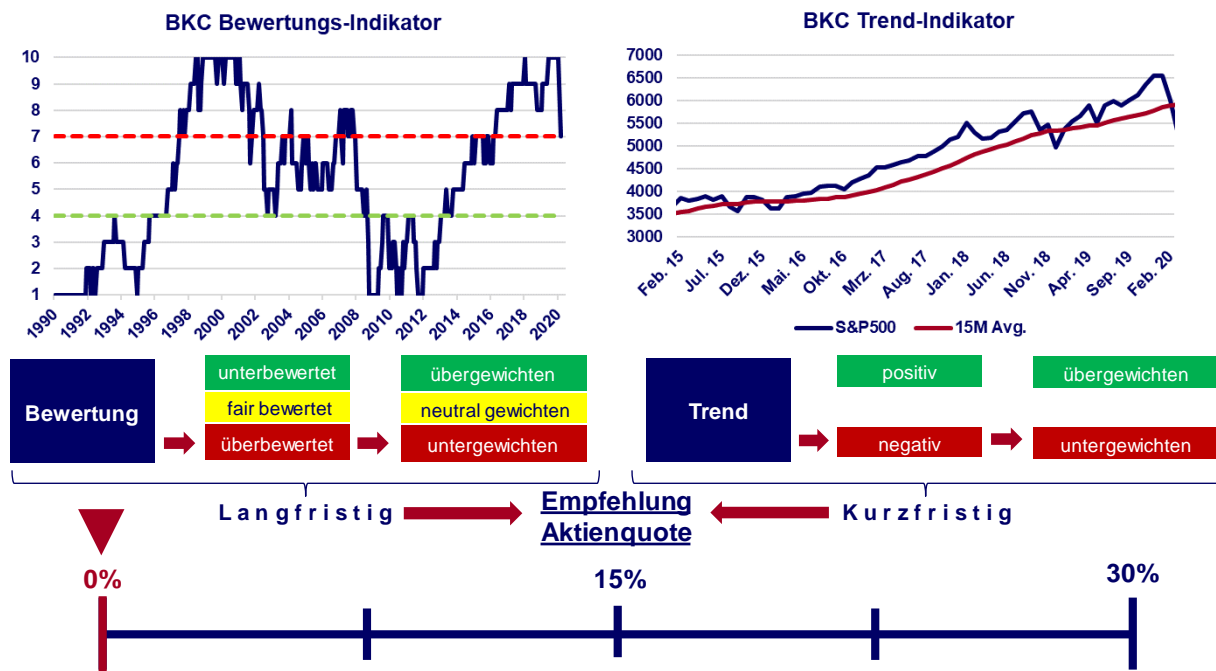
Januar:



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die rabiatischen Kursrückgänge im Februar und März haben den zuvor noch positiven Trend gebrochen, sodass das Modell ein weiteres Verkaufssignal generierte, welches in den meisten Mischstrategien den Impuls zur Absenkung der Aktienquote auf Null gab. Wichtig ist die Feststellung, dass die Kursbewegungen im 1. Quartal die Bewertung noch nicht auf ein faires bzw. neutrales Bewertungsniveau zurückgeführt haben, sondern lediglich einen Teil der zuvor extremen Überbewertungen korrigiert haben. Werte zwischen 7 und 10 im BKC Bewertungsindikator signalisieren eine Überbewertung am Aktienmarkt. Auch nach den jüngsten Kursrückgängen liegt der Indikator noch immer bei einem Wert von 7.

März:



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

Die Frage wann wir den Wiedereinstieg in den Aktienmarkt wählen würden, ergibt sich somit gleichermaßen aus dem Modell: Solange der Trend negativ bleibt und sich die Bewertungen gleichzeitig im Bereich teuer oder fair bewegen, bleiben wir vollständig deinvestiert. Würde der Trend negativ bleiben, die Bewertungen aber eine Unterbewertung signalisieren, würden wir vorsichtig (untergewichtet) in den Markt zurückkehren. Gleichermäßen würden wir mit einer Untergewichtung wieder Positionen eingehen, wenn die Überbewertung fortbestünde, der Trend aber signalisieren würde, dass die Marktteilnehmer auch weiterhin bereit sind, eine entsprechende Bewertung zu tolerieren und ein entsprechendes Kaufsignal generiert würde.

Im Folgenden gehen wir darauf ein, welche Auswirkungen das historische Corona-Quartal auf das BKC Treuhand Portfolio hatte und welche Überlegungen uns in der Portfoliosteuerung leiten.

### BKC Treuhand Portfolio – historischer Drawdown

Auch unser Mischfonds konnte sich den Verwüstungen an den Kapitalmärkten nicht entziehen. Zwar waren wir seit längerer Zeit durchaus auf ein hochkorreliertes Abverkaufs- und Stressszenario hin positioniert, indem wir in den direktionalen Marktrisiken (Aktienrisiko und Zinsrisiko) jeweils taktische Untergewichte installiert hatten. Doch führten folgende Effekte dazu, dass die Abwärtspartizipation, gerade im März, doch stärker war, als wir es antizipiert und als wir es uns gewünscht hätten:

- Unseren höheren laufenden Ertrag im Rentenportfolio (derzeit 3,44%) erreichen wir primär durch drei aktive Allokationsentscheidungen: längere Duration, höhere Risikoaufschläge (obschon wir die Portfolioqualität über die letzten Quartale hinweg sukzessive erhöht hatten; Präferenz von Duration- über Bonitätsrisiken) und Beimischung von Fremdwährungsbausteinen. Diese drei Komponenten standen im März simultan unter teils extremem Abgabedruck, gerade Emerging Markets Lokalwährungen belasteten das Rentensegment stark
- Einige im Bereich der Alternativen Anlagen gehaltenen Instrumente weisen direktionales Aktienrisiko auf bzw. können die in normalen Zeiten angestrebte Marktneutralität in Stressphasen mit entsprechenden Verwerfungen nicht liefern, in der Folge hatten einige der Instrumente daher nicht den vorgesehenen stabilisierenden Portfolioeffekt sondern trugen geringfügig zu den Verlusten bei
- Wie ausgeführt, war Gold über das Quartal hinweg volatil und teilweise einem ähnlich hohen Verkaufsdruck ausgesetzt wie Risikoassets; noch ausgeprägter waren die Verluste bei Silber –

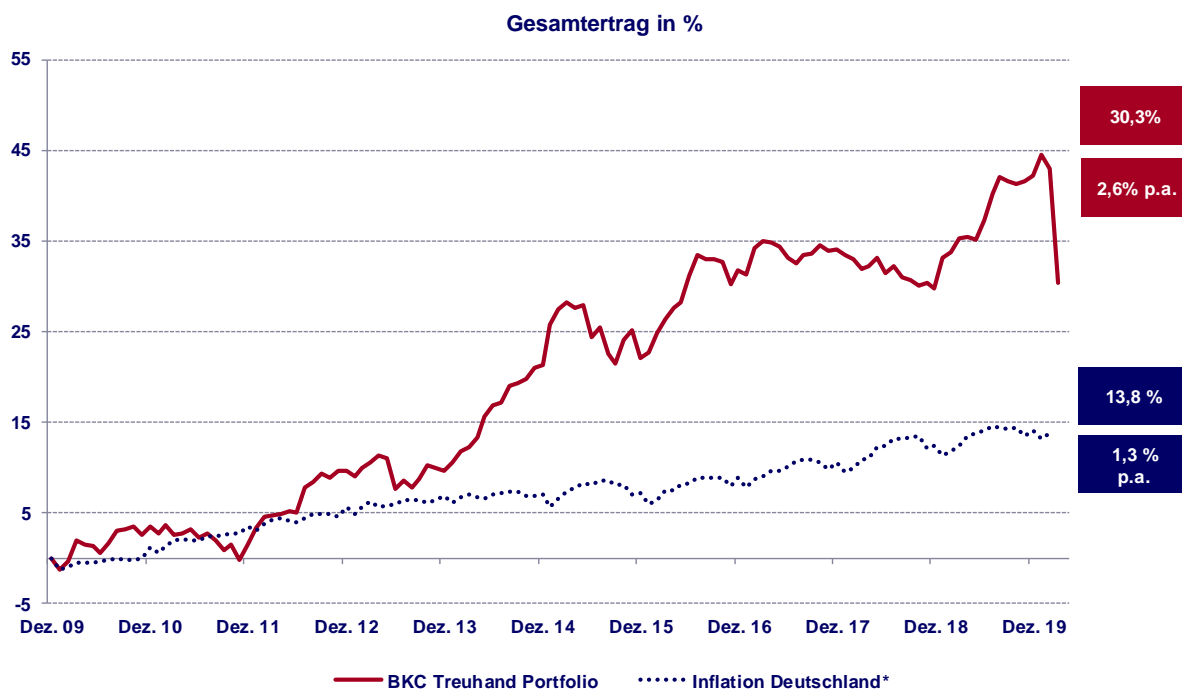


unsere hohe Edelmetallgewichtung von fast 10% vor Krisenausbruch trug im ersten deflationären Schock daher negativ zum Fondsergebnis bei

- Wir hatten stets darauf gesetzt, dass sich die relativen Bewertungsunterschiede im Aktienbereiche (Value im Vergleich zu Growth) in einer Marktkorrektur zurückbilden und damit zu Gunsten unserer aktiven Portfolioselektion wirken würden. Dieser Effekt ist bislang nicht eingetreten. Unsere bereits vor der Krise relativ betrachtet günstigen Aktieninvestments sind in den Verwerfungen des ersten Quartals teilweise noch günstiger geworden. Besonders schmerzhaft waren den März über viele unserer britischen Value-Titel (Go Ahead Group, National Express, Redrow), aber auch Immobiliengesellschaften wie DIC Asset und Aroundtown.

Besonders stützende Effekte gingen im März von bonitätsstarken, USD-denominierten Anleihen und einigen defensiven Aktien (u.a. General Mills, Swisscom, Ahold, Verizon) aus. Über die gesamte Phase der Corona-Volatilität hinweg erfüllte insbesondere unsere Managed Futures Strategie innerhalb der Alternativen Anlagen ihren Zweck mustergültig.

Die Quartalsperformance lag bei -8,30%, gleichbedeutend mit dem schwächsten Quartal seit Bestehen des Fonds.



Quelle: Bloomberg, Stand 31.03.2020

Welche konkreten Maßnahmen wurden in der Fondssteuerung über das Quartal hinweg ergriffen?

- Als unmittelbare Folge der Marktbewegungen haben wir risikoreduzierende Maßnahmen ergriffen: Die Aktienquote wurde von der zuvor bestehenden Untergewichtung (aktiv 10% gegenüber 15% neutrale Quote) weiter abgesenkt und auf ein Exposure von 0% reduziert
- Entsprechend unserer regelbasierten Prozesse bleibt der physische Aktienbestand (derzeit ca. 15,5%) dabei stets bestehen und wird über einen Futurekontrakt im gewünschten Umfang abgesichert
- Wir wählen diese Vorgehensweise aufgrund der Transaktions- und Kosteneffizienz, dem Anspruch mit unserer Aktienselektion einen Beitrag gegenüber der Marktpformance generieren zu wollen, vor allem aber, um den Ausschüttungsbeitrag der Dividenden zu erhalten
- Die Entscheidung über die taktische Allokation erfolgt dabei wie beschrieben nicht aus dem Bauch oder über Meinungen, sondern folgt unserem Modell, welche Bewertungen und Trend beurteilt
- Nachdem die Risikoaufschläge bei Investment Grade Anleihen wieder auf ein historisch attraktives Niveau mit hinreichender Risikokompensation angestiegen waren, haben wir selektive

Zukäufe bei Unternehmensanleihen mit kurzen bis mittleren Restlaufzeiten getätigt. Diese Anleihen werden auch einen positiven Beitrag für das Ausschüttungspotential des Fonds haben

Ferner haben wir im Portfolio Anpassungen vorgenommen, die sich aus der Überlegung einer reduzierten Eintrittswahrscheinlichkeit der „7 magere Jahre“ bzw. „Japanisierung“ bei gleichzeitig erhöhter Wahrscheinlichkeit einer inflationären Periode als Folge der Krisenbekämpfungsmaßnahmen ergeben:

- Weitere Erhöhung der Goldpositionen
- Weitere Erhöhung der Silberpositionen
- Aufbau inflationsgeschützter Anleihen
- Reduzierung der Duration im Rentenportfolio, Gewinnmitnahmen bei Ultralangläufern
- Reduzierung des US-Dollars im Rentenportfolio

Der US-Dollar profitiert typischerweise in einem global disinflationären Umfeld und weist als „Safe Haven“ gerade bei Fluchtbewegungen in Qualität günstige Korrelations- und Portfolioeigenschaften auf. Insofern kann das Timing unseres Dollar-Abbaus zunächst noch früh bzw. falsch sein. Ein entscheidender weiterer Aspekt unserer Neupositionierung im Dollar ist aber fundamentaler Natur: Die Bewertung (nach realen effektiven Wechselkursen und Kaufkraftparität) ist schon länger gegen die Währung gerichtet. Mit den zuletzt aggressiven Zinssenkungen der US-Notenbank verliert der Greenback aber nun sein letztes Argument, nämlich das attraktive Zinsdifferential. Für EUR/USD überwiegen unserer Beurteilung nach nun die Risiken die verbleibenden Gesamtertragschancen bei US-Anleihen, sodass wir dem Dollar Wechselkursrisiko gegenüber geringer exponiert sein wollen.

Gleichermaßen treffen wir bei den Edelmetallen keine Timing-Entscheidung. Vielmehr bauen wir Positionen ratierlich in Richtung neu definierter Zielquoten auf. Weder können wir mit Gewissheit sagen, ob der Goldpreis zum Jahresende höher oder niedriger steht als heute, noch eine seriöse Einschätzung treffen, ob das Silber-Gold-Verhältnis bereits den Boden gefunden hat. Wir können aber wohl davon ausgehen, dass im Vergleich zu anderen Anlageklassen die Edelmetalle als risikofreier Cash-Ersatz bestens geeignet sind, um vergleichsweise sicher durch eine mögliche Transition vom Japanisierungsszenario zu einem Reflationierungsszenario zu kommen, mit allen möglichen Unbilden, die auf dem Weg auf die Märkte zustürmen könnten.

Weiterhin hohe Risiken ergeben sich unserer Einschätzung nach aus simultanem Marktstress bei Aktien und Renten. Diesem für Mischstrategien toxischen Marktumfeld mit Außerkräftsetzung typischer Aktien-Renten-Korrelationen versuchen wir weiter damit zu begegnen, dass wir innerhalb der traditionellen Risikoarten (Aktienrisiko, Zinsrisiko) nur vergleichsweise gut kompensierte Risiken und teilweise Niedrig-Beta suchen und auf der Allokationsebene höhere Gewichtungen in marktunabhängigen Strategien aufbauen.

In diesen besonderen Zeiten bedanken wir uns ganz besonders für Ihr fortgesetztes Vertrauen. Seien Sie versichert, dass wir großen Respekt vor Ihren uns anvertrauten Ersparnissen haben und täglich intensiv darüber nachdenken, wie wir diese bestmöglich auch durch widrige Bedingungen hindurch steuern können.



Kontakt:  
Bernhard Matthes, CFA  
Bereichsleiter Asset Management  
Bank für Kirche und Caritas eG  
Telefon: 05251 121-2741  
E-Mail: [bernhard.matthes@bkc-paderborn.de](mailto:bernhard.matthes@bkc-paderborn.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 hinaus-gehende 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](http://www.universal-investment.de) erhältlich.