

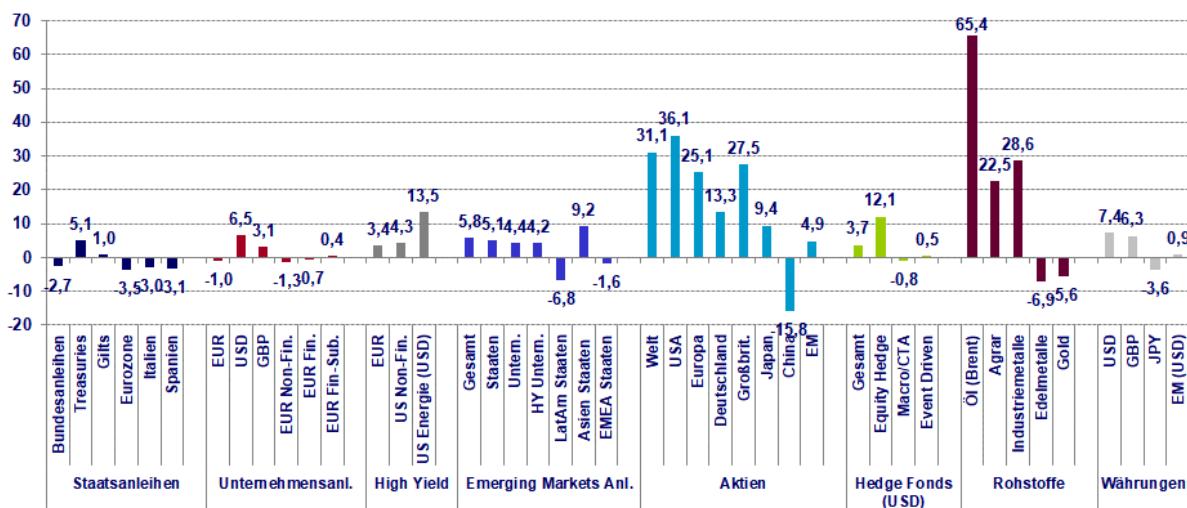
Bernhard Matthes, CFA
Bereichsleiter BKC Asset Management
Marktkommentar Q4-2021

Januar 2022

Kräftiger Gegenwind voraus: Märkte müssen sich auf ungemütlichere Bedingungen einstellen

Unbestritten war 2021 für die meisten Investoren ein erfreuliches Anlagejahr. Die üppige Versorgung der Kapitalmärkte mit Liquidität führte wenig überraschend zu robusten Kurs- und Wertentwicklungen in vielen Marktsegmenten.

Entwicklung verschiedener Assetklassen 2021 in %



Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Quelle: Bloomberg; Anleihen auf Basis Bloomberg Indizes; Aktien auf Basis MSCI Indizes; Rohstoffe auf Basis Bloomberg Indizes; Angaben in EUR und %; Zeitraum: 01.01.2021 – 31.12.2021

Rohstoffinvestoren kamen in den Genuss exorbitanter Preissteigerungen. Gerade die Energiepreise zeigten hohe Preisaufschläge. Der Ölpreis der Nordseesorte Brent übersprang im Januar 2022 erstmals seit 2014 wieder die Marke von 90 US-Dollar je Fass.

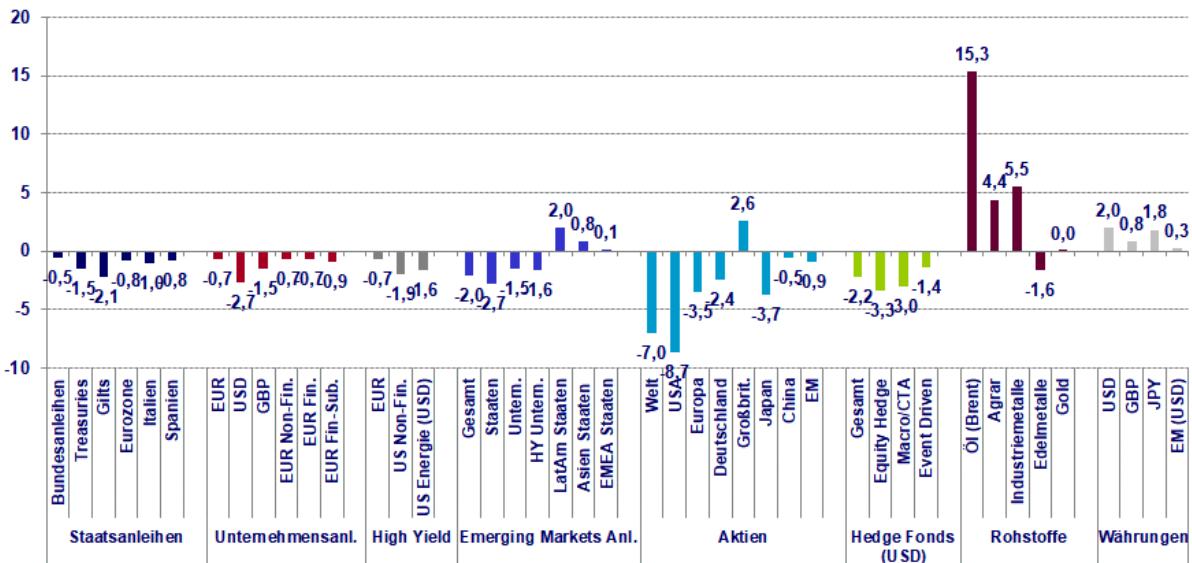
Anleiheinvestoren sahen sich mit steigenden Zinsen hingegen schwierigeren Bedingungen ausgesetzt. Lediglich Anleger, die überwiegend auf Hochzinsanleihen oder inflationsindexierte Realzinsanleihen gesetzt hatten, konnten eine positive Wertentwicklung verbuchen.

Mit Ausnahme Chinas und Brasiliens zeigten die Aktienmärkte 2021 hohe Kursaufschläge. Getragen wurde die positive Aktienperformance einmal mehr von den

US-Indizes. Dort mehrten sich im ersten Halbjahr 2021 aber auch Anzeichen spekulativer Exzesse – beispielhaft seien die Entwicklungen um Gamestop, SPACs und unprofitable Technologieunternehmen genannt. Zeichen einer ungesunden Überhitzung der Märkte kann es auch sein, wenn an sich normale Schwankungsbreiten im Keim erstickt bleiben, weil Marktteilnehmer in spekulativer Neigung jede Korrektur (nach-)kaufen („Buy the dip“). Nennenswerte Korrekturen blieben 2021 an den meisten Aktienmärkten aus.

Das Umfeld ungetrübter Anlagelust dürfte sich 2022 allerdings ändern. Der holprige Jahresauftakt liefert bereits einen Vorgeschmack auf die veränderten Ausgangsbedingungen, mit denen die Märkte nach vorne blickend lernen müssen umzugehen. Das neue Jahr bringt sehr wahrscheinlich eine Rückkehr - und damit Normalisierung - der Volatilität mit sich.

Entwicklung verschiedener Assetklassen seit Jahresbeginn in %



Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Quelle: Bloomberg; Anleihen auf Basis Bloomberg Indizes; Aktien auf Basis MSCI Indizes; Rohstoffe auf Basis Bloomberg Indizes; Angaben in EUR und %; Zeitraum: 01.01.2022 – 26.01.2022

Sahen sich die Märkte 2021 noch im Genuss üppiger Liquiditätszufuhr und gestützt durch die global ultraexpansive Fiskal- und Geldpolitik, lässt dieser Rückenwind nach. Die scharfen Korrekturen der Aktienmärkte im Januar sind bereits Missbilligungsbekundungen der Börsen auf die Aussicht nachlassender Stimulierung. Die Märkte müssen nun stärker auf eigenen Beinen stehen, als es in den knapp zwei Jahren der Versorgung mit monetären und fiskalischen Covid-Notpaketen der Fall war.

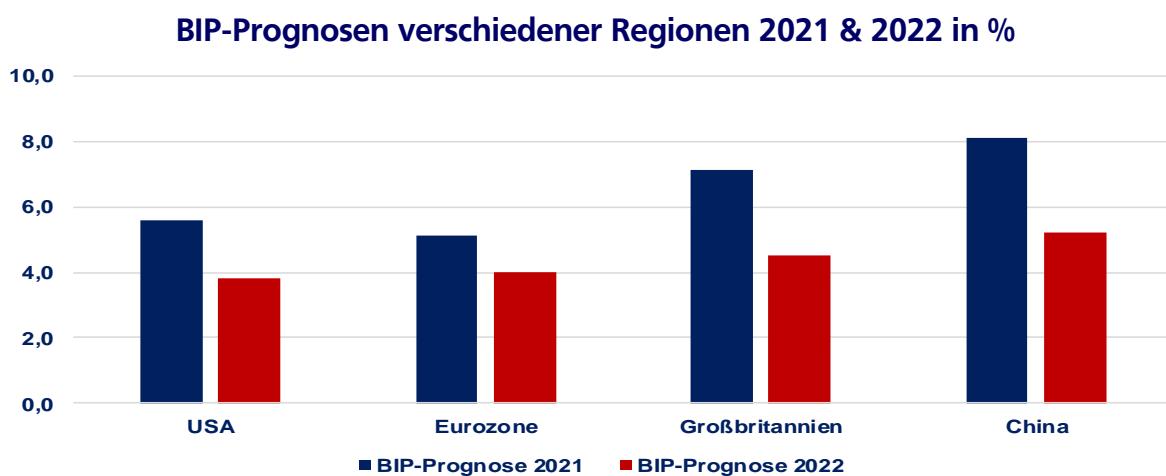
Dabei gilt es, zeitgleich gleich vier Widrigkeiten zu verdauen:

- 1) Das Auslaufen der Fiskalpakete
- 2) Das Auslaufen des „Rauschs des billigen Geldes“ der Notenbanken
- 3) Die ambitionierten Bewertungen der Märkte, die aus (1) und (2) resultieren
- 4) Die anhaltend hohen Inflationsraten

(1) Abflachung Fiskal-Stimulus

In Europa und noch viel stärker den USA hatten die Fiskalmaßnahmen nach der Corona-Krise ein kriegswirtschaftsähnliches Ausmaß erreicht. In den Vereinigten Staaten überstieg die Summe der Maßnahmen den Gesamtumfang von Marshall-Plan, Vietnam-Krieg und 2. Weltkrieg. Noch weitergehende Planungen für zusätzliche Infrastruktur- und Fiskalausgaben scheitern inzwischen am innerparteilichen Widerstand der US-Demokraten, deren Senatoren Manchin und Sinema weitere Pakete nicht mehr bereit sind, mitzutragen.

Befürchtungen, wonach weitere Staatsausgaben die Inflation noch stärker anheizen und die Staatsverschuldung unbekämpfbar werden könnte, dienen mittlerweile als wirksames Korrektiv. Der Wachstumsbeitrag aus dem 2020 und 2021 noch üppig gefüllten staatlichen Füllhorn unterliegt nun also einer negativen Veränderungsrate. Gleches gilt analog in den meisten Regionen der Welt. Die Wachstumserwartungen flachen ab.



Quelle: Bloomberg; Umfrage unter Drittanbietern (Banken, Research-Instituten etc.); Stand: 25.01.2022

Aus der Coronakrise wirken auch in das Jahr 2022 hinein noch Lieferkettenengpässe fort. Knaptheiten bei einigen Komponenten (wie Halbleitern) halten an und globale Logistikketten sind weiterhin gestört, wie etwa Preise und Lieferzeiten bei Schiffscontainerfracht zeigen. Es ist damit zu rechnen, dass Unterbrechungen in der Verfügbarkeit weiter auftreten können, solange Chinas drakonische „Zero-Covid“ Politik

immer wieder zu Störungen führt, wenn etwa Häfen geschlossen werden oder einzelne Fabriken über längere Zeit Produktionsausfälle verzeichnen.

Zugleich fällt China – anders als in der Vergangenheit- als globaler Wachstumstreiber aus: Seitens der chinesischen Behörden besteht heute weder Spielraum noch Bereitschaft, nennenswerte Wachstumsimpulse zu setzen. Die Priorität gilt der geordneten und „sozialverträglichen“ Rückführung von Überschuldungsblasen und Fehlinvestitionen. Gravierende, an Japan erinnernde, demographische Herausforderungen könnten zudem über die kommenden Jahre eine hartnäckige Wachstumsschwäche zur neuen chinesischen Norm werden lassen.

Die Unternehmensgewinne in Europa und den USA können das Tempo aus 2021 nicht halten. Der anhaltend hohe Inflationsdruck und steigende Lohnkosten lasten in vielen Branchen auf den Margen.

(2) Abflachung des monetären Stimulus: Der „Rausch des billigen Geldes“ verfliegt

Noch sehr viel empfindlicher als auf den rückläufigen Fiskalimpuls reagieren die Kapitalmärkte gewöhnlich auf den Entzug ihrer liebgewonnenen Liquiditätszufuhr. Wir hatten in der Vergangenheit dabei häufiger das Bild des Drogen- oder Medikamentenabhängigen bemüht, der eine stetig höhere Dosis seines Gifts benötigt, um die zumindest gleiche Wirkung aufrechtzuerhalten.

Über weite Strecken des Jahres 2021 ließen die westlichen Zentralbanken keine Bereitschaft erkennen, die Dosis des Gelddruckens und anschließenden Geldschleusens in die Märkte zu verringern. Anders in den Schwellenländern: Hier veranlassten hohe Inflationsraten viele Notenbanken, u.a. jene in Brasilien, Russland und Tschechien, zu entschlossenen Zinsanhebungen. Anders als in der Vergangenheit scheint die Bereitschaft zur konsequenten Inflationsbekämpfung in vielen Emerging Markets heute stärker ausgeprägt. Gerieten gerade die Länder mit schwacher außenwirtschaftlicher Position früher oft unter Druck von Kapitalabflüssen, wenn es in den USA zu Zinsanhebungen kam, bemühen sich viele Zentralbanken der Schwellenländer heute, dem US-Zinszyklus „vorauszulaufen“, sodass die Folgen attraktiver werdender Anlagen im Dollarraum besser abgedeckt werden können.

Die EZB und US-Notenbank Fed versuchten 2021 so lange wie irgend möglich, das Offensichtliche in Abrede zu stellen. Die im Jahresverlauf offenkundig immer höheren Inflationsraten wurden erst als „von Eimaleffekten erklärt“, dann als „vorübergehend“ oder „zeitweilig“ klassifiziert. Erst im 4. Quartal begann die normative Kraft des Faktischen zu wirken. In Anbetracht der rekordhohen Teuerung begann die Fed einzuräumen, dass die Inflation nicht länger als „transitorisch“ gesehen werden könne.

Der Rechtfertigungsdruck ihrer ultraexpansiven Geldpolitik nahm unter dem Eindruck der höchsten Inflationsraten seit 30 Jahren spürbar zu.



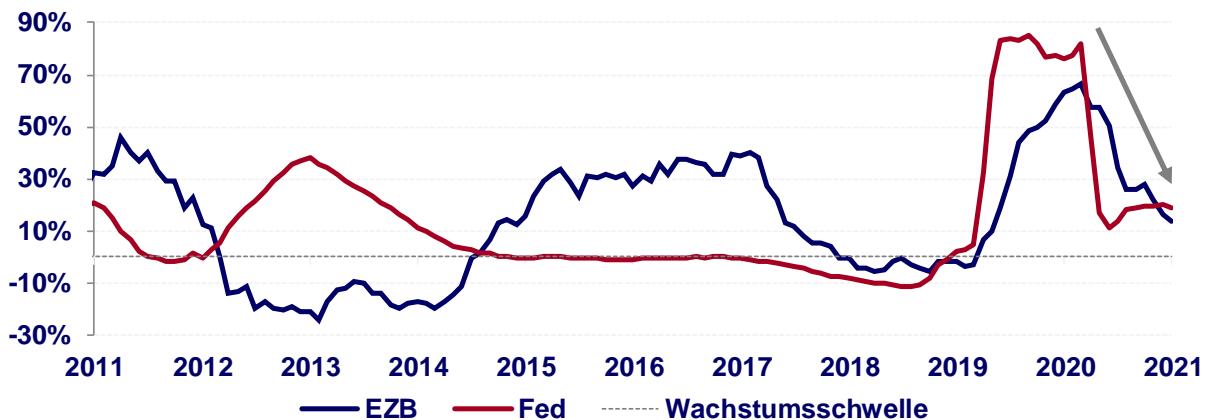
Mit freundlicher Genehmigung von Hedgeye

So weichen die Realitätsverweigerung und Beschwichtigungen des Jahres 2021 in den letzten Wochen nun schnell einer Rhetorik, die versucht, Entschlossenheit zu dokumentieren. Die Äußerungen vieler Notenbankvertreter lassen inzwischen gar eine gewisse Eile und Hektik erkennen, nach der verspäteten Erkenntnis des Inflationsproblems nun doch eine Kurskorrektur vorzunehmen. Das Anfang Januar veröffentlichte Sitzungsprotokoll der Fed könnte den Wendepunkt im Risikoappetit der Märkte (und damit womöglich auch das Hoch im aktuellen Marktzyklus) markiert haben.

Die US-Zinsmärkte preisen für das Jahr 2022, beginnend mit einer Leitzinsanhebung im März, insgesamt vier Zinsschritte und einen Referenzzins von 1,25% zum Jahresende ein. Parallel wird ein Abbau der Fed-Bilanz („Quantitative Tightening“) erwartet. Wenngleich auch mit diesem Pfad die geldpolitischen Bedingungen gesamthaft expansiv bleiben (der reale Zins wird noch lange Zeit deutlich negativ bleiben), bedeutet die Kombination aus steigenden Zinsen und Liquiditätsentzug doch eine merklich monetäre Straffung. Diese Straffung erfolgt in ein Umfeld wirtschaftlicher Verlangsamung hinein und wirkt daher prozyklisch doppelt belastend auf die Märkte.

Kein Wunder also, dass die Kapitalmärkte im Januar verschnupft reagierten. Der unsanfte Entzug der Extradosis billigen Geldes droht den Rausch der Kurssteigerungsparty zu beenden.

Jährliche Änderungsraten der Zentralbankbilanzen



Quelle: Bloomberg; monatliche Daten; Zeitraum 31.12.2019 - 31.12.2021

Die EZB wird sich 2022 wohl noch nicht zu Zinsschritten durchringen können. In Anbetracht der auch in Euroland hohen Inflation wäre eine Normalisierung zwar dringlich geboten, doch scheint der EZB-Rat – wie wir in der Vergangenheit vielfach dargelegt hatten – primär andere Ziele als die Geldwertstabilität zu steuern. Die politisch erwünschte reale Entschuldung erfordert eine noch lange Zeit fortgesetzte finanzielle Repression, welche auf die europäischen Schuldenberge einwirken soll.

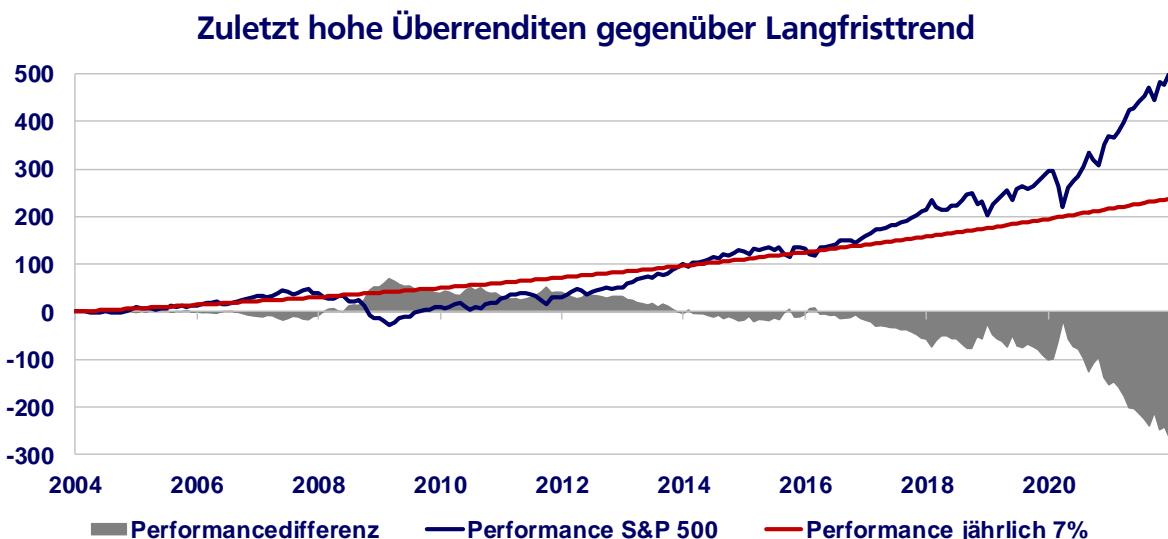
Zwar werden die Notenbanker um Christine Lagarde das Pandemie-Notprogramm (PEPP) im März schlussendlich auslaufen lassen, dafür aber die regulären Ankaufprogramme „boostern“. In Anbetracht der aktuell vorherrschenden Teuerung ist eine solche Aufstockung sicherlich ein fragwürdiges Signal. Doch auch auf Seiten der EZB war zuletzt ein zaghafter Wandel der Rhetorik hin zu mehr Wachsamkeit gegenüber den Inflationsrisiken, wahrzunehmen. Der starke Preisdruck könnte die Notenbank schließlich doch zwingen, eine schnellere Normalisierung der Zinslandschaft herbeizuführen. Bis auf Weiteres ist die Fed der EZB in ihrem Normalisierungskurs aber meilenweit voraus, woraus sich u.a. der feste US-Dollar gegenüber dem Euro erklärt.

Auf beiden Seiten des Atlantiks werden die Realrenditen noch lange stark negativ bleiben, doch die relative Straffung der geldpolitischen Konditionen gegenüber den ultraexpansiven Bedingungen der beiden Vorjahre lässt Bremsspuren an den Kapitalmärkten in Form von höheren Zinsen, höheren Risikoaufschlägen und der Rückkehr der Volatilität als kaum vermeidbar erscheinen.

(3) Bewertungen: Je größer die Bewertungsblasen, desto verwundbarer

Die geldpolitische Normalisierung trifft dabei auf besonders verwundbare Märkte, deren Kurse den fundamental gerechtfertigten Bewertungen vielfach weit enteilt sind. Gerade die großen US-Aktienindizes sind zur Perfektion gepreist. Viele Anlageklassen handelten

zuletzt auf Bewertungsniveaus, die an sich nur mit dauerhaft bei Null verankerten Zinsen und dauerhaft ultraexpansiver Geldpolitik erklärbar wären.



Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Quelle: Bloomberg; auf 100 indexierte Wertentwicklung; Zeitraum: 30.01.2004 – 31.12.2021

Vom langfristig erklärbaren Trend haben sich die Bewertungen vieler Aktien deutlich zu weit entfernt. Unverändert gilt die Gesetzmäßigkeit: Die Bewertungen von heute sind die Renditemöglichkeiten von morgen. Historische Muster zeigen den klaren Zusammenhang, wonach attraktive Aktienmarkttrenditen über einen längeren Beobachtungszeitraum nur von vertretbaren Einstandsbewertungen aus möglich sind. Umgekehrt sind sehr teure Einstandskurse nahezu eine Garantie für nachfolgend enttäuschende Aktienperformance. So kann geschlussfolgert werden, dass die Überrenditen der letzten beiden Jahre den an sich weiter in der Zukunft liegenden, künftig zu erwartenden Ertrag vorgezogen und bereits vereinnahmt haben. Eine über kurz oder lang nötige Rückkehr zum langfristigen Mittel muss definitionsgemäß mit einer spürbaren Bewertungskorrektur einhergehen.

Diese Aussagen gelten zunächst aber auf Indexebene. Viele (US-)Indizes sind optisch teuer und haben zuletzt eben auch Bewertungsexzeesse erreicht. Die erfreuliche Botschaft lautet: Die Bewertungsexzeesse lassen sich glücklicherweise nur einigen wenigen, aber in den Indizes schwergewichtigen Technologiewerten zurechnen. Die von uns stets gemiedenen „FANG“-Aktien sind dabei prominente Vertreter. Diese sehr teuren Wachstumsaktien aus dem Technologiesektor sind nun besonders korrekturanfällig. Ihre nötige und lang erwartete Bewertungskorrektur könnte eingesetzt haben.

Außerhalb dieser in den letzten Jahren stark nachgefragten Technologie- und Wachstumswerte sind die Bewertungen indes deutlich moderater und weniger auffällig.

Aktien sind daher in stark unterschiedlichem Maße teuer. Auf Basis vertretbarer Fundamentaldaten erworbene Dividendenpapiere dürften vom Ausmaß einer allgemeinen Bewertungskorrektur am Markt besser abgeschirmt sein als die umjubelten Wachstumswerte, die zum Post-Covid Konsenstrade geworden waren.

Gesamthaft nimmt in Zeiten steigender Zinsen das Rückschlagspotential für Aktien zu. Der Entzug des monetären Rückenwinds erhöht die Korrekturanfälligkeit aller risikonaher Anlageklassen. Innerhalb dieser Segmente dürften sich auf relativer Basis eher defensive Strategien vergleichsweise besser entwickeln.

US-Zinssteigerungszyklen und korrespondierende Bewertungskorrekturen

| Beginn Zyklus | Ende Zyklus | Leitzins Beginn | Leitzins Ende | Leitzins Diff. | S&P 500 KGV Beginn | S&P 500 KGV Ende | S&P 500 KGV Korrektur |
|---------------|-------------|-----------------|---------------|----------------|--------------------|------------------|-----------------------|
| Mrz. 1972 | Jul. 1974 | 3,50 | 13,00 | +9,50 | 19,65 | 10,38 | -47,2% |
| Dez. 1976 | Jun. 1981 | 4,75 | 20,00 | +15,25 | 11,18 | 8,89 | -20,5% |
| Mai 1983 | Okt. 1984 | 8,50 | 11,75 | +3,25 | 12,65 | 10,01 | -20,9% |
| Dez. 1986 | Jun. 1989 | 5,88 | 9,75 | +3,87 | 16,93 | 12,86 | -24,0% |
| Feb. 1994 | Jul. 1995 | 3,00 | 6,00 | +3,00 | 22,98 | 16,44 | -28,5% |
| Jul. 1999 | Feb. 2001 | 4,75 | 6,00 | +1,25 | 30,29 | 24,47 | -19,2% |
| Jul. 2004 | Sep. 2007 | 1,00 | 5,25 | +4,25 | 19,47 | 16,52 | -15,2% |
| Dez. 2015 | Aug. 2019 | 0,25 | 2,50 | +2,25 | 18,09 | 19,29 | +6,6% |
| | | | | | | Ø | -21,1% |

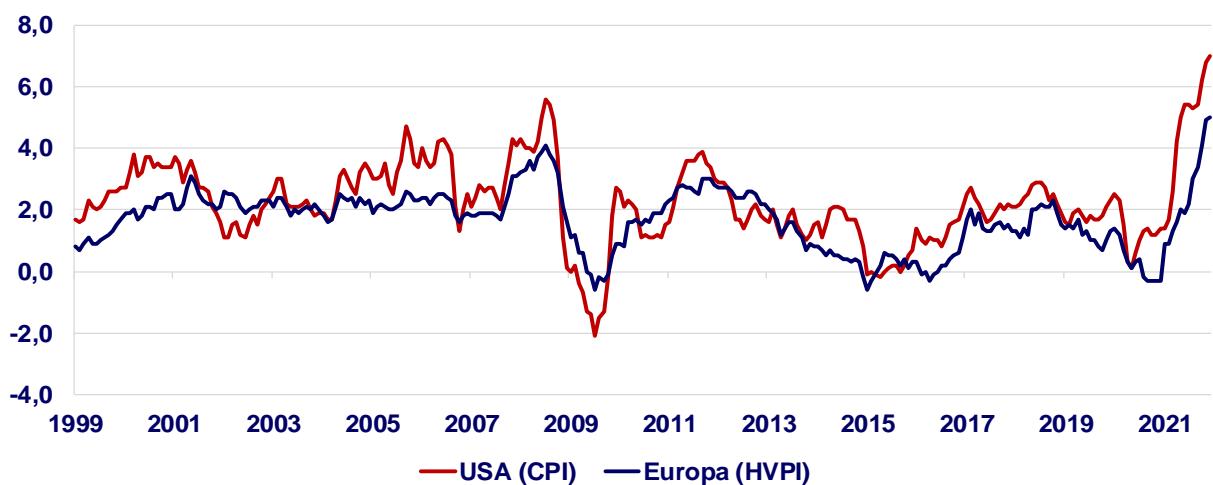
Quelle: Bloomberg; Zeitraum: 01.01.1971 – 21.01.2022

(4) Die Inflationsdynamik bleibt hoch: Welche Effekte sind temporär, welche sind strukturell?

Bereits im Sommer 2020 hatten wir darauf hingewiesen, dass sich erhebliche Inflationsrisiken aufbauen und die Versicherung des Anlageportfolios mit inflationskorrelierten Instrumenten sinnvoll ist. Tatsächlich haben sich Anlagestrategien mit hohem „Inflationsbeta“ über die letzten 18 Monate herausragend entwickelt. Sie konnten den über diesen Zeitraum hinweg erlittenen Kaufkraftverlust vielfach zuverlässig ausgleichen.

Nun scheint es, dass die Inflationsraten zunächst ihre zyklischen Höchststände erreicht haben könnten. In den USA sprang die Teuerung auf 7,0%. In Deutschland lag sie im Dezember 2021 bei 5,3%, dem höchsten Wert seit 1992, nachdem sie im Dezember 2020 noch bei -0,3% notiert hatte.

Inflation USA & Europa in %



Quelle: Bloomberg; jährliche Veränderungsraten; Zeitraum: 31.01.1999 – 31.12.2021

Aufgrund der nun hohen Vergleichsbasis vieler Güter und Dienstleistungen scheint eine Rückbildung der Teuerungsraten im Jahresverlauf wahrscheinlich. Bereits lediglich konstante Energiepreise würden ab Mitte des Jahres den Druck aus den Inflationsraten nehmen. Tatsächlich Covid-spezifische Einmaleffekte aus Hotel, Gastronomie und Tourismus laufen ebenso aus wie gewisse Kuriositäten, etwa die Dynamik der Gebrauchtwagenpreise in den USA.

Wie wir im letzten Quartalsbericht gezeigt hatten, sind hohe Inflationsraten entgegen der weitverbreiteten Vermutung, Aktien seien „per se“ ein gut geeigneter Inflations-Hedge, tatsächlich eine Belastung für Aktienmarktbewertungen. Für die Erzielung attraktiver realer Kapitalrenditen ist anhaltend erhöhter Preisdruck ganz generell problematisch.

Daher gilt es, auch sorgfältige Blicke auf Preistreiber zu richten, die möglicherweise nicht nur temporärer Natur sein könnten. Tatsächlich scheint eine ganze Reihe von Preissteigerungen einer strukturellen Verfestigung zu unterliegen: Die Nachwirkungen der unnötigen fiskalischen und monetären Überstimulierung werden noch eine ganze Zeit benötigen, bis sie im Wirtschaftskreislauf verarbeitet sind. Rekordhohe Import-, Produzenten- oder Großhandelspreise kommen erst mit erheblichem Zeitverzug in den Inflationsraten an. In Deutschland etwa lagen die Erzeugerpreise zuletzt bei +24,2% im Jahresvergleich, was dem höchsten jemals gemessenen Wert seit Datenaufzeichnungsbeginn 1949 entsprach!

Gerade in den USA erzeugt die Knappheit von Arbeitskräften anhaltenden Lohndruck. Die Gefahr von Lohn-Preis-Spiralen ist gegeben. Während der Konzern Amazon im Mittel Einstiegsgehälter von 18 US-Dollar pro Stunde zahlt, finden sich in einfachen Servicetätigkeiten selbst mit Einstiegsprämien oft keine Mitarbeiter mehr.

Ein zunehmend in den US-Verbraucherpreisen sichtbarer Preistreiber sind die Wohnkosten. Die extremen Preissteigerungen bei Immobilien (zuletzt bei Jahressteigerungsraten von bis zu 20%, ohne dass zuvor starke Preisrückgänge wie 2006-2008 vorherrschten) schlagen nun voll auf die im Verbraucherpreisindex hoch gewichteten kalkulatorischen Mieten der Hauseigentümer durch. Dieser Effekt unterliegt typischerweise einem Zeitverzug von 12-18 Monaten, sodass auch über die kommenden Monate hinweg mit weiter steigendem Preisdruck aus den Immobilienpreisen gerechnet werden muss. Die Vermögenspreisinflation kommt damit in der Verbraucherpreisinflation an. In Europa ist dieser Effekt aufgrund der statistischen Nichtberücksichtigung in der Inflationsmessung zwar formal nicht vorhanden, dennoch erleiden sowohl Immobilienkäufer als auch Mieter natürlich einen fortgesetzten Kaufkraftverlust.

Neubaukosten, sowohl im privaten wie auch im gewerblichen Bereich, sind speziell in Europa einer nahezu garantierten Hochinflation ausgesetzt. Weiter steigende Preise für Baumaterialien treffen auf Knappheiten und politisch verursachte Regulierungskosten für Energieeffizienz und Klimaauflagen. Diese „grüne Inflation“ für Neubau, Sanierung aber auch in der Industrie, dem Verkehrs- und dem gesamten Energiebereich, ist struktureller Natur und dürfte sich gar noch beschleunigen. Die steigende CO2-Bepreisung hält den Inflationsdruck hoch. Jahrelange Unterinvestitionen bei Öl und Gas verknappen künftig vorhersehbar das Angebot, bei gleichzeitig weiter steigendem Bedarf. Immense Kosten für Netzaus- und Umbau verteuern die Energie für den Endabnehmer weiter.

Die anhaltend hohen Energiepreise sind zusätzlich ein Konsum- und Wachstumshemmnis. Ungeplante Mehrkosten, die Unternehmen und Verbraucher für Strom und Gas aufwenden müssen, stehen nicht für anderweitige Investitionen zur Verfügung. Für energieintensive Unternehmen – und damit viele Branchen der deutschen Industrie – sind die Preisexplosionen existenzgefährdend. In vielen Fällen werden dauerhaft hohe Energiepreise zur Abwanderung der Produktion ins Ausland führen. Unternehmen, die Kriege und Krisen überlebt haben, sehen ihr Geschäftsmodell durch die Fehlentwicklungen im Energiebereich nun plötzlich in Frage gestellt.

So werden sich im Standortwettbewerb ESG-, Klima- und Energieregulierungen künftig wohl stärker an den Realitäten messen lassen müssen. Exemplarisch wurden die Folgen von Energieknappheit im letzten Jahr in China sichtbar: Der Versuch, die ambitionierten Emissionsziele mit einer schnelleren Reduzierung von Kohle im Energiemix zu erreichen, resultierte in weitflächigen Stromabschaltungen und Stromausfällen, die wiederum spürbare Produktionsausfälle zur Folge hatten.

Wenn Energie für viele Menschen zum Luxusgut wird, zeigen die Preise – gemäß ihrer Funktion in einer Marktwirtschaft – das Nichtfunktionieren des gewählten Ansatzes auf. Die derzeit politisch vorherrschende Reaktionsfunktion – speziell in Europa – ist aktuell aber noch nicht auf ein Überdenken der Strategien gerichtet, sondern wählt eine Symptombekämpfung mit Steuermitteln. Italien und Frankreich leisten bereits umfangreiche Transferzahlungen an Haushalte als Ausgleich für steigende Energiekosten, in anderen Ländern sind entsprechende Umverteilungszahlungen in Vorbereitung.

Ein Blick in die (Wirtschafts-)Geschichte zeigt jedoch: Die Folgen fehlgeleiteter Interventionen in die Marktpreisbildung mit noch mehr Interventionen korrigieren zu wollen, war stets wiederkehrendes Muster hilfloser Verzweiflungstaten, hatte aber niemals einen nachhaltigen und funktionierenden Problemlösungsbeitrag.

Soll der Umbau des Energiemixes ohne Versorgungsengpässe, Kostenexplosionen, Deindustrialisierung, ohne Rohstoff- und Energiekrisen und ohne soziale Verwerfungen (wie in den jüngsten Unruhen in Kasachstan zu beobachten) erreicht werden, sind vorausschauendere Ansätze gefragt. Weder die Installierung einer wachstumshemmenden Verzichtsmentalität noch die Abschaffung marktwirtschaftlicher und rechtsstaatlicher Grundprinzipien werden dabei Erfolgsrezepte sein.

In jedem Fall bleibt die Rohstoffnachfrage hoch: Netzausbau, Elektrifizierung und Ausbau von Wind- und Solarkapazitäten bedürfen gigantischer Mengen an Kupfer, Aluminium, Eisenerz, Nickel oder Silber. Die Nachfrage nach Industriemetallen bleibt auf Jahre hin gut unterstützt. Für deren Förderung wiederum wird anhaltend auch eine hohe Nachfrage nach konventionellen Energieträgern vorhanden sein.

Entwicklung Düngerpreis Westeuropa in US-Dollar



Hinweis: Zahlenangaben beziehen sich auf die Vergangenheit. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen. Quelle: Bloomberg; Western Europe Ammonia CFR Sport Price; Zeitraum 25.01.2017 - 25.01.2022

Gleiches gilt für die landwirtschaftliche Produktionskette. Aus den Niederlanden oder Spanien mehrten sich 2021 Berichte, wonach Gewächshäuser aufgrund der gestiegenen Heizkosten (sie werden mit Erdgas beheizt) nicht mehr profitabel betrieben werden konnten. Die resultierenden Produktionsausfälle zeigten sich schnell in steigenden Obst- und Gemüsepreisen in den Supermarktregalen. Ein indirekter Effekt besteht bei den Düngerpreisen. Die Herstellungskosten von Stickstoffdünger hängen wesentlich am Erdgaspreis. Die explodierenden Gaspreise veranlassten u.a. Yara, einen der weltweit größten Düngerproduzenten, 40% der Kapazitäten stillzulegen. Die stark gestiegenen Verkaufspreise für Dünger werden in das Jahr 2022 hinein fortwirken. Sie verteuern direkt die Produktionskosten der Landwirte. Wird alternativ weniger Dünger eingesetzt, geht die Rationierung zu Lasten der Ernteerträge und/oder der Erntequalität. Der Druck auf die Lebensmittelpreise bleibt folglich hoch.

Ein weiterer persistenter Effekt der Inflation lässt sich aus den Importpreisen aus China identifizieren: Die Zeiten, in denen China anhaltend Deflation in die Welt exportierte, sind vorbei. Stark steigende Löhne, Arbeitskräfteknappheit, massiv gestiegene Containerfrachtraten und die Aufwertung des Wechselkurses (der chinesische Renminbi gewann von Mitte 2020 bis Ende 2021 ca. 10% an Wert gegenüber dem Euro) verteuern chinesische Einfuhrgüter deutlich. China wird zum Exporteur von struktureller Inflation. Um die Abhängigkeiten gegenüber chinesischen Vorprodukten zu reduzieren, treiben viele westliche Unternehmen inzwischen eine Repatriierung („Onshoring“) der Lieferketten und Vorproduktion voran. Auch diese Entwicklungen der Deglobalisierung sind dauerhaft preistreibend.

BKC Treuhand Portfolio

Das BKC Treuhand Portfolio blickt auf eine insgesamt robuste Wertentwicklung im Jahr 2021 zurück. Der Fonds erreichte einen Gesamtertrag von 5,07%. Für das Geschäftsjahr 2021 erfolgt zum 15.02.2022 die Ausschüttung in Höhe von 1,75 Euro je Anteil für die I-Tranche (Vorjahr: 1,72 Euro) und 1,62 Euro je Anteil für die S-Tranche (Vorjahr 1,60 Euro).

Der Fonds profitierte im Vorjahr recht stark vom anlageklassenübergreifenden Reflations-Trade. Gerade im 4. Quartal lieferten stark inflationsreagible Portfoliobausteine einen nennenswerten Performancebeitrag. Die Entscheidung zugunsten inflationsgeschützter Anleihen schirmte das Rentenportfolio in den letzten Monaten gut von Zinssteigerungsdruck und anziehenden Inflationsraten bzw. Inflationserwartungen ab. Auch zahlreiche Anleihen aus den Schwellenländern, die üblicherweise im Umfeld zunehmender Wachstums- und Inflationserwartung profitieren können, steuerten gerade unter von Zinssteigerungsdruck geprägten Marktbedingungen wertvolle Beiträge bei.

Unsere Edelmetallpositionen generierten im Schlussquartal ebenfalls Wertzuwächse. Gold sah sich zuletzt vermehrt dem Vorwurf ausgesetzt, an sich optimale Bedingungen (Inflationsdruck, negative Realzinsen, extreme Geldpolitik, hohe und steigende globale Verschuldung, usw.) nicht in entsprechende Performance ummünzen zu können. In US-Dollar betrachtet verbuchte der Goldpreis 2021 tatsächlich leichte Verluste. Darin begründet liegt bereits ein Teil der Erklärung für die vermeintliche Schwäche. Gold weist, wie so ziemlich alle Rohstoffe, eine negative Korrelation zum Dollar auf. Der sehr feste Dollar belastete folglich auch den Preis des Edelmetalls. In Euro gerechnet legte der Goldpreis 2021 hingegen +3,51% zu. Er blieb damit zwar deutlich hinter der Performance der Vorjahre (2020 +14,9%, 2019 +21,0%) zurück. Die Preisbewegungen dieser Jahre hatten aber wohl auch schon einiges der 2021 dann wirksam gewordenen Marktbedingungen vorweggenommen. Für das spezifische Verhalten des Goldpreises auf die kurze Sicht gibt es keine Garantien (außer des stabilen und eigenständigen Nutzens der geringen Korrelation zu anderen Portfoliobestandteilen), auf die lange Sicht aber zeigt Gold die begehrte Fähigkeit, Anlegern den durch Geldmengenausweiterungen erlittenen Kaufkraftverlust zuverlässig auszugleichen. Seit Einführung des Eurobargelds vor 20 Jahren konnte Gold gegenüber dem Euro im Schnitt ca. 10% p.a. aufwerten.

Auch im Aktienportfolio zählten im Schlussquartal 2021 wenig überraschend inflationssensitivere Werte und Geschäftsmodelle mit gegenüber Inflation unempfindlichen Margen und hoher Preissetzungsmacht zu den Outperfomern. Relative Stärke war besonders bei unseren Aktienpositionen im Grund- und Rohstoffbereich (Louisiana-Pacific, Boliden, Carlisle, Fortescue) auszumachen, wie auch bei ausgewählten Industriewerten.

Portfoliosicherungsinstrumente und langlaufende nominale Anleihen verzeichneten im 4. Quartal 2021 negative Performancebeiträge.

Taktische Asset Allocation BKC Treuhand Portfolio

| Assetklasse | Neutrale Gewichtung | Aktuelles Gewicht |
|---------------------|---------------------|-------------------|
| Renten | 70,0% | 52,6% |
| Aktien | 15,0% | 19,0% |
| Alternative Anlagen | 15,0% | 28,4% |

Stand: 25.01.2022

Nach vorne blickend wandelt sich die Risikolandschaft für die Kapitalmärkte. Positiv zu werten ist, dass die Welt mehrheitlich zur Post-Covid-Normalität übergeht. Die Märkte erwarten zunehmend einen verhältnismäßigeren Umgang der Politik mit Corona, was auch daran abzulesen ist, dass neuerliche Inzidenz-Wellen kaum mehr in der Lage sind, nennenswerte Marktbewegungen auszulösen. Während einige Länder (wie etwa

Australien oder Deutschland) mit ihren Corona-Maßnahmen noch „behind the curve“ zu sein scheinen, und gerade die chinesische „Zero-Covid“ Politik bei regionalen Infektionsfällen auch weiterhin immer wieder für Störungen der globalen Lieferketten sorgen kann, sehen die Märkte die Gefahr neuerlicher Lockdowns als gering und richten sich in den meisten Regionen auf ein Pandemieende ein.

Demgegenüber müssen die Märkte den nachlassenden Rückenwind der fiskal- und geldpolitischen Stimulierung verarbeiten. Das im S&P 500 am 3. Januar markierte Allzeithoch könnte für längere Zeit das letzte zwischenzeitliche Hoch im aktuellen Kapitalmarktzyklus gewesen sein. Die heftigen Marktkorrekturen im Januar 2022 wurden verstärkt durch geopolitische Sorgen aus der Ukraine-Krise. Jedes Zeichen einer Deeskalation des Konflikts dürfte diese zusätzliche Risikoprämie auch zügig wieder auspreisen („politische Börsen haben kurze Beine“). Dennoch wohnt der alten Börsenweisheit „Wie der Januar, so das Jahr“ oftmals Wahrheit inne. Wir erwarten in jedem Fall, dass sich Anleger auf die Rückkehr erhöhter Volatilität einstellen müssen. Die völlig sorgenfreien Bedingungen des Jahres 2021 laufen aus, sie entsprechen aber auch nicht der Norm.

Es ist zu erwarten, dass Marktverhalten und tatsächliche Straffungsschritte der US-Notenbank einander gegenseitig bedingen. Die Marktreaktion im Januar 2022 ist bereits als Feedback auf die von der Fed gesetzten Erwartungen zu verstehen. Die Notenbank kann den Protest der Märkte als Zeichen werten, dass vier Zinsanhebungen parallel zur bilanziellen Straffung nicht verkraftbar sind. Ausufernder Marktstress würde die Fed dazu bewegen, ihre Zinsanhebungspläne zu revidieren und – wie 2018 – die angestrebte Normalisierung der geldpolitischen Bedingungen abzubrechen. Dennoch erwächst auch aus den dann verbleibenden Zinssteigerungen in vielen Kapitalmarktsegmenten erhebliches Rückschlagspotential für aufgeblähte Bewertungen und Vermögenspreise

Aus dieser Betrachtung heraus kann ein etwas defensiverer Investmentansatz im neuen Jahr zunächst ratsam sein. Im Aktienbereich schützt eine weniger zyklische Ausrichtung vor Korrekturen, im Rentenportfolio ist die Bevorzugung guter Bonitäten eine Möglichkeit, ansteigenden Risikoaufschläge zu begegnen. Ein wesentlicher Teil des Portfolios bleibt in alternativen Anlagen investiert, die eine größere Unabhängigkeit gegenüber möglichen Bewertungskorrekturen innerhalb der traditionellen Anlageklassen bieten.



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

Video: Wie schützen wir Anleger vor der „organisierten Inflation“? (BKC)

Jahresrückblick 2021 & Ausblick auf das Kapitalmarktjahr 2022 sowie Erläuterung zentraler Bausteine der aktuellen Anlagestrategie mit Bernhard Matthes, CFA, Bereichsleiter BKC Asset Management und verantwortlicher Fondsmanager des BKC Treuhand Portfolios.

[Vortragsfolien als PDF-Datei](#)

[Aufzeichnung des Vortrags auf YouTube](#)



Video: Produktcheck BKC Treuhand Portfolio (FUCHS-Kapital)

„Sicherheit und Nachhaltigkeit sind zwei zentrale Versprechen des BKC Treuhand Portfolio Fonds. Der Mischfonds der Bank für Kirche und Caritas ist speziell für Stiftungen konzipiert, nun aber auch für Privatanleger zugänglich. FUCHS-Kapital hat ihn sicher näher angesehen. Wie investiert der Fonds? Wie schlägt er sich dabei? Und für welchen Anlegertyp ist er interessant? Die Antworten darauf hat Stefan Ziermann, Chefredakteur des Börsenbriefes FUCHS-Kapital, im Gespräch mit dem Wirtschaftsjournalisten Wolfgang Böhm.“

Fazit:

„Der "Flaggschiff"-Fonds der Bank für Kirche und Caritas erfreut sich nicht umsonst bei Stiftungen großer Beliebtheit. Auch Privatanleger, die einen langen Anlagehorizont mitbringen, Sicherheit und ethische Investments schätzen, kommen hier auf Ihre Kosten.“

FUCHS KAPITAL

[Video auf YouTube](#)





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 erwerbar 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: | 0,71% | 0,71% | 0,71% |

* 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: +5,08% / +4,58% / +14,61% / +12,91% / +46,44%

Quelle: Universal Investment; Stand: 31.12.2021

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
- 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 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 Werbemittelung 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 Fondsselektor unter <https://fondsfinder.universal-investment.com/de/DE/Funds> erhältlich.