QC • PARTNERS QuartalsUpdate

INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

***Mai* 2021 – August 2021 | Märkte 2021 - "Die Hausse stirbt in der Euphorie"** **15. August 2021**

Die vergangenen drei Monate seit dem letzten Quartalsbericht hatten in allen Assetklassen starke Bewegungen zu bieten.

Aktienmarkt

Die weltweiten Aktienmärkte waren in diesem Zeitraum von extremen Divergenzen geprägt. Aber der Reihe nach.

Aktienmarkt (1): USA

Jenseits des Atlantiks eilen die Aktienindizes weiterhin von Allzeithoch zu Allzeithoch. Besonders beeindruckend ist diese Entwicklung bei den Big-Caps sowie den Technologie-Werten. Der US-Leitindex S&P 500, der von den US-Technologieriesen dominiert wird, hat seit Jahresanfang fast 19 % zugelegt. Noch viel beeindruckender ist, dass er damit 32 % über seinem Allzeithoch aus der Vor-Covid-19-Ära notiert. Und dieses ist gerade mal 1 ½ Jahre alt.

Abb. 1: S&P 500: Kursentwicklung; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Die Technologieindex NASDAQ 100 wird mittlerweile 56 % über seinem Vor-Pandemie-Rekord gehandelt. Die Ursache für diese fulminante Kursentwicklung ist im Wesentlichen bei der Entwicklung der Unternehmensgewinne zu finden. Im Fall des S&P 500 übertreffen die Gewinne der im Index-enthaltenen Unternehmen ihren-Vor-Krisen-Rekord aktuell um 9 %.

Abb. 2: S&P 500: Gewinn pro Aktie; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Bei den Technologieunternehmen des NASDAQ 100 liegen die Gewinne aktuell 30 % höher als vor der Krise.

Aktienmarkt (2): Europa

Im Windschatten der US-Indizes ist auch der DAX auf ein neues Rekordhoch geklettert. Erstmals in seiner Historie hat der DAX temporär die Marke von 16.000 Punkten überschritten.

Abb. 3: DAX: Kursentwicklung; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Das ist gleichbedeutend mit einem Plus von gut 16 % seit Jahresbeginn. Seinen Vor-Covid-19-Rekord übertrifft der DAX damit ebenfalls um 16 %. Bei der Gewinnentwicklung müssen wir hier jedoch feststellen, dass die DAX 30-Unternehmen zwar wieder genau so profitabel arbeiten wie vor der Pandemie. Einen Gewinnanstieg über den historischen Rekord hinaus gibt es bislang jedoch nicht zu vermelden.

Abb. 4: DAX: Gewinn pro Aktie; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Werfen wir an dieser Stelle einen Blick über Deutschland hinaus und schauen auf die gesamte Eurozone. Die Erträge der 50 im DJ EUROSTOXX 50 gelisteten Unternehmen liegen trotz einer rasanten Erholung noch immer 18 % unter ihrem Wert aus dem Jahr 2018.

Abb. 4: DJ EUROSTOXX 50: Gewinn pro Aktie; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Im Vergleich zu den Rekordgewinnen aus dem Jahr 2008 verdienen die Unternehmen hier noch immer 48 % weniger. Und dennoch steht der Index lediglich 7 % niedriger als im Jahr 2007.

Auch außerhalb der Eurozone ist die Aufholung des Gewinneinbruches noch nicht abgeschlossen. Die Gewinne der Unternehmen aus dem britischen FTSE 100 sind aktuell 18 % niedriger als 2018 und 31 % niedriger als 2007.

Abb. 5: FTSE 100: Gewinn pro Aktie; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Aktienmarkt (3): Asien

Ein ganz anderes Bild ergibt ein Blick auf die Entwicklung der Aktienindizes in Hong Kong und China. Ausgelöst durch chinesische regulatorische Eingriffe bei Firmen im Bildungs- und Technologiesektor warfen Anlegerinnen und Anleger ihre chinesischen Aktien auf den Markt und lösten dadurch einen massiven Ausverkauf aus. In der Folge wurde der Hang Seng China Enterprise Index temporär 29 % unter seinem Jahreshoch aus dem Februar gehandelt.

Abb. 6: HSCEI: Kursentwicklung; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Selbst auf dem Höhepunkt der Covid-19 Pandemie wurde der Hang Seng China Enterprise Index nur an 2 Handelstagen noch schwächer gehandelt.

Gleichzeitig kletterte der zugehörige Volatilitätsindex, der HSCEI Volatility Index, bis auf 43 Punkte. Das ist gleichbedeutend mit einem Anstieg um 160 % seit Ende Juni und dem höchsten Stand seit der Pandemie.

Abb. 7: HSCEI Volatility Index: Kursentwicklung; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Der Hang Seng Index kam mit einem Minus von 21 % relativ zum vorherigen Jahreshoch ebenfalls stark unter Druck. Die positive Gewinndynamik konnte den Absturz dabei nicht verhindern.

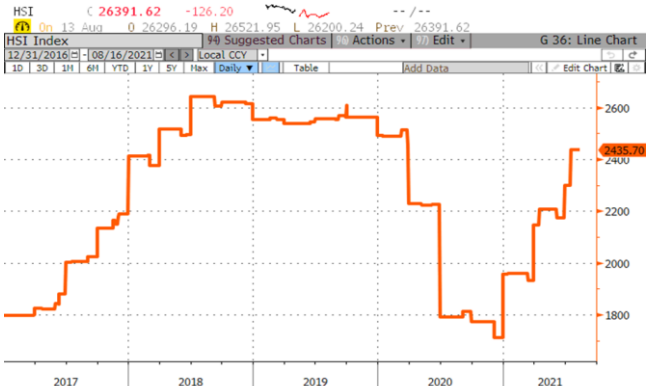

Abb. 8: Hang Seng Index: Gewinn pro Aktie; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Dieser starke Einbruch führte dazu, dass der Hang Seng Index temporär unter seinem Buchwert gehandelt wurde. Der aktuelle Indexstand des Hang Seng China Enterprise Index liegt noch immer unter dem aggregierten Buchwert der Indexmitglieder.

Abb. 9: HSCEI: Kurs/ Buchwert; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Warnsignale und Risiken

Mit dem fulminanten Anstieg der Aktienindizes in Europa und den USA wird die Zahl der Warnsignale und Risiken jedoch immer größer.

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Risiko (1): Bewertungen

Das erste Warnsignal kommt von der Bewertungsseite. Wie eingangs erwähnt, sind die Aktienindizes deutlich stärker angestiegen als die Unternehmensgewinne. Das führt wiederum dazu, dass die historischen Kurs/ Gewinn-Verhältnisse trotz neuer Rekordgewinne deutlich über ihren historischen Durchschnitten liegen. So liegt das Kurs/ Gewinn-Verhältnis des NASDAQ 100 aktuell bei fast 36.

Abb. 10: NASDAQ 100: Kurs/ Gewinn-Verhältnis; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

In den 5 bzw. 10 Jahren vor der Pandemie lag dieses im Durchschnitt bei 24 bzw. 21. Das illustriert, dass die aktuellen Indexstände nur mit einem deutlichen weiteren Wachstum der Unternehmensgewinne zu rechtfertigen sind. Im Falle einer Stagnation der Gewinne müssten die Aktienmärkte – trotz Rekordgewinnen – fast zwangsläufig korrigieren.

Die Betrachtung anderer Indizes und anderer Bewertungskennzahlen führt zum selben Ergebnis. Beim DJ EUROSTOXX 50 ist das Kurs/ Buchwert-Verhältnis so teuer wie zuletzt vor 19 Jahren.

Abb. 11: DJ EUROSTOXX 50: Kurs/ Buchwert; 31.12.2000 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Risiko (2): implizite Volatilität

So wie die Aktienindizes in den USA und Europa zuletzt kontinuierlich nach oben gelaufen sind, sind die Volatilitätsindizes kontinuierlich nach unten gelaufen. Mit 16 Volatilitätspunkten hat der VDAX NEW, der Volatilitätsindex des DAX, exakt das Niveau erreicht, das er auch unmittelbar vor dem Ausbruch der Pandemie hatte.

Abb. 12: VDAX NEW: Kursentwicklung; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Zunächst bedeutet ein niedriger Stand des Volatilitätsindex, dass die Anlegerinnen und Anleger mit einer Fortsetzung des ruhigen und schwankungsarmen Handels rechnen – zumindest für die kommenden 30 Kalendertage. Spannend ist jedoch der Blick über diesen 30-tägigen Prognosezeitraum des Volatilitätsindex hinaus. Bleiben wir hier beim DAX und vergleichen die implizite Volatilität für den kurzen Zeitraum von einem Monat mit der impliziten Volatilität für einen längeren Zeitraum von einem Jahr.

Abb. 13: DAX: implizite Volatilität 1 Jahr – 1 Monat; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Die Volatilitätsstrukturkurve ist hier aktuell so steil wie zuletzt vor mehr als vier Jahren. Das bedeutet, Optionshändler rechnen mit einer deutlichen Zunahme der Schwankungen und einem Ende des ruhigen Marktes. Genau so spannend ist ein Blick auf die Schiefe der DAX-Volatilitätsstrukturkurve. Vergleichen wir hier bei einer Laufzeit von 6 Monaten die implizite Volatilität einer Option mit einem Basispreis auf dem aktuellen Kursniveau mit der impliziten Volatilität einer Option mit einem Basispreis 40 % unterhalb des aktuellen Kursniveaus. Optionen mit solch niedrigen Basispreisen werden typischerweise als Absicherung gegen starke Kursverluste eingesetzt. Aktuell muss für diese Option mit niedrigem Basispreis ein Volatilitätsaufschlag von 23 % bezahlt werden.

Abb. 14: DAX: implizite Volatilität 6 Monate 60% – 6 Monate 100%; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Das ist der höchste Aufschlag seit 11 Jahren. Im Durchschnitt der vergangenen 10 Jahre war dieser Aufschlag ein Drittel niedriger. Wenn Profi-Anlegerinnen und Anleger bereit sind, für ihre Absicherung gegen fallende Kurse einen so hohen Aufschlag zu bezahlen, dann rechnen sie mit deutlichen Turbulenzen an den Märkten.

Risiko (3): Sentiment

Trotz der Rekordjagd ist das Sentiment auf dem Parkett weiterhin äußert positiv. Die Erwartung weiterer Kursgewinne ist praktisch Konsens. Eine Auswertung von Bloomberg zeigt, dass der Anteil der Kaufempfehlungen beim STOXX Europe 600 den höchsten Stand seit dem Jahr 2011 erreicht hat, beim S&P 500 sogar den höchsten Stand seit dem Jahr 2002.

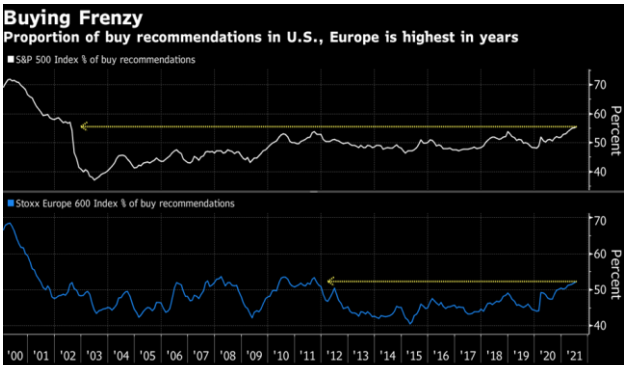

Abb. 15: Anteil der Kaufempfehlungen; 01.01.2000 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Solch hohe Werte sind Ausdruck purer Euphorie. Ein alte Börsenweisheit sagt hierzu: „Die Hausse stirbt in der Euphorie“

Risiko (4): Börsenumsätze

Zuletzt wurden DAX-Rekorde häufig an Tagen mit extrem niedrigen Börsenumsätzen erreicht. Dies könnte ein Signal dafür sein, dass es auf dem aktuell hohen Kursniveau nur noch eine geringe Zahl an kaufwilligen Investorinnen und Investoren gibt. Man darf, ja man muss hier die Frage stellen, ob sich die Kurse möglicherweise nur so weit oben halten können, weil es zuletzt eben noch weniger Verkäufer als Käufer gab.

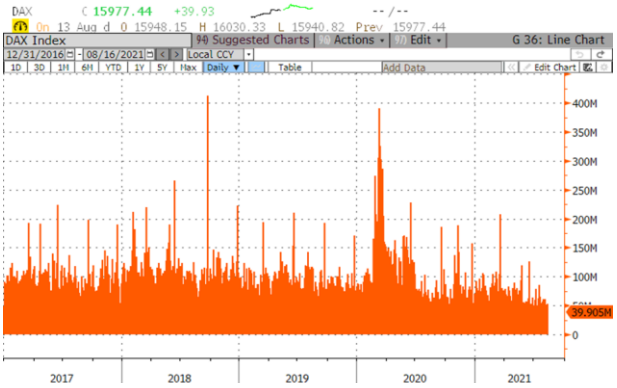

Abb. 16: DAX: Handelsvolumen; 31.12.2016 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Risiko (5): Inflation

Der Preisauftrieb hat sich zuletzt diesseits und jenseits des Atlantiks weiter beschleunigt. In den USA steht bei der Inflationsrate seit drei Monaten eine Fünf vor dem Komma, mit 5,4 % liegt sie nur noch 0,2 % unter dem bisherigen Rekordwert des laufenden Jahrhunderts.

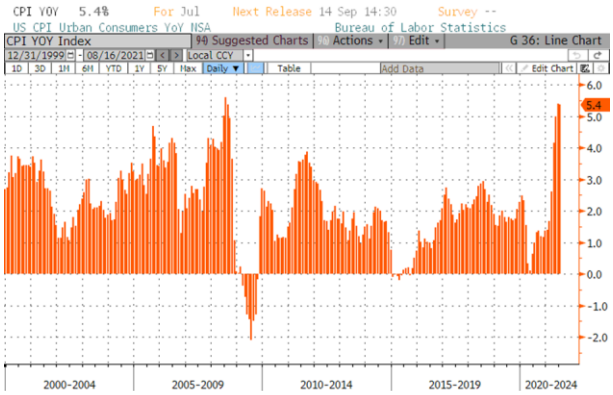

Abb. 17: USA: Inflation; 31.12.1999 – 31.07.2021; Quelle: Bloomberg

Bei den Produzentenpreisen fällt der Anstieg mit 7,8 % noch einmal deutlich höher aus.

In Deutschland hat die Inflation mit einer Jahresrate von 3,8 % zuletzt den höchsten Stand seit dem Jahr 1993 erreicht.

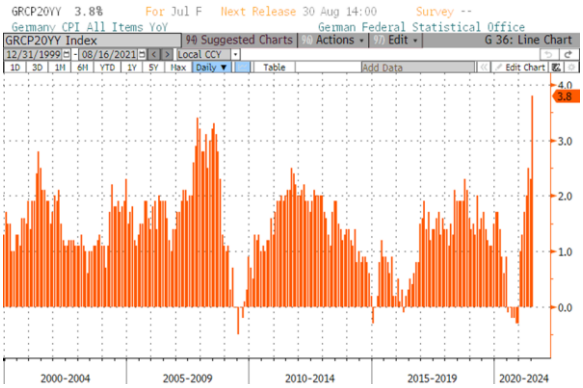

Abb. 18: Deutschland: Inflation; 31.12.1999 – 31.07.2021; Quelle: Bloomberg

In der Eurozone fällt der Anstieg der Inflationsrate bisher schwächer aus.

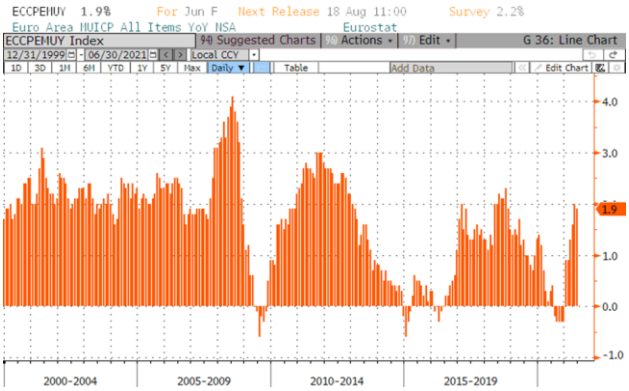

Abb. 19: Eurozone: Inflation; 31.12.1999 – 31.07.2021; Quelle: Bloomberg

Trotz dieser Werte sind die Anlegerinnen und Anleger zuletzt komplett auf die Linie der Notenbanken eingeschwenkt und betrachten die die aktuell hohen Inflationsraten als temporäres Phänomen. Anders ist der Rückgang der Staatsanleihen-Zinsen auf beiden Seiten des Atlantiks in den vergangenen Wochen nicht zu erklären. Und dieser Rückgang ist bei längeren Laufzeiten am stärksten ausgefallen. Die Renditen 30-jähriger US-Staatsanleihen sind in der Spitze um 0,7 % gefallen und haben damit ihren Anstieg dieses Jahres zum großen Teil zunichte gemacht.

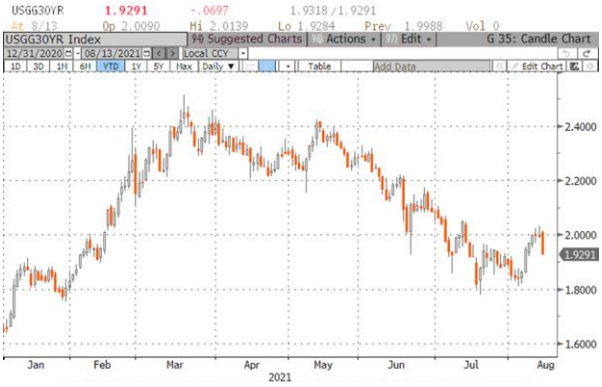

Abb. 20: USA: Rendite 30-jähriger Staatsanleihen; 31.12.2020 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

In Deutschland ist die Rendite 30-jähriger Bundesanleihen erstmals seit Anfang Februar wieder unter die Null-Linie gefallen. Das ist gleichbedeutend mit einem Rückgang um mehr als ein halbes Prozent.

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Abb. 21: Deutschland: Rendite 30-jähriger Bundesanleihen; 31.12.2020 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg

Während die EZB nach ihrer Strategieänderung eine Inflationsrate im Bereich ihres langfristigen Durchschnittszieles von 2 % entspannt beobachten kann, ist die Situation für die FED eine ganz andere. Je länger die Inflationsrate oberhalb von 5 % steht, desto größer wird der Handlungsdruck auf die FED. Auch innerhalb der Notenbank wird die Tapering-Diskussion zunehmend intensiv geführt. Die Frage ist nicht, ob die Fed mit der Reduzierung der Anleihenkäufe beginnen wird, sondern wann. Von daher kommt sowohl dem diesjährigen Notenbanker-Treffen in Jackson Hole als auch den kommenden FED-Sitzungen eine ganz besondere Bedeutung zu. Angesichts der aktuellen Zinsniveaus am Rentenmarkt und der Bewertungsniveaus am Aktienmarkt muss bezweifelt werden, ob die bevorstehende schrittweise Straffung der Geldpolitik wirklich im Markt eingepreist ist.

Risiko (6): Covid-19, Delta-Welle

Abschließend darf in der ohnehin nicht vollständigen Liste der Risikofaktoren eine noch stärkere und noch schnellere Ausbreitung der Delta-Variante nicht fehlen. Bereits seit Wochen steigen die Covid-19 Fallzahlen wieder stark an. Sollte die Ausbreitung der Delta-Variante erneute Lockdowns oder Grenzschließungen notwendig machen und Lieferketten unterbrechen oder den Konsum einbrechen lassen, könnten das Unternehmensgewinne und Wirtschaftswachstum erneut massiv belasten.

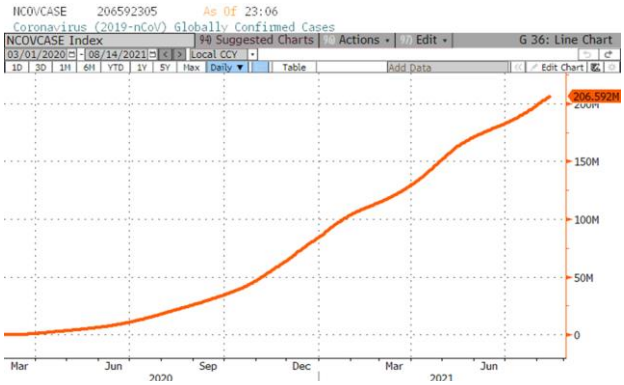

Abb. 22: Globale Covid-19 Fallzahlen; 01.03.2020 – 14.08.2021; Quelle: Bloomberg

Portfolio PremiumIncome

Im Portfolio unseres Publikumsfonds QCP PremiumIncome wurde die antizyklische Allokation sowohl auf der Aktien- als auch auf der Rentenseite fortgesetzt.

Optionsportfolio

Auf der Aktienseite bedeutet dies, dass in Hong Kong die Kombination aus Kurseinbruch und Volatilitätsanstieg zum Aufbau zusätzlicher Collar-Positionen auf den Hang Seng Index sowie den Hang Seng China Enterprise Index genutzt wurde. Dies führte auch dazu, dass Collar-Positionen auf asiatische Indizes in den drei Monaten seit dem letzten Quartalsbericht die höchsten Prämieneinnahmen generierten.

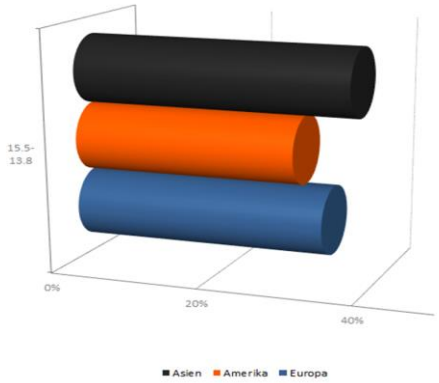

Abb. 23: QCP PremiumIncome, Prämieneinnahme nach Regionen; 15.05.2021 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Dementsprechend bilden Collars auf asiatische Indizes aktuell das größte Gewicht innerhalb des Optionsportfolios.

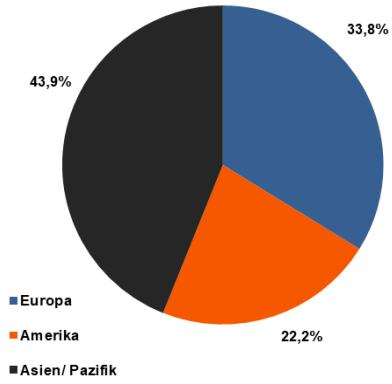

Abb. 24: QCP PremiumIncome, regionale Allokation; Stand 13.08.2021; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Gleichzeitig konnten die Optionsprämien im Portfolio und damit das perspektivische Performancepotential des Fonds durch diese erhöhte Handelsaktivität auf einen neuen Jahres-Höchststand gesteigert werden.

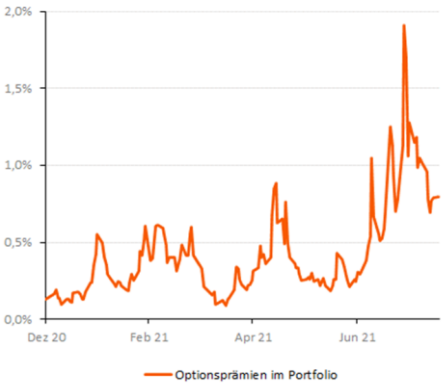

Abb. 25: QCP PremiumIncome, Optionsprämien im Portfolio; 31.12.2020 – 13.08.2021; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Rentenportfolio

Auf der Rentenseite wurden sowohl die durchschnittliche Restlaufzeit als auch die Duration des Rentenportfolios mit den zuletzt stark rückläufigen Zinsen antizyklisch und schrittweise verkürzt. Steuerung der Duration erfolgt weiterhin über das in den letzten Quartalsberichten ausführlich vorgestellte Future-Handelsmodell.
Den Schwerpunkt des Anleihen-Portfolios bilden unverändert Anleihen deutscher Bundesländer.

FREIE HANSESTADT BREMEN	12,29%
FREIE HANSESTADT HAMBURG	11,51%
LAND NORDRHEIN-WESTFALEN	11,28%
LAND NIEDERSACHSEN	9,55%
LAND BERLIN	9,34%

Abb. 26: QCP PremiumIncome, Allokation Anleihen; Stand 13.08.2021; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnung

Wir werden die Schwankungen an den Märkten auch weiterhin für Sie nutzen.

Vielen Dank für das uns entgegengebrachte Vertrauen!

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Ihre Ansprechpartner

Harald Bareit
Geschäftsführender Partner
Telefon: 069/505000 - 671
Mobil: 0172 684 0289
Harald.Bareit@qcpartners.com

Dirk Jung
Director Relationship Management
Telefon: 069/505000 - 674
Mobil: 0172 657 3666
Dirk.Jung@qcpartners.com

Christian Schneider
Senior Relationship Management
Telefon: 069/505000 - 682
Mobil: 0172 748 1972
Christian.Schneider@qcpartners.com

Jasper Gesekus
Relationship Management
Telefon: 069/505000 – 673
Mobil: 0172 637 8241
Jasper.Gesekus@qcpartners.com

Disclaimer: Dieses Dokument wurde mit größter Sorgfalt erstellt. Bei diesen Strategien müssen Anleger bereit und in der Lage sein, Verluste des eingesetzten Kapitals bis hin zum Totalverlust hinzunehmen. Dieser Bericht ist kein Verkaufsprospekt und enthält kein Angebot zum Kauf oder eine Aufforderung zur Abgabe eines Kaufangebots für die vorgestellten Produkte und darf nicht zum Zwecke eines Angebots oder einer Kaufaufforderung verwendet werden. Alleinige Grundlage für den Anteilserwerb sind die Verkaufsunterlagen der Fonds (die aktuellen Verkaufsprospekte, die „Wesentlichen Anlegerinformationen", die aktuellen Jahresberichte und – falls diese älter als acht Monate sind – die aktuellen Halbjahresberichte), die für den QCP Funds – RiskProtect bei der Verwaltungsgesellschaft LRI Invest S.A. (9A, rue Gabriel Lippmann, 5365 Munsbach, Luxembourg; www.lri-group.lu) und für den QCP PremiumIncome bei der Verwaltungsgesellschaft HANSAINVEST, Hanseatische Investment-GmbH (Kapstadtring 8, 22297 Hamburg) kostenfrei angefordert werden können. Sitzstaat des QCP Funds – RiskProtect ist Luxemburg. Sitzstaat des QCP PremiumIncome ist Deutschland. Darüber hinaus können diese Informationen für alle Fonds bei der Informationsstelle in der Bundesrepublik Deutschland (QC Partners GmbH, Goethestraße 10, D-60313 Frankfurt am Main) sowie bei der jeweiligen Informations- und Zahlstelle in Österreich (QCP Funds – RiskProtect: Erste Bank der österreichischen Sparkassen AG, Am Belvedere 1, A-1100 Wien | QCP PremiumIncome: UniCredit Bank Austria AG, Schottengasse 6-8, A-1010 Wien) kostenlos bezogen werden. Performance-Ergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Investmentfonds zu. Insbesondere, wenn sich die Performance-Ergebnisse auf einen Zeitraum von unter zwölf Monaten beziehen (Angabe von Year-to-date-Performance, Fondsauflage vor weniger als 12 Monaten), sind diese aufgrund des kurzen Vergleichszeitraums kein Indikator für künftige Ergebnisse. Ausgabe- und Rücknahmespesen werden in den Performancedaten nicht mitberücksichtigt. In die Zukunft gerichtete Voraussagen und Angaben basieren auf Annahmen. Da sämtliche Annahmen, Voraussagen und Angaben nur die derzeitige Auffassung über künftige Ereignisse wiedergeben, enthalten sie natürlich Risiken und Unsicherheiten. Entsprechend sollte auf sie nicht im Sinn eines Versprechens oder einer Garantie über die zukünftige Performance vertraut werden. Alle Angaben sind ohne Gewähr. Berechnungs- oder Rechenfehler und Irrtum vorbehalten. Die steuerliche Behandlung der Fonds hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Investors ab und kann künftigen Änderungen unterworfen sein. Das durch QC Partners im Rahmen dieses Dokuments betriebene Marketing stellt keine Anlageberatung dar. Das Dokument wird für die persönliche Information des Empfängers mit dem ausdrücklichen, durch den Empfänger anerkannten Verständnis bereitgestellt, dass sie kein direktes oder indirektes Angebot, keine Empfehlung, keine Aufforderung zum Kauf, Halten oder Verkauf sowie keine Aufforderung zur Zeichnung oder zum Erwerb der Fonds darstellt. Die Fonds dürfen weder direkt noch indirekt in den USA vertrieben noch an US-Personen verkauft werden.
Wir haben uns verpflichtet, den ethischen Standesrichtlinien und Grundsätzen des CFA Instituts zu folgen.

Quellen
Grafiken 1-27: Bloomberg
Grafiken 23-26: Bloomberg & eigene Berechnungen

QC • PARTNERS
INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT