



# QC • PARTNERS *QuartalsUpdate*

INNOVATION.VALUE.RISKMANAGEMENT

Februar 2023 – Mai 2023 | Märkte 2023 – “Weiter nach oben – aber wie lange noch?”

15. Mai 2023

Die drei Monate seit dem letzten Quartalsbericht waren am Aktienmarkt turbulent und erfreulich zugleich.

## Rückblick

Der DAX erreichte eine Serie an neuen Jahreshochs und näherte sich seinem Allzeithoch aus dem November 2021 bis auf 2% an. Für einen temporären Rückgang um 8% sorgte die Bankenkrise, die mit der Pleite der Silicon Valley Bank und der Übernahme der Credit Suisse durch die UBS Mitte März ihren Höhepunkt fand.



Abb. 1: DAX; 30.12.2021 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg

Dabei fielen die zeitweisen Rückgänge bei anderen Indizes teils deutlich höher aus. Der britische FTSE 100 wurde im März gut 10% unterhalb seines Jahreshochs gehandelt.

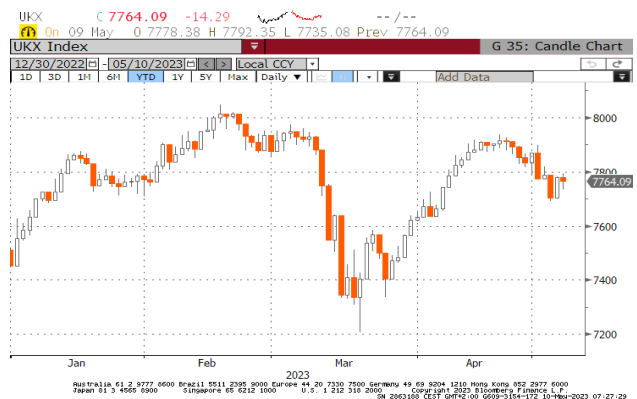


Abb. 2: FTSE 100; 30.12.2021 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg

In den USA fiel der Leitindex S&P 500 9% unter sein Jahreshoch.



Abb. 3: S&P 500; 31.12.2021 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg

Beim Small- und Mid-Cap Index Russell 2000, bei dem Finanzwerte mit 15% um 1% höher gewichtet sind als beim S&P 500, summierte sich der Drawdown vom Jahreshoch in der Spitze auf 16%.



Abb. 4: Russell 2000; 30.12.2021 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg

Am höchsten fiel der Drawdown mit -18% einmal mehr beim Hang Seng China Enterprise Index aus.



Abb. 5: Hang Seng China Enterprise Index; 30.12.2021 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg

**Ausblick und Risiken**

Den Schwerpunkt des aktuellen Quartalsberichts soll jedoch nicht die Betrachtung der Vergangenheit bilden. Im Fokus soll die Frage stehen, ob die aktuellen und bei einigen Indizes sehr hohen Kursniveaus angesichts der wirtschaftlichen Situation gerechtfertigt sind oder ob sich die Aktienmärkte von der wirtschaftlichen Realität abgekoppelt haben.

**Risiko 1: Wirtschaftslage**

Bei den Auftragseingängen der deutschen Industrie wurde zuletzt ein Rückgang von 11% im Jahresvergleich gemeldet. Damit sind die Auftragseingänge auf ein Niveau gefallen, das erstmals im Jahr 2006 erreicht wurde. Zweistellige Rückgänge bei den Auftragseingängen gab es seit der Wiedervereinigung in drei Phasen: 1992/1993 sowie 2008/2009 folgten jeweils vier Quartale mit negativem Wirtschaftswachstum in Serie. 2020 folgte der stärkste Rückgang der Wirtschaftsleistung in der Historie.

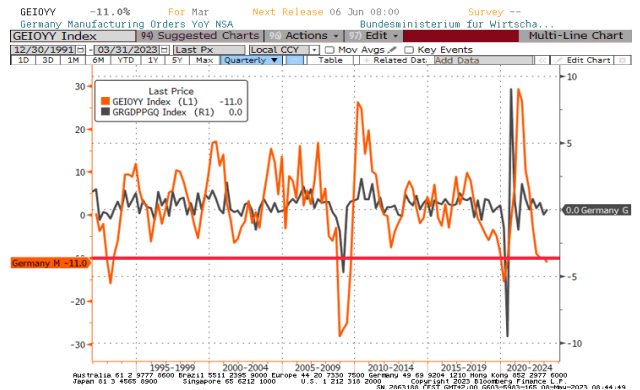


Abb. 6: Auftragseingänge und Wirtschaftswachstum Deutschland; 30.12.1991 – 31.03.2023; Quelle: Bloomberg

Und auch in anderen Staaten mahnen die wirtschaftlichen Daten mehr und mehr zur Vorsicht. In den USA sind die Importe im Jahresvergleich aktuell in ihrem fünftgrößten Rückgang der vergangenen 30 Jahre.

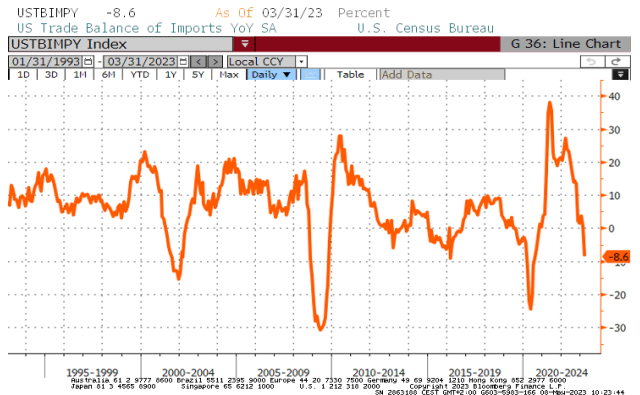


Abb. 7: Importe USA; 31.01.1993 – 31.03.2023; Quelle: Bloomberg

In Indien, dem seit April bevölkerungsreichsten Staat der Erde, sind die Exporte im Jahresvergleich zuletzt um 14% zurückgegangen.

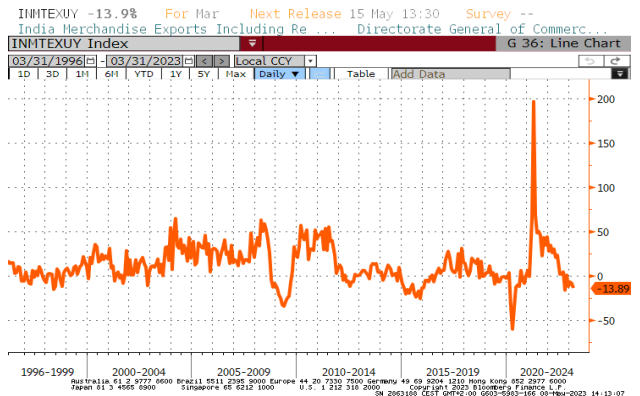


Abb. 8: Exporte Indien; 31.03.1996 – 31.03.2023; Quelle: Bloomberg

Für Indien ist das umso beeindruckender und dramatischer zugleich. Denn das wirtschaftlich aufstrebende Land hat erst vor einigen Monaten seine ehemalige Kolonialmacht Großbritannien bei der wirtschaftlichen Größe überholt und ist seitdem die fünfgrößte Volkswirtschaft der Welt.

Die gleiche negative Tendenz ist bei den Handelszahlen anderer aufstrebender asiatischer Staaten wie Indonesien und Vietnam zu beobachten.

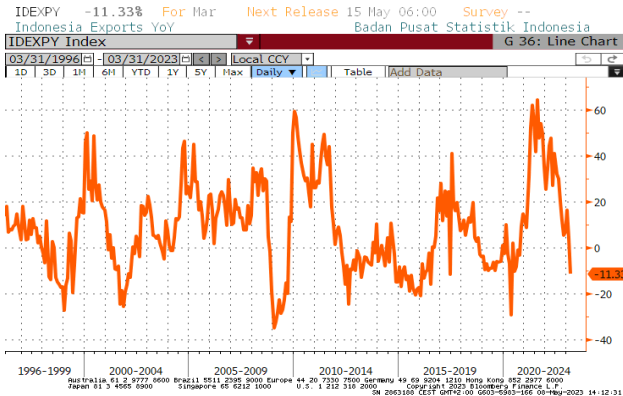


Abb. 9: Exporte Indonesien; 31.03.1996 – 31.03.2023; Quelle: Bloomberg

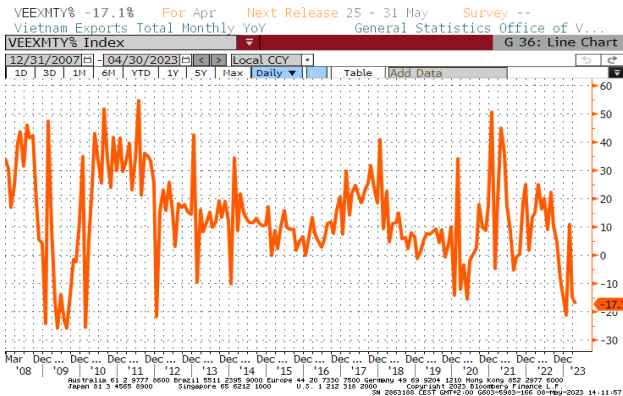


Abb. 10: Exporte Vietnam; 31.07.2007 – 30.04.2023; Quelle: Bloomberg

### Risiko 2: Zinserwartung

Doch die wirtschaftlichen Entwicklungen sind nicht der einzige Risikofaktor. Die Zinserhöhungen in den USA sind bei einer Leitzinsspanne von 5,00%-5,25% möglicherweise am Ende angekommen. Soweit besteht Einigkeit zwischen FED, Anlegern und dem Kapitalmarkt. Was die zukünftige Entwicklung angeht, gehen die Meinungen jedoch weit auseinander.

Während die FED bislang keine geplanten Zinssenkungen kommuniziert hat, werden an den Börsen deren drei bis zum Jahresende gepreist.

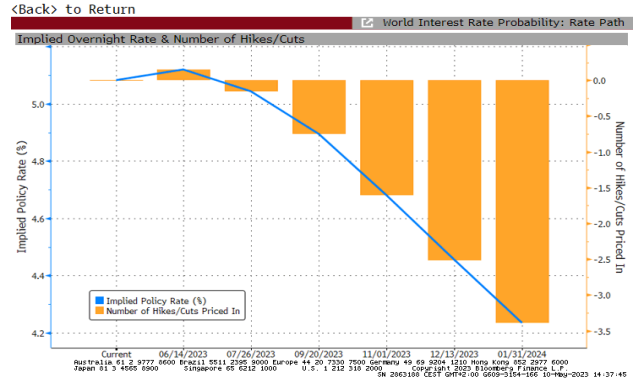


Abb. 11: Konsenserwartung US-Leitzins; Stand: 10.05.2023; Quelle: Bloomberg

Sollte diese Zinssenkungsphantasie angesichts einer hartnäckig hoch bleibenden Inflationsrate korrigiert werden müssen, droht dem Markt eine entsprechend schmerzhaft Anpassung.

Die Tatsache, dass die Löhne in der größten Volkswirtschaft der Welt seit Jahresbeginn kontinuierlich mit einer Jahresrate oberhalb von 4% angestiegen sind, macht diesen schmerzhaften Prozess nicht unwahrscheinlich.

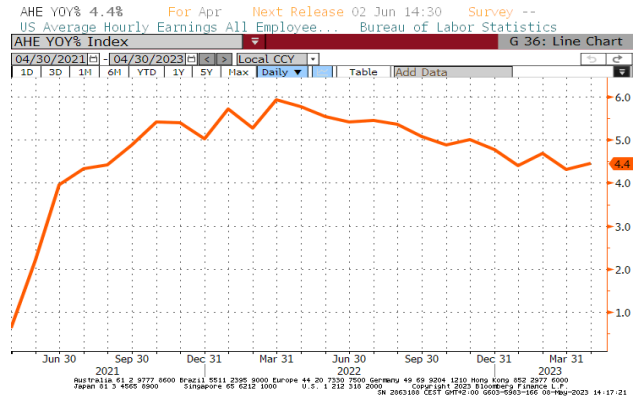


Abb. 12: Lohnwachstum USA; 30.04.2021 – 30.04.2023; Quelle: Bloomberg

### Risiko 3: US-Schuldengrenze

Das große Risiko Nummer drei für die Börsen ist die noch immer nicht erfolgte Anhebung der US-Schuldengrenze. Während diese Thematik bislang am Aktien- und Anleihenmarkt kaum zu Turbulenzen geführt hat, sind die Auswirkungen am Markt für Credit Default Swaps unübersehbar. Die Kosten für eine Absicherung gegen einen Zahlungsausfall bei USA-Staatsanleihen sind für die kurze Laufzeit von einem Jahr auf ein Rekordhoch geklettert.



Abb. 13: CDS-Prämien USA 1 Jahr; 31.12.2007 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg

Damit ist eine Absicherung gegen einen Zahlungsausfall der USA in diesem Laufzeitbereich teurer als eine Absicherung gegen einen Zahlungsausfall der beiden südamerikanischen Staaten Brasilien und Kolumbien.



Abb. 14: CDS-Prämien USA, Brasilien und Kolumbien 1 Jahr; 08.05.2021 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg

Das Jahr 2011 hat bereits einmal eindrucksvoll gezeigt, welche Markt-Turbulenzen selbst im Fall einer Last-Minute-Einigung möglich sind.

**Risiko 4: Volatilitätsstrukturkurve**

Ein weiteres Warnsignal kommt von der Volatilitätsstrukturkurve. Wie auch an den Volatilitätsindizes abzulesen ist, ist die implizite Volatilität im kurzen Laufzeitbereich in den vergangenen Wochen deutlich zurückgegangen. So ist der VIX, der die implizite Volatilität des US-Leitindex S&P 500 misst, auf seinen niedrigsten Stand seit November 2021 gefallen.



Abb. 15: VIX; 30.12.2021 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg

Die längeren Laufzeiten haben diesen Rückgang jedoch nicht vollumfänglich vollzogen. Das Ergebnis ist eine steile Volatilitätsstrukturkurve. Beim EURO STOXX 50 ist diese Kurve im Laufzeitbereich zwischen 1 Monat und 9 Monaten so steil wie zuletzt im Jahr 2017.

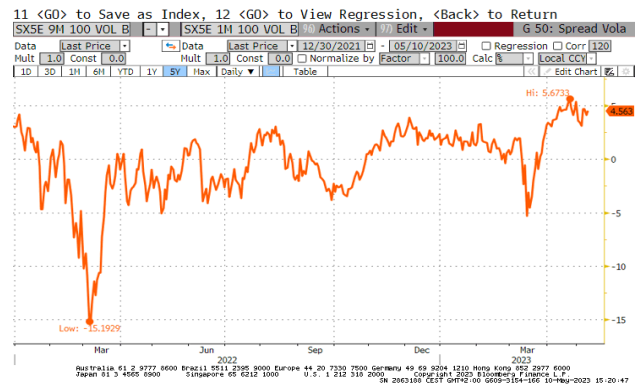


Abb. 16: EURO STOXX 50 - implizite Volatilität 9 Monate vs. 1 Monat; 30.12.2020 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg

Während deutlich inverse Volatilitätsstrukturkurven wie im März 2020, im März 2022 und auch im März 2023 in der Vergangenheit praktisch immer Kaufgelegenheiten waren, haben steile Kurven in der Vergangenheit häufig vor einer bevorstehenden Trendwende gewarnt.

**QCP PremiumIncome**

Der temporäre Einbruch der Aktienmärkte im Rahmen der Bankenkrise wurde dazu genutzt, das Optionsexposure nach der vorherigen Phase mit niedrigerem Investitionsgrad wieder deutlich zu erhöhen.



**Abb. 17: Investitionsgrad Optionsportfolio QCP PremiumIncome im Verhältnis zum historischen Durchschnitt; 31.12.2021 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen**

Aufgrund der Underperformance des US-Small- und Mid-Cap Index Russell 2000 sowie des Hang Seng China Enterprise Index wurde das Optionsexposure in diesen beiden Indizes besonders stark ausgebaut. Der Vergleich mit der Portfolio-Allokation zum Zeitpunkt des letzten Quartalsberichts Mitte Februar zeigt, dass der Russell 2000 zum damaligen Zeitpunkt noch nicht unter den TOP-5-Indizes vertreten war. Der zweite Aufsteiger in die Top-5 ist – ebenfalls aufgrund unterdurchschnittlicher Performance – der britische FTSE 100. Nicht mehr unter den Top-5 sind im Gegenzug der US-Technologieindex NASDAQ 100 sowie der japanische Nikkei 225.

10.02.2023	
NASDAQ 100	30%
S&P 500	20%
Hang Seng China Ent.	16%
DJ EUROSTOXX 50	15%
Nikkei 225	12%

10.05.2023	
Russell 2000	25%
Hang Seng China Ent.	22%
EURO STOXX 50	17%
S&P 500	12%
FTSE 100	9%

**Abb. 18: Top-5-Index-Gewichte QCP PremiumIncome; 10.02.2023 und 10.05.2023; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen**

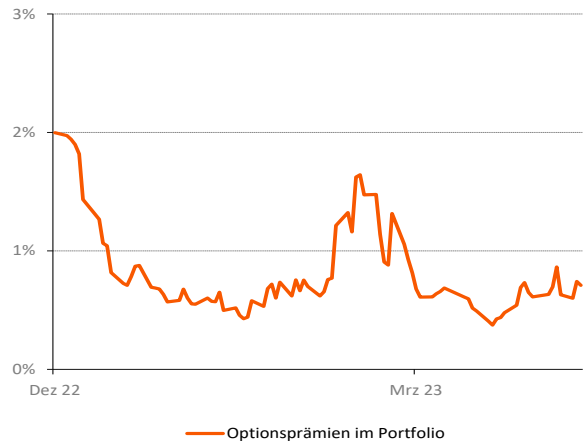
Durch die Verschiebung der Gewichte zwischen den einzelnen Indizes ist das Optionsportfolio im Vergleich mit dem Zeitpunkt des letzten Quartalsberichts regional deutlich ausgewogener positioniert.

10.02.2023	
Europa	18%
Amerika	54%
Asien	29%

10.05.2023	
Europa	33%
Amerika	41%
Asien	26%

**Abb. 19: Gewichte der Regionen QCP PremiumIncome; 10.02.2023 und 10.05.2023; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen**

Die Handelsaktivität im Optionsportfolio war in den vergangenen drei Monaten kontinuierlich hoch. Dadurch sind die vorhandenen Optionsprämien – und damit das kurzfristige und ohne weitere Handelsaktivität - vorhandene Performancepotenzial – mit 0,7% höher als zum Zeitpunkt des letzten Quartalsberichts.



**Abb. 20: Optionsprämien QCP PremiumIncome; 31.12.2022 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen**

Der durchschnittliche Sicherheitspuffer ist mit der Erholung in Folge des Einbruchs der Bankenkrise zuletzt passiv wieder angestiegen und liegt im ähnlichen Bereich wie vor drei Monaten.

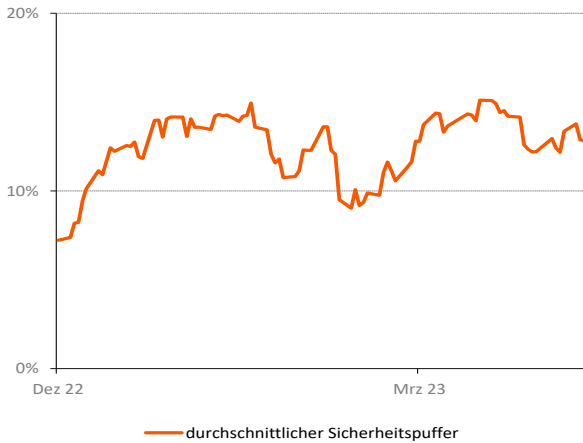


Abb. 21: durchschnittlicher Sicherheitspuffer QCP PremiumIncome; 31.12.2022 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Die Anzahl der im Optionsportfolio vorhandenen Collar ist mit dem zuletzt ausgeweiteten Exposure angestiegen und liegt entsprechend höher als vor drei Monaten.

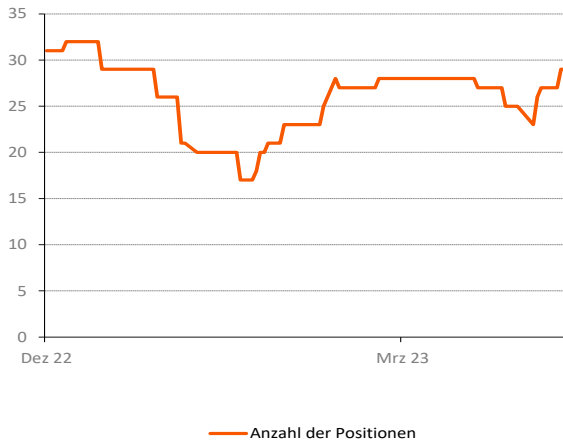


Abb. 22: Anzahl Optionspositionen QCP PremiumIncome; 31.12.2022 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Gleiches gilt für das Delta des Portfolios.

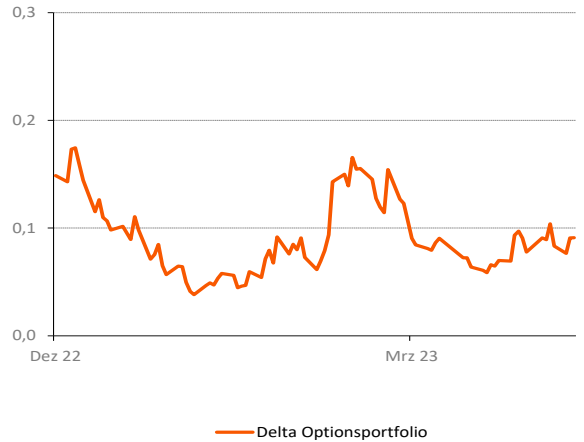


Abb. 23: Delta Optionsportfolio QCP PremiumIncome; 31.12.2022 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Das Rentenportfolio des Fonds wurde in den vergangenen drei Monaten im Wesentlichen konstant gehalten. Der Rückgang der Zinsbindung ist beinahe ausschließlich auf das Vergehen von Zeit zurückzuführen.

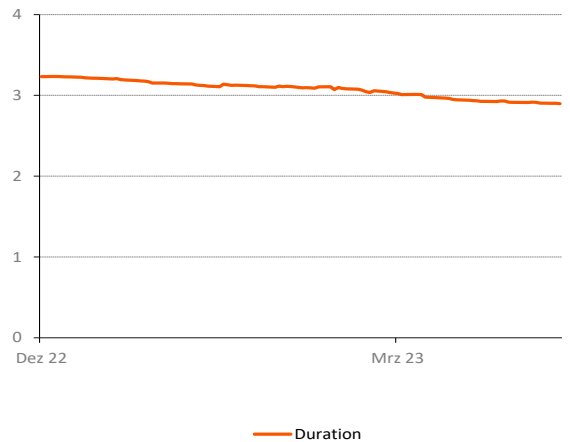


Abb. 24: Duration Rentenportfolio QCP PremiumIncome; 31.12.2022 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Die perspektivisch zu verdienende p.a. Rendite liegt mit gut 3,3% etwa 0,3% höher als vor drei Monaten.

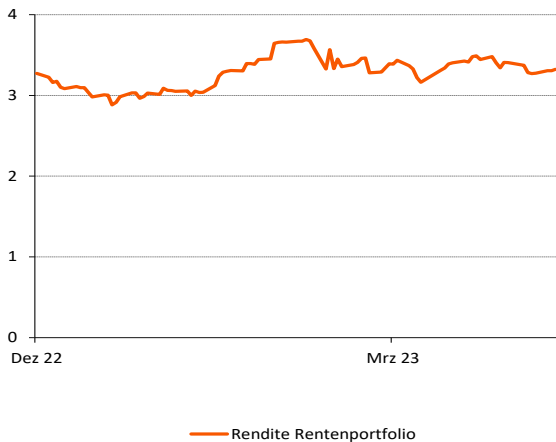


Abb. 25: p.a. Rendite Rentenportfolio QCP PremiumIncome; 31.12.2022 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg, eigene Berechnungen

Die höhere Portfoliorendite ist dabei vollständig auf eine Ausweitung der Renditespreads der im Portfolio enthaltenen Anleihen zurückzuführen. Sichtbar wird das exemplarisch an der p.a. Rendite der 2027 fälligen und von S&P mit AA- eingestuften senior-preferred Anleihe der finnischen OP Corporate Bank.

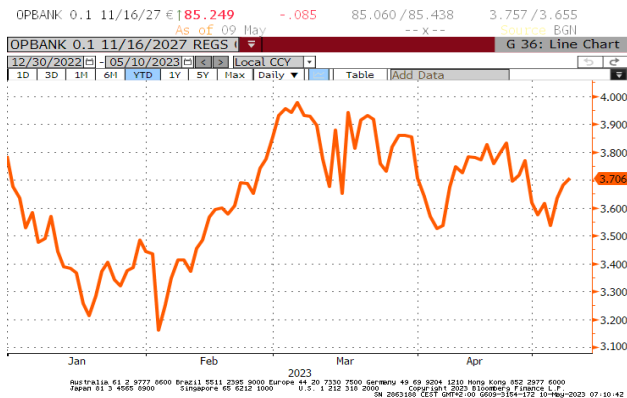


Abb. 26: OP Corporate Bank 2027; Rendite p.a.; 31.12.2022 – 10.05.2023; Quelle: Bloomberg

Das Zinsniveau ist im Vergleich zum vorausgegangenen Quartalsbericht nahezu unverändert.

Die größten Positionen im Rentenportfolio sind aktuell Hypotheken-besicherte Anleihen der norwegischen Sparebank 1 Boligkreditt AS, polnische Staatsanleihen sowie eine senior-preferred-Anleihe der schwedischen Swedbank AB. Alle enthaltenen Emissionen lauten auf Euro.

Während die Anleihen aufgrund der eben beschriebenen Spread-Ausweitung in den vergangenen drei Monaten einen negativen Beitrag zur Entwicklung unseres Publikumsfonds QCP PremiumIncome leisteten, generierten die Optionen

einen positiven Beitrag.

Da der positive Beitrag der Optionen den negativen Beitrag der Anleihen überwog, erreichte unser Publikumsfonds QCP PremiumIncome in den vergangenen drei Monaten ein neues Jahreshoch.



Abb. 27: NAV QCP PremiumIncome; 10.02.2023 – 10.05.2023

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

Vielen Dank für das uns entgegengebrachte Vertrauen!

## 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



**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](http://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, Fondsaufgabe 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 1-24: Bloomberg

Grafiken 25-27: Bloomberg & eigene Berechnungen