

PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 7-8/2020





Lieber Leser,

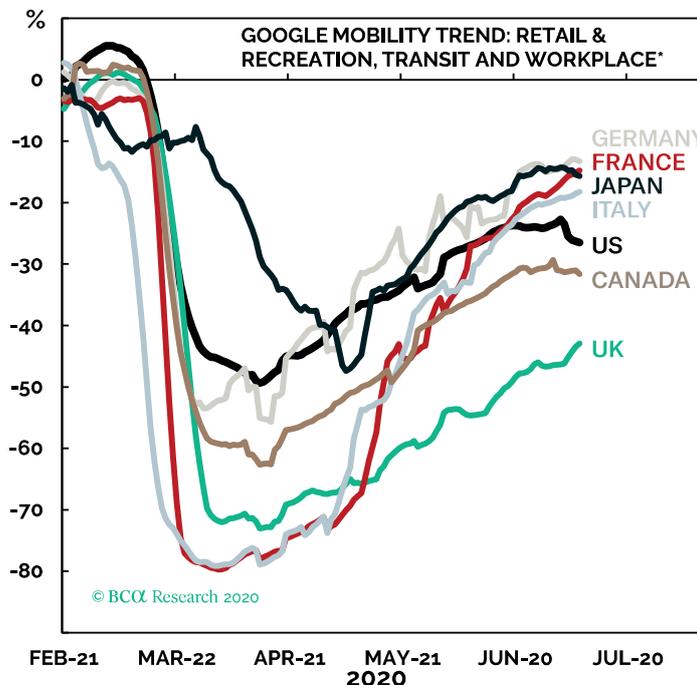
Grafik 1

die letzte Ausgabe begannen wir mit dem Statement, dass langsam die Normalität in den Alltag zurückkehrt. Inzwischen hat die COVID-19-Pandemie in der einen oder anderen Region erneut zu Lockdowns geführt und international die Angst vor einer zweiten Welle angeheizt. Vor allem die Urlaubssaison hat das Zeug dazu, über die Rückkehrer die Zahl der Neuinfektionen in Europa wieder steigen zu lassen. Kurz: das Damoklesschwert hängt unverändert über uns und über den Börsen.

Die Aktienindices kämpften sich auch in den zurückliegenden zwei Monaten mit Macht weiter nach oben – allen voran diejenigen mit einem hohen Anteil an Aktien aus der Informationstechnologie und dem Gesundheitswesen. Demgegenüber blieben die Vertreter von Freizeitindustrie, Gastronomie und Verkehr weit zurück. Der Rest bewegte sich im Mittelfeld. Hier könnte es aktuell zu einem Wechsel zugunsten zyklischer Werte kommen.

Die Politik bemüht sich um eine Linderung der prekären Gesamtlage mit weiteren Fördermaßnahmen. Der vorerst wohl letzte Streich, die Aufbauhilfe „Next Generation

Mobilitätsraten flachen nach starker Erholung leicht ab



* SHOWN AS 7-DAY MOV. AVG, DEVIATION VS BASELINE. SOURCE: GOOGLE LLC "GOOGLE COVID-19 COMMUNITY MOBILITY REPORTS."

EU“ mit einem Volumen von 750 Mrd. Euro, liegt derzeit dem EU-Parlament zur Ratifizierung vor.

Die Krise hat allerdings auch in allgemeine Verhaltensmuster massiv eingegriffen und so manche innovative Problemlösung angestoßen. Kein Land erreichte in Sachen

Mobilität bislang das Vorkrisenniveau wieder. Im Gegenteil: Das Home-Office z.B. hat sich seinen Platz in der Arbeitswelt erkämpft. Nach Zeiten von Kurzarbeit durchlaufen Konsolidierungswellen die Unternehmen. Nicht überall wird es Regelungen geben können, wie bei den beiden Autozulieferern ZF in Friedrichshafen und Bosch in

Disclaimer

- Die vorliegenden Empfehlungen können je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Sie sind grundsätzlich auf eine mittelfristige Anlagestrategie – also einem Zeithorizont von mindestens sechs Monaten – ausgerichtet und für Anleger geeignet, die ein höheres Verlustrisiko in ihrer Anlagestrategie in Kauf nehmen. Genannte Kursziele sind dagegen an keinen Zeitraum für deren Erreichen geknüpft. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen wurden von der ICM InvestmentBank AG nach bestem Urteilsvermögen abgegeben und entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können sich aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen jederzeit ändern.
- Dieses Dokument darf in anderen Ländern nur in Einklang mit dort geltendem Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und befolgen.
- Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung durch die ICM InvestmentBank AG dar, soweit nicht andere Quellen angegeben sind.

- Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen dritter Parteien überein. Die ICM InvestmentBank AG hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend gibt die ICM InvestmentBank AG keine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Alle verwendeten und zitierten Quellen können auf Anfrage gerne zur Verfügung gestellt werden.
- Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkauf-

- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die ICM InvestmentBank AG Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die ICM InvestmentBank AG sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.
- Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Mundus Classic Value Fonds (A114WE, A114WF) und des VAA Value Strategie PLUS Fonds (A2AEWA, A2N4ME). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: Vallourec 22 (A19QUZ), Selecta FRN 24(A19VGT) und Tereos 23(A1821X).



Stuttgart, wo temporäre, aber gehaltswirksame Arbeitszeitkürzungen je nach Auftragslage von bis zu 20 % vereinbart wurden. Die Arbeitslosenraten dürften jedenfalls auf absehbare Zeit nicht mehr auf den tiefen Stand zum letzten Jahreswechsel zurückkehren.

Nur China, von wo der Corona-Virus die Welt eroberte, hat es bisher geschafft, in den Geschäfts- und Konsumaktivitäten davonzuziehen. Man kann daraus durchaus ableiten, dass die Wirtschaft dort im laufenden Jahr wieder wächst.

Daneben nähert sich das Universum der Schwellenländer wieder der Null-Linie. Die Euroregion und Japan sind abgeschlagen auf dem letzten Platz. Dabei sieht man gerade an den Kurven von den Vereinigten Staaten und der Euroregion, dass es zuletzt nur noch langsam vorwärtsging. Mag es beim einen der rapide Anstieg der Neuinfektionen aufgrund einer verfrühten Öffnung gewesen

sein, was beim anderen wohl Resultat einer vernünftigen Vorsicht war. Die Weltgesundheitsorganisation (WHO) warnte zuletzt sogar, dass trotz der zahlreichen Forschungsprojekte möglicherweise überhaupt kein brauchbarer Impfstoff gefunden werden könnte. Also bleibt es vorerst bei Maskenpflicht und diszipliniertem Verhalten. Denn einen zweiten großen Lockdown könnten sich die Staatshaushalte nicht leisten.

Die Einkaufsmanagerindex der Eurozone für das verarbeitende Gewerbe (PMI) überaschte im Juli positiv und erholte sich von 47,3 auf 51,1. Erwartet waren nur 50,1. Der Dienstleistungsindex erholte sich von 48,3 auf 55,1, bei einer Erwartung von 50,1. Dieses Muster setzte sich auch in Deutschland fort. Der PMI des verarbeitenden Gewerbes stieg auf 50,0 von 45,2, wobei nur 48,0 erwartet wurden. Der PMI für den Dienstleistungssektor stieg von 47,3 auf 56,7, erwartet waren lediglich 50,5. Die euro-

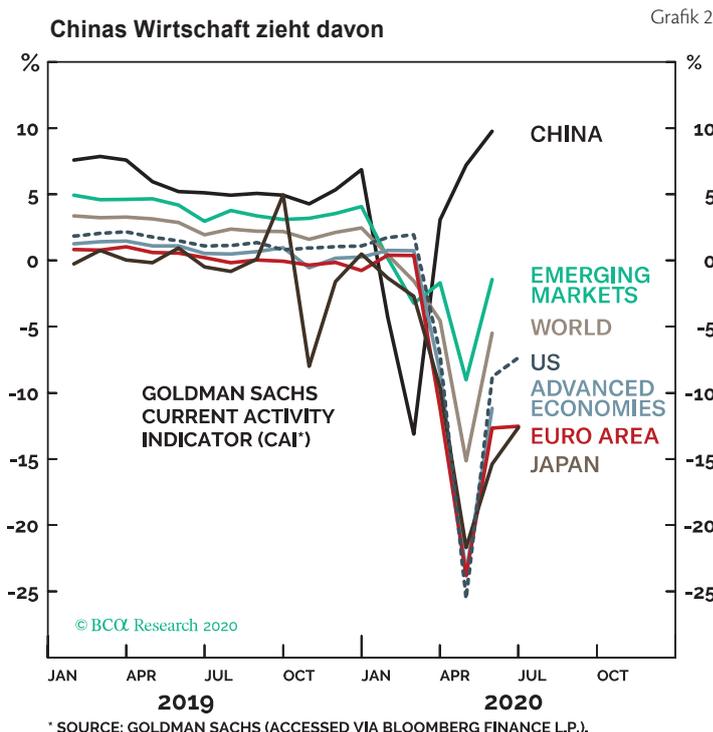
päische Wirtschaft profitiert dabei von drei Faktoren. Erstens verlief das Ende des Lockdown bisher reibungslos, so dass die Verbraucher Ausgaben tätigen und die Produzenten wieder öffnen konnten. Zweitens war der Nachholbedarf, der sich auf dem Höhepunkt der Krise aufbaute, bei langlebigen Gütern am tiefsten, sie erholten sich am stärksten. Europa verfügt in diesem Bereich über einen robusten komparativen Vorteil. Drittens beflügelt die Erholung der chinesischen Wirtschaft aufgrund der engen Handelsbeziehungen zwischen den beiden Wirtschaftsblöcken das Geschäftsklima in Europa stark.

In konjunktureller Hinsicht deutet die Lücke zwischen der Erwartungskomponente und dem Index der aktuellen Lage der (ZEW-Umfrage) darauf hin, dass die europäischen PMIs noch viel mehr Spielraum für eine Expansion haben. Dies wird dem Euro auf neun bis zwölf Monate gesehen Rückenwind geben, der es den europäischen Aktien erlauben wird, die USA gerechnet in Euro zu übertreffen.

Das kurzfristige Bild ist jedoch viel schwieriger. Wir sehen einen Anstieg der Zahl der neuen COVID-19-Fälle in Frankreich, Deutschland und Spanien. Die Lockdowns kommen zurück. Zudem wird sich die Absorption des Nachholbedarfs verlangsamen. Infolgedessen könnte der Wachstumsimpuls im Euroraum im Vergleich zu den USA eine vorübergehende Verschnaufpause einlegen.

Herzlichen,

Norbert Hagen





Allokation: Favoritenwechsel vor der Tür?

Trotz der mehrheitlich über Erwartung ausgefallenen Unternehmensergebnisse des zweiten Quartals und weiterer, positiver Entwicklungen in Sachen Impfstoff reagieren die globalen Aktienmärkte eher negativ auf den eskalierenden Konflikt zwischen den USA und China, sowie auf zunehmende Anzeichen einer Verlangsamung der Wirtschaftstätigkeit in den USA und auf die Risiken eines überbewerteten Technologiesektors.

Jeder der Brennpunkte in diesem Sommer ist aber beherrschbar: Die Trump-Administration scheint eher von wirtschaftlichen Problemen ablenken zu wollen; das US-Wachstum dürfte auch bei einer Verlangsamung weiter stark bleiben und ein rekordverdächtiger Big-Tech-Sektor birgt (anders als im Jahr 2000) mehr Positionie-

rungs- als Ertragsrisiken. In den nächsten Wochen könnte es jedoch zu rückläufigen Kursen kommen, wenn schlechtere Arbeitsmarktdaten und Einzelhandelsumsätze das Verbrauchervertrauen und die Einkaufsmägenindices (PMI) negativ beeinflussen.

Großwetterlage unverändert

Eigentlich hat sich an der Gemengelage in den vergangenen Wochen nichts entscheidend verändert. Die Kursdynamik ließ nach, es bleibt aber genügend Kaufbereitschaft, dass die Aktienmärkte daraus eine gewisse Stabilität ziehen können.

Dies könnte allerdings nicht im selben Ausmaß für den Technologielastigen Nasdaq-Index gelten. Hier sieht man seit kurzem eine nachlassende Dynamik. Enttäuschungen wie der Quartalsbericht des

Halbleiterriesen Intel waren nicht eingepreist. Zwar verlieh der Ausbau von Rechenzentren in der Corona-Krise dem US-Chipriesen kräftig Schub, doch ein schwächer als erwarteter Ausblick auf das dritte Quartal sorgte ebenso für eine deutlich getrübt Stimmung wie die Ankündigung, dass die neue 7-Nanometer-Chip-Generation erst Ende 2022 auf den Markt kommen wird. Ursprünglich sollte diese bereits ein Jahr früher starten. Das kostete Intel 17 % und riss den einen oder anderen Wert im Halbleiterindex SOXX, der im bereits genannten Nasdaq-Index aufgeht, mit.

Bei den Staatsanleihen erkennt man die Fokussierung auf diejenigen Länder, die vom neuen Hilfspaket in besonderem Umfang profitieren: Italien und Spanien. Auch dem US-\$ bekam die neue Einigkeit unter den

Allokation nach Assetklassen und Ländern

Grafik 3

	Equities**			Bonds***			Cash		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	34.3	33.3	-1.0	11.0	10.2	-0.8	0.4	0.5	+0.2
EURO AREA	5.3	3.7	-1.6	10.2	17.4	+7.2	0.4	0.4	+0.0
CORE	4.5	3.2	-1.2	6.3	8.8	+2.5			
PERIPHERY	0.8	0.5	-0.3	3.9	8.6	+4.7			
U.K.	2.3	1.7	-0.6	2.6	3.6	+1.0	0.4	0.2	-0.1
JAPAN	4.3	3.2	-1.1	10.3	11.3	+1.0	0.4	0.5	+0.1
CANADA	1.7	0.8	-0.8	0.5	0.8	+0.3	0.4	0.2	-0.1
AUSTRALIA	1.1	0.7	-0.5	0.5	0.8	+0.3	0.4	0.2	-0.1
OTHER DM	3.6	2.5	-1.1	0.5	0.8	+0.2	0.4	0.6	+0.2
EMERGING ASIA	5.9	3.4	-2.5	1.3	1.5	+0.2			
LATIN AMERICA	0.6	0.4	-0.3	0.2	0.2	+0.0			
OTHER EM	0.8	0.4	-0.3	0.4	0.5	+0.1			
TOTAL	60.0	50.3	-9.7	37.5	47.1	+9.6	2.5	2.6	+0.1

* MODEL RECOMMENDATIONS ARE BASED ON OUR MACROQUANT MODEL AND OTHER PROPRIETARY QUANTITATIVE INDICATORS.

** IN USD TERMS.

*** CURRENCY-HEDGED.

NOTE: NUMBERS MAY NOT ADD UP DUE TO ROUNDING.



ETF-Portfolio

Grafik 4

Referenz-Portfolio Fonds und ETFs										14:52	
Stückzahl Gewicht	LIQUIDITÄT	NAME WKN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in €	Risiko - Klasse (RK)	
327	7,72%	X MSCI KOREA DBX1K2	MSCI Korea	56.050 €	59,89 €	6,85%	18.300,78 € 17.04.20 10.03.20	19.554,57 €	6,85% 1.253,79 €	D	
436	12,08%	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	33,41 €	-1,37%	14.769,50 € 28.02.20	14.566,76 €	-1,37% -202,74 €	C	
740	10,85%	X MSCI WORLD ENERGY A113FF	MSCI World Energy (Nachlauf am 27.04.20)	20,946 €	17,69 €	-15,56%	15.502,81 € 07.04.16 / 09.04.18	13.089,98 €	-15,56% -2.412,83 €	C	
406	10,17%	X MSCI WORLD INDUSTRIALS A113FN	MSCI World Industrials	29,450 €	30,22 €	2,60%	11.960,23 € 05.02.18	12.270,91 €	2,60% 310,68 €	C	
61	3,56%	LYXOR IBEX35 DR LYX0AG	IBEX35	94,709 €	70,60 €	-25,46%	5.761,66 € 04.07.19	4.295,00 €	-25,46% -1.466,66 €	C	
5.024	18,20%	ISHARES MSCI CHINA A A12DPT	MSCI China A	4,002 €	4,37 €	9,19%	20.108,46 € 26.02.20	21.956,23 €	9,19% 1.847,77 €	C	
92	5,93%	ISHARES FTSE MIB ACC AOYEDP	Italien	72,77 €	77,42 €	6,39%	6.727,08 € 09.03.20	7.156,94 €	6,39% 429,86 €	D	
265,0	7,48%	X WORLD HEALTH A113FD	MSCI World Health Care	19,833 €	34,33 €	73,07%	5.215,71 € 12.05.14 / 13.05.15	9.026,97 €	73,07% 3.811,26 €	C	
668	7,78%	X MSCI WORLD FINANCIALS A113FE	MSCI World Financials	16,516 €	14,05 €	-14,96%	11.028,89 € 05.02.18	9.379,50 €	-14,96% -1.649,39 €	B	
	0,00%	Cash für Hedge						0,00 €			
Benchmarks:				Kurs am	letzter		Performance				
MSCI WORLD				31.12.19	Schlusskurs		Benchmark				
				2.358,47 USD	2.311,62 USD				-1,99%		
				2.100,34 EUR	1.970,86 EUR				-6,16%		

ETF Portfolio	MSCI in \$	MSCI in €
Performance in 2008 (ab 25.04.08)	-15,70%	-32,00%
Performance in 2009	52,06%	23,63%
Performance in 2010	17,34%	17,46%
Performance in 2011	-12,03%	-4,72%
Performance in 2012	4,41%	11,15%
Performance in 2013	18,81%	18,77%
Performance in 2014	12,70%	17,29%
Performance in 2015	8,65%	8,30%
Performance in 2016	8,03%	8,50%
Performance in 2017	7,07%	5,38%
Performance in 2018	-7,68%	-5,98%
Performance in 2019	24,95%	27,68%
Performance in 2020 (YTD)	-10,06%	-6,16%

Performance seit Start am 25.04.08		Performance seit Start p.a.	
	141,22%		7,44%

Portfolientwicklung mit Absicherung	
Aktueller Portfoliowert in EURO:	120.608,35 €
Portfoliostartwert in EURO:	134.093,76 €
Gewinn / Verlust absolut:	-13.485,41
Gewinn / Verlust in Prozent:	-10,06%
Datenlänge der historischen Simulation:	
Datum der historischen Simulation:	26.07.20

EUR in USD	1,1729	DAX30	12.798,81	S&P 500	3.239,41
------------	--------	-------	-----------	---------	----------

Die in diesem Dokument enthaltenen Zahlen, Daten und sonstige Informationen sind nach Auffassung der ICM Investmentbank AG verlässlich und/oder wurden aus verlässlichen Quellen bezogen. Die ICM Investmentbank AG übernimmt allerdings keine Gewähr.



Europäern gar nicht. Ist nun endlich das relativ günstige Europa bei Aktien und Anleihen „the place to be“?

Beide Ölsorten WTI und Brent haben wieder die Marke von 40 US-\$ erklimmen und konnten die zwei Millionen Barrel Förderausweitung, die die OPEC+ Länder ab August an den Markt bringen wollen, ohne größeren Preisdruck verkraften. Beim Krisenmetall Gold ging es aufgrund der Dollarschwäche weiter nach oben auf das alte Hoch aus dem Herbst 2011. Bei Silber, das halb als Anlagemetall, halb als Industrierohstoff gilt, sah man sogar einen noch kräftigeren Anstieg.

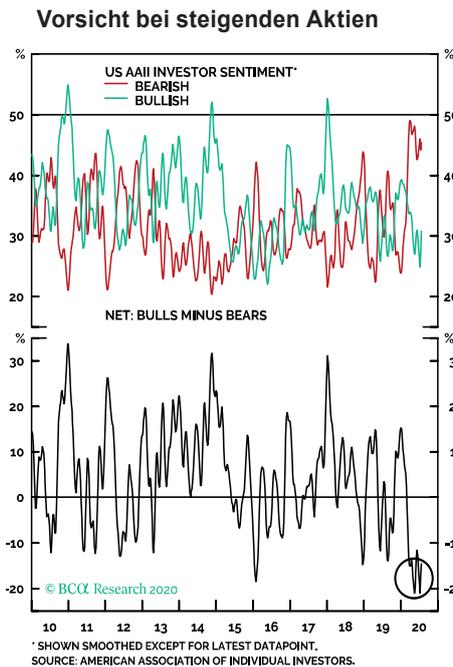
Das Tactical Asset Allocation Modell unseres Partners BCA Research aus Montreal bleibt seit Ende Juni bei der Untergewichtung von Aktien zugunsten von Staatsanleihen und könnte für die nächsten Wochen damit recht behalten. Der Normalzustand des Modells geht übrigens von 60 % Aktien, 37,5 % Anleihen und 2,5 % Barquote aus (siehe Grafik S. 4).

Viel interessanter dürften die Sektor-Präferenzen hinter den Zahlen sein. Hier stehen Basiskonsumgüter, Kommunikationsdienste, Versorger und Gesundheitswesen auf den vorderen Rängen. Unter den 27 Titeln des US-amerikanischen S+P-Sektors Kommunikationsdienste sind z.B. altbekannte Titel wie Facebook, Alphabet A und C Aktien, Netflix und Twitter.

Im ETF-Portfolio, das ausschließlich ETFs auf Aktienindices beinhaltet, fanden seit Ende Mai nur wenige Umschichtungen statt. Gemessen am MSCI Welt in Euro liegt die Performance seit Jahresanfang mit minus 10,06% per 28.07.2020 knapp 4 % unter der des MSCI-Welt-Index in Euro (siehe Grafik S. 5).

Viele Anlageexperten verpassten die Rallye, die im März begann. Seitdem hat sich nicht viel geändert. Die Merrill-Lynch-Umfrage

Grafik 5



der BofA unter Fondsmanagern vom Juli ergab, dass Fondsmanager Bargeld um fast eine Standardabweichung (=68% mehr) übergewichtet und Aktien um fast eine Standardabweichung untergewichtet haben. Tatsächlich haben die Barmittel seit Juni weiter zugenommen. Sehnsüchtig wartet man auf die Korrektur, die einfach nicht kommen will.

Die jüngste Stimmungsumfrage, die von der American Association of Individual Invest-

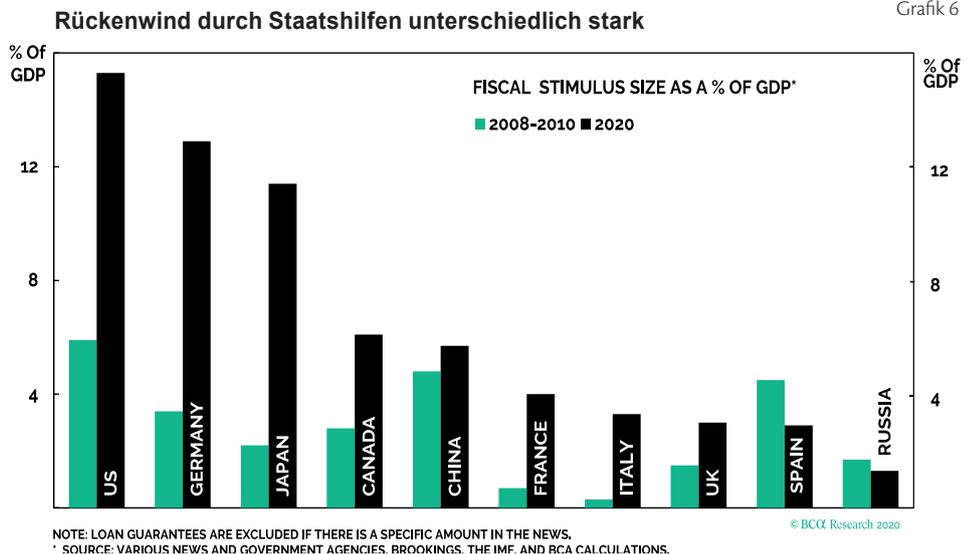
tors (AII) durchgeführt wurde, erzählt eine ähnliche Geschichte. In dieser Woche übertrafen die Bären die Bullen um 15 Punkte, was einer der höchsten Spreads in der Geschichte ist.

So sehen Markttops nicht aus. Anleger sollten weiterhin Aktien global übergewichten, wobei sie ihr Engagement bevorzugt eher in noch abgeschlagenen, zyklisch orientierten Aktien und in Nicht-US-Märkten ausrichten sollten. Die Aktienhausse wird erst dann enden, wenn die Zentralbanken angesichts einer wieder steigenden Inflation in Panik geraten, was in den nächsten drei Jahren sehr unwahrscheinlich ist.

China top, Großbritannien flop

Auch auf Länderebene hat sich einiges verändert. China ist der Gewinner der Krise. Die Marktkapitalisierung aller börsennotierten chinesischen Werte hat seit Jahresanfang um 1,2 Billionen US-\$ zugenommen. Das kommt dem Gesamtwert aller börsennotierten Aktien der Schweiz gleich. Daneben haben englische Aktien 500 Mrd. US-\$ verloren. Wie schon erwähnt, stört die geringe Marktbreite. Nur wenige Titel tragen den Indexanstieg. Das war historisch ein verlässlicher Frühindikator für einen Favoritenwechsel.

Grafik 6





Die Leitbörsen in den USA stehen hingegen vor einem Dilemma. Es besteht kein Zweifel, dass die Rezession im Mai geendet hat und es seitdem in allen Bereichen eine breite Verbesserung gab. In Sachen Stimulierung der Wirtschaft haben die Vereinigten Staaten mit 15 % des eigenen BIP sogar mehr getan als alle anderen Nationen (sog. CARES-Act). Dennoch büßte das US-Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal gegenüber dem Vorquartal 10 % ein. Darüber kann auch der Anstieg des Einzelhandelsumsatzes von 7,5 % im Juni nicht hinwegtäuschen. Die viel gewichtigeren Ausgaben für Dienstleistungen konnten sich nach den neuesten Zahlen

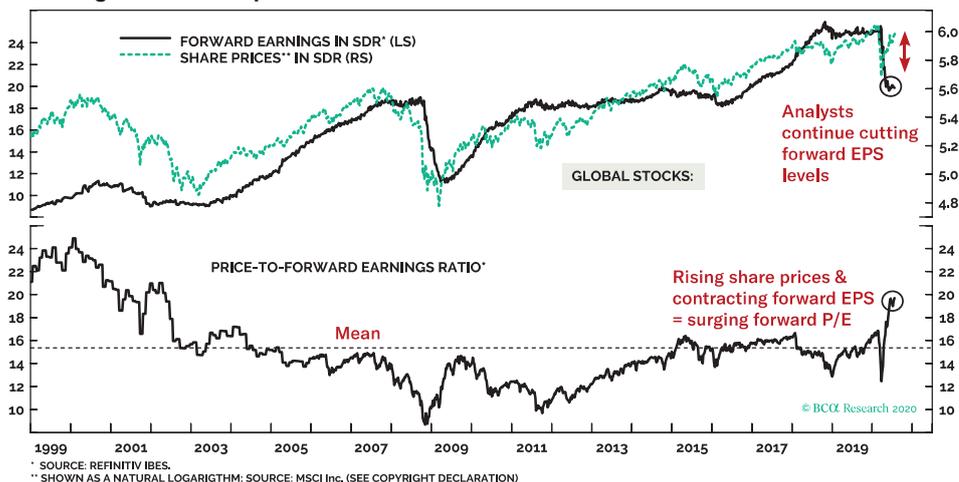
Ende Juli läuft außerdem die zusätzliche Arbeitslosenunterstützung für 30 Millionen Amerikaner aus. Die wöchentlichen 600 US-\$ machen insgesamt 5 % des Arbeitseinkommens aller Haushalte aus. Zusammen mit einer sich verschlechternden Gesundheitssituation könnte sich auch dadurch das Wachstum wieder verlangsamen. Das hat die US-Regierung bereits auf dem Radar und will kurzfristig ein weiteres Hilfspaket für diesen Fall auf den Weg bringen.

Vorsichtiger Optimismus in Europa

Besser sieht es derzeit in Europa aus. Die Rate an Neuinfektionen ist weiterhin insge-

Auf den ersten Blick war das BIP-Wachstum Chinas im zweiten Quartal eine positive Überraschung, denn es stieg saisonbereinigt um 11,5% gegenüber einer vierteljährlichen Rate und lag damit deutlich über den Erwartungen von 9,6%. Darüber hinaus zeigen die seit Jahresbeginn vorliegenden Daten zwar weiterhin einen Rückgang der Produktion, doch beträgt dieser Rückgang -1,6% und nicht die erwarteten -2,4%. Die Investitionen und die Industrieproduktion stieg aber deutlich stärker als die Endnachfrage, was darauf hindeutet, dass die Angebotsseite der Wirtschaft die Inlandsnachfrage übertrifft. Infolgedessen nehmen die Lagerbestände zu, was sich wiederum dämpfend auf die Wirtschaftstätigkeit im 3. Quartal auswirken wird.

Niedrigere Gewinne per Aktie erwartet



Grafik 7

vom Mai hingegen kaum erholen. Die Industrieproduktion legte im Juni mit 5,4 % Plus gegenüber dem Vormonat überraschend stark zu, doch die unzureichende Kapazitätsauslastung zeigt, dass der Krisenmodus anhält. Wie schon eingangs dargestellt, haben sich einige Echtzeitindikatoren wieder bemerkenswert verlangsamt, egal ob bei Buchungen von Restaurants, Daten von Arbeitssoftwareanbieter Homebase oder Mobilitätstrends von Google. Zurückzuführen ist die Entwicklung auf die verfrühten Beendigungen der Lockdowns und der irrigen Annahme, die Coronakrise sei unter Kontrolle gebracht.

samt konstant bis rückläufig. Die EZB gab ausreichend Liquidität ins Bankensystem, womit – kombiniert mit sehr niedrigen Zinsen – eine Expansion in der Kreditvergabe ermöglicht wurde. Zwar ging es bei den Krediten vornehmlich um die Stärkung der Liquidität in den Unternehmen und nicht um Anlageinvestitionen. Zusammen mit dem 750 Mrd. EUR umfassenden Hilfspaket, das auf die letzten Gipfel Mitte Juli auf den Weg gebracht wurde, dürfte Europa, speziell der Euroraum derzeit eine bessere Ausgangsbasis für Wachstum bieten. Dass das offensichtlich so gesehen wird, konnte man an der Entwicklung des Wechselkurses gegenüber dem US-\$ ablesen.

China profitiert von starken Kreditströmen

Über das 3. Quartal hinaus hellen sich die Aussichten für China dennoch weiter auf. Chinas starke Kreditströme sind noch nicht vollständig aufgebraucht; wenn sie in die Wirtschaft fließen, wird sich die Aktivität weiter verstärken. Darüber hinaus wurden weniger als 50% der Quote für die Emission von Sonderanleihen der Kommunen emittiert, was darauf hindeutet, dass die Infrastrukturausgaben erhebliche Aufwärtspotenziale aufweisen.

Während eine Periode des Lagerabbaus in China im 3. Quartal Korrekturen in den Preisen von Basismetallen und damit den tief zyklischen Rohstoffaktien erzwingen könnte, verheißen die robusteren Aussichten für Q4 2020 und Q1 2021 für zyklische Aktien auf Sechs- bis Neunmonatsbasis Gutes. Daher wird jede Korrektur des Verhältnisses in der Performance von konjunkturabhängigen zu defensiven Aktien eine Kaufgelegenheit für die Erstgenannten darstellen.



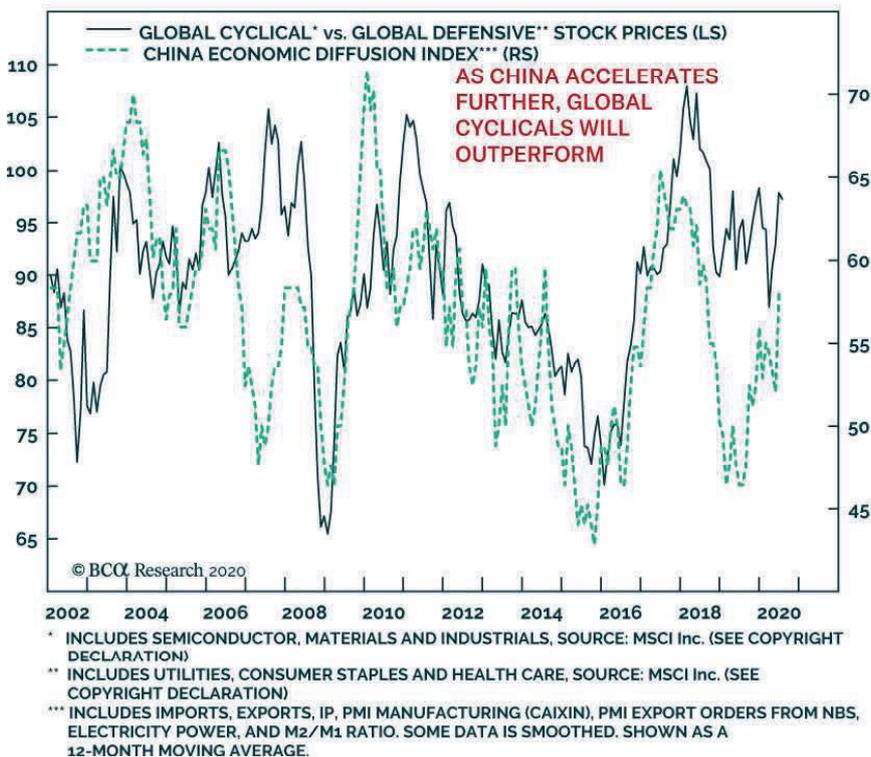
Berichtssaison bislang neutral

Wir nähern uns dem geschäftigsten Teil der Berichtssaison für das 2. Quartal 2020. 30-40% der US-amerikanischen und europäischen Unternehmen werden Anfang August ihre Gewinne veröffentlichen. Bislang haben 20% der S&P500- und 26% der Stoxx600-Unternehmen berichtet. In absoluten Zahlen waren die Gewinne schwach, da die Unternehmen weiterhin mit den Folgen der COVID-19-Krise zu kämpfen haben. Positiv zu vermerken ist, dass die bisherigen Ergebnisse 10-20% besser ausfielen als erwartet.

In sektoraler Hinsicht schneiden die zyklischen Sektoren weiterhin schlechter als die defensiven ab, wobei die Gewinndynamik im Gesundheitswesen und in der Technologiebranche während der aktuellen Krise am widerstandsfähigsten waren.

Erholung der chinesischen Wirtschaft klar erkennbar

Grafik 8



Wachstumserwartungen für börsennotierte Unternehmen nach Indizes

Grafik 9

	2020e EPS Growth, %		2021e EPS Growth, %	
	Current	Jan '20	Current	Jan '20
MSCI World	-21.6%	8.9%	29.6%	9.8%
S&P 500	-22.9%	9.0%	29.4%	10.9%
Stoxx 600	-30.6%	8.6%	35.7%	8.4%
Euro Stoxx	-33.0%	10.3%	41.9%	9.2%
FTSE 100	-39.0%	6.7%	37.6%	5.7%
Topix*	-3.6%	9.6%	38.0%	8.8%
EM	-8.2%	15.0%	29.8%	13.2%

Source: IBES, * for Year Ending March 2021 and March 2022

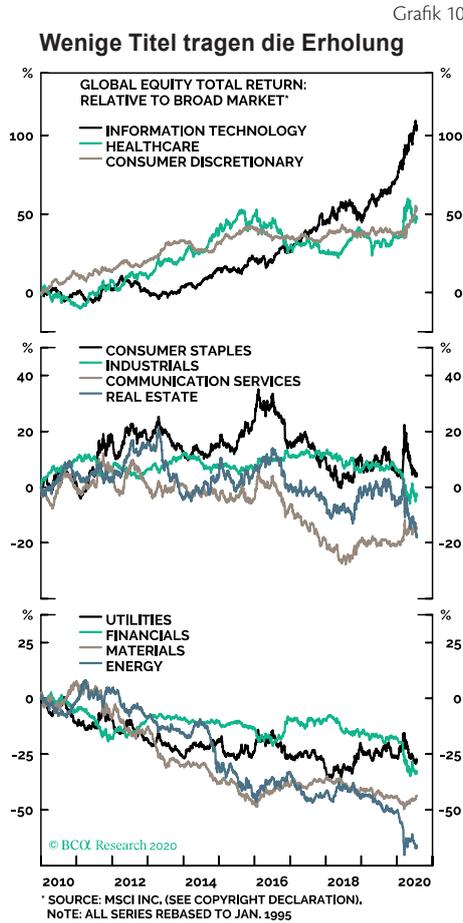


Aktien: Anatomie der Hausse

Die rapide Erholung der Aktienmärkte – 40 % seit dem 23. März – sucht in der Historie ihresgleichen. Die Höchststände vom Februar kommen bereits in Sichtweite. Getragen wurde die Hausse aber vor allem durch wenige Einzeltitel. Das war nicht nur bei den US-Indices so, aber dort vor allem.

Beim Standard&Poor's 500 (SPX) ist der Anteil der zehn Schwergewichte seit Jahresanfang um 6 % auf 30 % gestiegen. Damit zeigt sich die Fortsetzung eines schon lang anhaltenden weltweiten Trends hin zum Technologiesektor, der inzwischen 16,6 % des globalen Börsenwerts ausmacht. Zum Jahresende waren es noch 14,1 %. Zuvor hatte der Finanzsektor den größten Anteil. Während die Performance ohne die zwanzig größten Gewinner an Börsenwert in den USA bei minus 10 % liegt, gleichen diese Titel den Verlust fast aus. Sie stammen vor allem aus den USA und aus China und zählen mit wenigen Ausnahmen zum IT-Sektor. Und sie haben noch eine Gemeinsamkeit. Sie sind gemessen am Verhältnis zum jeweiligen Unternehmensgewinn unglaublich teuer. So werden Amazon und Netflix mit dem 80zigfachen, die Videoplattform Zoom sogar mit dem 1.500fachen Gewinn bewertet. Energie- und Finanztitel gibt es im Vergleich fast geschenkt.

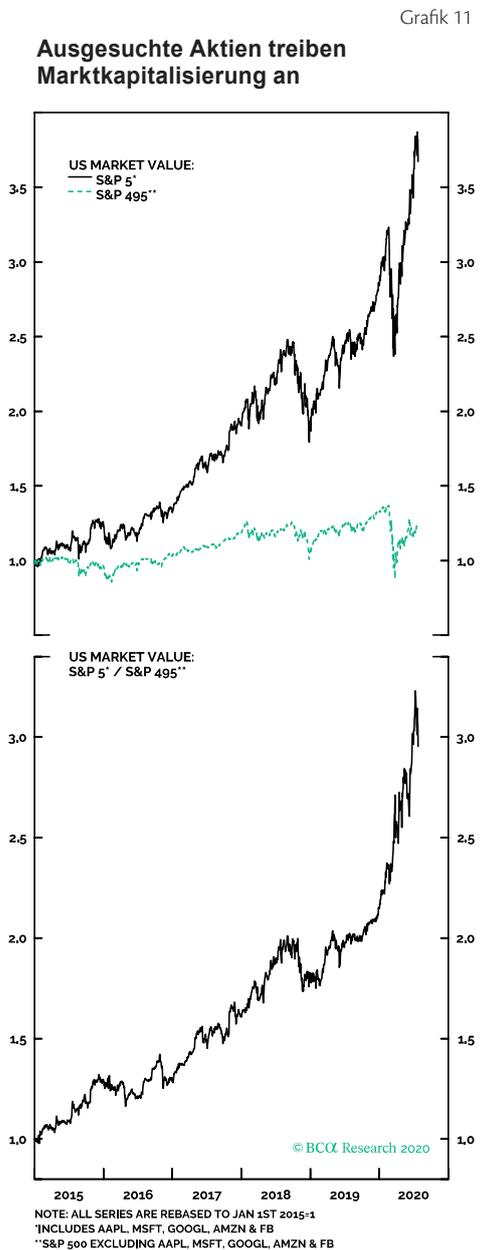
Je tiefer man in der Konzentration der Indexmitglieder gräbt, desto mehr verfällt man ins Grübeln. Denn die fünf wichtigsten Aktien des SPX (AAPL, MSFT, AMZN, GOOGL & FB) haben seit 2015 die Marktkapitalisierung des Index um 4,82 Billionen US-\$ erhöht, während die letzten 495 Aktien um insgesamt 3,82 Billionen US-\$ zugelegt haben. Bezogen auf die prozentuale Rendite ist die Marktkapitalisierung dieser fünf Tech-Titanen in den letzten 5 Jahren



um 288% von 1,67 Billionen auf 6,49 Billionen US-\$ gestiegen. Im deutlichen Gegensatz dazu ist die Marktkapitalisierung des „S&P 495“ nirgendwo hingelangt und stieg im gleichen Zeitraum lediglich um 23% (von 16,57 Billionen auf 20,39 Billionen US-\$ (oberstes Panel).

Wenn die Anleger nicht in diese Tech-Titanen investiert haben, dann haben sie auch nicht wirklich am Anstieg des Index verdient.

Es liegt auf der Hand, dass eine derart steile Divergenz nicht nachhaltig ist, und je länger diese Handvoll Aktien der Schwerkraft trotzen, desto steiler werden sie schließlich fallen (zweites Panel).





Gewinner der Aktien-Hausse in den Schwellenländern

Grafik 12

	WEIGHT IN MSCI EM INDEX	STOCK PRICE RALLY SINCE MARCH LOWS
ALIBABA GROUP HOLDING	7.0%	41%
TENCENT HOLDINGS	6.4%	57%
TAIWAN SEMICON. MNFG.	4.5%	53%
SAMSUNG ELECTRONICS	3.6%	35%
NASPERS	1.4%	64%
MEITUAN -DIANPING	1.4%	171%
TOTAL	24.3%	

SOURCE: MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION)

	WEIGHT IN MSCI EM INDEX
CHINA	41.0%
TAIWAN	12.3%
KOREA	11.7%
INDIA	8.0%
OTHER 22 COUNTRIES	27.0%
TOTAL	100.0%

SOURCE: MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION)

Weltweites „Konzentrationsproblem“

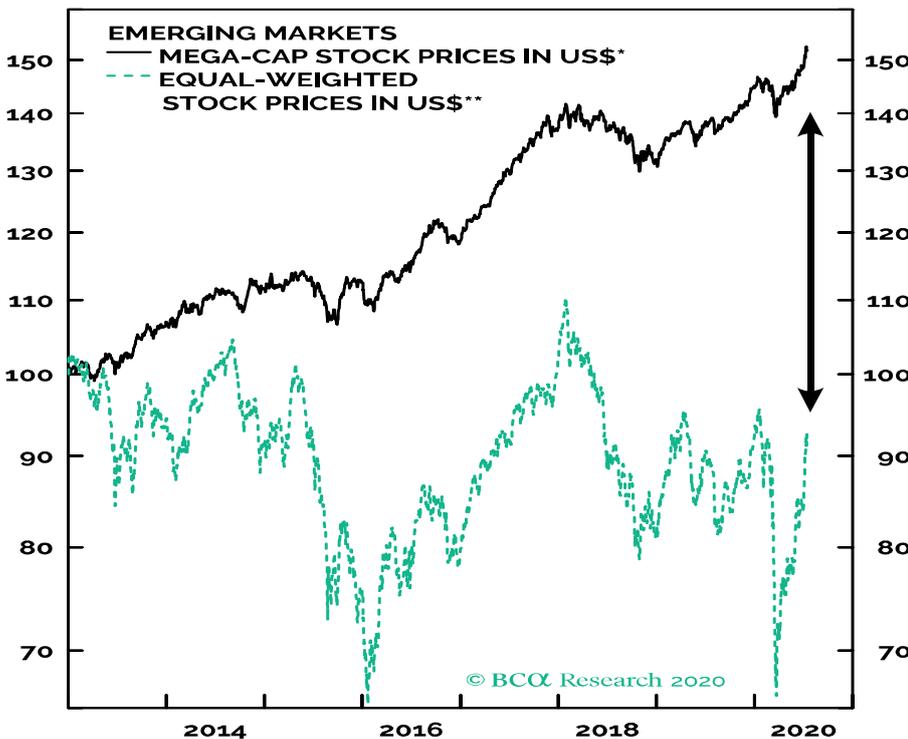
Das Konzentrationsproblem gibt es auch bei den Schwellenländer-Indices. Durch überdimensionierte Gewinne bei mehreren „New Economy“-Titeln stellen nun sechs Werte im MSCI-Emerging Markets immer-

hin 24,3 %, die sehr eng mit ihren Kollegen aus den anderen großen Industrieländer-Indices korrelieren. Zum Vergleich: Die US-amerikanische FAANGM (Facebook, Apple, Amazon, Netflix, Google und Microsoft) hat einen Anteil von 25% an der Markt-kapitalisierung des S&P 500.

Diese sechs Aktien trieben die kräftigen Gewinne des EM-Aktienindex seit Ende März an: Alibaba, Tencent, TSMC, Samsung, Naspers und Meituan-Dianping. Letzteres ist ein chinesisches Unternehmen für Web-Service-Plattformen, während Naspers 75% seiner Einnahmen aus seiner Beteiligung an Tencent und 25% aus einer russischen Internetfirma bezieht.

Chinas und Amerikas Börsen mit den gleichen Problemen

Grafik 13



*BCA CALCULATIONS; USING CONSTANT (LATEST) WEIGHT FOR INDIVIDUAL STOCKS OF ALIBABA, TENCENT, SAMSUNG ELECTRONICS, TSMC AND MEITUAN-DIANPING
 **SOURCE: MSCI Inc. (SEE COPYRIGHT DECLARATION)

Der Rest des EM-Aktienuniversums – einschließlich aller chinesischen, koreanischen und taiwanesischen Aktien mit Ausnahme der sechs oben aufgeführten Megacaps – hat sich weniger stark erholt. Dies ist der Dynamik am US-Aktienmarkt sehr ähnlich, wo der gleichgewichtete Index erheblich vom FAANGM-Index abgewichen ist.

Die Konzentration in der EM-Benchmark ist so hoch wie eh und je. Neben dem Welt-handel und dem chinesischen Wachstum werden zwei weitere Kräfte die Richtung der EM-Mega-Cap-Aktien bestimmen: (1) steigende geopolitische Spannungen zwischen den USA und China und (2) eine anhaltende Manie oder Pleite bei Aktien der „New Economy“.



Eigenes Auto schützt vor COVID-19

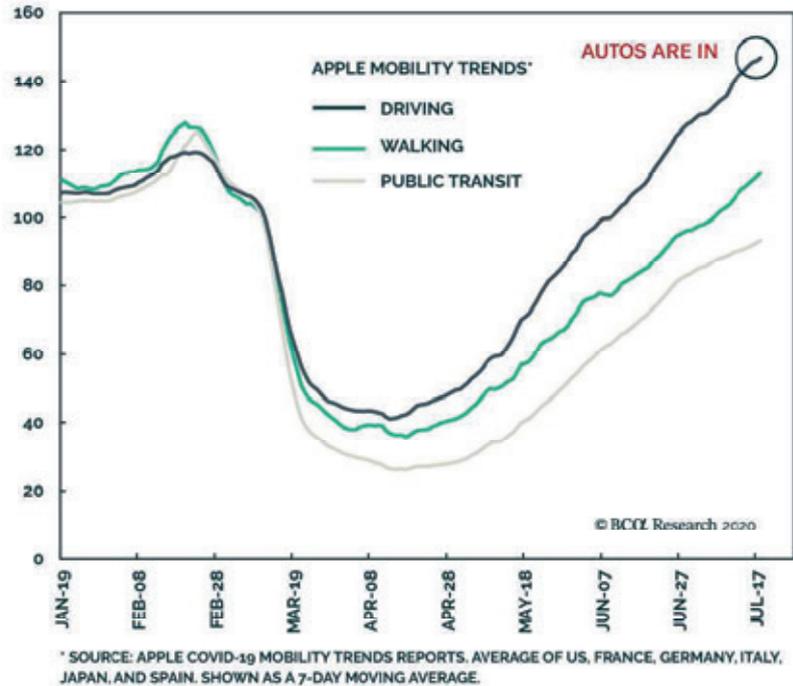
Mit der Wiedereröffnung der Volkswirtschaften nimmt die Mobilität der Bürger in der ganzen Welt zu. Daten von Apple Mobility zufolge gehen die Menschen zwar mehr zu Fuß als vor der Pandemie, nutzen aber deutlich weniger öffentliche Verkehrsmittel. Dies ist nicht überraschend, denn COVID-19 verbreitet sich leicht in geschlossenen Räumen, und öffentliche Verkehrsmittel haben einen entscheidenden Beitrag zur Verbreitung der Krankheit geleistet.

In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ist das Verkehrsmittel, dessen Nutzung am stärksten zunimmt, das Auto. Der Einsatz des Autos hat das Niveau von vor COVID-19 überholt. Die Menschen fühlen sich in ihren Autos sicherer, wo sie vom Rest der Welt isoliert sind. Dieser Trend wird sich mit dem baldigen Beginn der Herbst- und Wintersaison fortsetzen. Nicht nur, dass sich das Coronavirus in der kühleren Jahreszeit besser ausbreiten kann, auch andere saisonale Infektionen wie Grippe oder Erkältung werden wieder auftauchen.

Darüber hinaus wird die COVID-19-Epidemie wahrscheinlich zu einer Abwanderung aus den Innenstädten in die Vorstädte führen. Diese Lebensweise hängt auch viel stärker vom Autobesitz ab. Infolgedessen wird die Nachfrage nach Autos, die während der Abriegelungen dezimiert war, zurückkehren. Wenn diese Thesen stimmen, wird der Automarkt eine Renaissance erleben.

Autos trotz Klimakrise immer wichtiger

Grafik 14



Die Gruppe der Automobil- und Zulieferindustrie bleibt deutlich unter ihren früheren Höchstständen, was auf einen Einbruch der erwarteten Gewinne pro Aktie (EPS) im Verhältnis zum breiten Markt zurückzuführen ist. Historisch gesehen sind die relativen Gewinne des Sektors in hohem Maße prozyklisch, globale Autotitel haben Spielraum für eine deutliche Neubewertung.

Gesundheitswesen bleibt aussichtsreich

Es gibt starke Argumente dafür, dass schwerwiegende Ausbrüche von Infektionskrankheiten immer häufiger auftreten, und des-

halb werden die Regierungen ihre Bereitschaft zu Investitionen im Gesundheitswesen erhöhen müssen. Die Zahl der Länder mit einem signifikanten Epidemieausbruch hat sich in den letzten zehn Jahren fast verdoppelt, nachdem sie in den vorangegangenen 15 Jahren rückläufig war. Die Weltgesundheitsorganisation (WHO) warnt davor, dass Pandemien zwar selten sind, regionale und lokale Ausbrüche jedoch immer häufiger auftreten und größere wirtschaftliche Schäden verursachen. Die nichtzyklische Natur der Nachfrage im Gesundheitswesen macht die Branche weniger anfällig für wirtschaftliche Abschwünge. In Zeiten, in denen

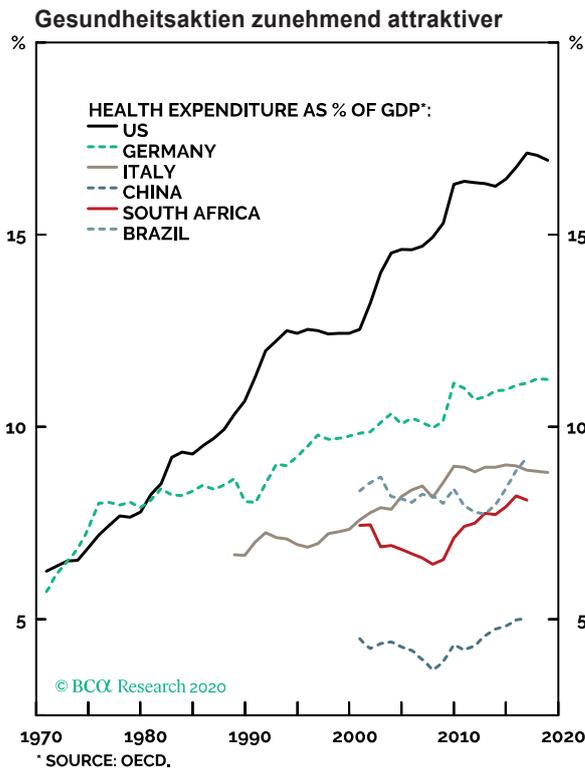
Unsere Favoriten: VW, BMW, Daimler, Continental (spekulativ)

Grafik 15

21er Zahlen	Kurs 27.07.	KGV	EV/EBITDA	Kurs/Buchw.	EK-Rendite
BMW	59,89	8,3	0,4	0,6	8,10%
Daimler AG	39,99	13,2	2,2	0,7	5,30%
Volkswagen Vz.	141,00	9,5	1,6	0,6	6,10%
Continental	90,40	Verlust	Verlust	Verlust	Verlust



Grafik 16



Schließlich stehen die Bewertungen für Aktien des Gesundheitswesens in den meisten Ländern nahe an ihren langfristigen Durchschnittswerten. Die einzigen Ausnahmen sind Großbritannien und Japan, die im Verhältnis zu ihren jeweiligen Märkten zwei Standardabweichungen über dem historischen Mittelwert liegen.

Jede Krise liefert Erkenntnisse darüber, was schief gelaufen ist, was geändert werden muss und welche Bereiche untersucht werden sollten. Die COVID-19-Pandemie bildet hier keine Ausnahme.

Die Pandemie hat die Fragilität der Versorgungskette aufge-

zeigt, insbesondere einen Mangel an bestimmten Gesundheitsgeräten und Medikamenten, deren Herstellung ausgelagert wird. In den USA beispielsweise befinden sich nach Angaben der Food and Drug Administration (FDA) mehr als 70 % der Einrichtungen, die für die USA wichtige Medikamente herstellen, im Ausland. Einige argumentieren, dass eine Verlagerung der Produktion im Gesundheitswesen unerlässlich ist. Joe Biden, der als nächster US-Präsident favorisiert wird, hat das in seinem Plan zum Wiederaufbau der US-Versorgungsketten hervorgehoben. Dies könnte jedoch zu höheren Kosten im Gesundheitswesen führen. So würden höhere Staatsausgaben zur Subventionierung medizinischer Ausgaben erforderlich sein. Es würde dazu führen, dass sich weniger Menschen eine angemessene Gesundheitsversorgung leisten können. Dieser Effekt wäre in Volkswirtschaften ausgeprägt, in denen ein großer Prozentsatz der Bevölkerung nicht versichert ist. In den USA sind dies etwa 10% der Einwohner, in einigen Schwellenländern, in denen die Qualität der

das Wachstum unter dem Trend liegt, stürzen sich die Investoren auf Aktien mit defensivem Wachstum. In den letzten beiden Rezessionen waren die Rückgänge bei Aktien des Gesundheitswesens 20% bzw. 27% geringer als am breiten Markt.

Angesichts seiner Kapitalintensität und seiner Abhängigkeit von Kreditaufnahmen ist der Sektor jedoch nicht völlig konjunktur-unempfindlich. In den USA beläuft sich die Verschuldung des Gesundheitssektors auf fast 500 Milliarden Dollar. Dadurch ist er auch anfällig für steigende Zinsen.

Die Gesundheitsbranche ist bei der Digitalisierung ins Hintertreffen geraten. Dies bietet vielfältige Chancen für den Sektor, insbesondere in der Gesundheitstechnologie, Biotechnologie und Pharmazie. Innovative Lösungen in der Robotik, künstlichen Intelligenz (KI) und Genomik werden die Branche in den kommenden Jahren vorantreiben. Die Digitalisierung wird die Produktivität beschleunigen und die Rentabilität verbessern.

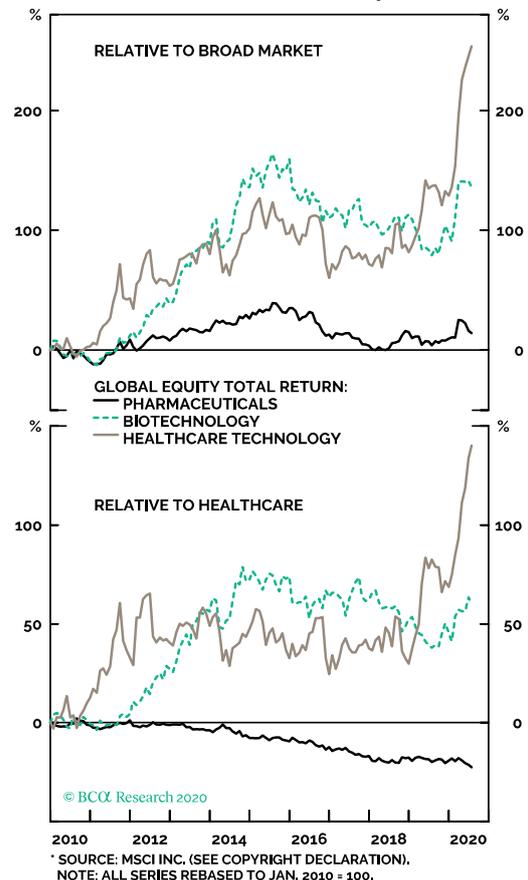
Gesundheitsversorgung schlecht ist, liegt dieser Prozentsatz noch deutlich höher.

Für Pharma- und Biotechnologieunternehmen, in denen die größten Kosten für die Markteinführung eines neuen Medikaments eher in F&E und Marketing als in der Herstellung anfallen, könnte dies ein geringeres Risiko darstellen.

In den ersten Monaten des Ausbruchs wurden Ressourcen wie Beatmungsgeräte, Krankenhaus- und Intensivbetten sowie eine grundlegende persönliche Schutzausrüstung (PSA) schnell knapp. Die Lagerbestände solcher Artikel und die Gesamtkapazitäten der Krankenhäuser müssen erhöht werden. Dies wird massive Investitionen zur Stärkung der öffentlichen Gesundheitsinfrastruktur und zur Erhöhung der Zahl der Be-

Grafik 17

Covid-19 zeigt Nachholbedarf im Gesundheitswesen auf, Aktien profitieren





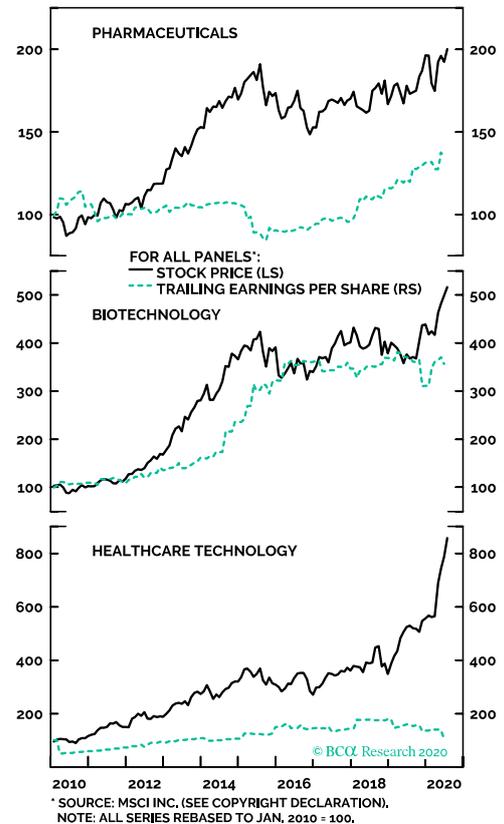
schäftigten im Gesundheitswesen erfordern. Die Pandemie hat auch Schwächen bei den Sozial- und Gesundheitsstandards deutlich gemacht. Die übermäßige Zahl der durch COVID-19 verursachten Todesfälle in Pflegeheimen in einigen entwickelten Volkswirtschaften unterstreicht die Notwendigkeit von Investitionen in diesem Bereich. In der kanadischen Provinz Quebec beispielsweise ereigneten sich erstaunliche 80% der Todesfälle in (öffentlichen und privaten) Pflegeheimen und Seniorenresidenzen, was das Missmanagement und die mangelnde Finanzierung veranschaulicht.

Besonders bemerkenswert ist, dass in Pflegeheimen, die mit Gewinn geführt werden (etwa 70% der gesamten Pflegeheime in den USA), fast viermal so viele COVID-19-Infektionen aufgetreten sind wie in anderen. Die von den Centers for Medicare and Medicaid Services (CMS) gemessenen Qualitätsbewertungen von gewinnorientierten Pflegeheimen sind im Durchschnitt viel niedriger als die von gemeinnützigen oder staatlichen Einrichtungen. Dies könnte auf die Massensterblichkeit von Pflegeheimen hindeuten. Ein solches Durchkommen ist jedoch unwahrscheinlich. Besser wäre es, den privat geführten Heimen höhere Standards aufzuerlegen und den Sektor auf eine geringere Anzahl von qualitativ hochwertigen Anbietern zu reduzieren. Positiv ist, dass es noch eine große Lücke gibt, die durch eine neue Generation der technologieorientierten, integrierten und Online-Gesundheitsversor-

gern geschlossen werden muss. Die Investitionen in die Biotechnologie – insbesondere im Zusammenhang mit genetischen Informationen – werden wahrscheinlich ebenfalls zunehmen, da die DNA-Sequenzierung billiger wird.

Auch die Art und Weise, wie Patienten mit Ärzten interagieren, wird sich ändern. Die American Medical Association (AMA) befragte mehr als 1000 Ärzte über den Einsatz digitaler Hilfsmittel in ihrer Praxis. In den letzten drei Jahren hat die Abhängigkeit von digitalen Werkzeugen zur Überwachung und klinischen Unterstützung deutlich zugenommen. Den größten Sprung gab es jedoch bei der Zahl der Praxen, die Telemedizin und virtuelle Besuche nutzen. „Contact Tracing“ ist ein Begriff, der während des Coronavirus-Ausbruchs weit verbreitet war. Die Fähigkeit, die Infizierten zu verfolgen und ihre Interaktionen zu überwachen, um die Ausbreitung des Virus zu begrenzen, wird als entscheidender Schritt zur Eindämmung der weiteren Ansteckung angesehen. Dies würde nicht nur zur Ausrottung des Virus beitragen, sondern könnte sich zu einer langlebigen Technologie entwickeln. Ähnlich wie die Sicherheitsscreening-Ausrüstung nach dem 11. September 2001 entwickelt wurde, sollte es auch im Segment der medizinischen Vorsorgeuntersuchungen Investitionsmöglichkeiten geben. Es ist wichtig zu beachten, dass nicht alle Aktien des Gesundheitswesens gleich sind: Verschiedene Regionen und Branchen haben sich unterschiedlich entwickelt.

Grafik 18
Pharmaaktien ganz vorn dabei



Generell China

Chinas Aktienhaussen dauern in der Regel 2-2,5 Jahre und umfassen drei Phasen. Die Länge und die Grenzen jeder Phase eines Bullenlaufs sind oft verschwommen und lassen sich am besten im Nachhinein erkennen. Dieser Rahmen trägt jedoch dazu bei, die anhaltende Marktrallye sowohl bei A-Aktien als auch bei investierbaren Aktien zu relativieren. Der Markt für A-Aktien befindet sich derzeit im Frühstadium eines

Unsere Favoriten: Boston Scientific, AbbVie, Bausch Health Cos, Mylan

Grafik 19

21er Zahlen	Kurs 27.07.	KGV	EV/EBITDA	Kurs/Buchw.	EK-Rendite
Boston Scientific	38,28	22,8	16,7	3,2	16,0%
AbbVie	97	8,3	20,2	2,9	9,8%
Bausch Health Co.	17	3,5	7,2	n/a	n/a
Mylan	16	3,4	4,8	0,6	19,4%
in US-\$					



wachsenden Investoreninteresses an Aktien, während für Ausländer investierbare Aktien die Hälfte der Phase erreicht zu haben scheinen.

Unserer Meinung nach begann die derzeitige Hausse im Januar 2019 nach der Baisse von 2016 bis 2018. Die folgende Akkumulationsphase ist der Beginn eines Aufwärtstrends, typischerweise nach einer Baisse, wenn intelligentes Geld beginnt, Aktien zu kaufen; die Fundamentaldaten sehen immer noch düster aus und die Bewertungen befinden sich auf außergewöhnlich niedrigen Niveaus.

Die Phase des öffentlichen Interesses an Aktien weist typischerweise einen massiven Anstieg des Handelsvolumens und ein explosionsartiges Wachstum neuer Anlegerdepots auf. Diese Phase beginnt, wenn der Markt bereits von der Talsohle abgekommen ist und die negative Stimmung bei Anzeichen einer wirtschaftlichen Verbesserung nachzulassen beginnt. Wenn der Aufwärtstrend klar feststeht, beginnen sich auch die kurzfristigen Spekulanten und die Trendfol-

ger unter den Anlegern zu häufen, wodurch ein sich selbst verstärkender Zyklus entsteht. Der Markt beginnt, sich zu überhitzen, wodurch sich Value-Investoren unwohl fühlen, aber die Bewertungen sind noch nicht zu hoch. Diese Phase dauert in der Regel länger als die beiden anderen Phasen eines Hausse-Primärtrends.

Die kurze und volatile Geschichte des chinesischen Aktienmarkts

Die Ausweitung der Multiplikatoren bleibt die dominierende Triebkraft für den breiten Markt. Bei investierbaren Aktien glauben wir, dass der Bullenmarkt wahrscheinlich mehr als die Hälfte der Phase der öffentlichen Beteiligung hinter sich hat. Der Markt hat seinen wichtigsten technischen Widerstand entscheidend überwunden und ist in teures Terrain vorgestoßen. Dennoch scheinen sich weder die A-Aktien-, noch die für Ausländer investierbaren Titel in der „Überschussphase“ zu befinden, wie sie 2015 zu beobachten war. Chinas kurze und volatile Börsengeschichte liefert einige klassische Beispiele für Aktien-Boom-Bust Zyklen. Die massive Hausse der chinesischen A-Aktien

zwischen 2013 und 2016 passt perfekt zu den drei Phasen: Die Aktienkurse stiegen in den drei Phasen der Hausse zwischen Anfang 2013 und Mai 2015 um satte 93%. Der Bullenmarkt marschierte schließlich in der ersten Hälfte des Jahres 2015 in die Überschussphase und erreichte im Mai 2015 mit einem hinteren Kurs-Gewinn-Verhältnis von 25 und einem Kurs-Buchwert-Verhältnis von über 3 den endgültigen Höhepunkt.

Das Fazit: Sowohl die A-Aktien, als auch die für alle investierbaren Titel haben im anhaltenden Bullenmarkt noch Spielraum nach oben. Sowohl investierbare, als auch inländische Aktien bleiben Übergewichtet.

Unser internationale Aktienportfolio liegt seit Jahresanfang mit 12,78 % im Minus – Resultat aus einer zu ängstlichen Haltung in den vergangenen Monaten und dem Engagement in Wirecard, das 3,45 % Performance kostete. Zu erkennen ist die Fokussierung auf China – sei es mit Rohstofftiteln, die von Chinas Nachfrage profitieren, oder direkt. Drei Positionen blieben zuletzt unbesetzt.

Aktienportfolio

Grafik 20

ICM InvestmentBank AG UNABHÄNGIGE VERMÖGENSVERWALTER		15er Aktienportfolio			Auslastung: 80%		28.07.20		8:21		
No.	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2020 YTD	P/L total	Alert Level
1	ANGLO AMERICAN/d	Basic Materials	GB00B1XZ5820	Gbp	LSE	30.07.20	2180,85	1984,80		-8,99%	1.400,00
2	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	NYQ	11.08.20	23,10	18,00	-39,84%	-22,08%	15,00
3	BP/d	Energy	GB0007980591	Gbp	LSE	28.07.20	326,30	294,40		-9,78%	300,00
4	CHINA EB INT'L/d	Utilities	HK0257001336	HKD	HKG	13.08.20	6,19	4,45	-28,80%	-28,12%	4,25
5	GLENCORE/d	Energy	JE00B4T3BW64	Gbp	LSE	05.08.20	242,43	185,00	-21,39%	-23,69%	135,00
6	HITACHI/d	Industrials	JP3788600009	JPY	TYO	24.07.20	3399,00	3275,00		-3,65%	3.000,00
7	MAISONS DU MON/d	Consumer Cyclical	FR0013153541	EUR	PAR	28.07.20	11,87	11,63		-2,00%	10,00
8	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	13.08.20	94,20	83,20		-11,68%	70,00
9	PROSUS/d	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	11.08.20	85,10	82,40		-3,17%	80,00
10	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	Gbp	LSE	09.09.20	83,59	27,79	-56,58%	-66,75%	20,00
11	UNICREDIT/d	Financials	IT0005239360	EUR	MIL	06.08.20	8,75	8,56		-2,19%	6,30
12	WALT DISNEY CO/d	Consumer Cyclical	US2546871060	USD	NYQ	11.08.20	108,00	116,31		7,69%	100,50
13											
14											
15											
		Aktiendepot in €	MSCI in \$								
Performance in 2016		-3,37%	8,77%								
Performance in 2017		24,84%	5,57%								
Performance in 2018		-9,56%	-6,19%								
Performance in 2019		16,53%	27,60%								
Performance in 2020 (YTD)		-12,40%	-6,74%								



Grafik 21

Empfehlungstabelle



Globale Asset Allokation				
Aktien				← ●
Anleihen				
Liquidität				
Aktien Global				
USA				
Europa				
Japan				
Schwellenländer				
Kanada				
Australien				
UK				
Anleihen Global				
Staatsanleihen				
Investment Grade				
High Yield				
Emerging Markets				
Globale Sektoren				
Finanzen				
Informationstechnologie				
Gesundheitswesen				
Kommunikation				
Industrie				← ●
Basiskonsumgüter				
Langlebige Gebrauchsgüter (z.B. Autos)				
Energie				
Rohstoffe / Grundstoffe				
Immobilien				
Versorgung				



Der Startschuss für die ICM „Green Strategy“ 2020 ist gefallen

Warum ICM Green Strategy?

Unser neues Portfolio kommt durch seine klar nachhaltige Zusammensetzung den Wünschen der umweltorientierten Anleger in jeder Hinsicht nach. Speziell in den letzten Jahren lässt sich ein immer deutlich werdender Trend hin zu den nachhaltig geprägten Aktien erkennen.

Weltweit sehen Investoren und Analysten in der Umweltwirtschaft die absolut wichtigste Zukunftsindustrie. Immer mehr Unternehmen konzentrieren sich auf folgende Bereiche: umweltfreundliche Energieerzeugung, Energie-, Rohstoff- und Materialeffizienz, nachhaltige Mobilität, nachhaltige Wasserwirtschaft, Abfall- und Recyclingindustrie. Das Nischendasein dieser Werte hat schon lange ein Ende gefunden und die Zuwachsraten an nachhaltigen Investments sind unaufhörlich auf dem Vormarsch.

Dieser Trend dürfte sich weiter verstärken, wenn sich das gewaltig gestiegene Umweltbewusstsein der Menschen schließlich in ihrem Anlageverhalten widerspiegelt. Wenn

auch die Steigerungsraten bereits an Fahrt gewonnen haben, ergibt sich speziell im Privatanlegerbereich noch ein kräftiges Wachstumspotential. Experten sind sich sicher, dass der Nachhaltigkeitstrend schon bald den Technologiehype ablösen könnte, der Einstieg in die kommende Zukunftsstrategie ist damit zum jetzigen Zeitpunkt günstig.

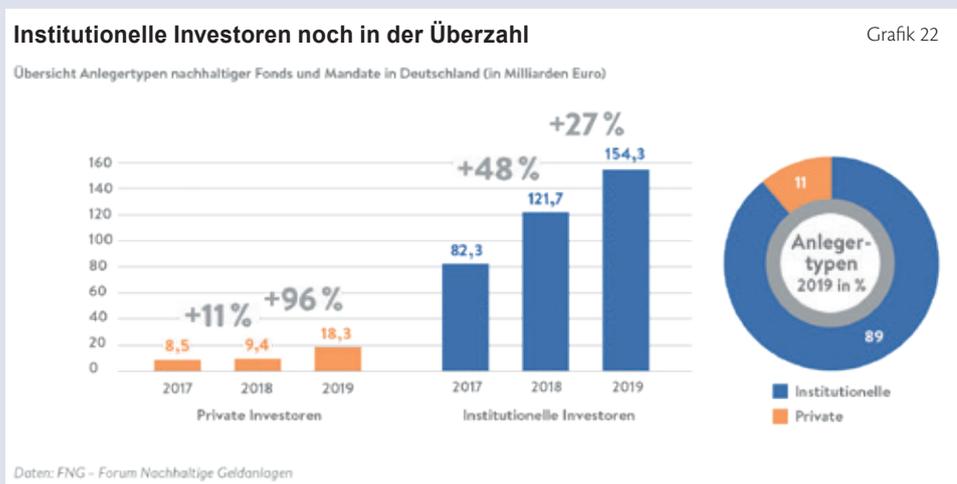
Wie man der unteren Graphik entnehmen kann, stieg alleine von 2018 auf 2019 der Anteil der Privatinvestoren am nachhaltigen Fondsmarkt von 9,1% auf 18,3%. Das entspricht einer Steigerung von 96%. Dennoch beträgt der Anteil der institutionellen Anleger aktuell noch 89%, bei den Privatanlegern gibt es also deutlich Luft nach oben. Die sich aus dem steigenden Interesse ergebenden Mittelzuflüsse für nachhaltig arbeitende Unternehmen verstärken die bereits begonnene Dynamik um ein Vielfaches.

Ein Umdenken ist aufgrund unserer drastisch wachsenden Weltbevölkerung dringend notwendig, schließlich sind die Ressourcen unseres Planeten nicht unendlich.

Um zukünftigen Generationen das Überleben zu sichern, müssen wir deutlich mehr Engagement für unsere Umwelt an den Tag legen.

Dieses Bewusstsein entwickelt sich auch bei immer mehr Privatanlegern. Denn durch Investitionen in Unternehmen, die sich dem Thema Nachhaltigkeit verschrieben haben, fördert man nicht nur die gekauften Werte, sondern setzt auch die Unternehmen unter Druck die sich bisher dem Thema nicht genügend oder noch gar nicht gewidmet haben. Jeder hat die Chance durch sein Anlageverhalten die Welt ein Stück besser zu machen. Wir haben die Aufgabe die besten Wege hierfür zu finden.

Als Erstes stellt sich dem nachhaltig orientierten Anleger die Frage, in welche Produkte er investieren soll. Momentan bilden zu meist ESG Fonds den Großteil der nachhaltigen Investments ab. Die Abkürzung ESG steht für Environment (Umwelt) Social (Soziales) und Governance (Aufsichtsstrukturen).

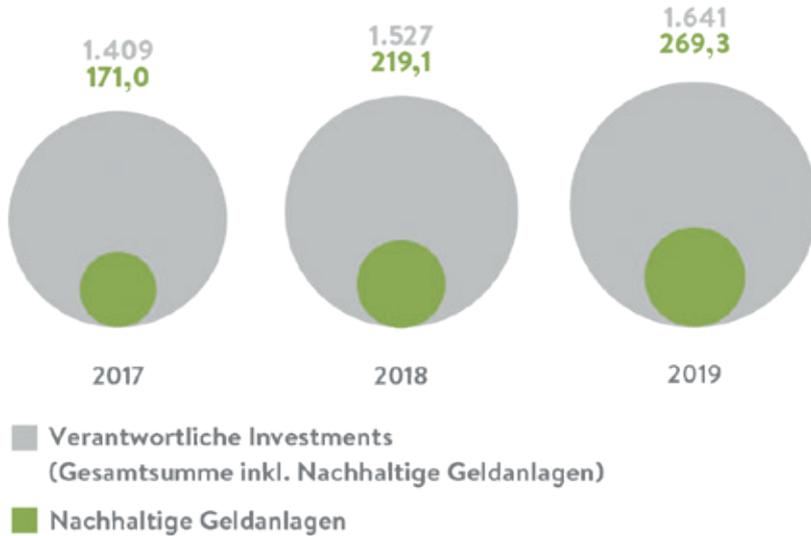




„Grüne“ Investments in Deutschland auf dem Vormarsch

Grafik 24

Verantwortliche Investments und Nachhaltige Geldanlagen in Deutschland (in Milliarden Euro)



Die ICM Green Strategy – Kriterien

Die Entwicklung eigener ESG-Richtlinien war unser erster Schritt zur Standardisierung und Umsetzung nachhaltiger Anlagen. Die „normalen“ Rahmenkriterien sind vielen Investoren zu unspezifisch. Hieraus entstand der Begriff des „Greenwashing“! – Mit der ICM Green Strategy wollen wir uns kein „grünes Mäntelchen“ umhängen, sondern Unternehmen identifizieren, die dem Thema Nachhaltigkeit wirklich gerecht werden.

Daher haben wir die ESG Standards in vielen Aspekten enger bzw. spezifischer gefasst. Die Auswahlkriterien legen hierbei besonderen Wert auf den schonenden Umgang mit den Weltressourcen, ohne die grundlegenden sozialen und strukturellen Themen des ESG außerachtzulassen.

Die „grünen“ ICM-Kriterien

Grafik 25

Auswahlmatrix

	Bis 5%	Bis 0%	Detaillierungen
Umwelt	Fossile Brennstoffe Chlor und Biozide	Grüne Gentechnik Umweltschädliches Verhalten Kernenergie	Waldrodung, Biodiversität, Fischerei, Palmöl etc. Komponenten Kernenergie
International	Staaten, die an Unternehmen beteiligt sind aber folgende internationale Verträge nicht einhalten: UN-Biodiversitäts-Konvention, Kyoto-Protokoll, Biologisches Sicherheitsprotokoll		
Soziales	Glücksspiel Tabakwaren Pelze Pornographie	Spirituosen, Alkohol Waffen, Rüstungsgüter Tierversuche Arbeitsrechte (ILO), Kinderarbeit, Menschenrechte,	Streubomben, Antipersonenminen, Massenvernichtungswaffen (ABC/CBRN) Konfliktrohstoffe, Industrielle Landwirtschaft
International	Staaten, die an Unternehmen beteiligt sind aber folgende internationale Verträge nicht einhalten: Arbeitsrechte, Kinderarbeit, Menschenrechte, hohe Rüstungsbudgets, Todesstrafe, Verstöße gegen Atomwaffen- und Waffensperrverträge, unfreie Staaten lt. Freedom House		
Governance	Korruption, Bestechung Vergütung, Buchführung, Geldwäsche		Verstöße gegen die Rechtsordnung
International	Staaten, die an Unternehmen beteiligt sind aber keine geeigneten Vorkehrungen gegen Korruption haben		
Anerkannte Normen	ILO Konventionen	OECD Richtlinien für MNCs	UN Global Compact
Screening	✓	✓	✓



Aktuelle Top Positionen

Nach einer gründlichen Selektion aus etwa 5000 infrage kommenden Unternehmen, wurden über 100 konforme Aktienwerte für das Grunduniversum des nachhaltigen Portfolios zusammengestellt. Im nächsten Schritt erfolgte eine Länder- und Sektorenteilung für die circa 20 Werte, die das endgültige Portfolio abbilden. Die Kriterien für die Auswahl und Zuteilung erfolgen durch das Scoring System und das Global Asset Allocation Modell unseres Research Partners BCA mit Sitz in Montreal. Das Universum sowie das Portfolio unterliegen selbstverständlich einer permanenten Kontrolle durch den zuständigen Anlageausschuss. Wir überwachen nicht nur die bestehenden Werte, sondern suchen ständig nach geeigneten neuen Kandidaten.

Top 10

Grafik 26

Unternehmen	Gewichtung
Kurita Water Industries Ltd.	5.00%
Panasonic Corporation	5.00%
Ricoh Company, Ltd.	5.00%
Tianneng Power International Limited	5.00%
Chaowei Power Holdings Limited	5.00%
METAWATER Co., Ltd.	5.00%
Biffa plc	5.00%
Canadian Solar Inc.	5.00%
Derichebourg SA	5.00%
Intel Corporation	5.00%

Lässt sich nachhaltiges Investieren mit Profitabilität verbinden?

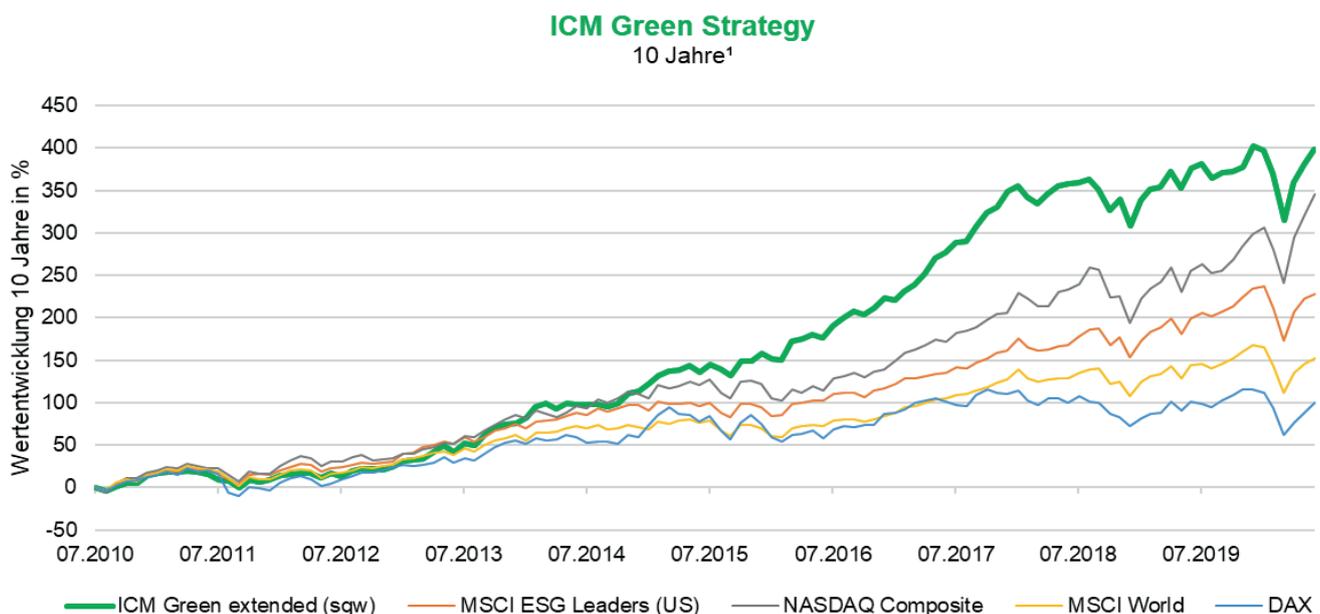
Das Klischee, dass sich nachhaltige Investitionen nicht lohnen, wollen wir an dieser Stelle gerne widerlegen. Wie man der Chartdarstellung entnehmen kann, hätte die Green Strategy rückwirkend auf die letzten Jahre betrachtet, sämtliche Vergleichsindexe hinter sich gelassen. Selbstverständlich

lassen Erfolge der Vergangenheit keine Rückschlüsse auf die Zukunft zu. Aber auf dem aktuellen Stand der Dinge zeichnet sich nun wirklich keine Verlangsamung, sondern eher ein deutliches Anziehen der Investmentbereitschaft in diesem Segment ab.

Die ICM-Green-Strategy im Vergleich

Grafik 27

Strategie	3 Monate	6 Monate	1 Jahr	3 Jahre	5 Jahre
ICM Green Strategy	20,6%	1,0%	7,8%	10,0%	16,1%
MSCI World	19,5%	-5,5%	3,4%	7,3%	7,5%



¹ basierend auf dem ICM Investmentprozess wurden die Strategievorgaben zurückgerechnet. Die Daten stammen von BCA Research Backtest



Aktienindices

Auch in den vergangenen zwei Monaten konnten die Aktienindices weiter gewinnen. Es fragt sich im Augenblick, ob dieser angesichts der Gesamtsituation völlig unerwartete Aufwärtstrend nun in eine Phase der Konsolidierung übergehen könnte. Zu nah sind bereits die Höchststände vom Februar und ein Ausbruch auf neue Höhen ist unwahrscheinlich. Die technische Analyse von Kursverläufen hat in den letzten Jahrzehnten etliche Indikatoren hervorgebracht, anhand derer die Stabilität eines Trends oder Anzeichen einer überkauften bzw. überverkauften Marktlage herausgearbeitet werden können.

Es geht um die folgenden fünf Indikatoren, die auf einen Zeitraum von einem Jahr betrachtet werden:

ADX: Der ADX (Average Directional Movement) zeigt ausschließlich die Stärke eines Trends und nicht die Richtung. So deutet ein steigender ADX auf eine Trendphase und ein fallender ADX auf eine trendlose Phase hin. Werte über 15 zeigen das Vorhandensein einer Trendphase, darunter spricht man von einer trendlosen Periode.

Money Flow Index: Dieser Volumenindex zeigt in einer Skala von 0 bis 100, ob der Zufluss oder Abfluss von Geldern am Markt stattfindet.

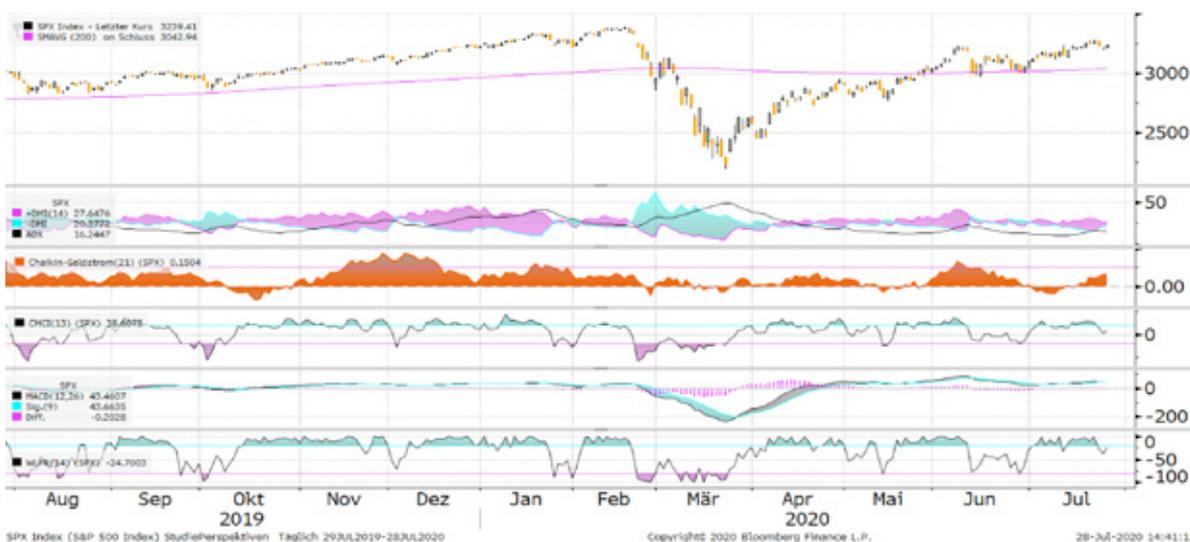
Commodity Channel Index: Der „CCI“ misst den Abstand der Kurse von ihrem „gleitenden Durchschnitt“ und erlaubt damit ein Messen der Trendstärke bzw. Trendintensität. Zwischen Werten von +100 bis -100 ist der Markt trendlos, darüber und darunter gibt es entsprechende Signale.

MACD: Der Moving Average Convergence/Divergence Indikator zeigt das Zusammen- bzw. Auseinanderlaufen zweier unterschiedlich langer gleitender Durchschnitte. Schneidet der kurze den langen Durchschnitt von unten nach oben, gibt es ein Kaufsignal – umgekehrt ein Verkaufssignal.

Williams %R: Der Williams %R gehört zu den Oszillatoren, mittels denen man ermitteln kann, ob Märkte überverkauft oder übergekauft sind. Das Ergebnis schwankt von 0 bis -100 Punkte. Bei Werten von 0 bis -20 entsteht ein Verkaufssignal, bei -80 bis -100 ein Kaufsignal.

Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S+P 500 Index war in den vergangenen Wochen der Star unter den Indices. Seit Ende Mai hält er sich konstant über seinem rollierenden 200-Tage-Durchschnitt. Der ADX nähert sich möglicherweise wieder einer Trendbestätigung. Geld fließt weiterhin in den Markt (Chaikin Geldstrom bzw. Money Flow Index). Der MACD deutet auf einen beginnenden Aufwärtstrend hin. Der William %R Oszillator hat in der Nähe der übergekauften Signallinie wieder nach oben gedreht. **Ergebnis: positiv**

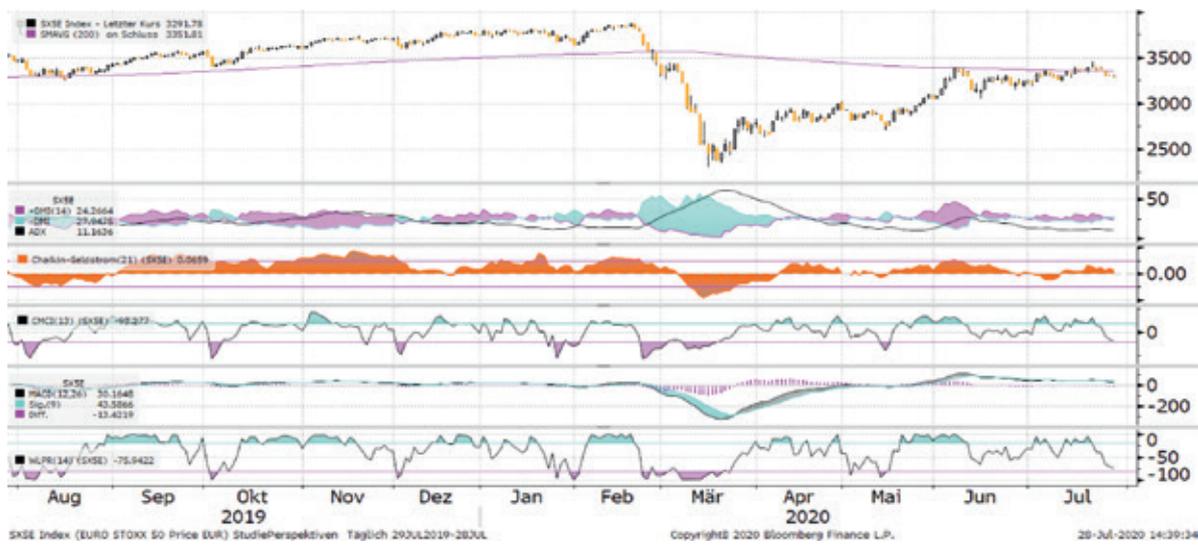


Grafik 28



EuroStoxx 50-Kursindex

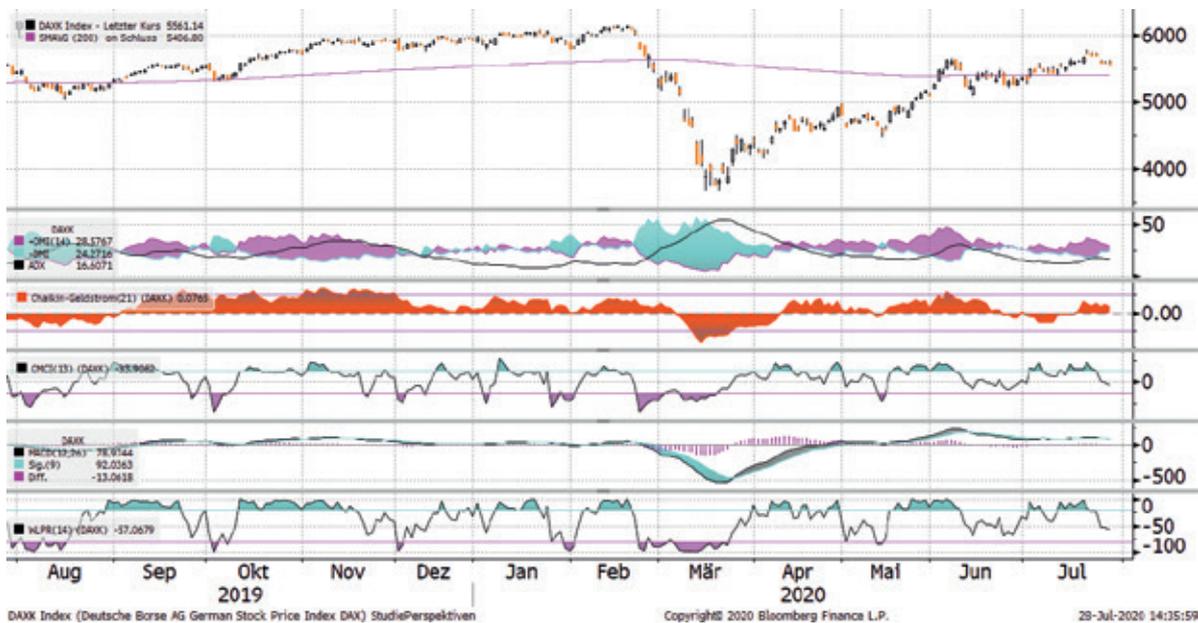
Der EuroStoxx50-Index ist im Juli erneut unter seinen gleitenden 200-Tage-Durchschnitt gefallen. Der ADX zeigt mit seinem Wert bei 11,2, dass sich noch kein beständiger Trend aufwärts oder abwärts entwickelt hat. Es fehlt nicht an Mittelzuflüssen (Chaikin Geldstrom oder Money Flow-Index). Der Commodity-Channel-Index nähert sich einer Trendbestätigung (nach unten), Der MACD dreht ins Negative. Der Aktienindex ist nach dem Williams-%R Oszillator fast schon ausreichend überverkauft. **Ergebnis: neutral bis leicht negativ**



Grafik 29

Dax 30 Kursindex

Der reine DAX-Index ohne aufgelaufene Dividenden befindet sich zwar über seinem gleitenden 200-Tage-Durchschnitt. So richtig weitziehen will der Index derzeit aber nicht. Der ADX zeigt mit seinem Wert bei 16,6, dass kein beständiger Trend aufwärts oder abwärts vorliegt, aber es weiter nicht an Mittelzuflüssen in den Markt fehlt (Chaikin Geldstrom oder Money Flow-Index). Der Commodity-Channel-Index bestätigt eine trendlose Phase, ebenso wie der MACD. Der Aktienindex ist nach dem Williams-%R Oszillator noch nicht ausreichend überverkauft. **Ergebnis: neutral**

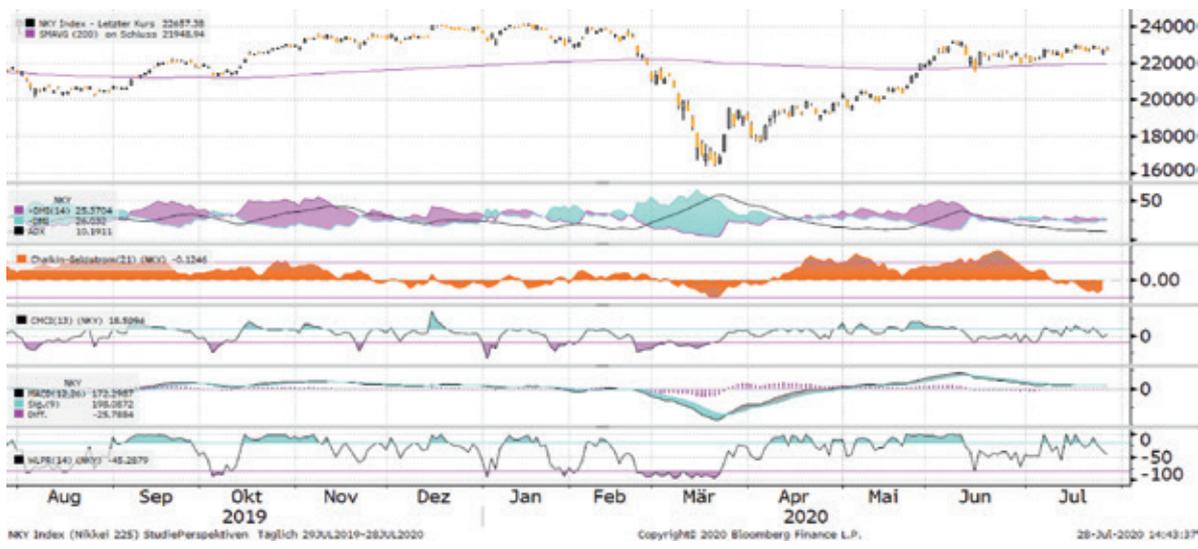


Grafik 30



Nikkei 225 Kursindex

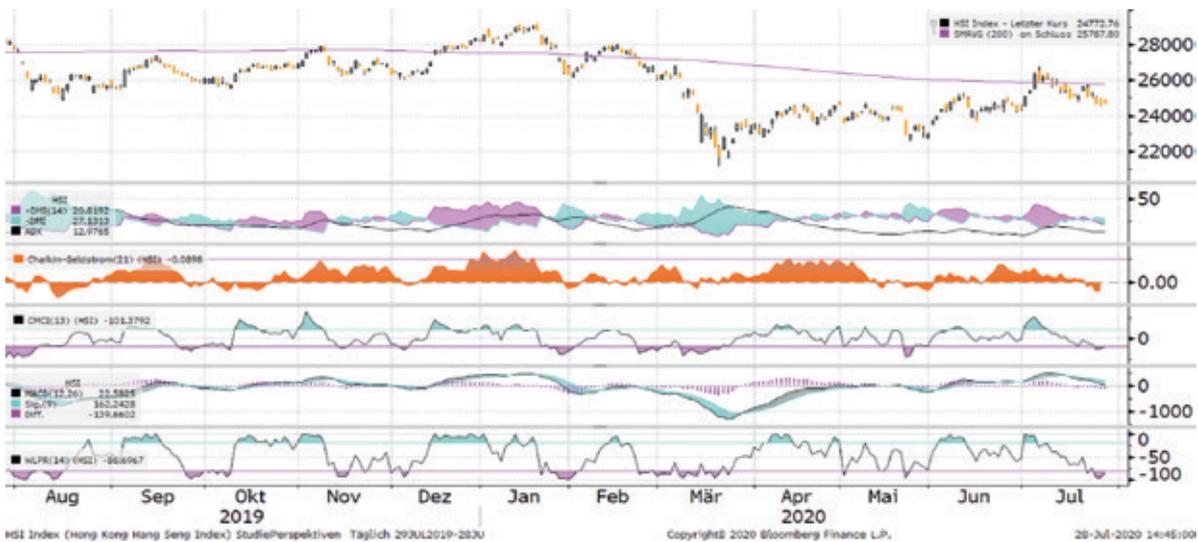
Der japanische Nikkei-Index hält sich wie der S+P 500 über der seitwärts verlaufenden 200-Tage-Durchschnittslinie. Der ADX gibt mit einem Wert von 10,19 eine Trendbestätigung, der Money-Flow-Index (Chaikin-Geldstrom) zeigt, dass Geld aus dem Markt abfließt. Der Commodity-Channel-Indikator ist im neutralen Bereich, der MACD gibt ein Verkaufssignal. Der Williams %R Oszillator ist neutral. **Ergebnis: neutral**



Grafik 31

Hang Seng Kursindex

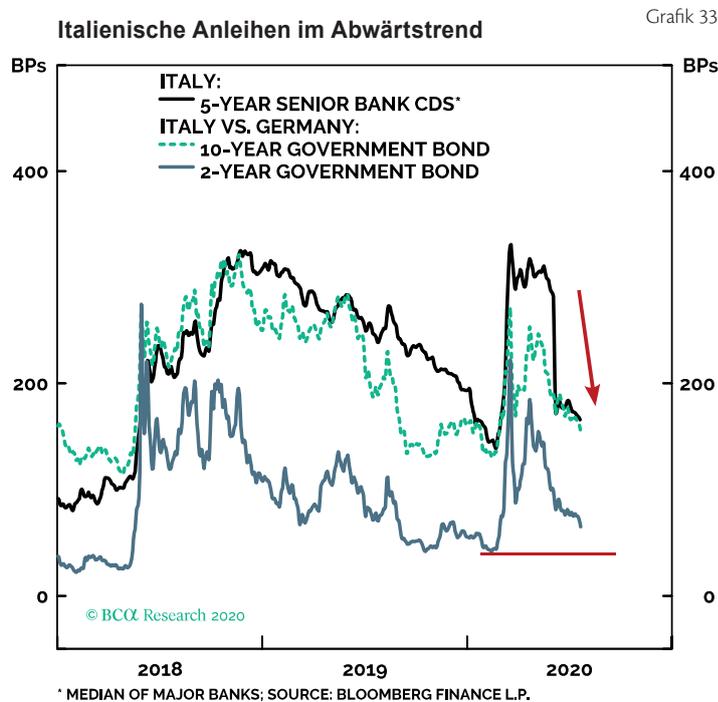
Der Hongkonger Hang-Seng Index gibt mit seinem Stand unter der 200-Tage-Linie eher ein Verkaufssignal, das vom ADX mit einem Wert von 13 bestätigt wird. Der Money-Flow-Index zeigt, dass Mittel tendenziell aus dem Markt fließen. Der Commodity Channel Index zeigt, dass der Trend im Vergleich relativ stark ist. Auch der MACD bestätigt den Abwärtstrend. Nur der Williams %R Oszillator ist kurz vor einem positiv zu wertenden Trendwendsignal. **Ergebnis: leicht negativ.**



Grafik 32



Anleihen: merkwürdige Divergenz



Die Renditen von Staatsanleihen haben sich in den meisten entwickelten Volkswirtschaften seit dem Tiefststand der Aktien Ende März seitwärts bis abwärts bewegt. Im Gegensatz dazu sind die Inflationserwartungen gestiegen. Infolgedessen sind die realen Renditen gesunken. In den USA sind die Renditen inflationsgeschützter Anleihen (sog. TIPS) über alle Laufzeiten in den negativen Bereich gefallen. Der Rückgang der Realrenditen war einer der unbestrittenen Gründe für die höheren Aktienkurse in diesem Jahr. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse der wichtigsten US-Indizes haben sich eng an die realen Renditen angeglichen. Auch der Goldpreis ist gestiegen, wie es oft der Fall ist, wenn die Realrenditen sinken. Allerdings ist es ziemlich ungewöhnlich, dass die Inflationserwartungen ohne einen entsprechenden Anstieg der nominalen Anleiherenditen anziehen. Als Faustregel gilt, dass die Anleiherenditen steigen, wenn die Wirtschaftsdaten nach oben überraschen, wie dies in

den letzten Monaten der Fall war. Eine wichtige Ausnahme von dieser Regel ergibt sich, wenn die Geldpolitik expansiver wird. Die Anleiherenditen tendieren dazu, dem Pfad der erwarteten Leitzinsen zu folgen. Wenn die Zentralbanken die Zielkorridore der Zinsen niedriger ansetzen, können die Anleiherenditen sinken, selbst wenn der von den niedrigeren Renditen ausgehende reflationäre Impuls den Inflationsprojektionen einen Aufwärtsschub verleiht. Eine solche Divergenz zwischen den Renditen und den Inflationserwartungen trat zuletzt Anfang 2019 auf. Der Aktienmarktcrash Ende 2018 zwang die Fed, ihre Pläne für Zinserhöhungen aufzugeben.

Inflation und Anleihenrenditen auch in Zukunft gekoppelt?

Die Kernfrage für Anleger ist, wie lange das Muster steigender Inflationserwartungen und stabiler Anleiherenditen noch anhalten kann. Wir gehen davon aus, dass die nomi-

nalen Anleiherenditen in den nächsten Jahren mit der Erholung des Wachstums bescheiden steigen werden. Die Inflationserwartungen werden jedoch wahrscheinlich stärker steigen, was eine Übergewichtung von inflationsgeschützten Papieren im Vergleich zu nominalen Anleihen rechtfertigt.

Die Inflationserwartungen sind in den meisten Ländern nach wie vor recht niedrig. Wenn sich das globale Wachstum erholt, dürften sowohl die tatsächliche als auch die erwartete Inflation höher ausfallen. Höhere Ölpreise dürften die Inflationserwartungen ebenfalls erhöhen.

Wenn die Geld- und Finanzpolitik akkommodierend bleibt, könnte sich die Inflation beschleunigen. Die Zentralbanken werden den anfänglichen Inflationsschub wahrscheinlich begrüßen, da sie schon seit vielen Jahren eine unter dem Ziel liegende Inflation beklagen. Wenn die Inflation jedoch weiter ansteigt, könnten die Zentralbanken beginnen, die Aussicht auf Zinserhöhungen in Aussicht zu stellen.

Höhere Zinsen würden schuldengeplagte Regierungen vor große Probleme stellen. Es wäre überhaupt nicht überraschend, wenn Politiker sich auf die Zentralbanken stützen würden, um die Zinsen niedrig zu halten. Regierungen könnten die Zentralbanken am Ende faktisch dazu zwingen, mehr Schulden aufzukaufen, damit die langfristigen Renditen nicht steigen. Im Extremfall könnten Regierungen die Zentralbanken sogar dazu zwingen, die Renditen zu begrenzen.

Solche Maßnahmen würden zwar verhindern, dass die Kurse von Anleihen fallen, doch wäre dies ein schwacher Trost für die Anleihegläubiger. Wenn die Zentralbanken



Grafik 34

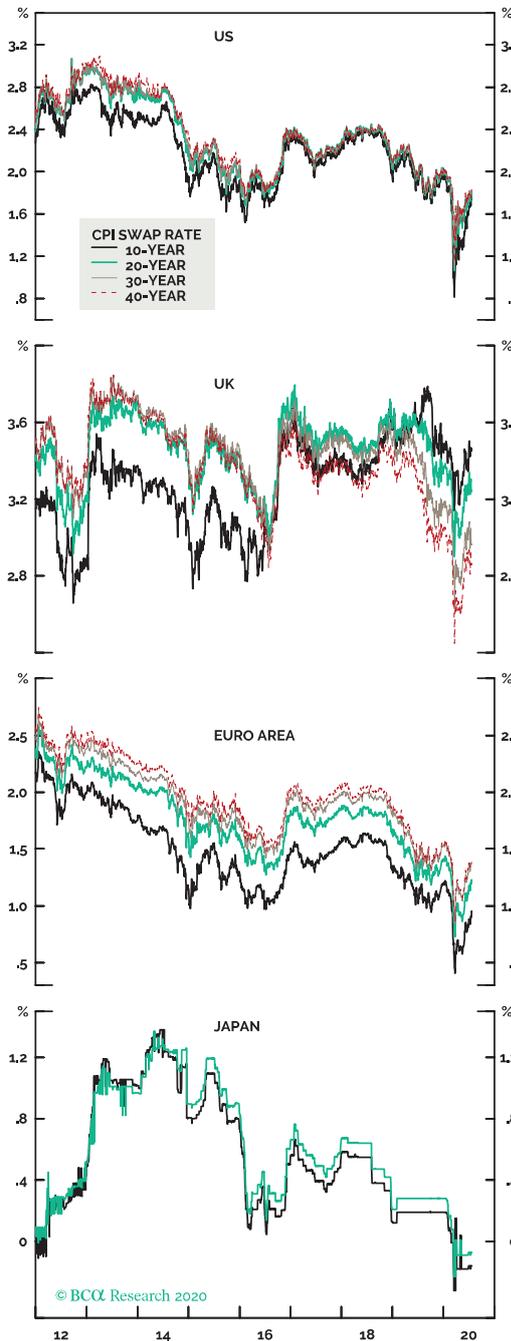
die Anleiherenditen unter ihrem Gleichgewichtsniveau halten würden, würde die Inflation noch weiter ansteigen und damit die Kaufkraft der Anleihen untergraben. Am Ende müssten die Zentralbanken die Zinssätze immer noch anheben, wahrscheinlich mehr, als sie es getan hätten, wenn sie schneller gehandelt hätten, um die Inflation einzudämmen.

Aus der Perspektive des Anleihemarktes bedeutet dies, dass sich derzeit große Haushaltsdefizite selbst finanzieren. Größere Haushaltsdefizite führen zu einem noch größeren privaten Einkommenspool, der es dem privaten Sektor ermöglicht, mehr Staatsanleihen zu kaufen.

In der Tat würde ein vorzeitiger Rückzug der fiskalischen Unterstützung mit ziemlicher Sicherheit die Realzinsen erhöhen, indem er die Inflationserwartungen dämpft. Wenn das weit hergeholt klingt, denken Sie daran, dass genau dies im März geschehen ist.

Als Maßstab für zukünftig erwartete Inflationsraten kann man die Inflations-Swapsätze für unterschiedliche Laufzeiten heranziehen. Das zeigt die nebenstehende Grafik.

Inflationserwartung an Anleihen erkennbar



Anleihenportfolio

Grafik 35

KENNZAHLEN											28.07.20	
Portfolios	Währungen	Rating	99%- VaR	YTM	Kupon	ASW	Duration	ASW/Duration	YTD	Anzahl der Positionen	aktuelle Mindestanlagensumme*	
Short Duration EUR 10	EUR	keine Einschränkung	0,76%	1,91%	1,96%	131	1,2	105	3,61%	9	ca. 90.937,55 €	
All Grade All Currencies 20	EUR, USD	keine Einschränkung	5,87%	15,93%	5,60%	1141	2,4	477	-7,51%	19	ca. 160.768,85 €	
All Grade All Currencies 30	EUR, USD	keine Einschränkung	4,81%	18,19%	5,66%	1022	2,7	379	-8,84%	29	ca. 236.015,90 €	
All Grade EUR 20	EUR	keine Einschränkung	5,92%	14,72%	5,05%	1099	3,0	364	-13,46%	18	ca. 146.446,45 €	
All Grade EUR 30	EUR	keine Einschränkung	4,31%	11,62%	4,82%	910	3,0	299	-8,74%	26	ca. 225.315,35 €	
Mid Grade All Currencies 10	EUR, USD	AAA bis BB-	4,67%	9,44%	4,63%	791	3,7	215	-5,72%	9	ca. 80.185,25 €	
Mid Grade All Currencies 20	EUR, USD	AAA bis BB-	4,67%	7,81%	5,07%	578	3,0	193	-11,74%	18	ca. 166.999,05 €	
Mid Grade All Currencies 30	EUR, USD	AAA bis BB-	2,36%	10,85%	4,95%	580	2,9	200	-7,41%	24	ca. 215.788,50 €	
Mid Grade EUR 10	EUR	AAA bis BB-	4,76%	6,54%	4,12%	618	3,9	158	-4,91%	9	ca. 82.334,30 €	
Mid Grade EUR 20	EUR	AAA bis BB-	2,72%	5,78%	4,16%	554	3,4	161	-5,29%	15	ca. 140.909,30 €	

ASW: Asset Swap Spread VaR: Value at Risk ASW: Risikoaufschlag YTD: Performance im laufenden Kalenderjahr * 10.000 nominal pro Position.
 Quelle: Bloomberg, VWD. YTM: Fälligkeitsrendite ASW/Duration: Risikoaufschlag/Duration * nicht währungsbereinigt



Drei Anleihen aus dem Universum der Portfolios, zu denen es aktuelle Nachrichten gibt, sind nachfolgend besprochen:

6,65 % Vallourec 01.04.2023 (EUR): Das Management ist in ständigen Gesprächen mit den Banken, um eine Kapitalerhöhung so schnell wie möglich durchzuführen, wenn die Marktbedingungen dies zulassen, bevorzugt vor Ende 2020. 800 Millionen Euro würden ausreichen. Trotz der moderaten Erholung der wirtschaftlichen Aktivität und dem Anstieg des Ölpreises, der sich in den letzten Wochen bei etwa 40 \$/b stabilisiert hat, bleibt die Lage unklar. Eine zweite Welle der Pandemie in Verbindung mit einer Abriegelung würde die von der IEA erwartete Verbesserung des Ölpreises im zweiten Halbjahr untergraben und damit Vallourec die Möglichkeit nehmen, seine Kapitalerhöhung zu starten. Nichtsdestotrotz haben die beiden Großaktionäre Bpifrance und Nippon Steel zugestimmt, die Kapitalerhöhung zu zeichnen. Das Bankenkonsortium hat sich bereit erklärt, den Rest zu übernehmen.

4,125 % Tereos 16.06.2023 (EUR): Der Zuckerproduzent Tereos (TEREOS, B+) hat ein Darlehen von 230 Millionen Euro erhalten, das zu 80% vom französischen Staat garantiert wird. Im Rahmen der derzeitigen Regelung für staatlich garantierte Darlehen (SGL) handelt es sich um eine einjährige Fazilität, die auf bis zu fünf Jahre verlängert werden kann. Das sind gute Nachrichten für die Genossenschaft, die damit ihre Liquidi-

tät stärkt. Unserer Meinung nach sind diese Mittel könnte zur Rückzahlung des 225 Millionen Euro schweren revolvingenden Fazilität verwendet werden, die im Januar zur Refinanzierung der Anleihen vom März 2020 in Anspruch genommen wurde. Diese Fazilität wird im Juli 2021 fällig und soll in Kürze mit den Banken neu verhandelt werden. Auf diese Weise wird Tereos in die Lage versetzt warten zu können, bis die Ausgabebedingungen besser sind, bevor der Anleihemarkt erneut aufgesucht wird. Was die Banken betrifft, so werden sie wahrscheinlich die gleiche Kreditsumme gegenüber der Gruppe halten, aber zusätzlich mit staatlicher Garantie

5,58 % variabel verzinst Gruppe Selecta B.V. 01.02.2024 (EUR).

Moody's stuft den Automatenhersteller Selecta auf Caa1 von Caa3 herab. Die Rating-Agentur hat auch die erstrangigen gesicherten Schuldverschreibungen des Unternehmens von Caa1 auf Caa3 herabgestuft (865 Mio. €), darunter auch die 375 Millionen vorrangig gesicherten Schuldverschreibungen mit variablem Zinssatz, die 2024 fällig sind. Der negative Ausblick und die schwerwiegende Unterbrechung der Betriebsabläufe des Unternehmens machen den Weg und Zeitpunkt einer Erholung ungewiss. Das Risiko, dass der Ausbruch des Coronavirus länger anhaltende negative Auswirkungen auf das Konsumklima und den Kaufverhalten der Verbraucher haben könnte, kommt hinzu. Der Ausblick spiegelt auch die schwache Kassenlage mit begrenzten Quellen zusätzlicher verfügbarer Liqui-

dität wider. Die Rating-Aktion spiegelt die Auswirkungen der Verschlechterung der Kreditqualität und Liquidität auf Selecta wider, die die Unternehmen anfällig für Stimmungsschwankungen auf dem Markt unter diesen beispiellosen Betriebsbedingungen. Die Kapitalstruktur des Unternehmens könnte eine Umstrukturierung in naher Zukunft nach sich ziehen. Das Verhältnis Schulden/EBITDA betrug das 9,2-fache (einschließlich IFRS16) im März 2020, während der EBITA/Zinsaufwand das 0,6-fache betrug. In Ermangelung von eine Umstrukturierung und ohne Unterstützung durch den Eigentümer erwartet Moody's, dass sich Kreditqualität und -kennzahlen in den kommenden Jahren erheblich verschlechtern werden. Moody's geht davon aus, dass sich die Liquiditätslage von Selecta infolge des starken Umsatzrückgangs deutlich verschlechtern wird. Obwohl die Liquidität des Unternehmens zum 31. März 2020 aus 110 Mio. € Barmitteln in der Bilanz bestand, wobei die in Anspruch genommene revolvingende Kreditfazilität in Höhe von 150 Millionen Euro den Löwenanteil stellte, geht Moody's davon aus, dass ein großer Teil dieser Liquidität zur Finanzierung der operativen Tätigkeit verwendet wird. Moody's geht davon aus, dass die kürzlich vom Eigentümer zur Verfügung gestellte € 50 Mio. große Liquiditätslinie bereits im 2. Quartal 2020 aufgebraucht wurde. Für das Unternehmen könnte es schwierig werden, die im Oktober fälligen Zinsen in Höhe von etwa 40 Millionen Euro zu zahlen. Das ist allerdings schon heute im tiefen Kurs eingepreist.

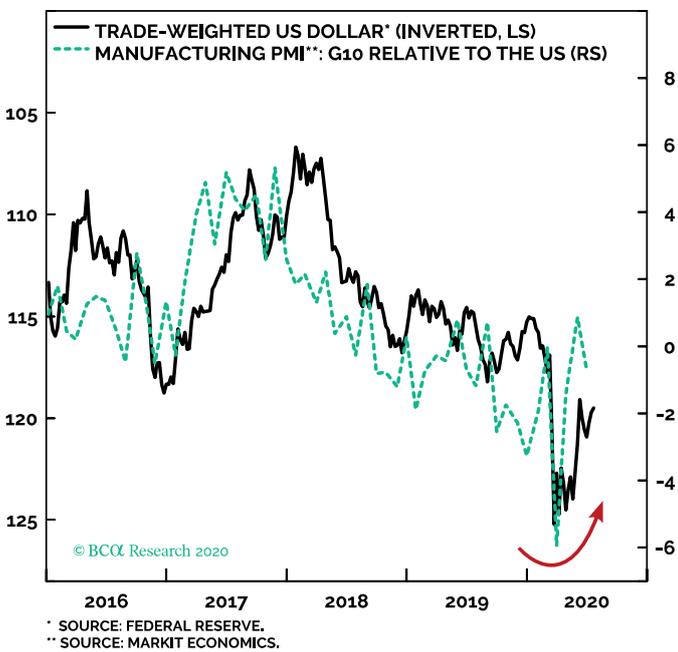


Währungen: US-Dollar schwach

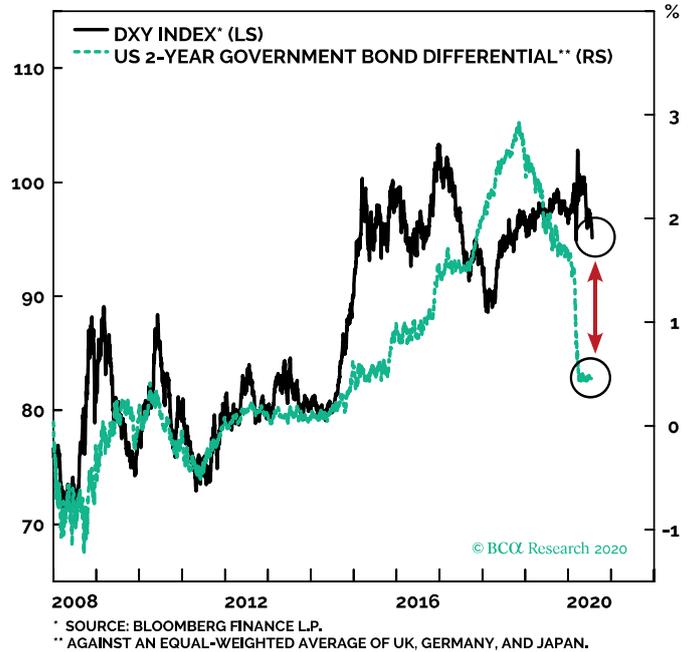
Darauf hatte man lange gewartet: der Euro verließ die Komfort-Zone von 1,08 bis 1,13 US-\$ und stieg in einem Zug auf Kurse über 1,16 US-\$. Aber nicht nur gegenüber dem Euro kam der Dollar unter Druck. Zyklische Währungen wie der australische Dollar, die norwegische Krone, Rubel und britisches Pfund konnten ebenfalls zulegen.

Einer der Katalysatoren war sicher die in den letzten Wochen gefallene Zinsdifferenz. Aber nicht nur das hatte sich zu Ungunsten des Dollars verändert. Relativ zu den USA konnten sich in anderen Industrieländern die Einkaufsmanagerindices verbessern, was zur Trendwende beitrug. Den letzten Schub brachte dann der Euro-Gipfel.

US-Dollar auf dem Prüfstand



Grafik 36



Das Abkommen über die Etablierung eines Hilfspakets über die Ländergrenzen hinweg gilt als historischer Schritt für die Euroregion, über den zwei Jahrzehnte lang keine Einigkeit zustande gekommen war. 360 Mrd. Euro in Form von Krediten und immerhin 390 Mrd. Euro als nicht rückzahlbare Hilfe wären zuvor nicht denkbar gewesen. Der gemeinsamen Währung und Notenbank kommt nun eine synchronisierte Fiskalpolitik als Overlay zur Hilfe, die einen wesentlichen Beitrag zur Synchronisation der Konjunkturzyklen leisten kann. Das latente Risiko eines Auseinanderbrechens des Euroraums ist dadurch kleiner geworden

wie die Risikoprämien, die Staatsanleihen Italiens und Spaniens tragen mussten.

Die nationale Sparquote ist eine Funktion der Ersparnisse von Haushalten, Unternehmen und der Regierung. Vorerst bleibt die nationale Sparquote der USA gut angepasst: Der Explosion des Haushaltsdefizits wurde im April mit einem ausgleichenden Anstieg der Sparquote der Haushalte auf 33% des verfügbaren Einkommens begegnet. Dieses Verhalten des privaten Sektors war zu erwarten, da jede Rezession eine vorübergehende Belebung der privaten Ersparnisse bewirkt.

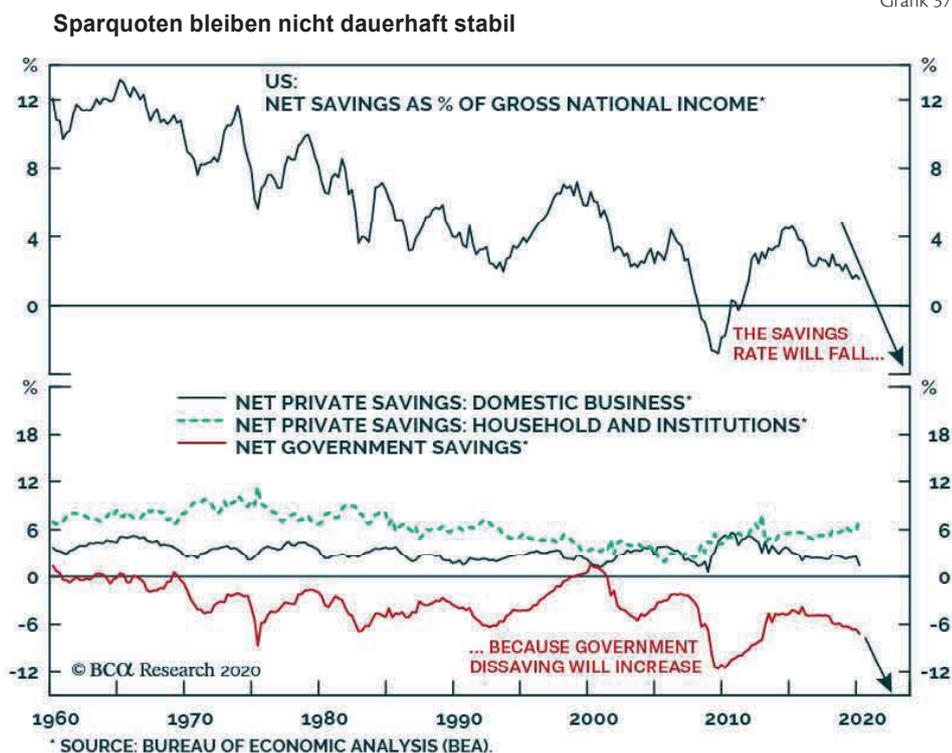
Für die Zukunft ist es unwahrscheinlich, dass die nationalen Sparquoten stabil bleiben. Die Haushalte werden ihre Sparquote auf das Niveau von 8% des verfügbaren Einkommens vor dem COVID normalisieren. In der Zwischenzeit werden die Staatsdefizite gegenüber dem Niveau von 2020, als sie noch ausufernd anwachsen hatten, zurückgehen, aber im historischen Vergleich hoch bleiben. Eine Arbeitslosenquote, die viele Jahre lang über dem natürlichen Niveau (NAIRU) liegen wird, und ein zunehmender Wirtschaftspopulismus werden hohe Ausgaben erzwingen; eine negative nominale



Produktionslücke wird die Steuereinnahmen belasten. Wenn sich in diesem Zusammenhang die Investitionstätigkeit schneller normalisiert als nach 2008 (was wahrscheinlich ist, da es in der Wirtschaft nur wenig Druck zum Schuldenabbau gibt), dann wird sich die Leistungsbilanz in den kommenden zwei bis vier Jahren erheblich ausweiten.

Die Bewegung der Sparquote in den negativen Bereich wird die negative Zahlungsbilanzdynamik für den USD verstärken, insbesondere da die US-Realzinsen niedrig bleiben und im Vergleich zum Rest der Welt nachgeben. Oft wird vergessen, dass die letzte Dollar-Baisse ohne die Unterstützung der Realzinsdifferenzen bis 2011 anhielt, nachdem die US-Sparquote begonnen hatte, sich zu verbessern. Strukturell gesehen lebt die gegenwärtige Dollar-Hausse also zunehmend von der Zeit der Kreditaufnahme. Man kann angesichts der ausgeprägten Konsolidierung des Euro, die sich über nahezu 18 Monate erstreckte, von Kursen über 1,20 US-\$ ausgehen.

Grafik 37





Rohstoffe: Gold in Spekulationsblase

Die Erholung der Rohstoffpreise hat an Fahrt gewonnen, was die Frage aufwirft: Können sie weiter steigen? Für Anleger mit einem Zeithorizont von einem Jahr lautet die Antwort ja.

Ökonomisch gesehen bleiben die Argumente für eine weitere Stärke überzeugend, da die Rohstofftreiber weiterhin nach oben zeigen: Die Weltwirtschaft erholt sich (wenn auch unruhig), die Realzinsen sind sehr niedrig, die Zentralbanken halten an außergewöhnlich einfachen monetären Bedingungen fest und die Fiskalpolitik ist extrem locker.

Was die Bewertungen anbelangt, so sind die realen Rohstoffpreise niedrig. Darüber hinaus werden natürliche Ressourcen im Vergleich zu Anleihen und Aktien auf sehr attraktiven Niveaus gehandelt, was darauf hindeutet, dass sie weiterhin von der Rotation der Anlageklassen profitieren könnten, insbesondere wenn die Anleger beginnen, die inflationären Auswirkungen der oben genannten Wirtschaftsfaktoren zu ignorieren. Unsere Erwartungen eines schwachen Dollars in den kommenden Jahren werden den Rückenwind für Rohstoffe nur noch verstärken.

Technisch gesehen hat sich die gesamte Stimmung gegenüber Rohstoffen erholt. Nichtsdestotrotz bleibt sie weit von einem Niveau entfernt, das mit einem Höchststand konsistent ist, selbst wenn wir davon ausgehen, dass diese Anlageklasse in ihrer neunjährigen Baisse verharrt.

Das Problem bei Rohstoffen ist die nahe Zukunft. Unser Composite Technical Indicator ist sehr schnell nach oben gelaufen und signalisiert überkaufte Bedingungen. Wenn sich die jüngste Schwäche der Aktien aus-

Rückenwind für Rohstoffe

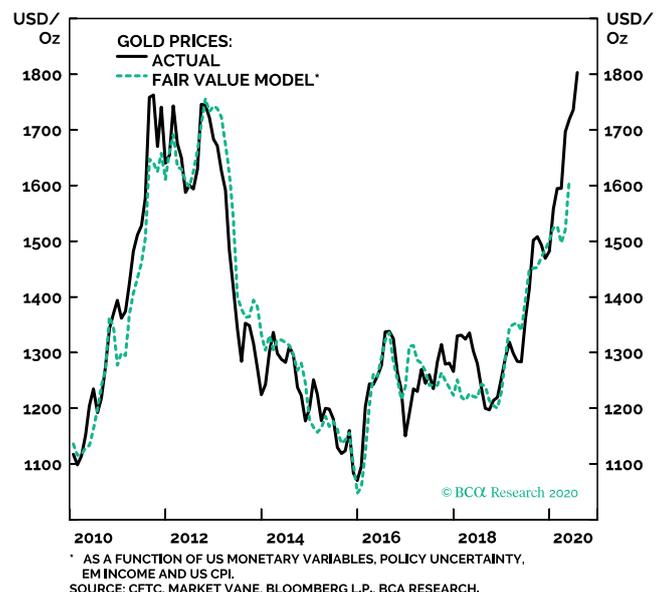
Grafik 38



weitet, dann steigt die Wahrscheinlichkeit, dass Rohstoffe den Aktien nach unten folgen, bevor sie wieder steigen. Nur Gold hat ein gewisses Eigenleben. Durch den Rückgang des US-Dollar konnte das Hoch aus dem Herbst 2011 nach neun Jahren wieder erreicht werden. Der steile Anstieg fordert nun erst einmal eine Konsolidierung ein. Der Fair Value des BCA-Modells jedenfalls liegt 350 US-\$ tiefer.

Gold mit Eigenleben

Grafik 39



**Hauptniederlassung Berlin**

Meinekestraße 26
10719 Berlin
Tel.: +49 (0)30/887106-0
Fax: +49 (0)30/887106-20

Niederlassung Dresden

Augustusweg 44
01445 Radebeul
Tel.: +49 (0)351/44945-0
Fax: +49 (0)351/44945-32

Niederlassung Düsseldorf

Friedrichstraße 34
40217 Düsseldorf
Tel.: +49 (0)211/913868-0
Fax: +49 (0)211/913868-99

Niederlassung Kassel

Neue Fahrt 2
34117 Kassel
Tel.: +49 (0)561/70049-0
Fax: +49 (0)561/70049-20

Niederlassung Nürnberg

Weintraubengasse 2
90403 Nürnberg
Tel.: +49 (0)911/20650-0
Fax: +49 (0)911/20650-50

E-Mail: info@i-c-m.de

www.i-c-m.de
Herausgeber:
ICM InvestmentBank AG
Erscheinungsdatum:
31.7.2020

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht
Instituts-Nr. 117 810

Vorstand:

Dr. Norbert Hagen,
Tobias Zenker
Vorsitzender des
Aufsichtsrats:
Dr. Dieter Wenzl

Sitz der Gesellschaft ist Berlin.