

PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 11-12/2020



WirtschaftsWoche
BESTE
Vermögens-
verwalter
2020
ICM InvestmentBank AG
Kategorie: offensiv & flexibel
(3 Jahre)
Im Test: 583 Fonds
Ausgabe 11/2020



Lieber Leser,

die vergangenen Wochen waren für die meisten unter den Anlegern viel zu turbulent. Wenn es – gemessen am DAX 30 Index – in kürzester Zeit knapp 15 % nach unten geht und dasselbe dann sofort wieder nach oben, zeigt eine solche Entwicklung nichts anderes, als dass die Nerven bei den Marktteilnehmern blank liegen. Die Unsicherheit über einen Sieg der Demokraten bei der Präsidentschaftswahl und darüber hinaus die Angst vor Ausschreitungen im Fall eines solchen Wahlausgangs ließen die Anleger lieber einmal Kasse machen. Und dann waren da noch gerade in Europa die wieder steigenden Neuinfektionen mit dem COVID-19-Erreger, die eine weitere Lock-down-Runde wie im Frühjahr erforderlich machten.

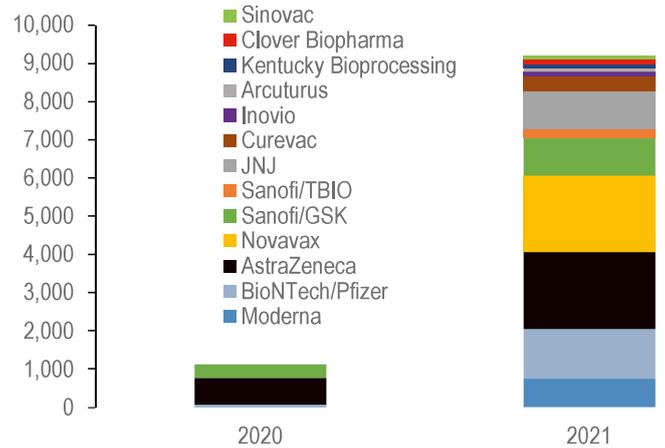
Nun, Biden hat gewonnen, auch wenn Trump das noch immer nicht ganz wahrhaben will. Handgreifliche Proteste von Trump-Fans fanden aber so gut wie nicht statt. Und es gibt eine Perspektive für die Weltbevölkerung auf Impfstoffe im ersten Halbjahr 2021.

Die nebenstehende Tabelle zeigt, dass im Zeitfenster ab jetzt bis 2021 über 10 Mrd. Impfdosen zu Verfügung stehen würden, wenn man einmal die Ankündigungen aller Hersteller aufaddiert.

Das alles zusammen hat den Aktienmärkten geholfen, sich schnell aus der „virtuellen“ Gletscherspalte, in die sie gefallen waren, zu befreien. Das erwischte viele Investoren, die aus Angst verkauft hatten, dann doch noch auf dem falschen Fuß.

Zum akuten Problem hingegen könnte erneut die Zahl der zur Verfügung stehenden Intensivbetten werden, wo eine neue Vollauslastung bzw. Überbelegung vor der Tür zu stehen scheint. Zum 20. November – so

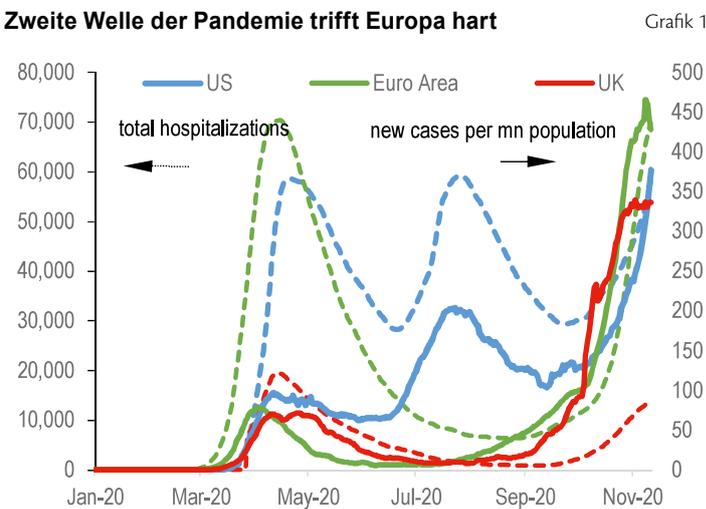
Impfstoff im Überfluss



Source: J.P. Morgan, COVID-19 compendium: Vaccine & therapeutic landscape by Kasimov et al from Oct 2020

weit reichen die Daten der nebensehenden Grafik – ergibt sich ein erschreckendes Bild. Die gestrichelten Linien der Grafik zeigt mit der rechten Skalierung die Zahl der Infektionsfälle mit stationärer Behandlung, mit durchgezogener Linie sind die Zahl der Neuinfizierten auf der linken Skala abgetragen. Damit könnten die Adventswochen durch eine wirklich ernste Lage geprägt sein. Auch wenn wir in absehbarer Zeit zur Normalität zurückkehren werden, wird die COVID-19-Krise einiges an Strukturen und Verhaltensweisen verändert haben. Sich darüber ein Bild zu machen, könnte sich also lohnen. Aus heutiger Sicht steht mit 2021 jedenfalls ein Jahr mit überproportionalem Wachstum vor uns. Dafür sprechen vor allem Nachholeffekte.

Zweite Welle der Pandemie trifft Europa hart



Source: J.P. Morgan

Herzlichst,

Norbert Hagen
Ihr Norbert Hagen



Allokation: Weihnachten – dieses Mal ganz anders

Nahezu 90 % der europäischen und der US-Unternehmen haben inzwischen ihren Geschäftsbericht für das dritte Quartal vorgelegt und dabei nicht selten die Erwartungen der Analysten übertreffen können. Die wiederum waren äußerst gering und die positive Entwicklung der Einkaufsmanagerin-

Seit Anfang November jedoch hat sich nach Bekanntwerden erfolgreicher Impfstests eine wesentliche Änderung in der Favorisierung der Sektoren ergeben - nämlich der von Growth- auf Value-Titel - und damit einhergehend die Präferenz von Titeln aus dem Schwellenländeruniversum.

Versicherungen und Banken stehen von nun an vor den Technologieaktien auf der Kaufliste. Diese Rotation hatten wir Mitte Mai 2020 schon einmal gesehen – als Fehlsignal. Was damals von heute unterscheidet, war der stark deflationäre Impuls aus dem Arbeitsmarkt mit sinkenden Löhnen, verbunden mit einer geringeren Umschlagshäufigkeit in der Geldmenge. Die aktuelle Situation unterscheidet sich schon deswegen gravierend, weil der Setup der volkswirtschaftlichen Gemengelage für das erste Halbjahr 2021 einen Aufschwung mit stärker werdenden Einkaufsmanagerindices, einem sich normalisierenden Konsumentenverhalten und weniger Unsicherheit höhere Kurse der Old Economy geradezu herausfordert. Bislang ist die Mehrheit der Anleger unverändert investiert in Wachstumstitel, die Geldströme zeigen noch immer in diese Richtung.

Zyklische und defensive Titel im Vergleich

Grafik 3

	% cos beating EPS estimates	%yoy EPS growth	% cos beating Sales estimates	%yoy Sales growth
Europe				
Cyclicals	75%	-15%	59%	-10%
Defensives	71%	-1%	53%	-4%
US				
Cyclicals	90%	-15%	79%	-5%
Defensives	85%	9%	75%	7%
Japan				
Cyclicals	60%	-14%	49%	-12%
Defensives	63%	-4%	47%	-6%

Source: J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P

indices ließ eigentlich ein anderes Auskommen schon gar nicht vermuten. Im Vorjahresvergleich ist die Gewinnentwicklung mit minus 8 % in den Vereinigten Staaten und minus 17 % in Europa nach wie vor schwach ausgefallen. Aus Sicht der Sektoren konnten Zykliker wie Energie- und Industrieunternehmen wenig gegenüber defensiven Branchen ausrichten.

Auch beim Umsatz waren die Amerikaner mit minus 3 % zum Vorjahr wesentlich besser gelegen als die Europäer mit minus 11 %. Da das alles bereits mehr oder weniger erwartet worden war, reagierten die Aktienkurse im Durchschnitt nicht besonders positiv darauf.

Aktienmärkte vor Rotation

Grafik 4





Neben einem wahrscheinlichen Favoritenwechsel von „Growth“ zu „Value“ macht die Grafik deutlich, dass auch eine Änderung in der Anlagestrategie bevorsteht. Das Diagramm (Grafik 4) zeigt das über einen Zeitraum von einem Jahr das rollierende „Alpha“ – sprich die Überrendite – für vier globale MSCI-Aktienfaktor-Portfolios: 1) Dynamik, 2) Qualität, 3) hohe Dividendenrendite und 4) minimale Volatilität. Eine Überrendite konnte bislang durch Momentum- und Qualitätsstrategien erzielt werden, nicht aber mit der Auswahl von Aktien mit hoher Dividendenrendite und solchen, die eine geringe Schwankungsintensität aufwiesen. Die Outperformance von Momentum und Qualität ist leicht zu erklären: Angesichts einer beispiellosen Rezession, die durch eine Gesundheitskrise ausgelöst wurde und deren Verlauf äußerst schwer vorherzusagen war, achteten die Anleger sehr darauf, Sektoren und Unternehmen mit starken Bilanzen zu kaufen. Die Underperformance von Aktien mit hoher Dividendenrendite erklärt sich in gewisser Weise durch die Outperformance von Wachstumswerten, die naturgemäß wenig bzw. keine Dividenden zahlen, während die Underperformance des Index für minimale Volatilität möglicherweise einfach auf eine viel geringere Gewichtung von Nicht-US-Titeln zurückzuführen ist.

Angesichts der Entdeckung mehrerer wirksamer Impfstoffe, die sicher zu sein scheinen, liegt es nahe, dass sich diese Trends in den kommenden 6-12 Monaten wahrscheinlich umkehren werden.

Welche Sektoren gehen als Gewinner aus der Krise?

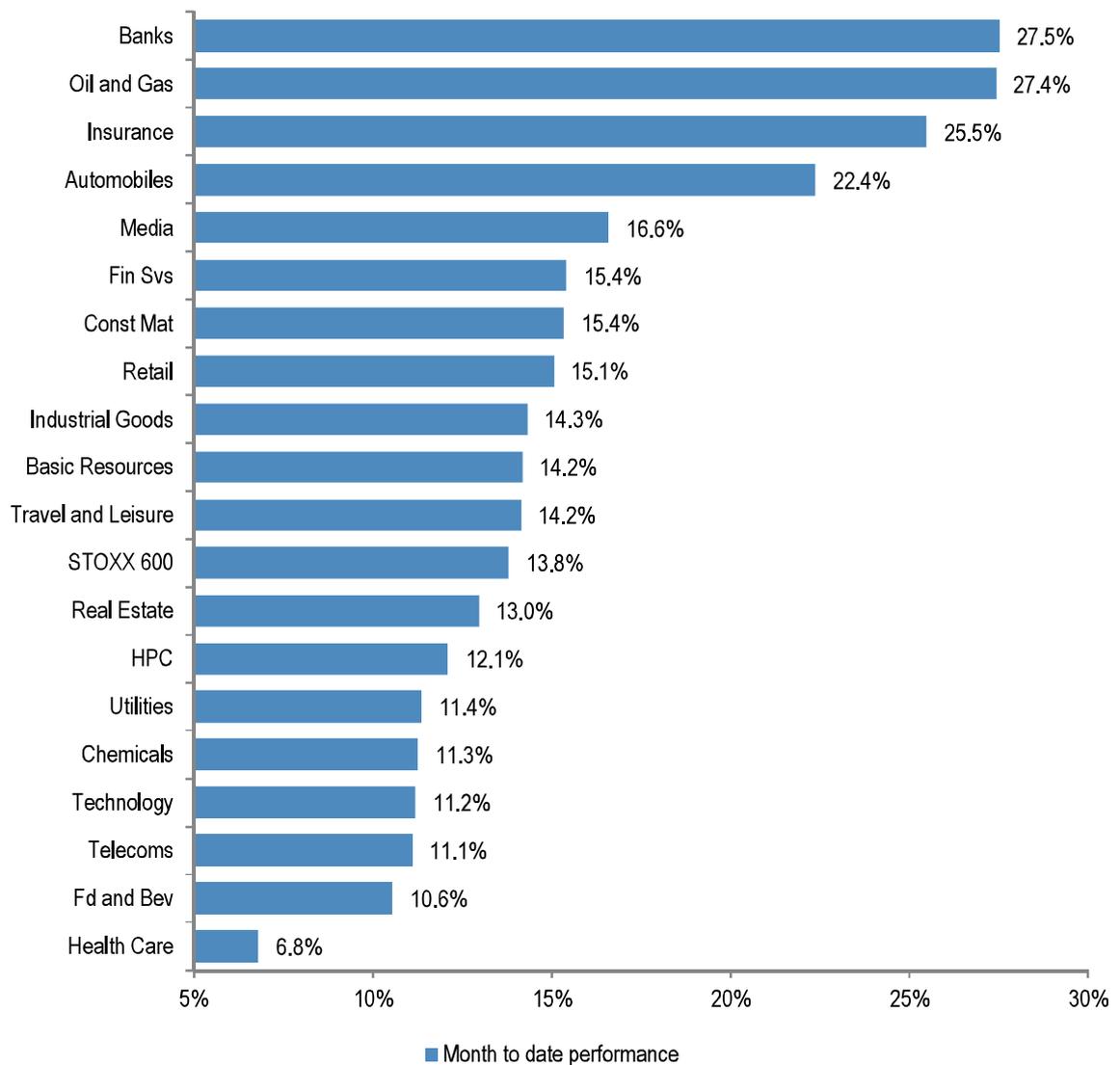
Der Arbeitsmarkt liegt derzeit zwar am Boden – gleiches gilt für die Lohnzuwächse –, aber die Geschwindigkeit des Geldumlaufs erhöht sich wieder, was am Ende des ersten Halbjahrs 2021 dazu führen müsste, dass die Anleiherenditen über den aktuellen Niveaus liegen werden. Ein Gefühl davon, welche Sektoren perspektivisch die großen Gewinner sein würden, kann man aus der Entwicklung der Sektoren seit Anfang November ableiten. Die größten Profiteure waren nicht diejenigen im Auge des Taifuns – Verkehr und Reisen, Unterhaltung – sondern Ban-

ken, Öl und Gas, Versicherungen und der Autosektor. Was die nachstehende Tabelle für den Eurostoxx 600 ausweist, gilt vergleichsweise auch für die Sektoren im Standard&Poor's 500 Index.

Während des ersten Lockdowns im Frühjahr sank das Geschäftsklima in noch nie dagewesenem Ausmaß, insbesondere im Dienstleistungssektor. Der PMI-Dienstleistungsindex für die Eurozone fiel um mehr als 40 Punkte, mit einem Tiefstand von 12 Punkten im April. Dieser Schock wurde mit der Wiederöffnung zwar fast ausgeglichen, aber seit Ende des Sommers hat sich das Vertrauen in den Dienstleistungssektor erneut ver-

Stoxx600 nach Sektoren

Grafik 5





schlechtert. Die jüngsten Beschränkungen werden die Geschäftsmoral sowohl direkt (einige Unternehmen sind geschlossen) als auch indirekt (steigende Unsicherheit) belasten. Insgesamt sind diese Maßnahmen allerdings weniger streng als im März und April.

Besondere Aufmerksamkeit sollte den Unterschieden zwischen Ländern und Sektoren geschenkt werden. Frankreich ist das Land mit den schärfsten Restriktionen. Das INSEE (Nationales Institut für Statistik und Wirtschaftsstudien) schätzt, dass das Aktivitätsniveau im November voraussichtlich rund 13% unter dem normalen Niveau von Ende 2019 liegen wird, d.h. ein Rückgang um 9 Punkte innerhalb eines Monats. Deutschland dürfte sich als widerstandsfähiger erweisen. Die Industrie wird weiterhin von der Erholung des Welthandels beflügelt und dürfte zum jetzigen Zeitpunkt kaum betroffen sein. Die ermutigenden Impfstoffnachrichten sind theoretisch positiv für die Moral, aber Stimmungsumfragen können die aktuellen Aktivitätsbedingungen besser verfolgen als die zukünftigen Bedingungen. Der letzte bemerkenswerte Punkt ist, dass die PMI-Indizes beim ersten Lockdown überreagiert haben, indem sie die Auswirkungen gegenüber vertrauenswürdigeren Umfragen wie Ifo und INSEE überbewertet haben. Es wäre nicht überraschend, wenn dies auch beim zweiten Lockdown der Fall wäre.

RCEP – weltweit größte Freihandelszone gegründet

Im Rahmen einer virtuellen Konferenz wurde Mitte November nach immerhin achtjährigen Verhandlungen ein neues Freihandelsabkommen unter der sperrigen Bezeichnung „Regional Comprehensive Economic Partnership“ (RCEP) unterzeichnet. Bemerkenswert ist dies zum einen, weil multilaterale Vereinbarungen seit der Ära Trump aus der Mode gekommen sind. Bemerkenswert

zum anderen ist der Kreis der beteiligten Länder: Neben den zehn südostasiatischen ASEAN-Staaten bringt die Vereinbarung die wirtschaftlichen Schwergewichte China, Japan und Südkorea sowie Australien und Neuseeland unter ein gemeinsames handelspolitisches Dach. Begünstigt wurde der Erfolg durch den von Donald Trump eingeleiteten Rückzug der USA aus dem TPP („Trans-Pacific Partnership“) und durch die Handelsauseinandersetzungen zwischen den USA und China und das sich daraus ergebende Interesse der chinesischen Seite an einer Verringerung der Abhängigkeiten von den USA. Daher kann diesem Abkommen gar nicht genug Aufmerksamkeit geschenkt werden.

Ursprünglich hatte sich auch Indien an den achtjährigen Verhandlungen beteiligt, doch die Modi Regierung war im November 2019 abgesprungen. Dennoch repräsentieren die verbliebenen fünfzehn RCEP-Länder rund 30% (26 Billionen US\$) der globalen Wirtschaftsleistung und der Bevölkerung (2,2 Milliarden), was die RCEP zur größten Freihandelszone der Welt macht. Angesichts der gewaltigen wirtschaftlichen und strukturellen Unterschiede und entsprechender Interessengegensätze zwischen den Ländern ist das eine große Leistung.

Die Vereinbarung sieht vor, Zölle und Quotenregelungen auf rund 65% aller in der Region gehandelten Güter abzuschaffen. Auf Sicht der kommenden zwei Jahrzehnte wird ein Anteil von 90% angestrebt. Als wichtige Errungenschaft kann die großzügige gemeinsame Herkunftsregelung (mind. 40% regionaler Content) gelten, die es Produzenten einerseits ermöglicht, die Wertschöpfung innerhalb des Blocks zusammenzufassen, andererseits aber auch wichtige Komponenten von außerhalb des Blocks zu beziehen und trotzdem in den Genuss der RCEP-Präferenzbehandlung zu kommen. Neben Regelungen zum Warenhandel ent-

hält der Vertrag aber auch Maßnahmen zum Abbau nicht-tarifärer Handelshemmnisse in den Bereichen Dienstleistungen, Direktinvestitionen, E-Commerce, Wettbewerb, Schutz geistigen Eigentums und Arbeitskräftemobilität ein. Auch ein Konfliktlösungsmechanismus ist vorgesehen.

Trumps Handelsrestriktionen könnten nach hinten losgehen

Die Schätzungen des renommierten Peterson Institutes for International Economics (PIIE) in Washington D.C. von Juni dieses Jahres zeigen ab dem Jahr 2030 (nach der Anlaufphase) einen jährlichen Einkommenszuwachs um rund 200 Mrd. US\$ für die RCEP-Länder. Die größten Gewinner sind nach PIIE-Berechnungen China, Japan und Südkorea (absolut und relativ) sowie Thailand, Vietnam und Malaysia. Interessanterweise fallen die Vorteile eher größer aus, wenn die USA an den unter Trump eingeführten Zöllen vis-a-vis China dauerhaft festhalten würden.

Inhaltlich bleibt die RCEP vorerst etwas hinter den Regelungen der transpazifischen CPTPP („Comprehensive and Progressive Agreement for Trans-Pacific Partnership“) von 2018 zurück, an der die RCEP-Länder Japan, Australien, Neuseeland, Vietnam, Malaysia, Singapur und Brunei beteiligt sind. Doch ökonomisch wie politisch stellt die RCEP einen weiteren Meilenstein in der wirtschaftlichen Entwicklung Asiens dar. Denn mit dem jetzt geschlossenen Freihandelsabkommen wird die geopolitische Teilung des Fernen Ostens in eine US-amerikanische und eine chinesische Einflussosphäre durchbrochen und eine gemeinsame handelspolitische Plattform für praktisch den gesamten asiatisch-pazifischen Raum geschaffen.

Die Vertiefung der regionalen Wirtschaftsbeziehungen sorgt für mehr Wettbewerb, steigert die Innovationskraft und trägt dazu



bei, das gewaltige Wachstumspotenzial der Region besser zu nutzen. Für die Unternehmen der Region, insbesondere auch viele technologisch führende chinesische Unternehmen wie Tencent oder Alibaba entsteht durch das RCEP ein größerer Markt; gleichzeitig verringert sich die Abhängigkeit von den USA. Umgekehrt bietet ein verbesserter Zugang zum chinesischen Markt vielen nicht-chinesischen Unternehmen neue Chancen.

Die RCEP sichert ab, dass Südostasien weiterhin die am schnellsten wachsende Region bleiben wird – vor allem auch, weil technologisches Know-how, politische Unterstützung und zuletzt die Finanzkraft vorhanden sind.

Quant-Modell bleibt aktienlastig

Das Tactical Asset Allocation Modell des kanadischen Analysehauses BCA Research hat auch für den Monat Dezember die Übergewichtung von Aktien gegenüber Staatsanleihen und Cash punktgenau beibehalten. Innerhalb der Aktien legte die Quote von Emerging Asia und „Other DM“ zum Oktober weiter zu, Japans Untergewichtung baute sich aus.

Bei den Staatsanleihen kam es zu einer kleinen Umgewichtung in japanische Staatsanleihen auf Kosten der Position in Euro-Staatsanleihen, wo hauptsächlich auf die Emissionen der Peripherie (Italien, Spanien, Griechenland) gesetzt wird. Auch bei der Barquote änderte sich nichts. Das Modell wird für die monatliche taktische Positionierung im flexiblen Mischfonds Leonardo UI herangezogen, der inzwischen den Vorjahresschlusskurs fast wieder erreicht hat. Anders als im März hatte sich im Oktober die Qualität des Ansatzes im vergleichsweise niedrigen Kursverlust gezeigt.

Im ETF-Portfolio, das der Aktienallokation zweier Modelle von BCA-Research weitestgehend folgt, wurde die Liquidität wieder auf knapp 8 % reduziert. Neu investiert wurde in ein ETF auf den MSCI Australia-Aktienindex. Für das laufende Jahr reduzierte sich der Verlust inzwischen auf 1,83 %. Die Benchmark MSCI Welt, die immerhin zu 66 % aus US-Titeln besteht, gewann dagegen währungsbereinigt 2,28 %. Seit Beginn Oktober ließ das ETF-Portfolio aufgrund der starken Gewichtung von Spanien, Italien und Finanztiteln die Benchmark weit hinter sich. Dieser Trend könnte sich auch im Dezember fortsetzen, wenn die Vertreter des Energiesektors noch zur Aufholjagd ansetzen. Hier sind über 10% des Portfolios investiert.

BCA-Allokation

Grafik 6

	Equities**			Bonds***			Cash		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	34.7	36.9	+2.2	10.5	4.4	-6.1	0.4	0.2	-0.2
EURO AREA	5.3	8.0	+2.7	10.4	9.4	-1.0	0.4	0.4	+0.0
CORE	4.5	7.0	+2.5	6.4	4.8	-1.6			
PERIPHERY	0.8	1.0	+0.2	4.0	4.6	+0.6			
U.K.	2.2	2.3	+0.1	2.7	1.9	-0.8	0.4	0.4	+0.0
JAPAN	4.1	3.0	-1.1	10.1	10.0	-0.1	0.4	0.4	+0.1
CANADA	1.6	1.6	-0.1	0.6	0.7	+0.0	0.4	0.3	-0.1
AUSTRALIA	1.1	1.9	+0.7	0.7	0.6	-0.0	0.4	0.3	-0.0
OTHER DM	3.4	5.8	+2.4	0.6	0.5	-0.1	0.4	0.4	+0.1
EMERGING ASIA	6.1	7.7	+1.6	1.3	0.9	-0.4			
LATIN AMERICA	0.6	0.7	+0.2	0.2	0.1	-0.1			
OTHER EM	0.7	0.9	+0.2	0.4	0.3	-0.1			
TOTAL	60.0	68.9	+8.9	37.5	28.7	-8.8	2.5	2.4	-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 7

Referenz-Portfolio Fonds und ETFs											14:01
Stückzahl Gewicht	NAME WKN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in %	Risiko - Klasse (RK)		
313,97	ISHARES MSCI AUSTRALIA A0Y080	MSCI Australia	32,850 €	33,78 €	2,82%	10.313,91 € 11.11.20	10.604,34 €	2,82% 290,42 €			
376,51	X MSCI KOREA 18,15% DBX1K2	MSCI Korea	56,050 €	75,00 €	33,81%	18.300,78 € 10.03.20	24.488,11 €	33,81% 6.187,33 €	E		
436,00	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 11,40% S93395	Euro Stoxx 50	33,875 €	35,27 €	4,12%	14.769,50 € 28.02.20	15.377,72 €	4,12% 608,22 €	B		
740,13	X MSCI WORLD ENERGY 10,46% A113FF	MSCI World Energy (Nachkauf am 27.04.20)	20,946 €	19,06 €	-8,99%	15.502,81 € 07.04.16 / 09.04.18	14.108,40 €	-8,99% -1.394,41 €	E		
406,12	X MSCI WORLD INDUSTRIALS 10,93% A113FN	MSCI World Industrials	29,450 €	36,31 €	23,29%	11.960,23 € 05.02.18	14.746,21 €	23,29% 2.785,98 €	C		
126,16	LYXOR IBEX35 DR 7,42% LYX0A6	IBEX35 (Nachkauf am 23.11.2020)	86,549 €	79,35 €	-8,32%	10.919,08 € 04.07.19	10.010,80 €	-8,32% -908,29 €	E		
2.512,00	ISHARES MSCI CHINA A 9,24% A12DPT	MSCI China A	4,002 €	4,96 €	24,03%	10.053,61 € 26.02.20	12.469,57 €	24,03% 2.415,96 €	C		
92,44	ISHARES FTSE MIB ACC 5,91% A0YEDP	Italien	72,77 €	86,19 €	18,44%	6.727,08 € 09.03.20	7.967,67 €	18,44% 1.240,59 €	C		
262,99	XWORLD HEALTH 6,77% A113FD	MSCI World Health Care	19,833 €	34,72 €	75,04%	5.215,71 € 12.05.14 / 13.05.15	9.129,54 €	75,04% 3.913,83 €	C		
667,77	X MSCI WORLD FINANCIALS 8,05% A113FE	MSCI World Financials	16,516 €	16,27 €	-1,51%	11.028,89 € 05.02.18	10.861,95 €	-1,51% -166,94 €	C		
3,82%	Cash für Hedge						5.156,95 €				
Benchmark:		Kurs am	2.546,90 USD	letzter Schlusskurs	2.146,75 EUR	Performance	7,99%		C		
MSCI WORLD		31.12.19	2.100,34 EUR			Benchmark	2,21%				

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)	0,62%	2,21%

Performance seit Start am 25.04.08	
Performance seit Start p.a.	169,84%
	8,20%

Portfolientwicklung mit Absicherung	
Aktueller Portfoliowert in EURO:	134.921,24 €
Portfoliostartwert in EURO:	134.093,76 €
Gewinn / Verlust absolut:	827,49
Gewinn / Verlust in Prozent:	0,62%
Datenlänge der historischen Simulation:	260
Datum der historischen Simulation:	22.11.20

EUR in USD	
1,1864	DAX30
13.267,03	S&P 500
	3.577,59

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.



Zu den Einzeltiteln:

Anglo American PLC ist ein Bergbauunternehmen mit Schwerpunkt auf Diamanten, Kupfer und Metallen. BUY Rating Target 2800 Pence P/E 17,29.

Bausch Health Companies Inc, ehemals Valeant Pharmaceuticals International Inc, ist ein in Kanada ansässiges Unternehmen, das eine Reihe von Marken- und Generika, Medizinprodukten und rezeptfreien Produkten entwickelt, herstellt und vermarktet. Es entwickelt hauptsächlich Produkte in den therapeutischen Bereichen Augengesundheit, Gastroenterologie und Dermatologie. BUY Rating Target 26,78\$.

BP p.l.c. ist im globalen Energiegeschäft tätig. Das Unternehmen produziert Treibstoff für den Transport, Energie für die Industrie und petrochemischen Produkten, aus denen Alltagsgegenstände wie Farben, Kleidung und Verpackungen hergestellt werden. BUY Rating Target 311,14 GBp.

China Everbright Environment Group Ltd ist eine Investmentholding, die hauptsächlich im Energie- und Infrastrukturgeschäft tätig ist. Das Unternehmen betreibt seine Geschäfte in den Segmenten Bau und Betrieb von Abfallverbrennungsanlagen/integrierter Biomasse/Umweltwasserprojekten/ allg. Umweltschutztechnologie. BUY Rating P/E 4,78 target 6,61 HKD.

Glencore PLC ist ein weltweites in der Schweiz ansässiges Unternehmen, das Rohstoffe produziert und vermarktet. Segmente sind Metalle und Mineralien, Kohlebergbau und Ölförderung, sowie Agrarprodukte. BUY Rating Target 228,18 GBp.

Hitachi, Ltd. ist ein japanisches Industrieunternehmen und in acht Segmenten tätig. Informations- und Telekommunikationssysteme / Social & Industrial Systems / Electronic Systems & Equipment / Baumaschinen / High Functional Materials / Automotive Systems / Smart Life & Ecofriendly Systems BUY Rating Target Price 4701,88 JPY P/E 25,57.

Maisons du Monde SA ist ein in Frankreich ansässiges Unternehmen und vermarktet Dekorations- und Möbelkollektionen über ein internationales Netzwerk von Geschäften, Websites und Katalogen. Es stellt einen Teil seiner Möbelprodukte im eigenen Haus her (im Hinblick auf den Kauf von Möbeln), mit zwei Produktionsstätten in China und in Vietnam. BUY Rating Target 14,84 Euro P/E 17,54.

Ping An Insurance (Group) Company aus China bietet Versicherungen, Banking, Vermögensverwaltung und Internetfinanzierungen an. BUY Rating Target 104,36 HKD P/E 10,86.

Prosus NV ist eine Beteiligungsgesellschaft, die 2019 von der südafrikanischen Naspers gegründet wurde und auf Unternehmensbeteiligungen im Technologiesektor spezialisiert ist (u.a. TENCENT). Der über 100 Jahre alte Naspers-Konzern mit Sitz in Kapstadt ist das mit Abstand größte Medienunternehmen in ganz Afrika und ist hauptsächlich in den Bereichen Fernsehen, Internet, Telekommunikation und Printmedien tätig. (NEWS: Share-Buyback Program Prosus/Nasper insg. \$5Bln) BUY Rating Target 115,34 Euro P/E 46,92.

SAP SE ist ein in Deutschland ansässiges Unternehmen für Unternehmensanwendungssoftware. Das Unternehmen bietet Softwarelizenzen / Support-Services / Cloud-Anwendungen BUY Rating Target 119,13 Euro P/E 24.

Tullow Oil plc ist ein unabhängiges Öl- und Gasexplorations- und -produktionsunternehmen mit Sitz in London. Die Haupttätigkeit des Unternehmens ist die Entdeckung und Förderung von Öl und Gas, zum großen Teil in Westafrika; Ostafrika und Südamerika. HOLD Rating Target 36,12 GBp.

UniCredit SpA ist eine in Italien ansässige Finanzholding und bietet Bank- und Finanzdienstleistungen für Privatpersonen und Firmenkunden an, darunter Konten, Kredite, Hypotheken, Vermögensverwaltung sowie Finanzberatungs- und Versicherungsprodukte (in Italien, Deutschland, Österreich und CEE) BUY Rating Target 9,72 Euro P/E 11,90.

Vale S.A. aus Brasilien ist ein globaler Hersteller von Eisenerz und Eisenerzpellets (wichtige Rohstoffe für die Stahlherstellung) und ist mit einem Marktanteil von 35 Prozent der größte Eisenerz-Exporteur der Welt. BUY Rating Target 15,78\$ P/E 23,78.

Walt Disney Company ist ein weltweites Unterhaltungsunternehmen aus den USA. Das Unternehmen etablierte sich als führend in der amerikanischen Animationsbranche, bevor es sich auf Live-Action-Filmproduktion, Fernsehen und Themenparks spezialisierte. BUY Rating Target 155\$.



Aktienportfolio

Grafik 8

15er Aktienportfolio															Auslastung: 93%		02.12.20		12:53																			
No.	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kauf	Kurs aktuell	P/L 2020 YTD	P/L total	Alert Level																											
1	ANGLO AMERICAN/d	Basic Materials	GB00B1XZ5820	Gbp	LSE	13.01.20	2180,85	2317,50		6,27%	2.000,00																											
2	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	NYSE	18.07.18	23,10	18,64	-37,70%	-19,31%	16,00																											
3	BP/d	Energy	GB0007980591	Gbp	LSE	02.06.20	326,30	257,65		-21,04%	230,00																											
4	EB ENVIRONMENT/d	Utilities	HK0257001336	HKD	HKG	13.12.19	6,19	4,37	-29,60%	-29,41%	4,00																											
5	GLENCORE/d	Energy	JE00B4T3BW64	Gbp	LSE	18.05.20	242,43	220,35	-6,54%	-9,11%	200,00																											
6	HITACHI/d	Consumer Non-C	JP3788600009	JPY	TYO	27.05.20	3399,00	4013,00		18,06%	3.600,00																											
7	MAISONS DU MON/d	Consumer Cyclic	FR0013153541	EUR	PAR	13.07.20	11,87	15,06		26,90%	13,00																											
8	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	95,05		0,90%	85,00																											
9	PROSUS/d	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	85,10	92,96		9,24%	80,00																											
10	SAP SE	Technology	DE0007164600	EUR	GER	26.10.20	103,00	101,62		-1,34%	92,00																											
11	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	Gbp	LSE	27.09.19	83,59	29,36	-54,88%	-64,87%	26,00																											
12	UNICREDIT/d	Financials	IT0005239360	EUR	MIL	10.03.20	8,75	7,85		-10,28%	7,00																											
13	VALE SA ADR/d	Basic Materials	US91912E1055	USD	NYS	05.08.20	11,78	15,64		32,77%	14,00																											
14	WALT DISNEY CO/d	Consumer Cyclic	US2546871060	USD	NYSE	09.02.21	108,00	149,44		38,37%	132,00																											
15																																						
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">Aktiendeport in €</th> <th colspan="2">MSCI in €</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Performance in 2016</td> <td>-3,37%</td> <td></td> <td>8,47%</td> </tr> <tr> <td>Performance in 2017</td> <td>24,84%</td> <td></td> <td>5,50%</td> </tr> <tr> <td>Performance in 2018</td> <td>-9,56%</td> <td></td> <td>-5,92%</td> </tr> <tr> <td>Performance in 2019</td> <td>16,53%</td> <td></td> <td>27,49%</td> </tr> <tr> <td>Performance in 2020 (YTD)</td> <td>-6,33%</td> <td></td> <td>8,91%</td> </tr> </tbody> </table>															Aktiendeport in €		MSCI in €		Performance in 2016	-3,37%		8,47%	Performance in 2017	24,84%		5,50%	Performance in 2018	-9,56%		-5,92%	Performance in 2019	16,53%		27,49%	Performance in 2020 (YTD)	-6,33%		8,91%
Aktiendeport in €		MSCI in €																																				
Performance in 2016	-3,37%		8,47%																																			
Performance in 2017	24,84%		5,50%																																			
Performance in 2018	-9,56%		-5,92%																																			
Performance in 2019	16,53%		27,49%																																			
Performance in 2020 (YTD)	-6,33%		8,91%																																			



Grafik 9

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		●			



Das Netz der unbegrenzten (Umsatz-)Möglichkeiten?

„Höher, schneller, weiter“ – dieser Leitsatz gilt nicht nur für den Sport, sondern auch für Mobilfunkstandards. Zumindest, was die Geschwindigkeit angeht: der neue 5G-Standard soll bis zu 20x mal schneller sein als das bislang rasanteste Netz. Die neue Schnelligkeit soll in fast allen Lebensbereichen Fortschritt bringen, unter anderem soll sie das Zeitalter des autonomen und vernetzten Fahrens endgültig einläuten, die Smart City Realität werden lassen und Industrie 4.0 sowie die Telemedizin vorantreiben.

Die vollmundigen Ankündigungen, was mit 5G technisch alles möglich sein wird, wecken auf der Investorensseite natürlich Begehrlichkeiten: In welche Höhen kann der neue Standard die Umsätze von Netzwerkanbietern treiben und vor allem, wer wird sich welches Stück vom Kuchen sichern?

Unglaubliche 31 Billionen US-Dollar Umsatz soll 5G der Informations- und Kommunikationsindustrie bis 2030 beschern, 3,7 Billionen US-Dollar davon könnten allein auf Serviceanbieter entfallen. Doch Experten war-

nen, dass die Billionen nicht von allein fließen werden. Innovationen, Kooperationen und vor allem ein aktives Herangehen an die Möglichkeiten der neuen Technik werden notwendig sein, um nicht nur das technische sondern auch das Umsatzpotential von 5G voll auszunutzen.

Schnelles Handeln zahlt sich aus

Die ersten Marktforschungsergebnisse zeigen bereits, dass nicht nur das 5G-Netz schnell ist, sondern auch die Anbieter am meisten profitieren, die das schnelle Netz ihren Kunden kurzfristig zur Verfügung stellen. So konnte sich der vergleichsweise kleine Netzwerkanbieter LG U+ in Südkorea überdurchschnittliche Marktanteile sichern, weil er seinen Kunden den neuen Standard als erster zur Verfügung stellte. Gleiches gilt für den australischen Markt, wo der Marktführer Telstra bis Ende 2018 fast von der Konkurrenz eingeholt worden war, sich nach einer zügigen Einführung von 5G aber wieder über einen sicheren Marktanteil von über 50 Prozent freuen kann.

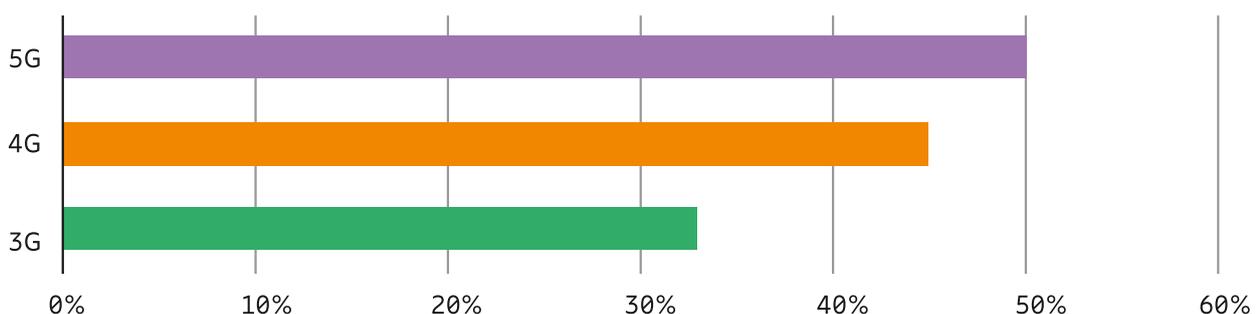
Dem Endverbrauchersegment wird bei der Weiterentwicklung der 5G-Möglichkeiten besondere Bedeutung beigemessen. In 2019 lag der Umsatzanteil für Dienstleistungen wie Mobilfunk, Internet, Festnetztelefonie sowie TV- und Videoservices an Endverbraucher bereits bei 56 Prozent. Den Löwenanteil machte dabei die Nutzung mobiler Daten aus, gefolgt von Internetanschlüssen für Zuhause. Im Mobilfunksegment lag der Anteil des Umsatzes, der durch private Endverbraucher generiert wurde sogar bei 79 Prozent, bis 2024 wird ein Anstieg auf 81 Prozent prognostiziert. Viel vom erwarteten Erfolg des 5G-Standards wird also davon abhängen, wie gut dieser im Endverbrauchersegment platziert werden kann.

Alle wollen 5G

Die ersten Ergebnisse sind dabei äußerst erfolgversprechend. Das erste kommerzielle 5G-Netzwerk wurde in Südkorea im April 2019 gestartet, am Ende des zweiten Quartals 2020 gab es weltweit bereits 73 5G-Anbieter, die über 80 Millionen 5G-Kunden unter Vertrag hatten. Der Schlüssel zum Erfolg

„Schnelle“ Anbieter sichern sich Marktanteile

Grafik 10

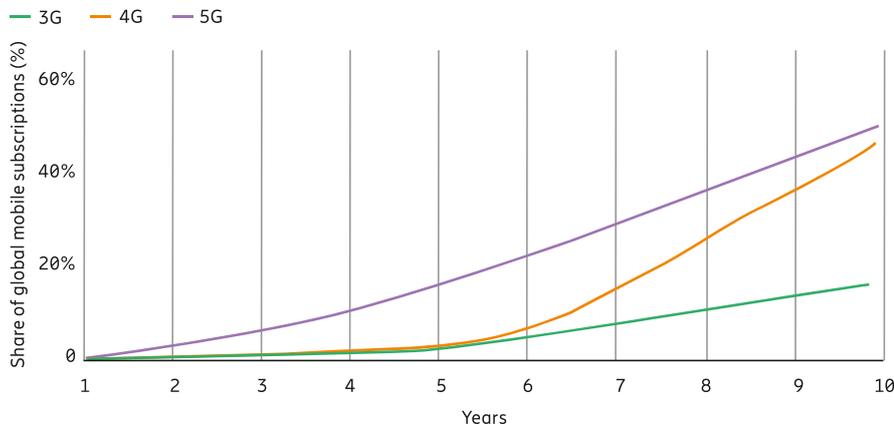


Source: Harnessing the Consumer Potential Study, November 2020; Ericsson and Omdia analysis



5G setzt sich zügig durch

Grafik 11



Source: Harnessing the Consumer Potential Study, November 2020; Ericsson and Omdia analysis

schielen dabei wie immer attraktive Vertragskonditionen zusammen mit innovativen Angeboten zu sein. Auf diese Art gelang es in Süd-Korea 9,25 Millionen Mobilfunknutzer für einen 5G-Vertrag zu gewinnen, was einen Marktanteil von 13,2 Prozent in dem asiatischen Land ausmacht. In China gelang es bis zum Ende des zweiten Quartals sogar über 100 Millionen 5G-Verträge abzu-

schließen, obwohl nur 64 Millionen 5G-fähige Mobiltelefone verkauft wurden. Bis Ende 2020 wird mit weltweit fast 200 Millionen 5G-Nutzern gerechnet. Der neue Standard dürfte die wichtige Marke von 20 Prozent Marktdurchdringung damit zwei Jahre schneller erreichen als der 4G-Standard zuvor.

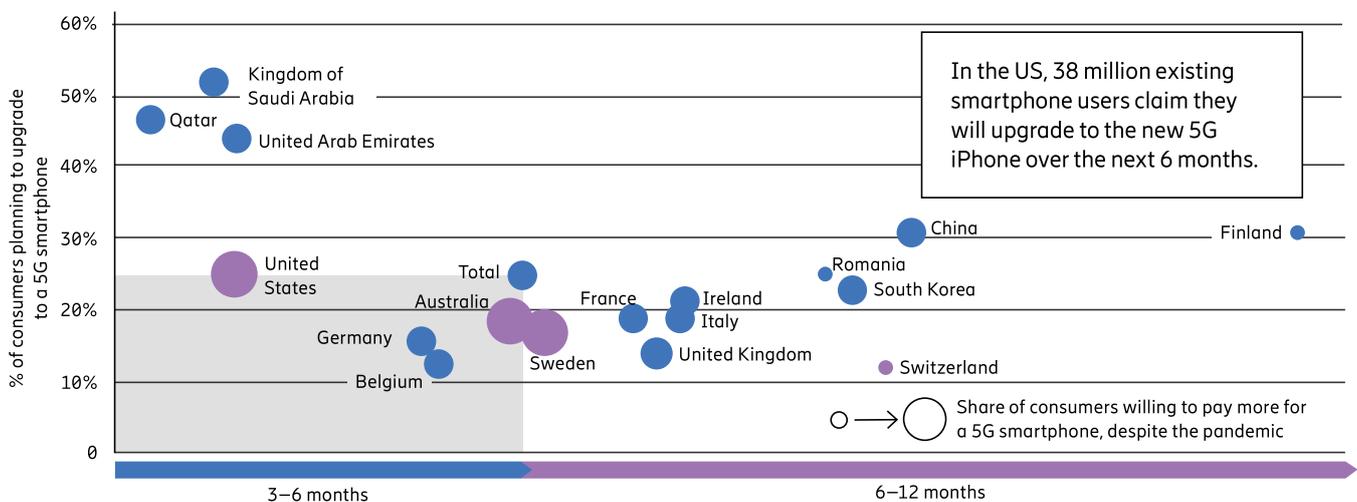
Zwingt Corona 5G in die Knie?

Einen Strich durch die schönen 5G-Rechnungen könnte allerdings COVID-19-Pandemie machen. Der wirkliche wirtschaftliche Schaden aus der Pandemie ist nach wie vor noch nicht überschaubar, auch wenn die Nachrichten von bald einsatzfähigen Impfstoffen die Stimmung weltweit steigen lassen. Viele Endverbraucher geben allerdings an, unter den wirtschaftlichen Folgen der Pandemie zu leiden und ihre Ausgaben zu reduzieren. Während Konsumenten im Mai 2019 noch bereit waren, 20 Prozent mehr für einen 5G-Vertrag mit drei digitalen Zusatzangeboten ihrer Wahl zu zahlen, ist dieser Wert ein Jahr später auf 10 Prozent gesunken.

Andererseits hat die Corona-Pandemie die Zahl der Home Office-Arbeitsplätze drastisch erhöht und bei vielen Endverbrauchern ein neues Bewusstsein für die Wichtigkeit einer schnellen Mobilfunkverbindung und einer konstanten Internetanbindung zu Hause geweckt. Wie stark der 5G-Standard die Umsätze wirklich steigen lassen wird, könnte also auch davon abhängen.

Interesse an 5G trotz Corona hoch

Grafik 12



In the US, 38 million existing smartphone users claim they will upgrade to the new 5G iPhone over the next 6 months.

Source: Ericsson ConsumerLab, Harnessing the Consumer Potential Study (November 2020)
 Base: Smartphone users aged 15–69 in Australia, Belgium, China, France, Finland, Germany, Ireland, Italy, Romania, South Korea, Sweden, Switzerland, the UK, the US, the UAE, Qatar and KSA



gen, wie gut die Anbieter die durch die Corona-Pandemie veränderten Anforderungen (Lernen, Cloud usw.) abdecken können.

Unbegrenzte Umsatzchancen?

Mit den 5G-Netzen soll ein jährlicher Umsatz von 8 Billionen US-Dollar erzielt werden, um diese Zahl einordnen zu können ein kleiner Vergleich: 8 Billionen US-Dollar ist das Neunfache von dem, was Amazon,

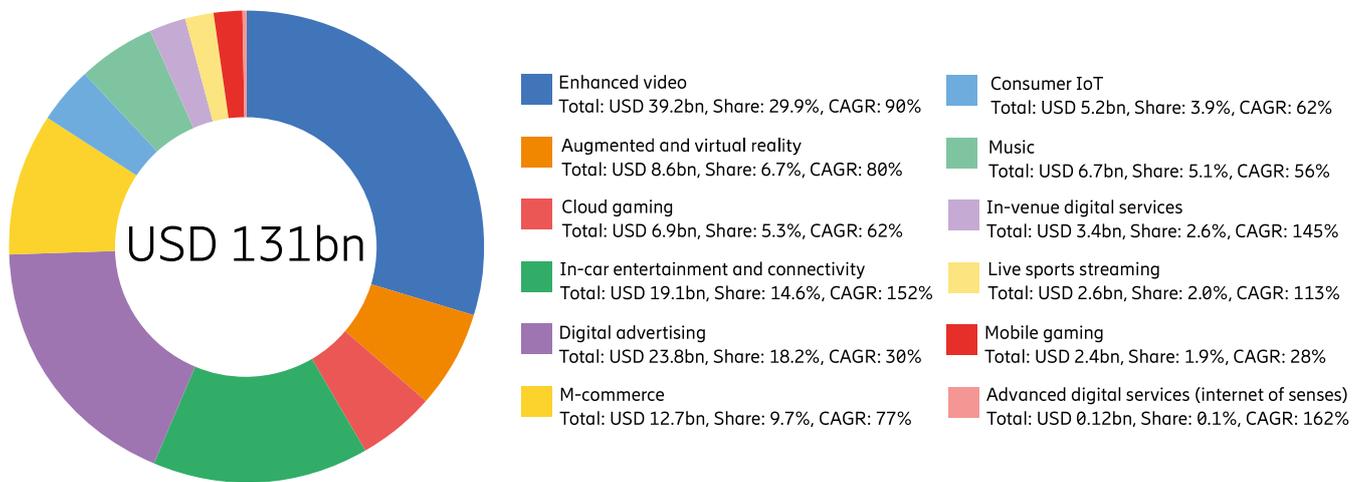
Google, Facebook, Apple und Microsoft gemeinsam im Jahr 2019 umgesetzt haben und das Achtfache des gesamten Mobilfunkumsatzes der Telekombranche. Ein Risiko gibt es allerdings bei diesem rasanten Wachstum, das von dem 5G-Standard erwartet wird: Während bei den 3G- und 4G-Netzen die Nutzungsmöglichkeiten in Form mobilen Daten und Video bereits vor Einführung der Standards bekannt waren

und genutzt wurden, müssen viele der Anwendungen, die 5G ermöglichen soll, erst noch entwickelt werden.

Die großen Gewinner unter den Unternehmen lassen sich daher im Augenblick nicht exakt benennen. Dass es aber welche geben wird, ist unbestritten.

5G-Dienste nach Marktanteilen

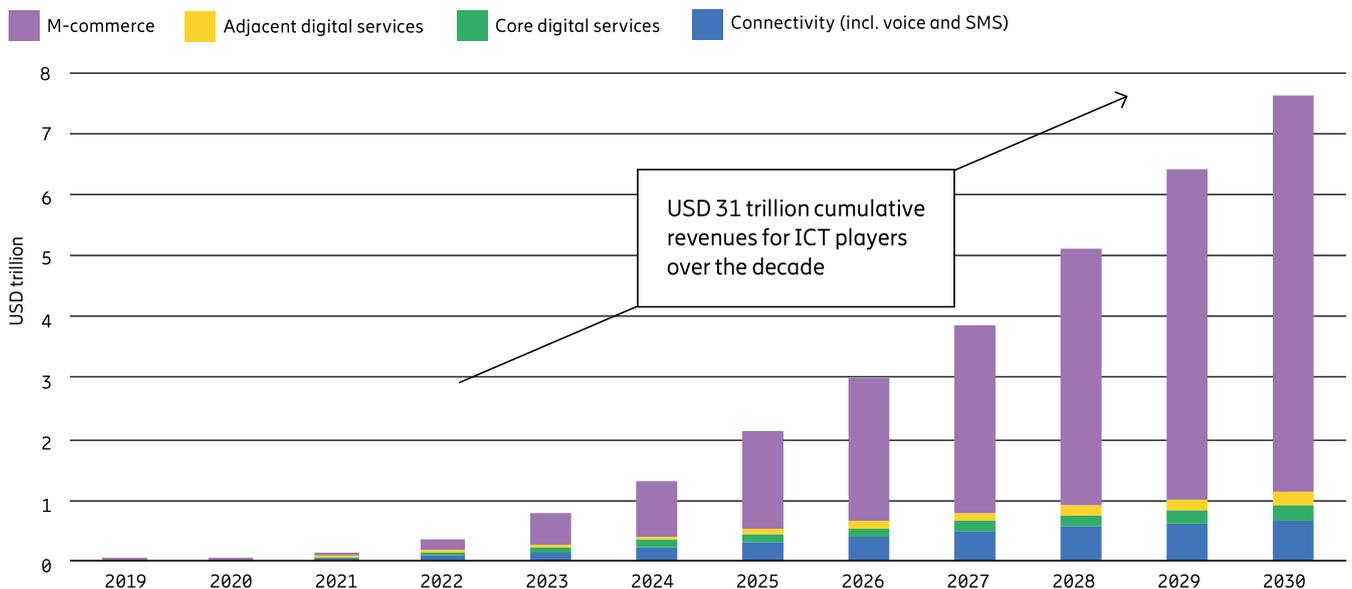
Grafik 13



Source: Harnessing the Consumer Potential Study, November 2020; Ericsson and Omdia analysis

Kommunikationsbranche mit rasantem Wachstum

Grafik 14



Source: Harnessing the Consumer Potential Study, November 2020; Ericsson and Omdia analysis



Aktien: Wie geht es 2021 weiter?

Dank China, das in der Pandemie den Anfang machte und als erste Nation auch ein vorläufiges Ende erreichte, fiel das wirtschaftliche Desaster im Nachgang des Frühjahrs-Lockdowns konjunkturell nicht so groß wie ursprünglich erwartet aus. Die Weltwirtschaft könnte schon 2021 wieder ihr BIP-Niveau von 2019 erreichen. Dazu würde der Stand der weltweiten Aktienindizes eigentlich passen. Denn mit dem starken erwarteten Wirtschaftswachstum, das auf eine relativ niedrige Kapazitätsauslastung trifft, käme kein Inflationsdruck hinzu. Daneben hilft die zugesicherte Zurückhaltung der Zentralbanken bezüglich Zinserhöhungen, wenn vor allem über einen wieder erstarkenden Ölpreis mehr Inflation gegenübersteht.

Gewinnwachstum und Niedrigzinsumfeld sind die zwei Seiten derselben Medaille. Ein weiteres Abschmelzen der Risikoprämie, die die Aktien gegenüber anderen Anlageformen ausweisen (= steigendes KGV), dürfte ebenso vor uns liegen, wie eine Erholung bei

den Unternehmensgewinnen. Daraus ergibt sich ein weiteres Kurspotenzial, vor allem für asiatische Aktien. Asien hat die Pandemie deutlich besser, und zudem ohne die starke Ausweitung der Verschuldung, bewältigt.

Andererseits kann nicht bestritten werden, dass hohe Bewertungen verbunden mit schlechteren Fundamentaldaten eigentlich nicht für steigende Aktienkurse sprechen. Wenn es dennoch weiter nach oben geht, kommt immer mehr die Befürchtung auf, man befände sich in einer Spekulationsblase. Bewertungen allein hingegen waren historisch aber kein brauchbares Instrument für Allokationsentscheidungen.

Manien gehören seit Menschengedenken zum Kapitalmarkt. Mehrere Studien haben gezeigt, dass Spekulationsblasen natürlicherweise in neuen Märkten entstehen und widerstandsfähiger sind, wenn fundamentale Bewertungen leicht zu ermitteln sind. Dabei sind Marktteilnehmer, die eine Qualifikation aus Volkswirtschaftslehre, Finanzwesen

bzw. Betriebswirtschaft haben nicht schlauer. Die Neigung der Aktienmärkte, sich in Spiralen zu entwickeln, hat Blasen zu einem unvermeidlichen Teil der Kapitalanlage gemacht und zwingt zu einem bewussten Eingehen von Risiken.

Bewertung in einem anderen Licht

Die Bewertungen von Aktien und anderen Vermögenswerten sind untrennbar miteinander verbunden. Wenn Zinssätze niedrig sind, werden zukünftige Cashflows diskontiert zu niedrigeren Raten, was bedeutet, dass zukünftige Cashflows einen höheren aktuellen Wert aufweisen, oder einfacher: es kommt zu höheren Kurs-/Gewinnverhältnissen. Aber da auch festverzinsliche Vermögenswerte teuer sind, gibt es keine Alternativen.

Um zu entscheiden, ob ein Markt teuer ist oder nicht, vergleichen Investoren üblicherweise die Bewertung des Marktes mit seiner historischen Verteilung. Während diese Übung im Nachhinein oft vielversprechende Ergebnisse liefern kann, ist sie weniger effektiv, wenn sie für Out-of-Sample-Ergebnisse verwendet wird. Für einen Investor war im Jahr 1996 die CAPE-Ratio (Cyclically adjusted price to earnings ratio oder Shiller P/E) bereits mehr als zwei Standardabweichungen über ihrem historischen Mittelwert (95 %!). Es dauerte dennoch ganze vier Jahre, bis die Dot.Com-Blase im März 2000 platzte. Bis dahin waren die Aktien um weitere 144 Prozent gestiegen. Soll heißen: man kann den Spitzenwert einer Blasenentwicklung einfach nicht timen.

Bewertungskennziffern, wie die von Nobelpreisträger Robert Shiller¹ entwickelte,

Diese „Träume“ sind geplatzt

Grafik 15

BUBBLE	START DATE	END DATE	PRICE APPRECIATION	NARRATIVE
Tulip Prices*	June 1636	Feb. 1637	432%	Exotic tulips are a sign of status. Growing Dutch wealth means that tulips can always be resold at a higher price.
South Sea Company/ UK Stock Market	Feb. 1720	July 1720	625%	Thought of as a safe haven: investing in government debt. Herd mentality fueled speculation.
Railway Stocks	Q1 1842	Q4 1845	112%	Not enough railways can be built. The industrial revolution will cause railway demand to continually be higher than supply.
Dow Jones	June 1924	Aug. 1929	322%	Living in the post-WWI era of prosperity - one that was assumed would continue.
Nifty Fifty	July 1970	Jan. 1973	91%	"One-decision stocks": Growth stocks with solid balance sheets can be bought and held forever as new growth industries are in a structural uptrend.
Japanese Stock Market	Jan. 1986	Dec. 1989	199%	Buying into the development progress of the Japanese economy to match that of developed countries.
US TMT Stocks	Aug. 1998	Mar. 2001	205%	The "New Economy": The growth brought about by the Internet is so large that traditional valuation measures are irrelevant.
US Real Estate	Nov. 2003	July 2006	33%	Americans will never miss their mortgage payments, and real estate price cannot drop nationally.

* WHILE WE CONSIDER TULIPMANIA AS A BUBBLE FOR THE PURPOSE OF THIS REPORT, PLEASE BE ADVISED THAT THERE CONTINUES TO BE DISAGREEMENT IN THE ACADEMIC LITERATURE OVER HOW BIG OF A BUBBLE IT WAS, AND OVER WHETHER IT WAS A BUBBLE AT ALL. AT THE VERY LEAST, THE MOST RECENT RESEARCH SUGGESTS THAT THE TULIP BUBBLE MIGHT HAVE BEEN CLOSER TO THE 2018 BITCOIN BUBBLE, WHERE ONLY A HANDFUL OF PLAYERS WERE INVOLVED AND WHERE, CONTRARY TO THE POPULAR NARRATIVE, THE ECONOMY WAS UNAFFECTED. FOR MORE DETAILS, PLEASE SEE METTE LÜTZHÖFT AND SARAH GREEN CARMICHAEL, "THE REAL STORY OF THE DUTCH TULIP BUBBLE IS EVEN MORE FASCINATING THAN THE MYTH YOU'VE HEARD," (MAY 12, 2019). END DATE REPRESENTS PEAK OF ASSET PRICE.

1 Robert J. Shiller; Sterling Professor of Economics, Yale University



liefern ein wertvolles Signal für langfristig erzielbare Renditen (fünf Jahre oder mehr) und sind am effektivsten bei Extremen. Es ist auch bemerkenswert, dass Aktien immer nur dann schlechter als US-Staatsanleihen über lange Zeiträume abschnitten, wenn sie mehr als zwei Standardabweichungen (95%) über ihrer durchschnittlichen Bewertung lagen. Bewertungen liefern hingegen nachweislich keine brauchbaren Allokationssignale für zyklische Horizonte (drei Jahre oder weniger).

Erstaunlich ist auch, dass die höchste Einjahresrendite von Aktien relativ zu Staatsanleihen immer gerade dann erzielt worden war, als der Aktienmarkt bereits extrem teuer war. Warum ist das wichtig? Viele institutionelle Investoren wie z.B. Vermögensverwalter können es sich nicht leisten, ihre Benchmark über mehrere Jahre zu verfehlen. Für sie sind die entgangenen Gewinne in einer „Blow-off“-Rallye oft keine Option, da dies zu relativer Underperformance führen würde. Wer unter den Kunden akzeptiert schon, dass man auf dem Weg weiter nach oben eben nicht dabei war?

Alle oben genannten Punkte bedeuten nicht, dass Bewertung bedeutungslos ist. Ganz im Gegenteil: Bewertungen zählen zu den Grundpfeilern für die Entscheidung, ob eine Blase überhaupt erst existiert. Für die meisten Investoren sind ultrahohe Bewertungen eine notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung zu entscheiden, die Gewichtung einer Anlagegattung wie Aktien oder Anleihen zu senken. Stattdessen nützt ein nuancierterer Ansatz, der mehrere quantitative und qualitative Faktoren berücksichtigt, um die Anlagestrategie lenken.

Ähnlichkeiten zwischen Spekulationsblasen

Spekulationsblasen entstehen aus einer lockeren Geldpolitik und enden mit einer straffen Geldpolitik. Änderungen in der Geldpolitik sind nicht selten ausschlagge-

hend für die Richtung der Kurse. Blasen entstehen oft in Zeiten, in denen die Zinssätze niedrig sind und die Geldpolitik stimulierend wirkt - ein Trend, der bis zu den Ursprüngen der Finanzmärkte zurückreicht. In den 1630er Jahren gingen die niederländischen Zinssätze stark zurück, während die Bank von Amsterdam zwischen 1636 und 1637, kurz bevor die Tulpenblase ihren Höhepunkt erreichte, ihre Bilanz um mehr als 40% ausweitete.

Weniger als ein Jahrhundert später senkte die Bank of England (BOE) die Zinssätze auf den niedrigsten Stand seit fast 20 Jahren und schürte damit spekulative Käufe in den Aktien der South Sea Company. Die gleiche Dynamik spielte sich im 19. Jahrhundert ab, jedoch schuf in diesem Fall die lockere Geldpolitik der BOE eine Blase in den Aktien der britischen Eisenbahn. Die modernen Finanzmärkte waren nicht anders: Jede einzelne der großen Blasen des vergangenen Jahrhunderts begann während oder unmittelbar nach einer Periode der lockeren Geldpolitik. Es ist daher leicht einzusehen, warum die Geldpolitik eine so wichtige Rolle bei der Bildung einer Finanzblase spielt. Wenn die Leitzinsen sinken, versuchen die Wirtschaftsakteure, in Vermögenswerte zu investieren, die weiter oben auf der Risikokurve liegen, um höhere Renditen zu erzielen. In der Zwischenzeit ermöglichen einfache Kreditkonditionen und reichlich Liquidität den Marktteilnehmern, freier in risikoreichere Anlagen zu investieren. Während viele dieser Investitionen anfangs lohnenswert aussahen, kann eine anhaltende Phase der lockeren Geldpolitik dazu führen, dass Anleger ihr Risiko unterschätzen und ihr Wachstum überschätzen – was zu überhöhten Preisen führt.

Zinsen beeinflussen Spekulationsblasen

Während jedoch ein Niedrigzinsumfeld einen fruchtbaren Boden für das Entstehen

einer Blase bietet, ist es auch selten ein Umfeld, in dem eine Blase platzt. Tatsächlich geschah das bei jeder einzelnen der analysierten Blasen immer nur, wenn die Geldpolitik gestrafft wurde.

Alle Blasen erreichten ihren Höhepunkt innerhalb von zwei Jahren nach der ersten Zinserhöhung. Warum sind steigende Zinssätze so gefährlich für die Preise? Wenn die Zinssätze zu steigen beginnen, kehrt sich die Dynamik, die die Blase entstehen lässt, um. Hohe Zinssätze verschärfen die Kreditvergabebedingungen – und ersticken damit den Hebel, der überhaupt erst zum Aufblähen der Blase beigetragen hat.

Darüber hinaus werden risikoreiche Cashflows zu höheren Zinssätzen diskontiert, was Investitionen mit hohem Wachstum vergleichsweise unattraktiver macht und dabei mehr Zurückhaltung erregt.

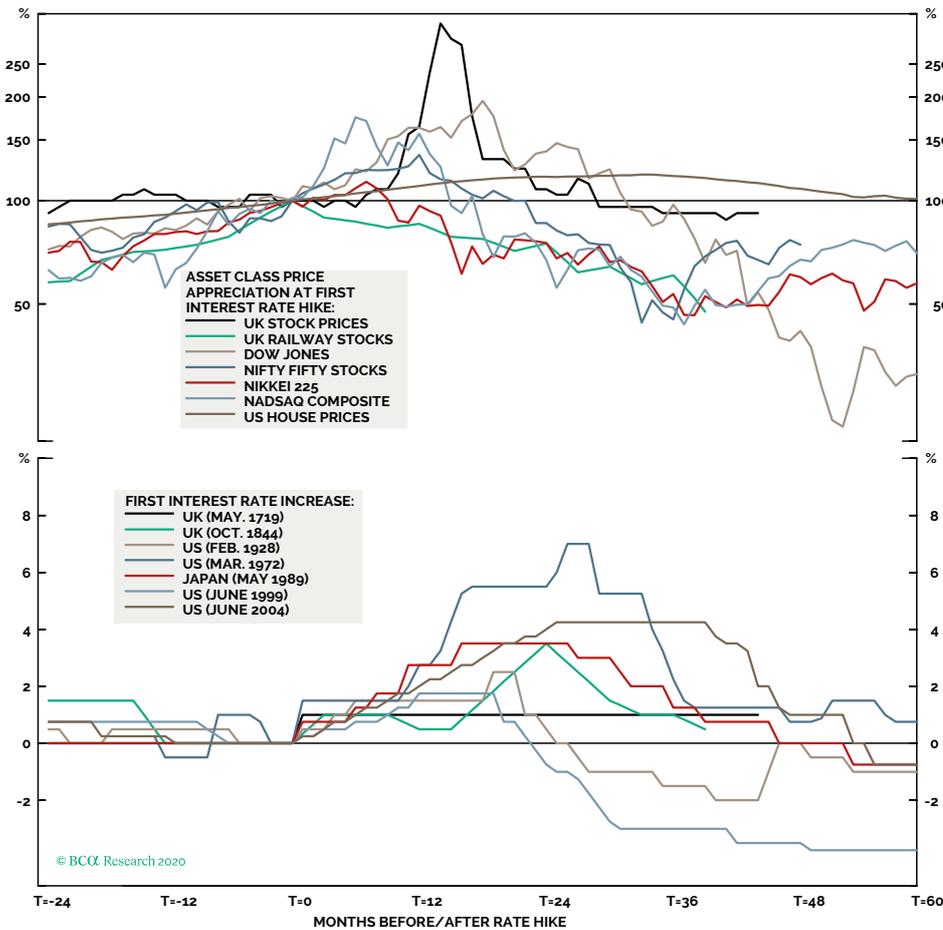
Manien gehen oft Hand in Hand mit finanzieller Innovation. Neue Wege der Investition haben oft den Treibstoff für das Wachstum einer Blase geliefert – auch wenn der Mechanismus, durch den dies geschah, nicht immer derselbe war. Einige Innovationen ermöglichten es Anlegern, Hebelwirkung in ihre Position einzubetten. Dies war während der Eisenbahnblase in den 1840er Jahren der Fall, als das bevorzugte Investitionsvehikel für viele Anleger teileingezahlte Aktien waren - was eine Vorauszahlung von weniger als 10% des Investitionswertes erforderte. In den 1920er Jahren kam es in Großbritannien und den USA zu einem Aufschwung der Investment-Trusts, der es Fondsmanagern ermöglichte, Aktien auf Kredit zu kaufen, wodurch der Hebel, der für Investitionen eingesetzt wurde, dramatisch anstieg.

In anderen Fällen förderte die Finanzinnovation eine Handelbarkeit, die es zuvor nicht gab. Die Erfindung von Terminkontrakten



Steigende Zinsen lassen Blasen platzen

Grafik 16



im Holland des 17. Jahrhunderts ist ein Paradebeispiel dafür. Während der physische Handel mit Tulpenzwiebeln nur zu bestimmten Zeiten des Jahres möglich war, ermöglichten diese sog. Futures das ganze Jahr über Marktaktionen. Darüber hinaus wurden die Transaktionen viel einfacher, da die physische Lieferung von Tulpenzwiebeln nicht erforderlich war. Die Geschäfte wurden mit Ausgleich von Gewinn und Verlust auf Barzahlungsbasis abgewickelt. In ähnlicher Weise ermöglichte die finanzielle Deregulierung in den 1980er Jahren japanischen Unternehmen die Teilnahme an „zaitech“ – einer Form des Finanz-Engineering, bei der überschüssige Gelder für Investitionen in spekulative Vermögenswerte verwendet werden konnten.

Auch Finanzinnovationen können Blasen antreiben

Finanzinnovationen können auch die Risiken verbergen, die die Marktteilnehmer eingehen. Dies war der Fall in der Krise von 2008, als die Umverpackung von Hypotheken in komplexe Finanzderivate die Tatsache verdeckte, dass die Anleger ihr Geld in viel riskantere Wertpapiere investierten, als ihre Bonität vermuten ließ.

Oft stecken Angebotsschocks hinter dem Zusammenbruch einer Spekulationsblase. Das haben Forschungen ergeben. Eine genauere Betrachtung lohnt im Fall der Technologieblase in den 1990er Jahren: Zwischen 80% bis 85% der Anteile der neuen Internet IPOs wurden von Insidern gehalten, Venture Capitalists und Unternehmensgründern. Diese Investoren wurden am Verkauf ihrer Bestände gehindert durch Lock-up-Bestimmungen.

Damit war die Anzahl der Aktien, die potenziell verfügbar waren und gegebenenfalls auch leerverkauft werden konnten, begrenzt. Damit hatte man informierte Insider am Verkauf gehindert und eine Korrektur von Überbewertung vermieden.

Diese Einschränkungen begannen sich jedoch Ende 1999 zu lockern. In dem Papier „Dotcom Mania: Aufstieg und Fall der Internetbestände Preise“, zeigen Ofek und Richardson², dass mit dem Näherrücken des neuen Jahrtausends Dutzende von Aktientiteln im Wert von Milliarden von Dollars plötzlich frei von Restriktionen waren. Die Freigabe dieses Aktienvolumens schuf einen plötzlichen und mächtigen Verkaufsdruck, der letztlich die damalige Technologieblase platzen ließ.

Ähnliche Schocks wurden auch durch Änderungen in der Politik ausgelöst. Bis 1720 hatte der Erfolg der britischen South Sea Company zu erheblichen Spekulationen über den Preis anderer Unternehmen ermutigt. Die große Menge an Mitteln, die diese Unternehmen lockten, alarmierte die Direktoren der Kompagnie, die nicht wollten, dass ihre die Gewinne durch den Eintritt neuer Unternehmen ins Geschäft erodierten. Infolgedessen wurden dank ihres Einflusses im Parlament wurde im Juni 1720 ein Gesetz verabschiedet, das im Wesentlichen die Gründung anderer Aktiengesellschaften – sofern nicht durch eine königliche Charta genehmigt – verbot. Und so war das britische Handelsmonopol der South Sea Company gesichert.

Aber die Entscheidung des britischen Parlaments bewies sich als Fehler. Die Verabschiedung des Gesetzes führte zu immenssem Verkaufsdruck bei den Aktien der betroffenen Unternehmen, die viele Investoren auf Kredit gekauft hatten. Um Liquidität

² Eli Ofek and Matthew Richardson, “Dot.Com Mania: The Rise and Fall of Internet Stock Prices,” *The Journal of Finance*, 58-3, 1113-1137 (2003).



z u r Bedienung ihrer Verbindlichkeiten zu erhalten, verkauften sie alle Aktien, die sie hatten – einschließlich Aktien der South Sea Company. Da diese Aktien auf den Markt gedumpt wurden inmitten einer Liquiditätsknappheit, führte das Platzen der Blase zu einem Kursrückgang um 50% binnen eines Monats nach der Durchsetzung des „Bubble-Gesetzes“.

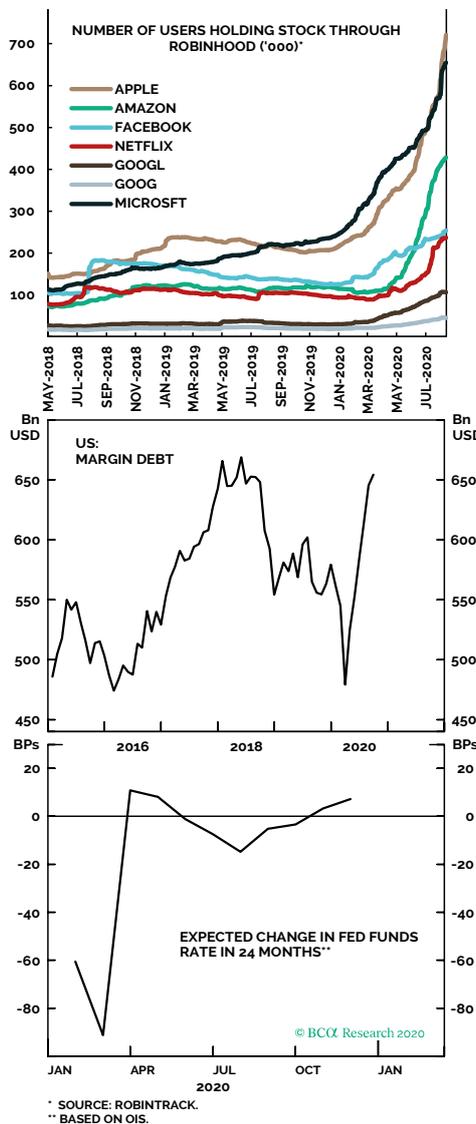
Tulpenblase: Ein Lehrstück der Geschichte

In anderen Fällen wurden Schocks ausgelöst, weil ein großer zu großer Vorrat, der zuvor vor den Investoren nicht bekannt war, ans Tageslicht kam. Der Zeitpunkt der Tulpenblase ist hier lehrreich: Im Winter 1636, als große Preiserhöhungen Tulpenzwiebelverkäufern einen Anreiz gegeben hatten, so viele Blumenzwiebeln zu pflanzen wie sie nur konnten, war am Ende die Dimension der Ausbeute völlig offen. Und doch gingen die Spekulationen weiter. Die Stimmung änderte sich jedoch schlagartig, als das Wetter wärmer wurde. In ihrer Forschung zeigen McClure und Chandler Thomas³, dass der Kollaps der Tulpenblase mit der Keimungszeit zusammenfiel. Sie erklären, dass, als das gesamte Angebot an Blumenzwiebeln sichtbar wurde, die Marktteilnehmer schnell erkannten, dass es einfach zu viele Zwiebeln gab, um den vorherrschenden Preis zu rechtfertigen. Dies schuf eine Preisspirale nach unten bis hin zum Platzen der Blase.

FAANGM-Aktien in der Blase?

Die Investoren haben begonnen sich über eine Spekulationsblase in den so genannten FAANGM-Aktien (Facebook, Apple, Alphabet, Netflix, Google, Microsoft) Gedanken zu machen.

Grafik 17
US-Tech-Riesen – die nächste Blase?



Seit 2018 sind diese sechs Werte (die fast 25% der Marktkapitalisierung des S&P 500 ausmachen) über 130% gestiegen, verglichen mit einem Anstieg von nur 35% für den S&P 500-Index. Während einige Bewertungsmaßstäbe für diese Aktien demnach noch unter den Niveaus von 1999 liegen, sind sie relativ zum Gesamtmarkt hoch bewertet. Das gilt für heutiges und nächstjähriges KGV, für Kurs zu Cashflow und nebenbei gerade auch für die Gewichtung ihres Sektors im Index selbst.

Einige Umstände, die frühere Blasenbildungen auszeichneten, sind hier vorhanden.

Nach einer Reihe von Zinserhöhungen im Jahr 2018, begann die Fed, die Zinsen wieder zu senken. Diese Lockerung nahm historische Ausmaße während der COVID-Krise an, die die Fed zu einer zuvor nie gesehenen Ausweitung der Notenbankbilanz zwang und sie den Leitzins auf 0% senken ließ.

Wie sieht es mit Finanzinnovationen aus? ETFs und kommissionslose Plattformen wie Robinhood ermöglichen einen leichteren Zugang für neue Kleinanleger – ein Trend, der sich beschleunigte während der COVID-Krise. Darüber hinaus hat der einfache Marktzugang auch die Hebelwirkung erhöht: Käufe auf Kredit sind einfach geworden. Sie stehen heute fast auf einem Höchststand.

Diese Kombination von extrem einfacher monetärer Politik, hohen Bewertungen und Einsatz von Kreditlebeln, sowie vereinfachtem Handel verursacht durch finanzielle Innovation sind Anzeichen dafür, dass die Mega-Cap-Techs sich tatsächlich in einer Überpekulation befinden. Doch die Umstände für ein Platzen der Blase sind noch nicht vorhanden und könnten tatsächlich noch einige Jahre benötigen, um sich zu materialisieren. Denn die Geldpolitik wird auf Sicht locker bleiben, um der Wirtschaft zu helfen sich von der Pandemie zu erholen.

Was ist mit Angebotsschocks? Wir sehen hier nicht viele offensichtliche Möglichkeiten am Horizont. Die einzige Ausnahme könnte die Gesetzgebung sein, wenn sie Beschränkungen für den Umfang von Aktienrückkäufen etabliert. In den vergangenen drei Jahren wurden fast 1,1 Milliarden Aktien von den FAANGM-Unternehmen zurückgekauft, was das Angebot quasi künstlich verknappte. Einige demokratische Senatoren haben diesbezüglich Einschränkungen gefordert. Hier könnte der Anfang vom Ende liegen.

3 James E. McClure and David Chandler Thomas, "Explaining the Timing of Tulipmania's Boom And Bust: Historical Context, Sequestered Capital And Market Signals," Financial History Review, 24-2,121-141 (2017).



Aktienindices

Wie immer haben wir uns die Kursbewegungen in den relevanten Aktienindices genauer angesehen – und zwar unter Verwendung verschiedener Indikatoren, die das Kursverhalten aus unterschiedlichen Blickwinkeln auffächern.

Es geht um die folgenden fünf Indikatoren, die auf einen Zeitraum von drei Monaten 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.

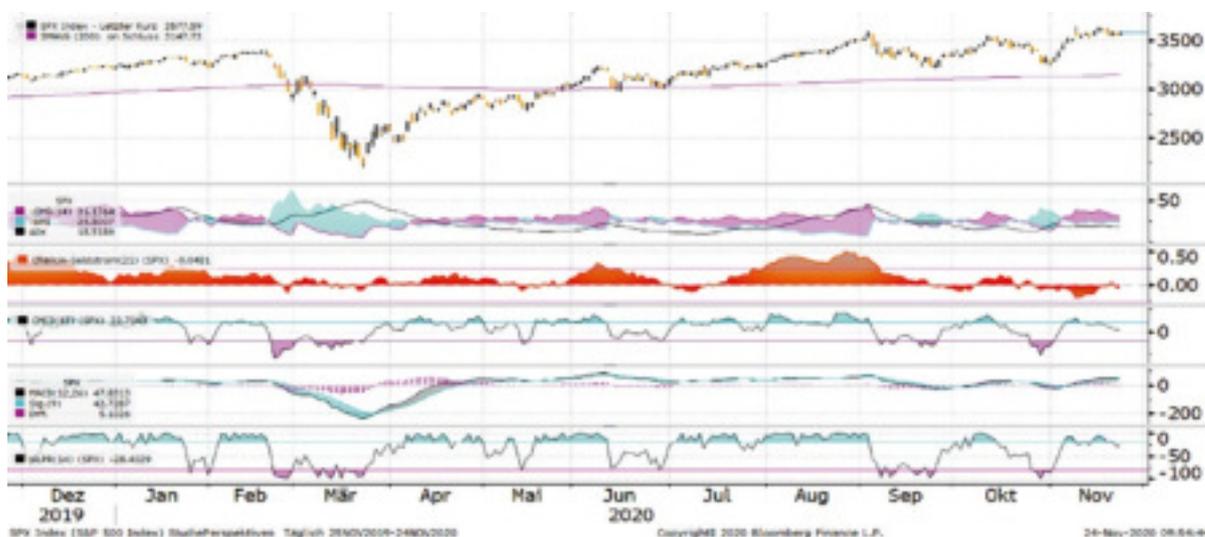
MACD: Der Moving Average Convergence/Divergence Indikator zeigt das Zusammen- bzw. Auseinanderlaufen zweier unterschiedlich langer gleitender Durchschnitte. Schneidet der kurze den langen Durchschnitt von unten nach oben, gibt es ein Kaufsignal – umgekehrt ein Verkaufssignal.

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. Die nebenstehende Tabelle gibt Ihnen für die beiden Aktienindices einen Überblick. Wir haben zum besseren Verständnis eine Skalierung von --/0/++ zugrunde gelegt.

Nach immerhin zwei Ausverkaufsphasen im September und nochmals im Oktober haben sich die Märkte positiv entwickelt und teilweise neue Höchststände erreicht. Aktuell befinden sich diese in einer Zwischenkonsolidierung, zeigen aber unisono ein positives Bild.

Standard&Poor's 500 Kursindex

In den vergangenen zwei Monaten hat der S+P 500 Index massiv zulegen können. Der ADX Indikator deutet auf einen steigenden Trend hin. Seit August fließt jedoch das Geld eher aus dem Markt ab. Der Commodity-Channel-Index ist im neutralen Bereich. Der MACD deutet auf einen beginnenden steigenden Trend. Der William %R Oszillator ist im neutralen Bereich. **Ergebnis: positiv**



Grafik 18



EuroStoxx 50-Kursindex

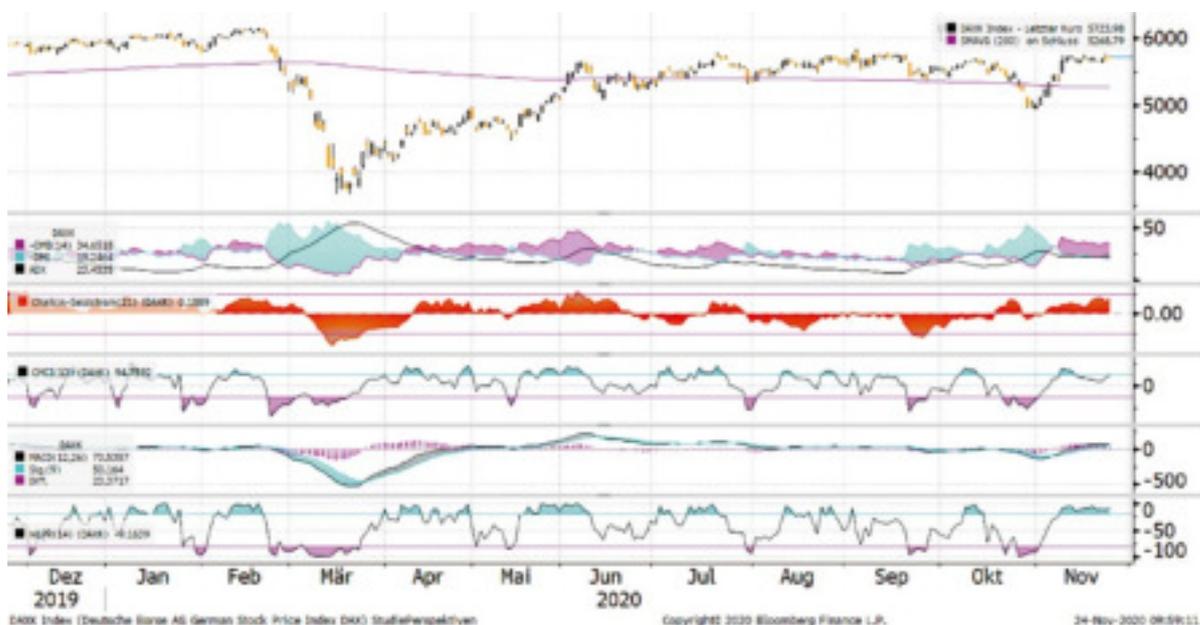
Anfang November hat der EuroStoxx50-Index die 200-Tage Linie nach oben durchbrochen. Der ADX Indikator zeigt einen anziehenden Aufwärtstrend an. Das Geld fließt wieder in den Markt. Der Commodity-Channel-Index ist noch im neutralen Bereich. Der MACD deutet auf einen steigenden Trend hin. Der William %R Oszillator ist im übergekauften Bereich. **Ergebnis: positiv**



Grafik 19

Dax 30 Kursindex

Der DAX30-Kursindex hat ebenfalls die 200-Tage Linie überwunden und befindet sich nun in einer Konsolidierungsphase. Der ADX Indikator zeigt einen steigenden Trend an. Das Geld fließt in den Markt. Der Commodity-Channel-Index ist im neutralen Bereich. Der MACD deutet auf einen beginnenden steigenden Trend. Der William %R Oszillator ist im übergekauften Bereich. **Ergebnis: positiv**

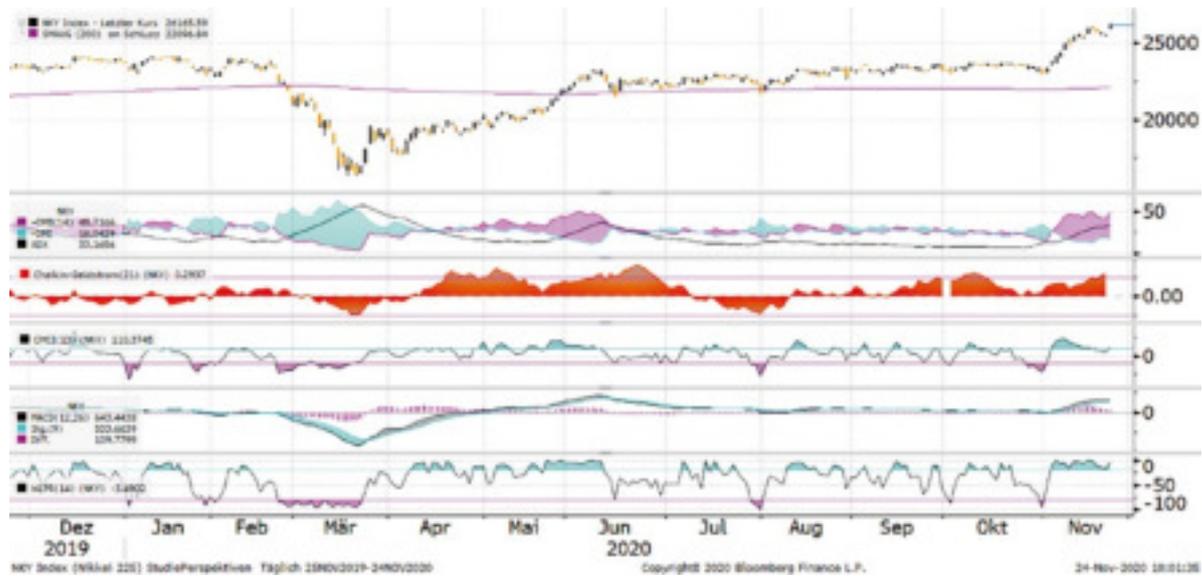


Grafik 20



Nikkei 225 Kursindex

Der japanische Nikkei-Index ist aus der Seitwärtsbewegung ausgebrochen und steigt. Der ADX Indikator bestätigt diese Bewegung. Das Geld fließt in den Markt. Der Commodity-Channel-Index ist noch im neutralen Bereich. Der MACD ist positiv. Der William %R Oszillator liefert einen Verkaufssignal. **Ergebnis: positiv**



Grafik 21

Hang Seng Kursindex

Der Hongkonger Hang-Seng Index hat die 200-Tage-Linie überwunden und konsolidiert. Der ADX Indikator zeigt einen steigenden Trend an. Der Money-Flow-Index zeigt Mittelzuflüsse an. Der Commodity-Channel-Index ist im neutralen Bereich. Der MACD zeigt einen steigenden Trend an. Der William %R Oszillator liefert einen Verkaufssignal. **Ergebnis: positiv**



Grafik 22



Anleihen: Risikoprämien runter

Unsere Erwartung für das kommende Jahr heißt „Risikoprämien runter“. Wir gehen davon aus, dass die Spreads wieder auf die Tiefststände des vorherigen Zyklus zurückkehren werden. Im Investment-Grade-Bereich wäre dann die Risikoprämie mit durchschnittlich 0,9 Prozent unwesentlich niedriger als heute. Beim Segment Non-Investmentgrade erwarten wir einen Rückgang um 0,5 Prozent auf 3,5 Prozent.

mentgrade-Bereich, also rund 20 Milliarden Euro Gegenwert, wäre eine positive Überraschung.

Hinzu kommen die Kaufprogramme der EZB (CSPP/PEPP-Programme) in Höhe von 8 Mrd. € pro Monat. Wodurch ihr Bestand in erlaubten Emissionen bis Ende 2021 auf knapp 40% des Emissionsvolumens derselben ansteigen wird. Die Suche nach Rendite

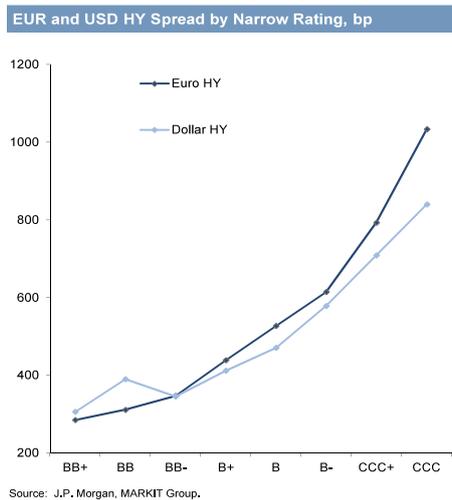
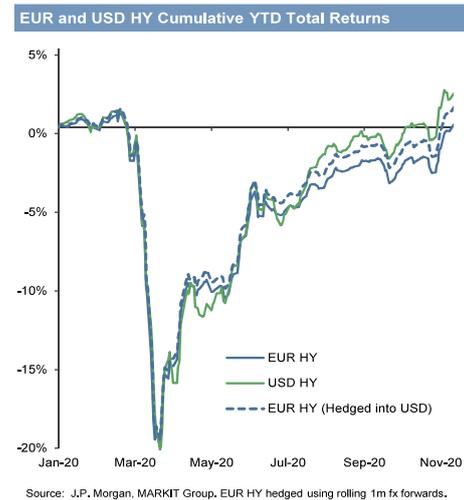
sollte damit die Anleger weiter ins Risikoppektrum bonitätsschwächerer Emissionen, Nachrangpapieren und in Anleihen zyklischer Emittenten drängen.

Im Investment-Grade-Bereich kommt noch die relativ zu 2020 abnehmende Zahl von Primäremissionen hinzu. Unternehmen außerhalb des Finanzsektors haben in diesem Jahr massive Liquiditätspolster aufgebaut, wodurch sich ihre Barmittel in der Bilanz nach unseren Schätzungen um über 100 Milliarden Euro erhöht haben. Der Kapitalbedarf dürfte sich mit der Erholung des Geschäftsklimas normalisieren, was zu einem wesentlich geringeren Finanzierungsbedarf führen wird. Bei den Hochzinsanleihen hingegen erwarten wir 2020/2021 ein durch Refinanzierung getriebenes Rekordjahr für Emissionen.

Unsere favorisierten Branchen: Versicherungen, Papier&Verpackung, Einzelhandel, Transport.

Corona-Impfstoff dürfte Anleihen stützen

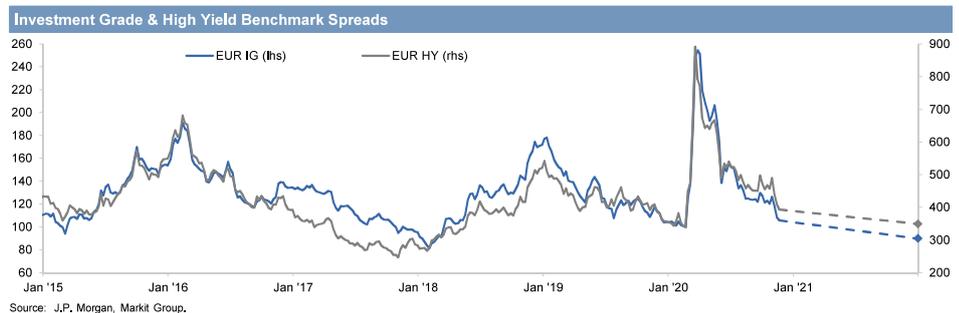
Grafik 23



Mit der schrittweise Einführung eines COVID-19-Impfstoffs könnte eine rasche Erholung der Weltwirtschaft folgen. Damit könnte ein größerer Anstieg in den Ausfällen von Schuldner, der heute noch in den Kursen eingepreist ist, sich nicht bewahrheiten. Eine Ausfallrate von lediglich 2 Prozent des ausstehenden Volumens im Non-invest-

Anleger tendieren zu niedriger bewerteten Papieren

Grafik 24



Anleihenportfolio

Grafik 25

KENNZAHLEN											24.11.20
Portfolios	Währungen	Rating	99% VaR	YTM	Kupon	ASW	Duration	ASW/Duration	YTD	Anzahl der Positionen	aktuelle Mindestanlagensumme*
Short Duration EUR 10	EUR	keine Einschränkung	0,68%	-1,26%	1,96%	-1156	1,1	-1060	4,42%	7	71.340,80 €
All Grade All Currencies 20	EUR, USD	keine Einschränkung	3,22%	15,34%	5,51%	1181	2,5	482	0,31%	20	178.586,85 €
All Grade All Currencies 30	EUR, USD	keine Einschränkung	2,78%	15,26%	5,58%	982	2,7	359	-1,03%	30	267.760,15 €
All Grade EUR 20	EUR	keine Einschränkung	4,09%	10,03%	4,83%	800	2,9	280	-3,86%	20	181.766,45 €
All Grade EUR 30	EUR	keine Einschränkung	2,92%	8,64%	4,68%	713	2,9	245	-1,42%	26	242.112,90 €
Mid Grade All Currencies 10	EUR, USD	AAA bis BB-	3,34%	8,68%	4,63%	769	3,4	223	-1,33%	10	92.392,45 €
Mid Grade All Currencies 20	EUR, USD	AAA bis BB-	2,42%	6,64%	5,03%	597	3,1	191	-6,33%	20	192.569,70 €
Mid Grade All Currencies 30	EUR, USD	AAA bis BB-	1,75%	9,58%	5,04%	577	2,9	197	-3,12%	28	263.179,25 €
Mid Grade EUR 10	EUR	AAA bis BB-	3,66%	5,56%	4,12%	556	3,6	153	-0,63%	10	95.148,90 €
Mid Grade EUR 20	EUR	AAA bis BB-	2,46%	5,17%	4,15%	518	3,3	158	-0,76%	17	164.691,55 €

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



Währungen: US-Dollar im Baisse-Modus

Laut Bloomberg-Prognosen verschiedener Finanzinstitute wird der Euro gegen den US-Dollar Ende 2022 bei 1,25 liegen. Das ist unseres Erachtens noch viel zu pessimistisch. Die wichtigste Triebkraft des EUR/USD-Wechselkurses ist das relative Wachstumsprofil zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den USA, sowie die jeweilige Geldpolitik.

Wie wird sich das Wachstum im Euroraum im Vergleich zu den USA wahrscheinlich entwickeln? Es gibt viele Möglichkeiten, sich dieser Frage zu nähern – mit überraschend ähnlichen Ergebnissen.

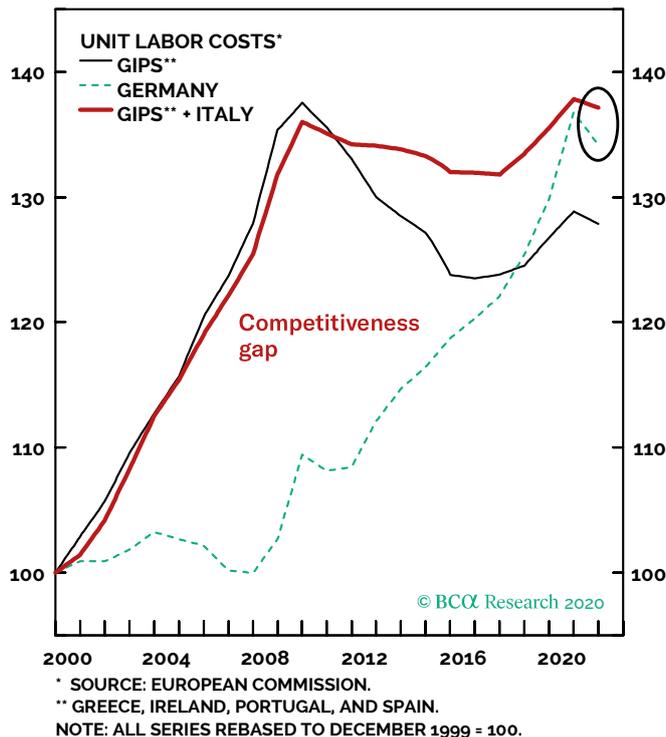
Die wichtigste Triebkraft des EUR/USD-Wechselkurses ist – wie bereits erwähnt – das relative Wachstumsprofil zwischen dem Euro-Gebiet und den USA.

Nach Angaben des IWF wird die Wirtschaft des Euroraums in diesem Jahr voraussichtlich um 8,3% schrumpfen und damit fast doppelt so stark wie die der USA mit 4,3%. Doch im nächsten Jahr wird erwartet, dass sich die Wirtschaft wieder kräftiger erholt. Für das Wachstum im Euroraum hieße das 5,2% Plus, verglichen mit 3,1% in den USA.

Ein Großteil des Anstiegs wird auf einen Investitionsschub innerhalb des Eurogebiets zurückzuführen sein, der insbesondere durch den Nachholbedarf in den Peripherieländern angetrieben wird. Diese Wachstumsbeschleunigung wird sich voraussichtlich bis weit in das Jahr 2023 hinein fortsetzen. Nach Schätzungen dürfte dies (das EUR/USD-Kursverhältnis) auf 1,35 heben können.

Südeuropa zurück im Wettbewerb

Grafik 26



Aber es gibt zwei weitere Begründungen für diese Prognose: Erstens könnte der neutrale Zinssatz im Euroraum im Vergleich zu den USA sich nach oben verschieben. Das Standard-Dilemma für den Euroraum besteht darin, dass die Zinssätze für die produktivste Nation, Deutschland, immer zu niedrig waren, aber für andere, wie Spanien und Italien, zu hoch. Der Silberstreif am Horizont ist nun, dass die Europäische Zentralbank (EZB) das Zinsniveau gesenkt und die Geldpolitik so weit gelockert hat, dass sie für alle Länder der Eurozone akkommodierend wirkt. Die Anleiherenditen in den europäischen Peripherieländern brechen bereits im Vergleich zu denen in Deutschland und Frankreich stärker ein. Dadurch wird es für die weniger produktiven Länder der Peripherie we-

sentlich einfacher, Kredite aufzunehmen und zu investieren. Das wird dort die Produktivität steigern und den neutralen Zinssatz anheben.

Zweitens und ebenso wichtig ist, dass die Peripherie genauso wettbewerbsfähig geworden ist wie der Kern (siehe Grafik). Durch Arbeitsmarktreformen, rückläufige nationale Kaufkraft und eine Reihe von Rezessionen in den letzten zehn Jahren haben sich die Lohnstückkosten in Griechenland, Irland, Portugal und Spanien denen in Deutschland und

Frankreich angenähert. Dadurch wurde das Wettbewerbsgefälle, das sich in den letzten zwei Jahrzehnten aufgebaut hatte, effektiv beseitigt. Sogar in Italien, das nach wie vor mit starren und weniger produktiven Arbeitskräften zu kämpfen hatte, haben die Lohnstückkosten allmählich einen Tiefpunkt erreicht.

Nach den Schätzungen von Holston-Laubach-Williams bei der New Yorker Fed ist der natürliche Zinssatz im Euroraum heute höher als in den USA, was in der 20-jährigen Geschichte der gemeinsamen Währung selten vorgekommen ist. Auf der Grundlage dieser Schätzungen könnte der Euro sogar in Richtung 1,50 US-\$ tendieren – aber natürlich nicht schon übermorgen.



Rohstoffe: Nochmal Gold

Schon in der letzten Ausgabe hatten wir uns mit dem Rückgang des Goldpreises beschäftigt. Er hat sich um weitere rund 100 US-\$ pro Unze fortgesetzt.

Die drei Effekte, die die Entwicklung antrieben, waren die Suche nach Sicherheit, ein deutlicher Rückgang der Realzinsen und die Erwartung einer letztendlich höheren Inflation. Die Übertreibung, die den Unzenpreis fast auf 2.100 US-\$ getrieben hatte, führte im Anschluss zum Ausverkauf auf heute unter 1.800 US-\$. Leicht tiefer liegt der nach einem Bewertungsmodell des Analysehauses BCA Research faire Wert.

Das Modell unterstreicht die Bedeutung der realen Anleiherenditen und der Inflationserwartungen für die taktischen Aussichten von Gold. Diese Faktoren werden wahrscheinlich auch im kommenden Jahr unterstützend wirken. Die US-Notenbank hat sich verpflichtet, Zinserhöhungen für einen längeren Zeitraum auf Eis zu legen, auch wenn die Inflationsrate bzw. die Inflationserwartungen stärker steigen sollten. Davon ist auszugehen, sobald sich die Pandemie eindeutig abschwächt.

Die längerfristigen Aussichten für Gold werden aber durch die Tatsache getrübt, dass das gelbe Metall, gemessen an der inflationsbereinigten

Entwicklung, außerordentlich teuer zu sein scheint. Der reale Goldpreis war nur in den frühen 1980er Jahren und im Jahr 2011 jemals ähnlich teuer. In den beiden Fällen waren später die langfristigen Erträge von Gold gering.

Allen Unkenrufen zum Trotz sollte man nach der bereits ausgeprägten Korrektur mit den Aussichten auf steigende Inflationserwartungen und weiter fallender Realzinsen nun aber nicht mehr verkaufen.

Gold (nicht mehr verkaufen)

Grafik 27



Disclaimer

1. 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.
2. 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.
3. 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.

4. 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.

5. 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: keine.

**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 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:
1.12.2020

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.