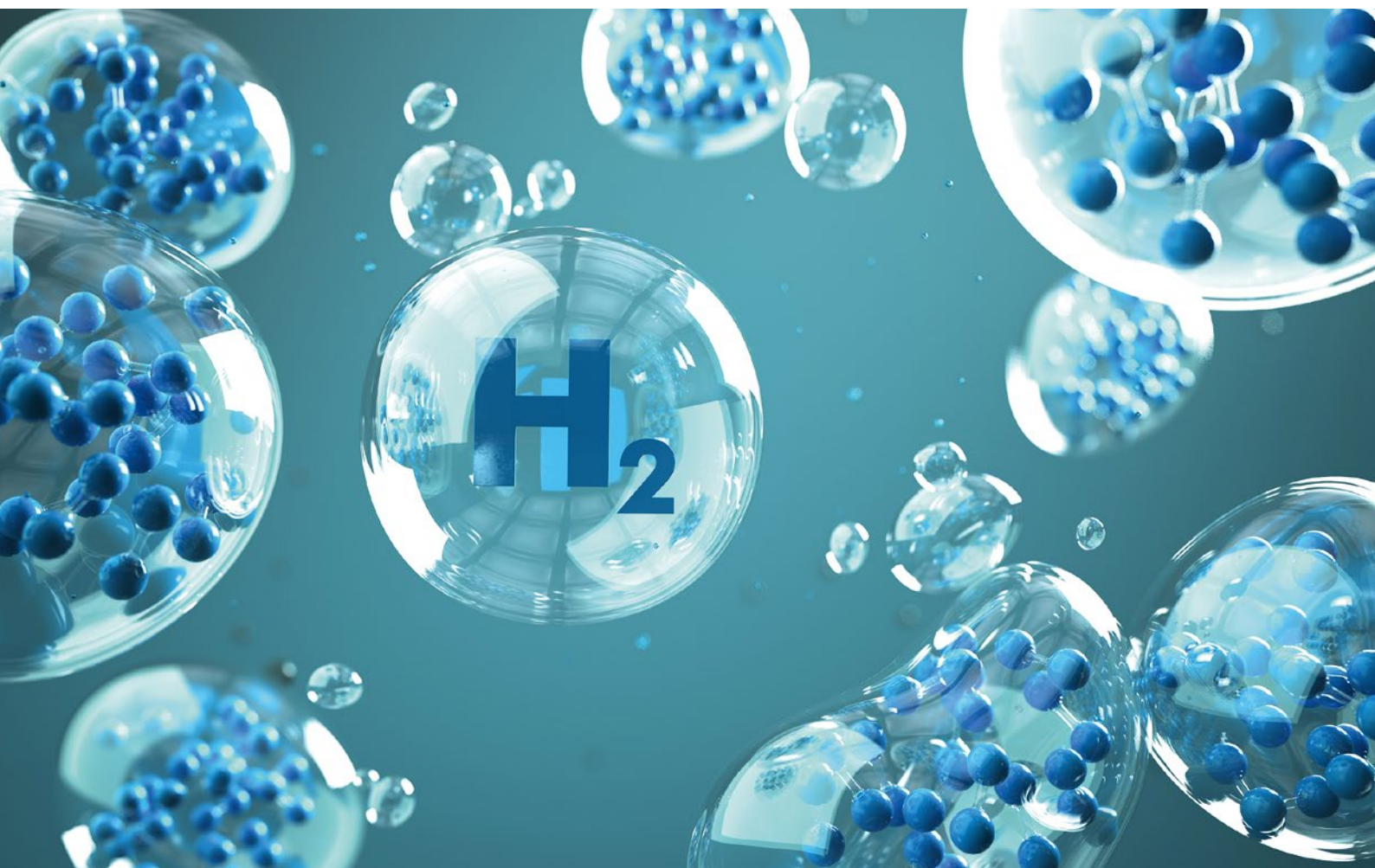


# PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 3-4/2021





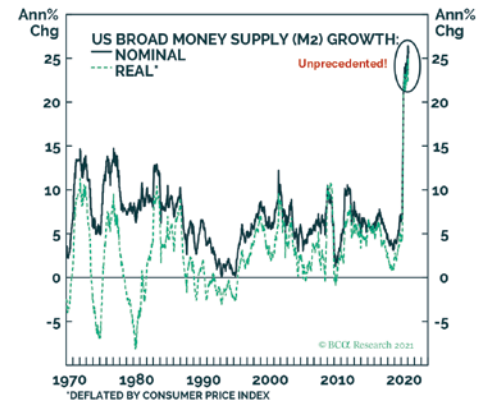
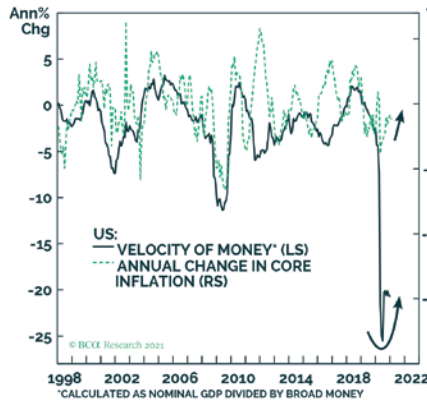
# Lieber Leser/-innen,

hinter uns liegen seit Jahresanfang weitere Wochen mit Kursgewinnen bei Aktien und bei HighYield-Anleihen. Erstaunlicherweise wirkte sich der Lockdown seit Mitte Dezember bislang ebenso wenig negativ aus wie die wieder anziehende Zahl an Neuinfektionen. Auch die Unternehmensberichterstattung vom vierten Quartal brachte mehrheitlich positive Überraschungen. Insofern zeigt sich die Weltwirtschaft resilient.

Offensichtlich schießt auch das Gros der Anleger auf Erfolge bei den Impfungen und auf ein starkes Wirtschaftswachstum, sobald eine Rückkehr in die Normalität immer wahrscheinlicher wird. In der Tat setzen allein schon die Zahlen vom nominalen und realen Geldmengenwachstum M2 in den Vereinigten Staaten ein eindeutiges Zeichen für höhere Kurse. Mit 25 % Zuwachs werden ungeahnte Höhen erreicht. Andererseits hat sich die Umschlagsgeschwindigkeit um ebenfalls 25 % verringert. Frei übersetzt ist mehr Geld unterwegs, aber weniger im Einsatz. So erklärt sich auch, warum die Inflati-

US-Geldmenge und Umschlagsgeschwindigkeit

Grafik 1



onsrate noch immer an der Nulllinie verharrt. Das dürfte allerdings nicht so bleiben.

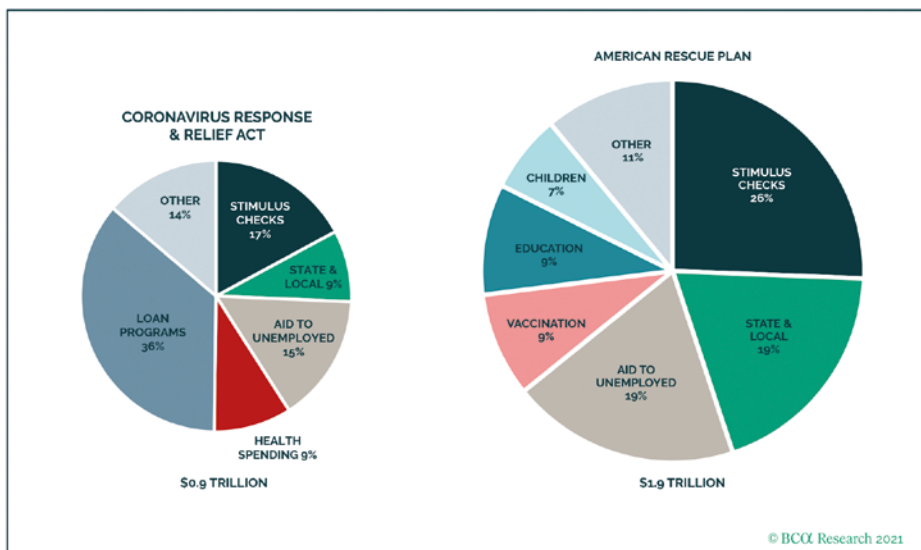
Denn der neue US-Präsident Joe Biden drückt mit seinem „American Rescue Plan“ in Höhe von 1,9 Billionen US-Dollar und dem bereits unter seinem Vorgänger Trump am 27.12.2020 verabschiedeten Coronavirus Response & Relief Act (CARES) mit weiteren 0,9 Billionen US-Dollar in den Markt. Zwar verteilen sich diese Riesensummen auch auf langfristige Projekte, aber ein gutes Viertel

davon geht sofort an private Haushalte und damit zu großen Teilen umgehend in den Konsum.

Sobald sich die Weltwirtschaft weiter aus der Schockstarre lösen wird, dürfte es zu einem regelrechten Konsumboom kommen, der die Industrieproduktion an der einen oder anderen Stelle an die Kapazitätsgrenzen bringen kann. Die Kehrseite der Medaille wären steigende Preise einerseits und am Ende eine höhere Steuerlast, denn irgendwo muss eine durch die Pandemie entstandene Neuverschuldung auch wieder zurückgeführt werden.

CARES-Act und American Rescue Plan

Grafik 2



NOTE: THE RESPONSE AND RELIEF ACT WAS ADOPTED BY CONGRESS ON DECEMBER 21ST AND SIGNED BY PRESIDENT TRUMP ON DECEMBER 27TH, 2020. THE AMERICAN RESCUE PLAN WAS UNVEILED BY PRESIDENT BIDEN ON JANUARY 14TH, 2021, BEFORE HE WAS SWORN INTO OFFICE. SOURCE: COMMITTEE FOR A RESPONSIBLE FEDERAL BUDGET.

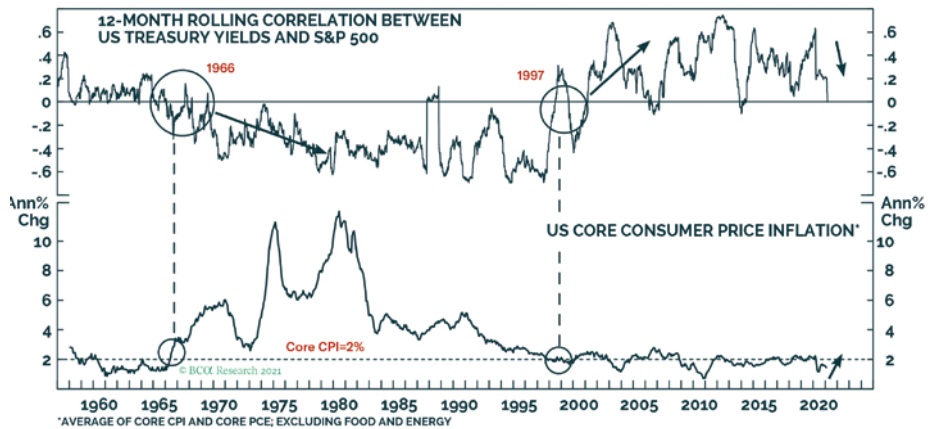
Steigende Zinsen würden dabei die Situation nicht leichter machen. Es bleibt daher die Frage offen, ob sich die Notenbanken – allen voran die US-Fed – gegen einen solchen Trend erfolgreich stellen können und wie weit die Inflation nun anziehen kann, bis die Geldpolitik auf einen restriktiveren Kurs umschwenkt und so höhere Zinsniveaus verursacht. Das wiederum war in der Vergangenheit regelmäßig das Ende der Aktienhause. Bei einer Inflationsrate über der magischen Marke von 2 % hat sich historisch außerdem der positive Zusammenhang zwischen



Anleiherendite und Aktienkursen umgedreht. In quasi deflatorischem Umfeld, das wir seit Jahren erleben, wirkte sich ein höheres Wirtschaftswachstum auf die Rendite von Staatsanleihen negativ aus (auf die Anleihekurse positiv) und auf die Aktien positiv aus. Das wurde begleitet von einer ohnehin geringen Inflationsrate. Nun kehren wir wieder zur Korrelation, die bis 1997 an der Tagesordnung war, zurück. Es heißt dann, dass steigende Zinsen den Aktienkursen generell schaden.

Paradigmenwechsel

Grafik 3



Nun ist gerade 2021 für Deutschland auch für die politische Landschaft ein besonderes Jahr. Die historischen Niederlagen der CDU bei den Landtagswahlen in Baden-Württemberg und Rheinland-Pfalz im März unterstreichen das Risiko eines Regierungswechsels bei den Wahlen zum Bundestag noch in diesem Jahr. Davor bzw. zeitgleich finden noch vier weitere Landtagswahlen statt – in Sachsen-Anhalt, Berlin, Mecklenburg-Vorpommern und Thüringen. Der Kapitalmarkt hatte bislang dieses Risiko unterschätzt. Zwar

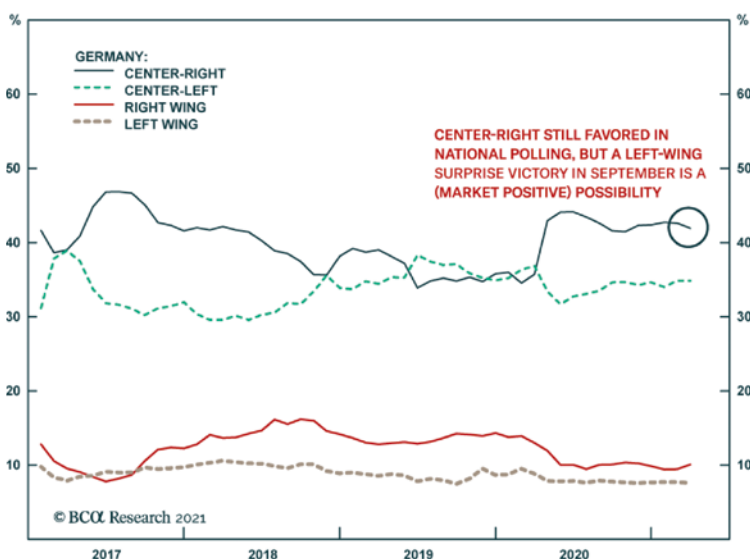
zeigen nationale Umfragen, dass Mitte-Rechts weiterhin als Gewinner favorisiert wird. Die Ergebnisse offenbaren jedoch, dass pandemische und andere Fehlritte die Popularität der CDU/CSU belasten und den Grünen zugutekommen.

Ein Sieg der linken Mitte in Deutschland könnte – so die These vieler ausländischer Analysten – sogar positive Auswirkungen am europäischen Kapitalmarkt nach sich ziehen, da es sowohl zu einer einfacheren

europäischen Finanzpolitik, als auch zu einer größeren Unterstützung für den europäischen Block führen würde. Die fiskalische Haltung zu anderen europäischen Staaten wie Spanien und Italien könnte sich offener zeigen und zu einer größeren Unterstützung für mehr Risikoteilung in der Eurozone führen. Der Euro würde letztlich ohne ein strategisches Risiko für ein Auseinanderbrechen Europas und damit höher bewertet werden. Noch kann bis zur Wahl nicht nur regierungsseitig einiges schiefgehen, sondern auch bei der Opposition.

Bundestagswahlen im Herbst

Grafik 4



GERMAN CENTER-RIGHT: CHRISTIAN DEMOCRATIC UNION / CHRISTIAN SOCIAL UNION (CDU/CSU) & FREE DEMOCRATIC PARTY (FDP), GERMAN CENTER-LEFT: SOCIAL DEMOCRATIC PARTY (SPD) & GREEN PARTY, GERMAN RIGHT WING: ALTERNATIVE FOR GERMANY (AFD), GERMAN LEFT WING: DIE LINKE.

Herzlichst,  
Ihr

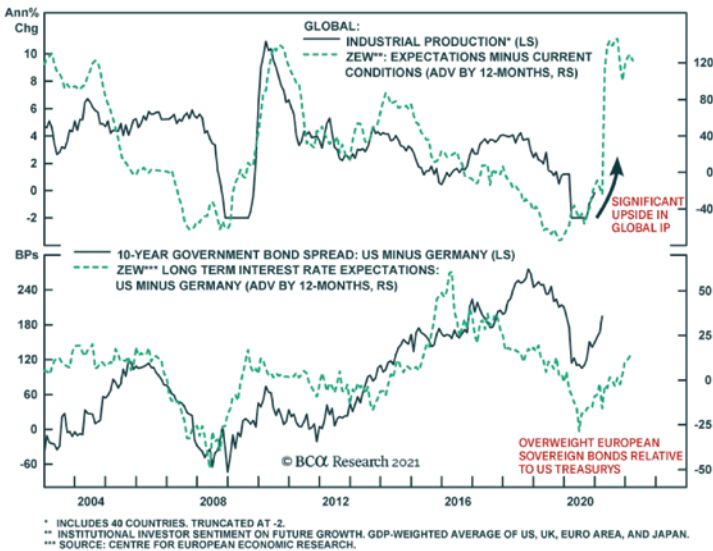
Norbert Hagen



# DER BOOM KANN KOMMEN.

## Aufwärtspotenzial in der Industrieproduktion

Grafik 5



Die ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland unterstreichen den wachsenden Optimismus hinsichtlich der zukünftigen wirtschaftlichen Bedingungen, auch wenn die aktuelle Situation noch unbefriedigend ist. Der Index der Konjunkturerwartungen für Deutschland stieg im März auf 76,6 Punkte und liegt damit leicht über den Konsensumfragen. Die Einschätzung der aktuellen Wirtschaftslage hat sich zwar verbessert, bleibt aber weiterhin sehr gedämpft. Diese Dynamik spiegelt sich auch in allen anderen befragten großen Volkswirtschaften. Der Unterschied zwischen den Erwartungen und der aktuellen Situation deutet darauf hin, dass die Erholung der weltweiten Industrieproduktion noch deutlich nach oben offen ist. Auch wenn Basiseffekte die Jahresvergleiche in den kommenden Monaten in ein zu positives Licht rücken werden, deutet der zugrundeliegende Trend auf eine Beschleunigung der weltweiten Erholung in der Industrieproduktion hin.

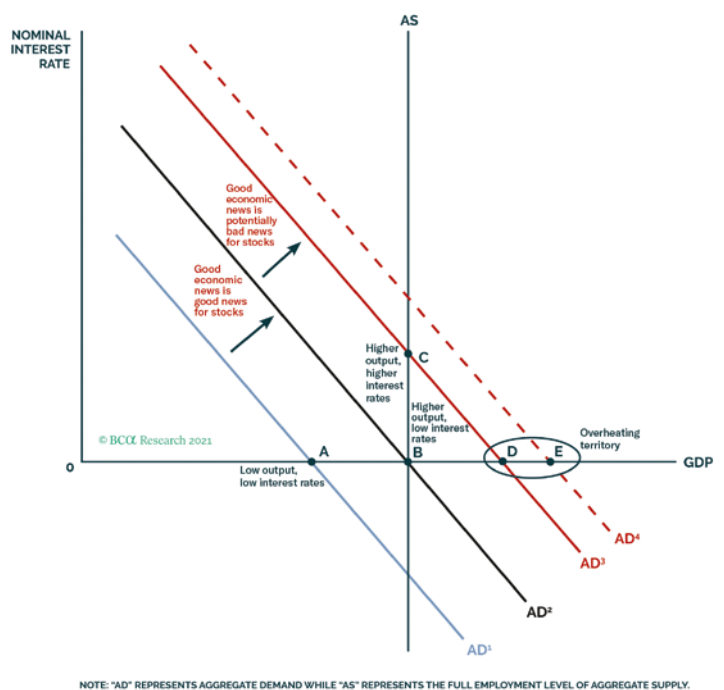
Die ZEW-Umfrage zeigt auch, dass die Inflations- und Zinserwartungen weiter steigen: Mehr als drei Viertel der Befragten erwarten nun eine höhere Inflation in allen großen Volkswirtschaften (außer Japan). Angesichts des Wachstumsgefälles zwischen den USA und dem Euroraum und der relativ aktiveren Reaktion der EZB auf Bewegungen an den Anleihemärkten ist davon auszugehen, dass der Unterschied zwischen den Renditen von US-Staatsanleihen und europäischen Staatsanleihen sich zugunsten der Vereinigten Staaten weiter ausweiten wird.

Da die Impfkampagne in vollem Gange ist und gerade in den USA reichlich fiskalische Unterstützung in Aussicht steht, sind die Anleger von der Sorge, dass die US-Wirtschaft zu langsam wächst, zur Sorge, dass sie zu schnell wächst, übergegangen.

Die abstrahierende Grafik veranschaulicht diese Sorgen in aller Kürze. Punkt A auf der Gesamtnachfragekurve entspricht einer Situation, in der die Wirtschaft unter ihrer Kapazität arbeitet und die Zinssätze bei null liegen. Eine Verschiebung der Nachfragekurve von AD1 nach AD2 nach außen würde die Produktionslücke beseitigen, ohne dass höhere Zinsen erforderlich wären (Punkt B). Ein solches Ergebnis wäre eine gute Nachricht für Aktieninvestoren, da es zu mehr Produktion und höheren Unternehmensgewinnen führen würde, ohne dass die Geldpolitik verschärft werden müsste.

## Wohin führen Fiskal- und Geldpolitik ?

Grafik 6



Sollte sich die Nachfragekurve jedoch weiter nach AD3 verschieben, könnte die Fed zum Einschreiten gezwungen sein. Das Ergebnis wären höhere Zinssätze statt einer höheren Produktion (Punkt C). Dies wäre eine schlechte Nachricht für Aktienanleger.



Analysiert man die aktuelle Debatte über die Entwicklung der Anleiherenditen durch die Linse dieses einfachen Diagramms, ergeben sich zwei wichtige Fragen: **Wie wahrscheinlich ist es, dass die US-Wirtschaft in den nächsten Quartalen keine Überkapazitäten mehr hat? Und wie würde die Fed auf Anzeichen für eine Überhitzung der US-Wirtschaft reagieren?**

Auf die erste Frage lautet die ehrliche Antwort, dass das niemand weiß. Laut dem Congressional Budget Office lag die Produktionslücke im vierten Quartal 2020 bei 3 % des BIP. Die wahre Zahl liegt wahrscheinlich näher bei 5% des BIP, da das CBO einfach davon ausgeht, dass das BIP vor der Pandemie 1% über dem Potenzial lag.

Im Februar gab es 5,3 % weniger Beschäftigte als vor der Pandemie, was darauf hindeutet, dass die Wirtschaft immer noch eine gewisse Flaute aufweist. Der Beschäftigungsrückgang war bei Geringverdienern und Frauen und bestimmten ethnischen Minderheitsgruppen sogar noch stärker - ein wichtiger Aspekt angesichts des verstärkten Fokus der Fed auf „integratives Wachstum“.

Geringere Ausgaben durch die Pandemie und höhere Einkommen z.T. durch staatliche Subventionen führten in der Breite zu steigenden Ersparnissen. Die US-Haushalte verfügten Ende Januar über Ersparnisse in Höhe von rund 1,7 Billionen US-Dollar. Etwa zwei Drittel dieser überschüssigen Ersparnisse haben die Haushalte durch Ausgabenkürzungen während der Pandemie erzielt, das restliche Drittel stammt aus erhöhten Transferzahlungen. Man schätzt, dass das heute von Präsident Biden unterzeichnete Konjunkturprogramm die Ersparnisse der privaten Haushalte um weitere 300 Mrd. Dollar erhöhen wird, so dass sich der Bestand an überschüssigen Ersparnissen bis April auf 2 Billionen Dollar erhöht. Da die Lockerungsmaßnahmen nachlassen, ist es naheliegend, dass die Haushalte einen Teil dieses Bargeldpolsters ausgeben werden. Im Gegensatz zu Präsident Trumps Tax Cuts and Jobs Act wird Bidens American Rescue Plan Act die Einkommen der Armen deutlich stärker erhöhen als die der Reichen. Da die Armen notgedrungen dazu neigen, einen größeren Teil jedes Dollars des verfügbaren Einkommens auszugeben als die Reichen, könnte die Gesamtnachfrage deutlich steigen.

Gleichzeitig könnte die Angebotsseite der Wirtschaft einen vorübergehenden Rückschlag erleiden, wenn nicht ausreichend Waren und Dienstleistungen zur Verfügung stehen. Die Gesetzgebung sieht vor, dass etwa 40 % der Arbeitslosen mehr Einkommen aus der verlängerten Arbeitslosenunterstützung erhalten, als sie aus ihrer Arbeit bezogen haben. Obwohl diese zusätzlichen Leistungen Anfang September auslaufen, könnten sie das Arbeitskräfteangebot vorübergehend einschränken, und das zu einem Zeitpunkt, an dem die Unter-

nehmen versuchen, das Tempo der Neueinstellungen zu erhöhen. Alles zusammengenommen besteht daher eine hohe Wahrscheinlichkeit, dass sich die US-Wirtschaft in diesem Sommer aufheizen wird, was die Angst vor einer höheren Inflation schürt.

Gehen wir im Folgenden zurück zu den Punkten C, D und E der Grafik. Für Investoren wird es entscheidend sein, wie die Fed auf eine mögliche Überhitzung reagiert. Wenn der Markt einen früheren Zeitpunkt für die Anhebung des Leitzinses einpreist, wird sich die Wirtschaft in Richtung Punkt C bewegen. Anstatt sich über eine überhitzte Wirtschaft zu ärgern, könnte die Fed sie begrüßen und ihre Verpflichtung betonen, die sehr lockere Geldpolitik beizubehalten. In diesem Fall würde sich die Wirtschaft näher an Punkt D befinden. In der Tat könnte sich Punkt D als Zwischenstation zu Punkt E erweisen. Ohne Zinserhöhungen würden die Realzinsen sinken. Niedrigere Realzinsen würden die Ausgaben weiter ankurbeln, wodurch sich die Gesamtnachfragekurve nach AD<sub>4</sub> verschieben würde. Welchen Punkt werden die USA quasi als „Blueprint“ für viele andere Industrienationen am Ende erreichen? Es dürfte auf Punkt C herauslaufen, aber mit einem vorübergehenden Umweg zu den Punkten D/E.

Man kann argumentieren, dass die realen Anleiherenditen schließlich über den Stand vor der Pandemie steigen werden. Auch wenn das US-Haushaltsdefizit im nächsten Jahr aufgrund des Auslaufens der meisten Konjunkturmaßnahmen zurückgehen wird, wird die Fiskalpolitik weiterhin lockerer sein als während des größten Teils der Zeit nach der großen Finanzkrise 2009. Strategisch ist bei den Vereinigten Staaten zu erwarten, dass der Kongress bis zum Herbst ein 10-Jahres-Infrastrukturgesetz in Höhe von 4 Billionen US-Dollar verabschiedet, das nur zur Hälfte durch Steuererhöhungen finanziert werden soll. Außerdem ist mit höheren Ausgaben für das Gesundheitswesen und andere Sozialprogramme zu rechnen.

Die chronisch lockere Fiskalpolitik wird den neutralen Zinssatz anheben. Zur Erinnerung: Der neutrale Zinssatz - auch als „Gleichgewichtszins“ bekannt - ist der Zinssatz, der die Gesamtnachfrage mit dem Gesamtangebot ausgleicht. In dem Maß, in dem eine lockere Fiskalpolitik die Gesamtnachfrage erhöht, wird ein höherer Zinssatz notwendig sein, um die Gesamtnachfrage wieder zu senken, so dass sie dem Gesamtangebot entspricht.

Die Reise zu höheren realen Anleiherenditen wird sicher länger dauern. Wie bereits erwähnt, hat die Fed nicht den Wunsch, die Markterwartungen einer baldigen Straffung der Geldpolitik zu bestätigen.



Derzeit erwarten die Anleger, dass die Fed im November 2022 mit einer ersten Zinserhöhung der Fed Funds beginnt und im Mai 2023 eine zweite und im November 2023 eine dritte Zinserhöhung vornimmt. Dies ist deutlich optimistischer als die eigene Prognose der Fed vom Dezember, die keine Zinserhöhungen bis mindestens 2024 vorsah.

Obwohl die Fed mit ihren Punkten auf der FOMC-Sitzung in diesem Monat einen späteren Zinserhöhungszeitpunkt signalisierte, als der Markt einpreist, sollte die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen das Jahr bei etwa 1,7 % beenden. Das entspräche weitgehend den Markterwartungen - aber über einen längerfristigen Horizont von 2 bis 5 Jahren wird sie stärker steigen als erwartet.

### Ist Inflation ein kurzfristiges oder langfristiges Risiko?

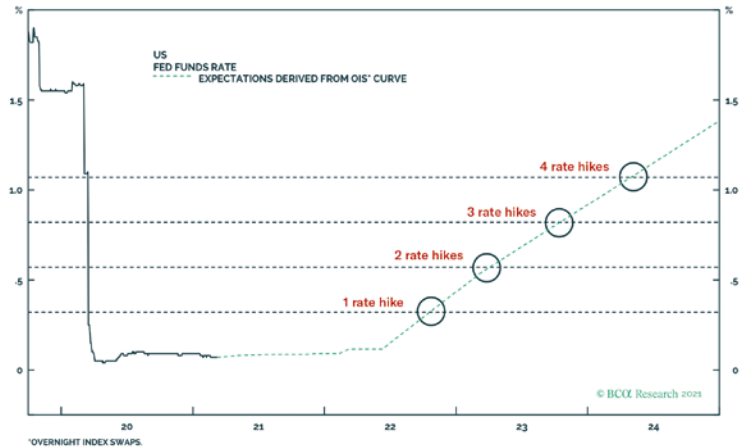
Zwischen den 5-Jahres- und 10-Jahres-Inflationserwartungen in den USA hat sich eine beträchtliche Lücke aufgetan. Die Anleger glauben, dass sich die Inflation in den nächsten Jahren beschleunigen wird, dann aber bis zur Mitte des Jahrzehnts auf ein niedrigeres Niveau einpendelt.

Wahrscheinlicher ist eher das Gegenteil: Volkswirtschaften können oft eine Zeit lang über ihrem Potenzial arbeiten, bevor sich die Inflationserwartungen erhöhen. In den 60er Jahren lag die Arbeitslosenquote beispielsweise über zwei Jahre lang unter der NAIRU, bevor die Inflation schließlich ausbrach. Wie die sechziger Jahre jedoch auch zeigten, kann die Inflation, wenn sie ansteigt, schnell ansteigen. Im Jahr 1966 verdoppelte sich die Kerninflation des Verbraucherpreisindex innerhalb von neun Monaten. Die Inflation stieg weiter bis auf 6 % im Jahr 1969.

Interessanterweise gibt es zahlreiche Ähnlichkeiten zwischen dem aktuellen Umfeld und der Mitte der 1960er Jahre. Dies deutet darauf hin, dass die Inflation in der Mitte des Jahrzehnts deutlich nach oben überraschen könnte, selbst wenn sie in den nächsten Jahren nur langsam in Gang kommen sollte.

Erste Fed-Funds-Erhöhung Ende 2022 erwartet.

Grafik 7



### Was hieße das für die Anlagestrategie?

Aktien steigen normalerweise, wenn das Wachstum stark und die Geldpolitik akkommodierend ist. Während die Anleiherenditen in den USA und den meisten anderen Volkswirtschaften tendenziell steigen werden, werden sie zumindest in den nächsten zwei Jahren weiterhin unter ihrem Gleichgewichtsniveau bleiben.

In der Tat könnten die fiskalischen Großzügigkeiten den neutralen Zinssatz in den USA stärker erhöht haben, als die Anleiherenditen bislang gestiegen sind. Das bedeutet, dass die Geldpolitik in den letzten Monaten nicht weniger, sondern mehr stimulierend geworden ist. In der Vergangenheit waren Aktien in der Lage, steigende Anleiherenditen zu verkraften, sofern die Kreditkosten nicht so stark anstiegen, dass die Wirtschaft in eine Rezession abrutschte. Die Tabelle gibt hierfür eine klare Aussage: es geht nicht um die Tatsache, sondern um die Dimension eines Zinsanstiegs. Die Tabelle zeigt, dass in den vergangenen 30 Jahren selten eine Zinserhöhungsphase der Fed am Ende teilweise satte Kursgewinne bei den Aktien beschert hat.

Aktienholung, bis Zinsniveau Rezession einleitet.

Grafik 8

TROUGH	PEAK	US 10-Year Treasury Yield (%)			S&P 500		
		At Trough	At Peak	Change (ppt)	At Trough	At Peak	Change
Oct 15, 1993	Nov 07, 1994	5.19	8.05	2.86	470	463	-1.4%
Jan 18, 1996	Jul 05, 1996	5.53	7.06	1.53	608	657	8.1%
Oct 05, 1998	Jan 20, 2000	4.16	6.79	2.63	989	1446	46.2%
Jun 13, 2003	Jun 12, 2007	3.13	5.26	2.13	989	1493	51.0%
Dec 18, 2008	Apr 05, 2010	2.08	4.01	1.93	885	1187	34.1%
Jul 25, 2012	Dec 31, 2013	1.43	3.04	1.61	1338	1848	38.2%
Jul 05, 2016	Nov 08, 2018	1.37	3.24	1.87	2089	2807	34.4%
Aug 04, 2020	Mar 08, 2021	0.52	1.59	1.07	3307	3821	15.6%



# China - Staat auf dem Rückzug

Chinas Haushalt und die wichtigsten Wirtschaftsinitiativen, die letzte Woche auf der Sitzung des Nationalen Volkskongresses (NVK) vorgestellt wurden, deuten darauf hin, dass eine schrittweise Straffung der Politik in diesem Jahr erfolgen wird. Der Plan der Regierung im Budget einen geringeren Wachstumsschub im Vergleich zu 2020 zu erreichen löst Befürchtungen aus, dass die Erholung von Wirtschaft und Unternehmensgewinnen gleichermaßen enttäuschend ausfallen könnte. Der Shanghai Composite Index fiel in der Woche, in der der Kongress stattfand, deswegen um 6%.

Die Risiken einer zu starken Straffung der Politik in den nächsten sechs Monaten sind in der Tat hoch. Chinas Wachstumskurs seit Mitte 2020 hat die Regierung darin bestärkt, den Kurs der politischen Normalisierung beizubehalten. Es stellt sich die Frage, wie weit die chinesische Politik bereit ist, die Unterstützung für die Wirtschaft in diesem Jahr zurückzufahren. Je nachdem flaut der Rückenwind für die Aktienkurse mehr oder weniger ab.

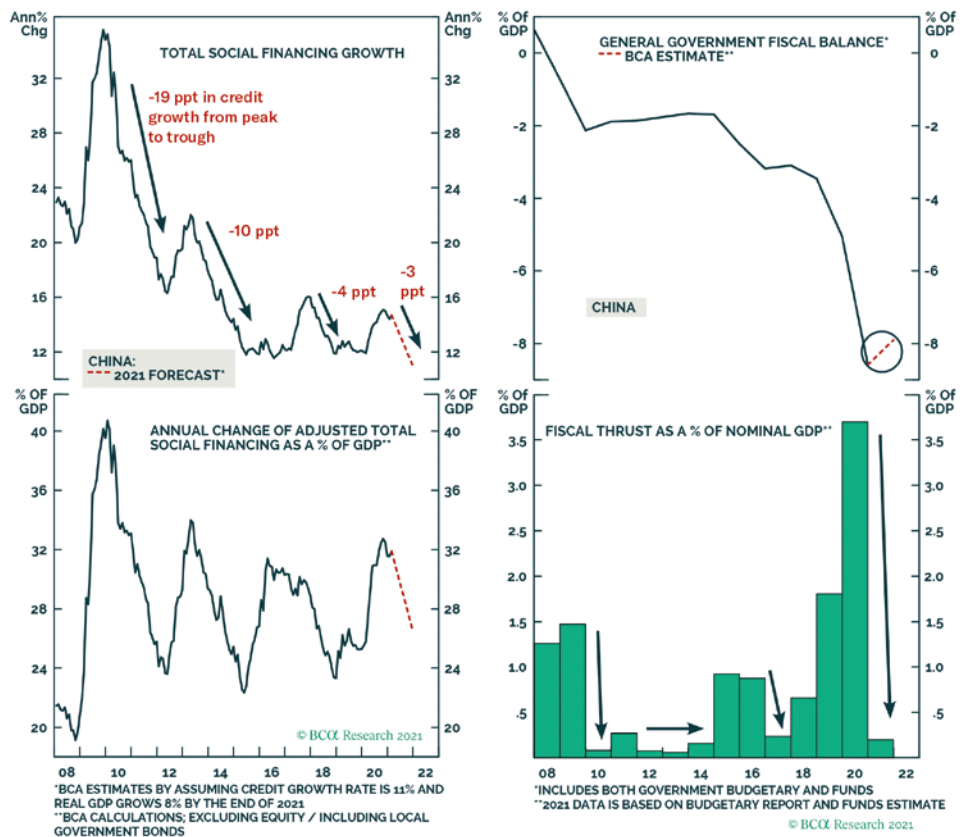
Insgesamt plant die Zentralregierung im diesjährigen Haushalt einen geringeren fiskalischen Schub und will die Wirtschaft aus eigener Kraft laufen lassen. Eine weiter ausgabenfreudige Haltung der Politik ist nicht zu erwarten, es sei denn, ein Rückschlag in der Wirtschaft bedroht die Schaffung von Arbeitsplätzen.

Der NVK hat ein Wachstumsziel von „über 6%“ für das Jahr 2021 formuliert, aber kein numerisches Ziel für den 14. Fünfjahresplan für die Jahre 2021 bis 2025 genannt. Niedrigere Planzahlen bedeuten jedoch nicht, dass China seine Wachstumsziele im BIP aufgegeben hat. Tatsächlich hat Chinas BIP-Wachstum in den meisten Jahren der letzten zwei Jahrzehnte die vom NVK gesetzten Ziele übertroffen. Nach herrschender Meinung wird das reale BIP im Jahr 2021 sogar um 8 % steigen.

Die Dynamik in der Kreditvergabe dürfte 2021 um 2 bis 3 Prozentpunkte auf etwa 11% jährlichen Zuwachs verlieren, was dann dem nominalen BIP-Wachstum entspricht. An der Fiskalfront wurde das angestrebte Haushaltsdefizit im Vergleich zum Vorjahr um weniger als einen halben Prozentpunkt gesenkt. Wenn man die gesamten Haushaltsausgaben der Regierung zusammenzählt, wird das breit angelegte Haushaltsdefizit wahrscheinlich bei etwa 8 % des BIP liegen (etwa so hoch wie im letzten Jahr). Das bestätigt, dass es 2021 keinen neuen fiskalischen Impuls geben wird. Der Rückzug des fiskalischen Impulses ist dabei größer als in den Jahren 2010, 2014 und 2017, nach den

**Langsameres Kreditwachstum begleitet von neutraler Fiskalpolitik**

Grafik 9



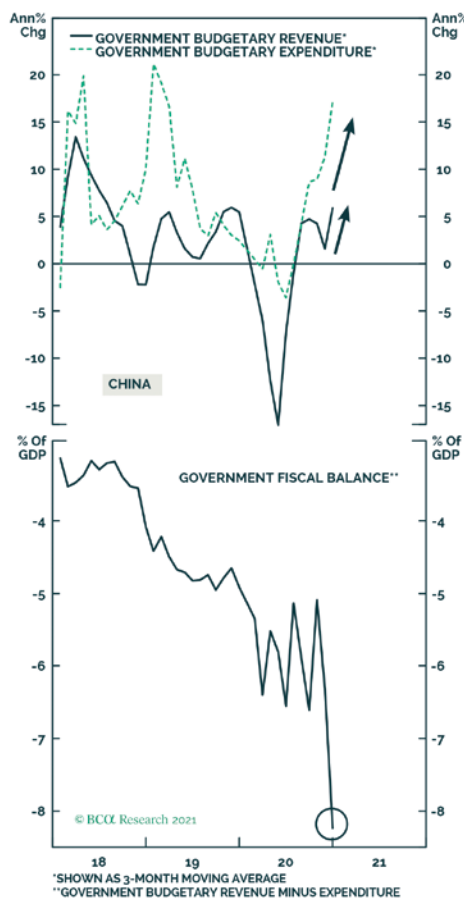


drei vorangegangenen expansiven Fiskalzyklen. Das gelockerte angepeilte Haushaltsdefizit der Regierung in diesem Jahr bedeutet jedoch nicht, dass sich das Wachstum der Staatsausgaben verlangsamen wird. Die Staatseinnahmen stiegen bis Ende 2020 stark an und werden sich in diesem Jahr weiter verbessern. Höhere Einnahmen werden mehr Staatsausgaben ermöglichen, während das Haushaltsdefizit innerhalb der Ziele bleibt. Darüber hinaus wurde das Limit für die Neuemission von kommunalen Zweckanleihen im Vergleich zum letzten Jahr um nur 2% gesenkt auf rund 550 Mrd. US-\$ Gegenwert. Dies sollte dazu beitragen, ein stetiges Wachstum der Infrastrukturinvestitionen in China zu unterstützen.

Die Daten der gesamten Sozialausgaben von Januar und Februar zeigen eine spürbare Verbesserung der Unternehmensnachfrage nach Bankkrediten sowie der Zusammensetzung der Bankkredite. Die Nachfrage der Unternehmen nach mittel- und langfristigen Krediten befindet sich weiterhin in einem starken Aufwärtstrend, was eine anhaltende Erholung der Unternehmensgewinne widerspiegelt und einen optimistischen Ausblick auf die Investitionen in den kommenden Monaten unterstützt.

### Staatseinnahmen auf Erholungskurs, aber mehr Ausgaben nötig.

Grafik 10



So weit, so gut. Was an diesem auf den ersten Blick für chinesische Aktien eher neutralen Ausblick stört, sind Aussagen wie die des Vorsitzenden der chinesischen Banken- und Versicherungsaufsichtsbehörde. Er signalisierte kürzlich, dass die Kreditzinsen der Banken steigen werden. Obwohl nicht erwartet wird, dass der Zinssatz auf das Niveau von 2014 oder 2017 zurückkehren wird, ist China heute deutlich höher verschuldet als in früheren Zyklen. Selbst ein kleiner Zinsanstieg wird die Schuldendienstkosten von Unternehmen und lokalen Regierungen belasten und ihre Investitionsneigung dämpfen.

Darüber hinaus könnten neue Vorschriften in Schlüsselindustrien der alten Wirtschaft zu restriktiv werden. Die chinesischen Behörden haben erneut ihre Entschlossenheit bekräftigt, Preisblasen im Immobiliensektor einzudämmen. Zum ersten Mal seit 2017 wuchs die Kreditvergabe der Banken an Immobilienentwickler in einem Tempo, das weit unter dem der gesamten Bankkredite lag und im Februar dieses Jahres weiter abwärts tendierte. Darüber hinaus haben die Hypothekenkredite an private Haushalte ihre langsamste Expansionsphase seit 2013 erreicht. Mit einem Anteil von 22% an der gesamten Kreditvergabe der Banken in China würde ein starker Rückgang des Kreditwachstums im Immobiliensektor die Gesamtkreditvergabe und die Wirtschaft erheblich belasten.

Zuletzt könnte ein verschärftes Ungleichgewicht zwischen Angebot und Nachfrage zu einem übermäßigen Aufbau der industriellen Lagerbestände führen. Die Lagerbestände des verarbeitenden Gewerbes haben sich nach den massiven Stimulierungsmaßnahmen des letzten Jahres stark erholt, und viele Sektoren haben ihr Niveau vor der Pandemie überschritten. Gerade die starke Auslandsnachfrage trug dazu bei, die Produktion und die Neigung Chinas, seine Lagerbestände aufzustocken, zu erhöhen.

Unterm Strich: Die Wachstums- und Budgetziele, die auf dem diesjährigen Kongress festgelegt wurden, deuten nur auf einen moderaten Rückzug in der staatlichen Förderung hin. Für die schon gut angesprungenen chinesischen Aktien (und Umfeld) könnte nun allerdings eine Konsolidierungsperiode drohen.



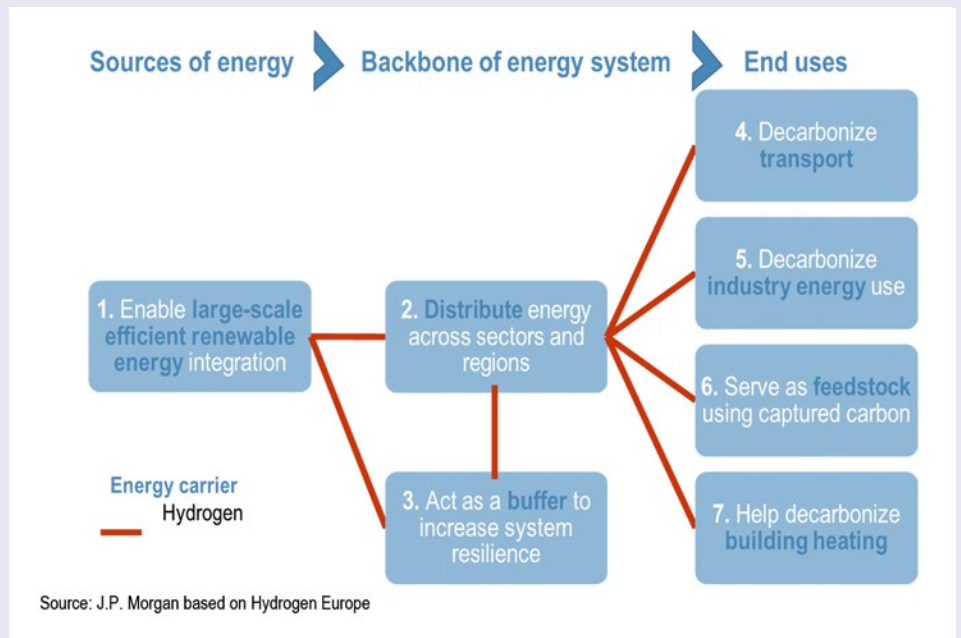
# HYDROGEN

## Wasserstoff – die echte Alternative ?

Die Wasserstoffwende nimmt Fahrt auf – vor allem mit Wasserstoff als Katalysator der Energiewende in Sektoren in denen eine Emissionsminderung besonders schwierig ist. Zügelloser Optimismus scheint allerdings noch immer nicht angebracht: für Endverbraucher sind Wasserstoff basierte Technologien weiterhin mit einigen Hürden verbunden und häufig weniger ökonomisch als Alternativen mit geringem CO<sub>2</sub> Ausstoß.

## Rollen für Wasserstoff bei der Dekarbonisierung der Wirtschaft

Grafik 11



## Nur ein weiterer H2 Hype?

Ist dieses Mal etwas anders? Im Vergleich zu vorherigen H<sub>2</sub> Hypes ist das Interesse in Wasserstoff heute weiter verbreitet. Nationale Wasserstoff-Strategien beinhalten die gesamte Wasserstoff-Wertschöpfungskette und auch im Unternehmensbereich treiben Netto-Null-Emissionsziele Investitionen in Wasserstofftechnologien an. Dabei geht es vor allem um „Sektoren, in denen eine Emissionsminderung besonders schwierig ist“, wo also ein Wechsel zu erneuerbaren Energien nicht so einfach möglich ist. Zusätzlich sorgen die voraussichtlich weiterhin sinkenden Preise für erneuerbare Energien, die kritische Hürde für sogenannten „Grünen“ Wasserstoff aus Wasser-Elektrolyse, für einen beschleunigten Ausbau der dazu nötigen Technik.

## Was verspricht die Wasserstoffwende?

Heutzutage wird H<sub>2</sub> hauptsächlich als Einsatzstoff in der Industrie verwendet, so bei der Ölraffination, der Ammoniak- und Methanol-Produktion und inzwischen auch in der Stahlproduktion). Damit trägt Wasserstoff derzeit allerdings kaum zur Energiewende bei. Die Vielseitigkeit von H<sub>2</sub> macht es jedoch zu einem idealen „Energie-

vektor“, d.h. ein Molekül, das zur Erzeugung, Speicherung, zum Transport und zur Nutzung von Energie auf unterschiedliche Weise eingesetzt werden kann. Kann die emissionsarme oder -freie Herstellung von Wasserstoff gewährleistet werden, bietet H<sub>2</sub> große Chancen für die Energiewende.

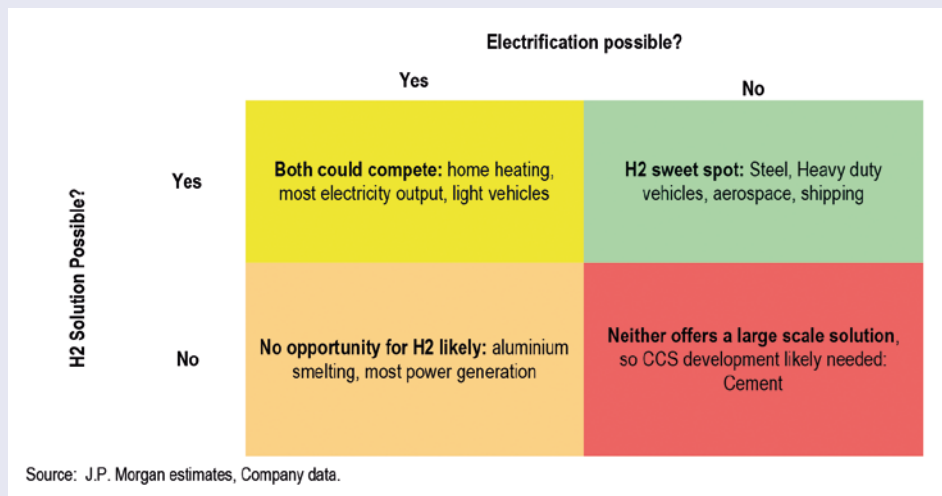
Je nach Dekarbonisierungs-szenario, variiert die erwartete Nutzung von H<sub>2</sub> im zukünftigen Energieverbrauch stark. In jüngster Zeit haben jedoch wichtige Think Tanks wie BloombergNEF (BNEF) und die Internationale Energieagentur IEA die Bedeutung, die Wasserstoff in diesen kohlenstoffarmen Modellen zukommen soll, erhöht. Die Realisierung dieser Szenarien wird jedoch davon abhängen, ob die Kosten ausreichend fallen, um eine exponentielle Nachfrage zu erzeugen. Dies wird sowohl vom technologischen Fortschritt, als auch von der politischen Unterstützung abhängen, um Skaleneffekte freizusetzen.

Wo die Verwendung von Wasserstoff einen Mehrwert bietet, beruht auf der Abwägung zwischen Elektrifizierung und Wasserstoff-basierten Alternativen.



**Elektrifizierung versus Hydrogenisierung – Sektorpräferenzen**

Grafik 12



Für manche Industriezweige ist der Übergang zu Wasserstoff deutlich naheliegender und wird, wie eingangs erwähnt, teilweise bereits genutzt. Raffinierung, Ammoniak-Produktion und der Schwertransport-Sektor sind vielversprechende Vorreiter der Umstellung zu Wasserstoff. Das beruht zum Großteil darauf, dass Wasserstoff bereits heute einen Bestandteil der Produktion ausmacht (Raffinierung, Ammoniak) und daher weniger große finanzielle, sowie nicht-finanzielle Hürden bestehen. Ebenso bietet Wasserstoff auch einen glaubwürdigen Weg die Stahlindustrie emissionsärmer zu gestalten, da angesichts der heutigen Nutzung von Erdgas eine weniger große technische Umstellung erforderlich wäre.

Damit Brennstoffzellen-Fahrzeuge im Personentransport wettbewerbsfähig werden, müsste deren Preis noch um mindestens 45% sinken. Aufgrund der hohen Energiedichte von H2 bieten Wasserstoff-Brennstoffzellen allerdings eine leichtere Alternative, wenn adäquate Batterien die Nettolast eines Fahrzeugs verringern würden. Damit liegt das Potenzial der Wasserstoff-Brennstoffzellen-Fahrzeuge derzeit eher im oben erwähnten Schwertransportsektor, gekoppelt mit Elektrifizierung im Passagierfahrzeugbereich.

Für andere emissionsstarke Sektoren wie die Heizungsbranche, Stromgewinnung und Zement Produktion erscheint Wasserstoff dahingehend weniger aussichtsvoll. Das liegt vor allem daran, dass nicht H2 basierte Energie- bzw. Stromspeicheraggregate auf Netz-niveau weiterhin günstiger bleiben werden.

Während die Kosten für grünen Wasserstoff (Wasserelektrolyse mittels erneuerbarer Energie) sinken, bleiben regionale Unterschiede ausschlaggebend. Für Wasserelektrolyse ist dies die standortspezifische Wasserwirtschaft. Während gerade in den USA hierbei die Ver-

fügbarekeit von Wasser als solches und die verschiedenen Jurisdiktionen relevant sind, sind es in Europa saisonale Schwankungen in Wasserverfügbarkeit. Daher variieren der Fußabdruck der Wasserknappheit einerseits und die Produktionskosten andererseits auch zwischen den einzelnen Ländern und sogar Gebieten innerhalb des Landes. Zwar sollte dies auf der Makroebene für die Ausweitung der Wasserstoffproduktion kaum eine Rolle spielen, da diese mit der Reduktion anderer wasserintensiver Energieerzeugungsprozesse, die auf fossilen Brennstoffen basieren, einhergeht. Auch auf der Mikroebene ist aus wirtschaftlicher Sicht die Wasserversorgung vielleicht kein Schlüsselfaktor, aber ein wichtiger Faktor für die Standortwahl, da er sich auf die Umwelt und Gesellschaft auswirkt.

Aus diesem Grund könnte blauer Wasserstoff beim Übergang zu Nettonullemissionen z.B. für die USA eine wichtige Rolle spielen. Blauer Wasserstoff wird, genauso wie grauer Wasserstoff, aus einem CO2-intensiven Prozess, Methan-Dampf-Reformierung genannt, gewonnen, wobei Kohlenstoffabscheidung und -speicherung dafür sorgen, dass 70% bis 90% des freigewordenen CO2 nicht in die Atmosphäre gelangen. Dieser Prozess ist vergleichsweise günstig, da eine bereits existierende Infrastruktur genutzt werden kann.

Auch türkiser Wasserstoff (Methan-Pyrolyse) könnte bis 2030 an Bedeutung gewinnen, wenn die Technologie ihre kommerzielle Reife erlangt. Distribution per Pipeline wird, auch aufgrund bereits existierender Infrastruktur für Erdgas keine große Hürde darstellen, anders als Verschiffungskosten. Letzteres wird allerdings notwendig sein, um den Wasserstoff von Ländern mit günstigen Produktionsbedingungen (Mittlerer Osten und Nordafrika, Australien, Lateinamerika) an Länder mit wachsender Nachfrage aber ohne niedrigpreisiger Produktion zu verteilen (z.B. Korea, Japan).



### Ist rein grüner Wasserstoff trotzdem ein realistisches Szenario?

Der begrenzende Faktor ist hierbei die Skalierung erneuerbarer Energien. Vereinfacht ausgedrückt, würde ein Ausbau der H<sub>2</sub>-Produktion einen massiven Ausbau der Anlagen für erneuerbare Energien erfordern. BNEF schätzt für 2050 einen möglichen Ausbau der H<sub>2</sub>-Produktion auf 700 Mio. t/Jahr. Dies würde einen massiven Anstieg der Stromnachfrage und einen noch umfangreicheren Anstieg der installierten Kapazität der erneuerbaren Energien bedeuten - zumindest mit dem derzeitigen Auslastungsgrad von 40% für Windenergie und 25% bei Solar-Photovoltaik-Energie. Angenommen, Elektrolyseure verbrauchen 53 kWh Strom, um 1 kg H<sub>2</sub> zu produzieren, würden 700 Mio. Tonnen grünen Wasserstoffs, wie es das BNEF-Szenario für 2050 vorsieht, 37100 TWh Strom benötigen, d.h. das 1,7-fache des weltweiten Energieverbrauchs von 2018. Das entspricht 4,2 TWh, die nur für Wasserstoff verbraucht werden, und zwar jede Stunde. Unter Verwendung eines durchschnittlichen Lastfaktors von 32,5% für erneuerbare Energie (d.h. das arithmetische Mittel von Wind- und Solar-Lastfaktoren) würde die erforderliche Leistung nur durch 13,03 TW installierte Leistung in Form weiterer erneuerbarer Energieanlagen zu decken sein.

Dieser Kapazitätsausbau wäre laut der International Renewable Energy Agency (IRENA) unter Verwendung der aktuellen Wachstumsrate der Installation von erneuerbaren Energieanlagen zwar extrem signifikant, aber vor 2050 erreichbar (bis 2044). Dieses Ziel ist zugegebenermaßen ambitioniert.

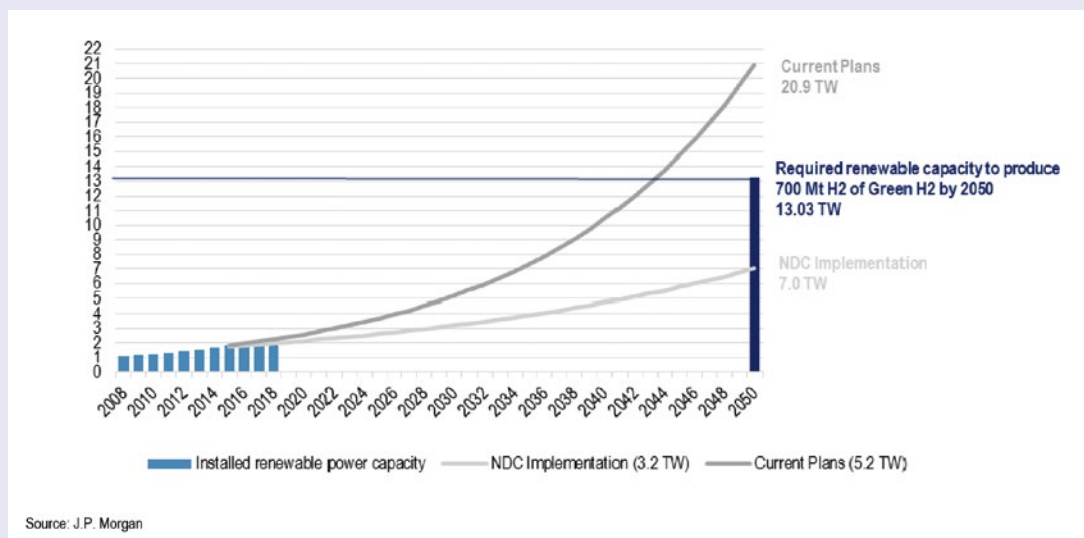
Wie sieht die Nachfrageseite aus? Mit zahlreichen sektorübergreifenden Endabnehmern, müsste die Wasserstoffnachfrage vom derzeitigen Niveau mit 75Mt im Jahr 2018 signifikant ansteigen. Schätzun-

gen für die zukünftige Nachfrage variieren jedoch entsprechend dem Grad der Annahme von Wasserstofftechnologien. Dieser ist hauptsächlich abhängig von 1) politischer Unterstützung und 2) erhöhter Wirtschaftlichkeit. Dabei bewegt sich der Maximalwert geschätzt von BNEF bei 1,4btpa bis 2050, der ungefähr 20-fachen heutigen Nachfrage. Doch selbst bei starker politischer Unterstützung ist es wahrscheinlicher, dass der Bedarf bis 2050 bei ca. 700Mtpa liegen wird - nur zehnmal größer als der aktuelle Bedarf. Das nachhaltige Entwicklungsszenario der IEA, basierend auf der Einhaltung der Ziele des Pariser Abkommens prognostiziert lediglich eine viermal höhere Nachfrage um rund 300Mtpa. Bei einer solchen Bandbreite an Wachstumsprognosen ist die entscheidende Frage also nicht, wie hoch der zukünftige H<sub>2</sub>-Bedarf sein kann, sondern ob die Kosten ausreichend sinken können, um ein exponentielles Wachstum der Wasserstoffnachfrage zu erreichen.

Kann ein immenses Wachstum der Produktnachfrage mit sinkenden durchschnittlichen Verkaufspreisen gekoppelt werden? Werden die verschiedenen Nachfrageszenarien ausschließlich mit grün produziertem Wasserstoff gedeckt, ergeben sie für Elektrolyse-Kapazitäten ebenso unterschiedliche Wachstumsprognosen. Derzeit existieren kaum Elektrolyseure (geschätzt existierte 1GW zum Jahresende 2019), weswegen in jedem Fall die durchschnittlichen jährlichen Wachstumsraten extrem hoch ausfallen müssten. Unter der Annahme schwacher politischer Unterstützung prognostiziert BNEF 29 % jährliches Wachstum. Wenn alle Sektoren gleichzeitig die theoretischen Möglichkeiten für die Umstellung auf Wasserstoff verfolgen, wird sogar von einer 37%igen jährlichen Wachstumsrate bei installierter Endkapazität von mehr als 11 Terrawatt ausgegangen. Eine für Investoren realistische Prognose liegt daher bei einem globalen jährlichen Wachstum der Elektrolyse-Kapazität von mehr als 25% pro

**Nötiges Kapazitätswachstum bei der H<sub>2</sub>-Produktion**

Grafik 13

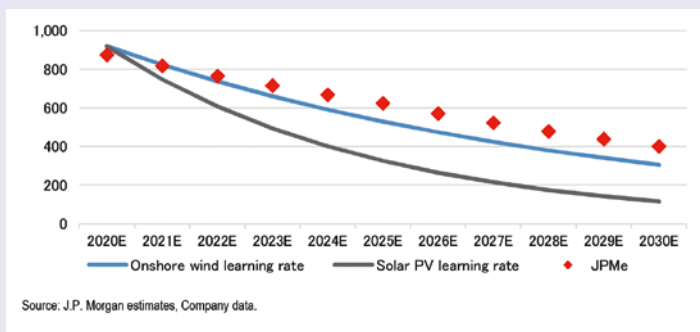




Jahr, was sich deutlich im Umsatz der Elektrolyseur-Hersteller zeigen sollte. Ein ausschlaggebender Faktor für eine erfolgreiche Wasserstoff-Transition bleiben allerdings sinkende Kosten für Elektrolyseur-systeme; dies bedeutet jedoch auch einen sinkenden durchschnittlichen Verkaufspreis für Elektrolyseurhersteller. Bis 2030 kann von einem jährlichen Rückgang von 7,5% ausgegangen werden. Unter der Annahme kontinuierlicher Erfahrungseffekte ähnlich der letzten Dekade bezüglich Solar- und Windkraftanlagen, könnten die Kosten allerdings noch weiter sinken. Dies stellt eine gewisse Unsicherheit für die langfristigen durchschnittlichen Verkaufspreise und damit für die Margen der Anlagenhersteller dar.

**Elektrolyse-Systemkosten in dramatischem Rückgang**

Grafik 14



**Sekundärmarkt und H2-Betankung bieten Ertragschancen**

Ein weiterer Faktor für Elektrolyseanlagenhersteller ist der Sekundärmarkt mit Service, Wartung und dem Austausch von defekten Anlagen. Da die Branche noch in den Kinderschuhen steckt und derzeitige Kapazitäten gering sind, werden Sekundärmarkt-Umsätze erst dann von Bedeutung sein, wenn größere Mengen ausgeliefert und in Betrieb genommen wurden. Ebenso könnten Wasserstoff-Unternehmen ihr zukünftiges Wachstum auf H2-Tankstellen konzentrieren. 48% des Jahresumsatzes von Nel wurden mit Tankstellen erzielt und auch mehrere andere Unternehmen sind in diesem Bereich aktiv.

**Wasserstoff “Pure Plays”**

Pure Plays im Wasserstoffbereich setzen ihren Fokus entweder auf Elektrolyseur, Brennstoffzellen oder Betankung. Eines haben die nachfolgend genannten Titel gemeinsam. Ihre Kurse beinhalten relativ viel Hoffnung auf einen großen Erfolg und sind dementsprechend teuer.

In Nordamerika ist der Subsektor stärker auf die Herstellung und den Einsatz von Brennstoffzellen ausgerichtet. Zu den bekanntesten Unternehmen mit H2-Fokus gehören Fuel Cell Energy Corp., Bloom Energy, Plug Power und Nikola. Das in den USA notierte Unternehmen Cummins stieg nach der Übernahme von 81 % von Hydrogenics (die restlichen 19% gehören zu Air Liquide) im Jahr 2019 in die Elektrolyseur- und Brennstoffzellenherstellung ein.

In Europa konzentrieren sich die beiden bekanntesten Unternehmen, Nel ASA und ITM Power, auf die Herstellung von Elektrolyseanlagen und, in geringerem Maße, auf H2-Tankstellen. Es gibt jedoch mehrere Unternehmen, die sich weitgehend auf Brennstoffzellen spezialisieren. Dazu gehören Ceres Power (Marktkapitalisierung: ~\$3 Mrd.), Powercell Sweden (Marktkapitalisierung: ~\$2 Mrd.) sowie kleinere Entwickler wie Proton Motor, AFC Energy und GenCell (alle <\$1 Mrd. Marktkapitalisierung). McPhy ist ebenfalls ein aufstrebender Elektrolyseur-Hersteller mit Sitz in Frankreich.

**Aktien: H2-Pure Plays**

Grafik 15

<p><b>Bloom Energy (BE US)</b> Neutral Price Target - \$38/sh Share price - \$28.47/sh Market cap (US\$m): 4,731 Focus: Solid Oxide Fuel Cell manufacturing</p>	<p><b>Fuel Cell Energy (FCEL US)</b> Underweight Price Target - \$10/sh Share price - \$17.76/sh Market cap (US\$m): 5,726 Focus: Flexible Fuel Cell manufacturing</p>	<p><b>Nikola Corp (NKLA US)</b> Overweight Price Target - \$35/sh Share price - \$20.89/sh Market cap (US\$m): 8,024 Focus: H2 Fuel Cell EV Trucks</p>
<p><b>Plug Power (PLUG US)</b> Neutral Price Target - \$70/sh Share price - \$48.76/sh Market cap (US\$m): 24,503 Focus: PEM Fuel Cell &amp; electrolyser manufacturing</p>	<p><b>Nel ASA (NEL NO)</b> Neutral Price Target - NOK 28/sh Share price - NOK 27.04/sh Market cap (US\$m): 4,494 Focus: PEM &amp; alkaline electrolyser manufacturing &amp; H2 refueling stations</p>	<p><b>ITM Power (ITM LN)</b> Overweight Price Target GBp 700/sh Share price GBp 521/sh Market cap (US\$m): 4,040 Focus: PEM electrolyser manufacturing &amp; H2 refueling stations</p>

Source: J.P. Morgan estimates, Company data. Priced as of 19 Feb'21

Es ist davon auszugehen, dass viele Anlagenbauer und die Schwerindustrie als weitere Player in den interessanten Markt eintreten werden.



# Asset Allokation: immer noch risikobereit.

Das MacroQuant-Modell des kanadischen Analysehauses BCA Research, das neben Aktien und Anleihen auch Währungen und Rohstoffe bewertet, bleibt weiterhin im Risiko und hat sein Engagement in Aktien sogar erhöht. Innerhalb des Aktienuniversums bevorzugt das Modell zyklische Sektoren und Regionen mit hohem Beta. Die Einschätzung von MacroQuant zum Dollar hat sich leicht verbessert, bleibt aber weiterhin negativ. Im Einklang mit der Veränderung des US-Dollar-Scores gingen auch die Gold- und Öl-Scores zurück. Der Gold-Score hat sich von einem bullischen in einen neutralen Bereich bewegt, aber für Öl bleibt das Modell weiterhin positiv. MacroQuant empfiehlt eine Übergewichtung in Aktien, eine Untergewichtung in Anleihen und eine neutrale Position in Bargeld. Das Modell basiert auf Schätzungen der erwarteten Einmonats-

renditen, die aus den globalen Aktien- und Anleihen-Scores generiert werden. Das Modell bevorzugt Vermögenswerte mit den höchsten geschätzten erwarteten Renditen.

Für unseren Flaggschiff-Mischfonds Leonardo UI fließt das MacroQuant-Modell in leicht abgewandelter Form als „Tactical Asset Allocation Modell“ ein, wo die Basis-Allokation aus 60 % Aktien, 37,5 % Anleihen und 2,5 % Bargeld besteht. Zum aktuellen Stand sind es 69% Aktien zu 29 % Staatsanleihen und lediglich 2 % Cash. Bei Aktien und Anleihen gleichermaßen untergewichtet bleiben die USA. Demgegenüber ist bis auf das Vereinigte Königreich der Rest der Welt in Aktien übergewichtet. Es bleibt also alles mehr oder weniger beim Alten.

## ETF Portfolio

Im ETF-Portfolio versuchen wir die aktien-seitige Allokation des MacroQuant-Modells von BCA Research in Ländern bzw. Sektoren abzubilden. Das Portfolio aus Exchange-Traded-Funds kann einen Monat vor seinem dreizehnten Geburtstag auf einen Gewinn seit Auflage von mehr als 200 % zurückblicken und hat so seine Benchmark, den MSCI Welt – Index in Euro, weit hinter sich gelassen. Seit der letzten Berichterstattung wurden bei den Positionen in koreanischen und chinesischen Aktien Gewinne mitgenommen. Dagegen stockte man Goldproduzenten und Gesundheitswesen auf. Die Liquidität macht aktuell rund 15 % des Portfolios aus. Eine von zehn möglichen Positionen ist derzeit unbelegt.

BCA Tactical Asset Allocation Model Stand 26.02.2021

Grafik 16

	Equities**			Bonds***			Cash		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	34.5	29.2	-5.3	10.5	7.4	-3.1	0.4	0.2	-0.2
EURO AREA	5.1	8.1	+3.0	10.4	6.4	-4.1	0.4	0.4	+0.1
CORE	4.3	7.1	+2.8	6.4	3.2	-3.2			
PERIPHERY	0.8	1.0	+0.2	4.1	3.2	-0.9			
U.K.	2.3	2.6	+0.3	2.8	3.0	+0.2	0.4	0.4	+0.0
JAPAN	4.0	5.6	+1.5	9.9	8.7	-1.2	0.4	0.3	-0.0
CANADA	1.7	2.7	+1.0	0.7	0.8	+0.2	0.4	0.3	-0.0
AUSTRALIA	1.2	2.8	+1.7	0.7	0.5	-0.2	0.4	0.4	+0.1
OTHER DM	3.3	5.9	+2.6	0.6	0.6	+0.0	0.4	0.3	-0.1
EMERGING ASIA	6.6	10.0	+3.4	1.3	0.9	-0.4			
LATIN AMERICA	0.6	0.9	+0.3	0.2	0.1	-0.1			
OTHER EM	0.7	1.1	+0.4	0.4	0.3	-0.1			
<b>TOTAL</b>	<b>60.0</b>	<b>68.9</b>	<b>+8.9</b>	<b>37.5</b>	<b>28.7</b>	<b>-8.8</b>	<b>2.5</b>	<b>2.4</b>	<b>-0.1</b>

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

\*\* IN USD TERMS.

\*\*\* CURRENCY-HEDGED.



ETF-Portfolio Stand 16.03.2021

Grafik 17

Referenz-Portfolio Fonds und ETFs											11.01	
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 7,55%	ISHARES MSCI AUSTRALIA AOV180	MSCI Australien	32,850 €	36,55 €	11,26%	10.313,91 € 11.11.20	11.475,60 €	11,26% 1.161,69 €	B			
16,12%	LIQUIDITÄT						24.516,22 €					
436,00 11,13%	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	38,83 €	14,61%	14.769,50 € 28.02.20	16.927,70 €	14,61% 2.158,20 €	B			
740,13 11,47%	X MSCI WORLD ENERGY A113FF	MSCI World Energy (Nachkauf am 27.04.20)	20,946 €	23,56 €	12,48%	15.502,81 € 07.04.16 / 09.04.18	17.437,51 €	12,48% 1.934,71 €	E			
406,12 10,46%	X MSCI WORLD INDUSTRIALS A113FN	MSCI World Industrials	29,450 €	39,17 €	33,01%	11.960,23 € 05.02.18	15.907,72 €	33,01% 3.947,49 €	B			
126,16 7,08%	LYXOR IBEX35 DR LYX0A6	IBEX35 (Nachkauf am 23.11.2020)	86,549 €	85,30 €	-1,44%	10.919,08 € 04.07.19	10.761,45 €	-1,44% -157,63 €	E			
92,44 5,82%	ISHARES FTSE MIB ACC AOVEDP	Italien	72,77 €	95,78 €	31,62%	6.727,08 € 09.03.20	8.854,20 €	31,62% 2.127,11 €	E			
525,98 12,43%	XWORLD HEALTH A113FD	MSCI World Health Care	28,156 €	35,94 €	27,63%	14.809,68 € 2014/2015/2021	18.901,09 €	27,63% 4.091,41 €	B			
667,77 8,53%	X MSCI WORLD FINANCIALS A113FE	MSCI World Financials	16,516 €	19,42 €	17,60%	11.028,89 € 05.02.18	12.969,43 €	17,60% 1.940,54 €	E			
1.152,48 9,41%	ISHR GOLD PROD A11KQJ	iShares Gold Producers UCITS ETF USD	12,734 €	12,41 €	-2,54%	14.675,70 € 03.12.20 / 08.02.21	14.302,31 €	-2,54% -373,39 €	O			
Benchmark:			Kurs am	letzter Schlusskurs		Performance Benchmark						
MSCI WORLD			31.12.20	2.690,04 USD 2.200,45 EUR	2.826,79 USD 2.367,10 EUR			5,08% 7,57%	C			
ETF Portfolio												
Performance in 2008 (ab 25.04.08)	-15,70%	MSCI in \$	-39,24%	MSCI in €	-32,00%	Performance seit Start am 25.04.08	204,11%	Performance seit Start p.a.	9,00%			
Performance in 2009	52,06%	26,98%	23,63%									
Performance in 2010	17,34%	9,55%	17,46%									
Performance in 2011	-12,03%	-7,62%	-4,72%									
Performance in 2012	4,41%	13,18%	11,15%									
Performance in 2013	18,81%	24,10%	18,77%									
Performance in 2014	12,70%	2,93%	17,29%									
Performance in 2015	8,65%	-2,74%	8,30%									
Performance in 2016	8,03%	5,32%	8,50%									
Performance in 2017	7,07%	20,11%	5,38%									
Performance in 2018	-7,68%	-10,44%	-5,98%									
Performance in 2019	24,95%	25,19%	27,68%									
Performance in 2020	2,43%	14,06%	4,77%									
Performance in 2021 (YTD)	10,70%	5,08%	7,57%									
Portfolioentwicklung mit Absicherung												
			Aktueller Portfoliowert in EURO:	152.053,23 €	18.03.21							
			Portfoliostartwert in EURO:	137.357,09 €	31.12.20							
			Gewinn / Verlust absolut:	14.696,14								
			Gewinn / Verlust in Prozent:	10,70%								
Datenlänge der historischen Simulation: 260												
Datum der historischen Simulation: 14.03.21												
			EUR in USD	1,1942	DAX30	14.734,57	S&P 500	3.974,12				

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.



Der jüngste Anstieg der Anleiherenditen birgt einige kurzfristige Risiken für Aktien. Wie wir jedoch bereits in früheren Berichten argumentiert haben, werden Aktien Verluste wieder aufholen, solange die Anleiherenditen nicht auf ein Niveau steigen, das das Wirtschaftswachstum abwürgt. Da die US-Notenbank immer noch eine Warteschleife einlegt, erwarten wir nicht, dass dies in absehbarer Zeit der Fall sein wird.

Daher gehen wir davon aus, dass das generell positive Umfeld für Risikoanlagen - starkes Wachstum, geringe Inflation und eine akkommodierende Geldpolitik - noch bis zu zwei Jahre anhalten wird. Anleger, die mit einem 12-Monats-Horizont arbeiten, sollten weiterhin Aktien gegenüber Anleihen bevorzugen. Innerhalb der festverzinslichen Kategorie sind sogenannte Spread-Produkte - also höher rentierliche Anleihen, die Risikoprämien bieten - gegenüber sichereren Staatsanleihen die erste Wahl.

günstigen. Nicht nur, dass Substanzwerte im Vergleich zu Wachstumswerten immer noch außerordentlich günstig sind, sondern auch, dass traditionelle Substanzwerte wie Banken und Energieunternehmen seit Anfang des Jahres stärkere Gewinnrevisionen nach oben erfahren haben als Technologiewerte.

Was generell gilt, hat allerdings auch seine Ausnahmen. Aufgrund der überbordenden Nachfrage nach Halbleitern können sich die Hersteller über volle Auftragsbücher freuen. Nach einem Umsatzwachstum in der Halbleiterindustrie von 7% für das Gesamtjahr 2020 (5% ohne Speicher) beschleunigte sich der Gesamtumsatz der Branche im Januar auf 19,5% im Jahresvergleich (+21,9% ohne Speicher). Tatsächlich ist die Wachstumsrate im Jahresvergleich mehr als doppelt so hoch wie der historische Durchschnitt und vergleichbar mit dem Aufschwung der Branche in den Jahren 2016 bis 2018, was das starke,

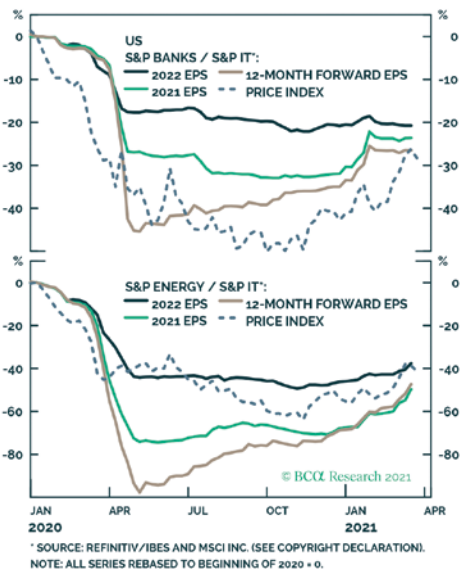
samen Wertschöpfungskette wieder auf ein normalisiertes Niveau sinken.

Insgesamt dürften die Umsätze in der Halbleiterindustrie im Jahr 2021 um mindestens 10-12% steigen, was auf eine anhaltende zyklische Nachfrageerholung in Kombination mit einem angespannten Angebotsfeld zurückzuführen ist. Für die Halbleiter-Aktien wäre daher jeder Rücksetzer eine Kaufgelegenheit.

Wir haben nachstehend die aktuellen Einschätzungen nach Sektoren, sowie die Kursziele verschiedener Länderindizes der US-Investmentbank JP Morgan zusammengestellt. Bei den Sektoren ergibt sich weltweit eine generelle Übergewichtung von Finanztiteln. Ansonsten bleibt es bei US-Energetiteln, Rohstoffwerten aus Europa und den Schwellenländern, bei Industrietiteln aus Japan. Bis auf Europa sind langlebige Konsumgüter in allen Regionen favorisiert, beim Gesundheitswesen sind es nur die Vereinigten Staaten. US-Technologietitel, die seit Jahresanfang an der Nulllinie stehen, wird ebenfalls Kurspotenzial vermutet. Bleiben dann noch europäische Versorger und Immobilientitel aus den Schwellenländern. Die Prozentzahlen zeigen, wie hoch der Kursgewinn des jeweiligen regionalen Sektors seit Jahresanfang ausgefallen ist.

Bei den Länderindizes sieht JP Morgan nur in Korea, Taiwan und Indien Verluste bis zum Jahresende.

Gewinnrevisionen favorisieren Value-Aktien



Grafik 18



Value-Aktien werden den Aktienmarkt in den nächsten 12 Monaten nach oben führen. Von der Pandemie profitierten bislang Wachstumswerte - vor allem solche aus dem Tech-Bereich. Ein Ende der Abschottungsmaßnahmen würde Value-Titel be-

breit angelegte Nachfrageumfeld widerspiegelt. Es ist anzunehmen, dass die Branche erst zu 40 % durch den aktuellen Aufschwung gegangen ist und dass es weitere 4-6 Quartale dauern wird, bis das Angebot aufholt und die Lagerbestände in der ge-



## Gewichtungsempfehlungen und Renditen YTD

Grafik 19

	US		Europe		Japan		EM	
Energy	40%	OW	23%	N	35%	N	7%	N
Materials	8%	N	11%	OW	6%	N	11%	OW
Industrials	7%	N	9%	N	9%	OW	2%	N
Discretionary	2%	OW	10%	N	6%	OW	5%	OW
Staples	-3%	UW	-1%	UW	0%	N	-3%	UW
Healthcare	1%	OW	0%	N	-5%	UW	-5%	UW
Financials	16%	OW	13%	OW	19%	OW	5%	OW
Technology	1%	OW	7%	N	1%	N	5%	N
Comm Services	9%	N	8%	UW	11%	UW	14%	N
Utilities	-2%	UW	-2%	OW	12%	UW	0%	UW
Real Estate	4%	UW	-3%	UW	12%	N	3%	OW

## Aktienindizes Jahresendziele lt. JPMorgan

Grafik 20

Equities	Current	Dec-21
S&P 500	3,925	4,400
MSCI Europe	1,706	1,830
MSCI Eurozone	245	268
FTSE 100	6,761	7,100
Topix	1,951	1,900
MSCI EM (\$)	1,358	1,450
MSCI China	115	125
MSCI Korea	970	900
MSCI Taiwan	666	605
MSCI India	1,728	1,430
Brazil (Ibovespa)	114,079	134,000
Mexico (MEXBOL)	47,741	46,300
MSCI South Africa	1,571	1,795

### ICM 15er-Aktienportfolio:

Etwas Vorsicht hat sich zwischenzeitlich im Aktienportfolio breitgemacht. Im Depot befinden sich zurzeit nur elf Titel. Aktuell setzen wir weiter auf Pharma-, Energie- (Öl) und Finanz-Werte.

Seit der letzten Ausgabe dieses Heftes wurden zwei Rohstofftitel, nämlich Anglo American Corp. (Gewinn 20,9 %) und Glencore (Gewinn 32,2 %) verkauft. Ein Technologiewert, Alibaba, wurde zusammen mit einem Ölwert, Petrobras, und einem Pharmatitel, AbbVie, im selben Zeitfenster erworben.

### Zu den Neuzugängen:

Die **Alibaba Group Holding Limited** ist ein Unternehmen mit Sitz in Hangzhou, China. Es wurde von dem ehemaligen Englischlehrer Jack Ma im Jahr 1999 gegründet und betreibt u. a. die gleichnamige B2B-Plattform Alibaba.com sowie das Online-Auktionshaus Taobao und ist nach eigenen Angaben die größte IT-Firmengruppe Chinas. 2020 kam es zu einem Konflikt zwischen Jack Ma und staatlichen chinesischen Stellen. Nachdem Ma das chinesische Bankensystem kritisiert hatte, wurde der Börsengang des Fintech-Ablegers Ant Group abgesagt und ein Kartellverfahren

gegen Alibaba eröffnet. Mittlerweile haben sich Wogen etwas geglättet, da Alibaba zusammen mit dem Konkurrenten Tencent plant, Angebote der Schnäppchenplattform Taobao als Miniprogramm auf der Mehrzweck-App Wechat anzubieten. Dies scheint ein erster Schritt zu sein, um die chinesischen Regulierungsbehörden zu beschwichtigen. Zumindest konnte der Aktienkurs von Alibaba zuletzt davon wieder profitieren.

**Petrobras (Petróleo Brasileiro S.A.)** ist ein brasilianisches halbstaatliches Mineralölunternehmen mit Sitz in Rio de Janeiro. Das Unternehmen betreibt Ölfelder und Raffinerien sowie petrochemische Anlagen und unterhält ein Tankstellennetz in Lateinamerika. Brasiliens Präsident Bolsonaro will die Spitze des halbstaatlichen Unternehmens neu besetzen. Bolsonaro stören die Tarifierhöhungen für Benzin und Diesel, die Petrobras-Chef Roberto Castello Branco verkündet hat. Dagegen hatten die Spediteure und Lkw-Fahrer mit Protesten gedroht. Er nominierte den ehemaligen General Joaquim Silva e Luna als neuen Chef. Er soll Castello Branco ersetzen, der seit Beginn der Bolsonaro-Regierung Anfang 2019 Chef von Petrobras war. Der Petrobras-Vorstand muss dem Wechsel noch zustimmen. Von

der negativen Entwicklung wurden wir überrascht, denken aber, dass der Konzern aufgrund des hohen Ölpreises bei einer Reihe anderer Absatzkanäle höhere Preise durchsetzen kann.

Zuletzt zum Pharmariesen AbbVie. Abbvie wurde 2013 als Abspaltung von Abbott Laboratories gegründet. Tätig ist das in North Chicago im US-Bundesstaat Illinois ansässige Unternehmen unter anderem in den Bereichen Immunologie, Onkologie und Virologie. Es beschäftigt sich mit der Entdeckung, Entwicklung, Herstellung und dem Verkauf einer Reihe von pharmazeutischen Produkten. Die Produkte konzentrieren sich auf die Behandlung von Erkrankungen, wie chronische Autoimmunerkrankungen in der Rheumatologie, Gastroenterologie und Dermatologie; Onkologie, einschließlich Blutkrebs; Virologie, einschließlich Hepatitis-C und HIV. Der weltweite Umsatz betrug 2020 45,8 Milliarden US-Dollar. Ein Jahr nach dem 63 Milliarden Dollar schweren Kauf von Allergan durch AbbVie plant das Unternehmen Berichten zufolge den Verkauf eines Portfolios von Frauenmedikamenten und Gesundheitsprodukten im Wert von 5 Milliarden US-Dollar.





### **Bereits zuvor im Portfolio waren die folgenden Titel:**

Auf Kurs mit einem Plus von fast 60% in diesem Jahr sieht sich Bausch Health. Der Pharmahersteller gibt gerade bei dem SpinOff der Augenpflege-Sparte Bausch+Lomb Gas. Zusätzlich positiv nimmt der Markt den neuerlichen Umbau des Vorstands auf. Weiter aufwärts ging es auch mit der BP Plc. Der steigende Ölpreis und wachsende Nachfrage aus Fernost sorgten für ein Plus von 20% YTD. Sehr positiv zeigt sich die englische Tullow Oil; nach positiven Nachrichten von der Bohrstelle Goliathberg-Voltzberg auf Surinam konnte sie durch positive Analysteneinschätzungen mit deutlich höheren Kursziele ein Plus von ca. 80% zum Jahresbeginn verbuchen. Weiter auf Erholungskurs befindet sich China Everbright, die jetzt ein Plus von 22% YTD erzielen konnten. Der chinesische Versicherungskonzern Ping An tritt leider seit Anfang des Jahres auf der Stelle. Die niederländische Beteiligungsgesellschaft Prosus NV mit Ihrem großen Anteil an chinesischen Techwerten.( u.a. Tencent ) liegt seit Jahresanfang ca. 6% im Plus und bleibt mit einigen Kaufempfehlungen und angehobenen Kurszielen immer noch ein Favorit der Analysten. Weiter unter den Erwartungen bleibt die Performance der SAP SE Aktie; das Minus von 4% ist weiterhin enttäuschend. Dagegen ein erfreuliches Ergebnis konnte die UniCredit SpA dieses Jahr verzeichnen, die trotz des neuerlichen Lockdowns in Italien einen Gewinn von ca. 20% zum Jahresultimo erzielen konnte. Generell die positive Entwicklung des Bankensektors und der neue CEO Andrea Orcel sorgten für dieses gute Ergebnis.

**Bausch Health Companies Inc**, ist ein in Kanada ansässiges Pharma-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. Im Gespräch ist seit längerem eine Aufspaltung in zwei börsennotierte Gesellschaften, um die dominante Sparte Augengesundheit – weltweit bekannt unter der Marke Bausch&Lomb – auszugliedern. Das würde zu einer Neubewertung der ohnehin günstigen Aktie führen.

**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. BP profitiert vom wieder erstarken Ölpreis.

**China Everbright Environment Group Ltd** ist eine Investmentholding, die in China hauptsächlich im Energie- und Infrastrukturgeschäft tätig ist. Das Unternehmen betreibt seine Geschäfte in 4 Segmenten: 1. Bau und Betrieb von Abfallverbrennungsanlagen, 2. integrierte Biomasse, 3. Umweltwasserprojekte, 4. allg. Umweltschutztechnologie.

**Ping An Insurance (Group) Company** aus China bietet Versicherungen, Banking, Vermögensverwaltung und Internetfinanzierungen an. Der Konzern ist doppelt so groß wie der deutsche Allianz-Konzern.

**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 alter 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.

**SAP SE** ist ein in Deutschland ansässiges Unternehmen für Unternehmensanwendungssoftware. Das Unternehmen bietet unter anderem Softwarelizenzen, Support-Services und Cloud-Anwendungen.

**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.

**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).



## ICM 15er Aktienportfolio Stand 17.03.2021

Grafik 21

ICM InvestmentBank AG UNABHÄNGIGE VERMÖGENSWALTER		15er Aktienportfolio			Auslastung: 73%		22.03.21		8:23		
No.	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2021 YTD	P/L total	Alert Level
1	ABBVIE/d	Healthcare	US00287Y1091	USD	NYQ	17.02.21	106,20	103,42	-3,48%	-2,62%	95,00
2	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	USD	NYS	26.01.21	264,00	239,79	3,03%	-9,17%	220,00
3	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	NYQ	18.07.18	23,10	33,00	58,65%	42,86%	23,00
4	BP/d	Energy	GB0007980591	GBP	LSE	02.06.20	326,30	306,70	20,37%	-6,01%	240,00
5	EB ENVIRONMENT/d	Utilities	HK0257001336	HKD	HKG	13.12.19	6,19	5,35	22,15%	-13,59%	4,10
6	PETROLEO BRASI/d	Energy	US71654V4086	USD	NYQ	05.02.21	11,27	8,49	-24,40%	-24,67%	10,00
7	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	93,85	-1,21%	-0,37%	85,00
8	PROSUS/d	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	85,10	93,82	6,18%	10,25%	85,00
9	SAP SE	Technology	DE0007164600	EUR	GER	26.10.20	103,00	103,60	-3,38%	0,58%	95,00
10	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	GBP	LSE	27.09.19	83,59	56,26	90,20%	-32,69%	27,00
11	UNICREDIT/d	Financials	IT0005239360	EUR	MIL	10.03.20	8,75	9,18	20,08%	4,92%	7,00
12											
13											
14											
15											
		Aktiendepot in €	MSCI in €								
	Performance in 2017	24,84%	5,50%								
	Performance in 2018	-9,56%	-5,92%								
	Performance in 2019	16,53%	27,49%								
	Performance in 2020	-3,15%	11,86%								
	Performance in 2021 (YTD)	9,74%	6,66%								

Seit Mitte Februar kam es an der Börse zu einem deutlichen Auseinanderdriften zwischen den großen Indices wie Dax und Dow Jones im Vergleich zum wesentlich breiter gefassten Technologieindex Nasdaq. Die Folge waren kräftige Gewinnmitnahmen in den Technologiewerten und auch die zuvor stark gestiegenen Nachhaltigkeitsaktien, angeführt von Energieunternehmen (alternative Energien) wurden abverkauft. Das führte auf Jahresbasis in der Green Strategy zu einer Seitwärtsbewegung.

Die ICM Green Strategy wurde Anfang Februar gemäß den Veränderungen durch die BCA Asset Allokation und der neuen Sektorgewichtung angepasst. Durch die erneuerte Zusammensetzung, kam es zu einer Reduzierung der amerikanischen Aktien und einer deutlichen Erhöhung des asiatischen Anteils.

Die Neuallokation der ICM Green Strategy Anfang März, wies keine großartigen globalen Veränderungen auf. Hier kam es diesmal größtenteils zu Wechseln innerhalb der Sektoren. Nachdem es also in den vergangenen Wochen zu Gewinnmitnahmen kam, bieten viele Bereiche jetzt wieder interessante Einstiegsmöglichkeiten. Das Thema Nachhaltigkeit ist längst kein Nischenmarkt mehr, sondern einer der Bereiche der von Investoren stark nachgefragt wird. Somit ist der Ausblick unverändert positiv und sobald sich die Inflationsorgen und Zinsängste verkleinern werden, sollten speziell die zuletzt von Anlegern abgestoßenen Werte, wieder auf den Kauflisten stehen.



## ICM Green Strategy-Portfolio Stand 17.03.2021

Grafik 22

ICM InvestmentBank AG UNABHÄNGIGE VERMÖGENSVERWALTER		ICM GREEN STRATEGY				Auslastung:	100%	22.03.21	8:23
No.	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2021 YTD
1	AUTODESK INC/d	Technology	US0527691069	USD	NSQ	01.03.21	277,43	261,50	-5,74%
2	BEFESA	Industrials	LU1704650164	EUR	GER	01.03.21	50,60	54,90	8,50%
3	CHAOWEI POWER/d	Consumer Cyclical	KYG204791043	HKD	HKG	01.03.21	3,80	3,19	-16,05%
4	CONTACT ENERGY/d	Utilities	NZCENE000156	NZD	NZC	01.03.21	8,45	6,75	-20,12%
5	DERICHEBOURG/d	Industrials	FR0000053381	EUR	PAR	01.03.21	5,85	6,74	15,21%
6	EDP RENOVAVEIS/d	Utilities	ES0127797019	EUR	LIS	01.03.21	18,32	17,26	-5,79%
7	KEMIRA OY/d	Basic Materials	FI0009004824	EUR	HEX	01.03.21	13,43	13,52	0,67%
8	KURITA WATER I/d	Industrials	JP3270000007	JPY	TYO	01.03.21	4385,30	4900,00	11,74%
9	MAYR MELNHOF/d	Basic Materials	AT0000938204	EUR	VIE	01.03.21	146,20	174,80	19,56%
10	MEDIFAST INC/d	Consumer Non-Cyclical	US58470H1014	USD	NYQ	01.03.21	265,82	238,34	-10,34%
11	METAWATER/d	Industrials	JP3921260000	JPY	TYO	01.03.21	2412,87	2321,00	-3,81%
12	PANASONIC/d	Technology	JP3866800000	JPY	TYO	01.03.21	1373,89	1395,00	1,54%
13	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	01.03.21	95,75	93,85	-1,98%
14	POTLATCHDLTC C/d	Real Estate	US7376301039	USD	NSQ	01.03.21	52,04	51,02	-1,96%
15	PROCTER & GAMB/d	Consumer Non-Cyclical	US7427181091	USD	NYQ	01.03.21	128,21	128,01	-0,16%
16	SECHE ENVIRONN/d	Industrials	FR0000039109	EUR	PAR	01.03.21	43,40	51,00	17,51%
17	SHIMANO INC/d	Consumer Cyclical	JP3358000002	JPY	TYO	01.03.21	24246,99	25455,00	4,98%
18	STEICO SE	Basic Materials	DE000A0LR936	EUR	GER	01.03.21	69,60	71,00	2,01%
19	UMWELTBANK AG	Financials	DE0005570808	EUR	GER	01.03.21	14,25	16,90	18,60%
20	VERBUND/d	Utilities	AT0000746409	EUR	VIE	01.03.21	53,45	59,85	11,97%
		Aktiendepot in €	MSCI in €						
		Performance in 2017	5,50%						
		Performance in 2018	-5,92%						
		Performance in 2019	27,49%						
		Performance in 2020	18,70%	11,86%					
		Performance in 2021 (YTD)	1,21%	6,66%					

### Hier auszugsweise einige neuaufgenommene Aktien aus der Region Asien:

**Kurita Water Industries Ltd.** ist ein in Japan ansässiges Unternehmen, das sich hauptsächlich mit der Bereitstellung von Produkten zur Wasseraufbereitung, Technologie und Wartungsdienstleistungen beschäftigt. Das Unternehmen ist in zwei Geschäftsfeldern tätig. Das Segment Water Treatment Chemical ist in der Herstellung und dem Vertrieb von Chemikalien für die Wasseraufbereitung und verwandten Geräten sowie in der Erbringung von Wartungsdienstleistungen tätig. Das Segment Wasseraufbereitungsanlagen befasst sich mit der Herstellung und dem Vertrieb von Geräten und Anlagen zur Wasseraufbereitung, der Reinigung von Boden und Grundwasser sowie der Erbringung von Betriebs-, Wartungs- und sonstigen Dienstleistungen für Wasseraufbereitungsanlagen. Kurita Water ist im Natur Aktien Index gelistet.

**Shimano Inc.:** Das 1921 gegründete Unternehmen ist heute der weltweit führende und größte Hersteller von Fahrradkomponenten (Bremsen, Schaltungen, Tretlager usw.). Bei einigen Produkten in diesem Segment liegt der weltweite Marktanteil bei 90%. Operativ ist

das Unternehmen in den Geschäftsbereichen Fahrrad-Komponenten und Angelgeräte tätig. Darüber hinaus bietet Shimano verschiedene Produkte für den Rudersport an. Im Vergleich zu motorisierten Fahrzeugen sind Fahrräder individuelle und umweltfreundliche Fortbewegungsmittel. Shimano ist im Natur Aktien Index gelistet.

**Potlatch Deltic:** Das US-Unternehmen Potlatch zeichnet sich durch eine besonders nachhaltige Waldbewirtschaftung aus. In den Bundesstaaten Arkansas, Idaho und Minnesota besitzt das Unternehmen Waldflächen in der Größe von 600.000 Hektar, die nach dem strengen Standard des Forest Stewardship Council (FSC) bewirtschaftet werden.

Der bereits 1993 von der Naturschutzstiftung WWF initiierte FSC will nicht nur den Schutz der Wälder und der in ihnen lebenden Arten sicherstellen, sondern garantiert auch, dass soziale Standards für die Waldarbeiter eingehalten und die Rechte von Waldbewohnern gewahrt werden. Potlatch Deltic ist im Natur Aktien Index gelistet.



# Aktienindices aus technischer Sicht

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 überkauft 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.

## Technische Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

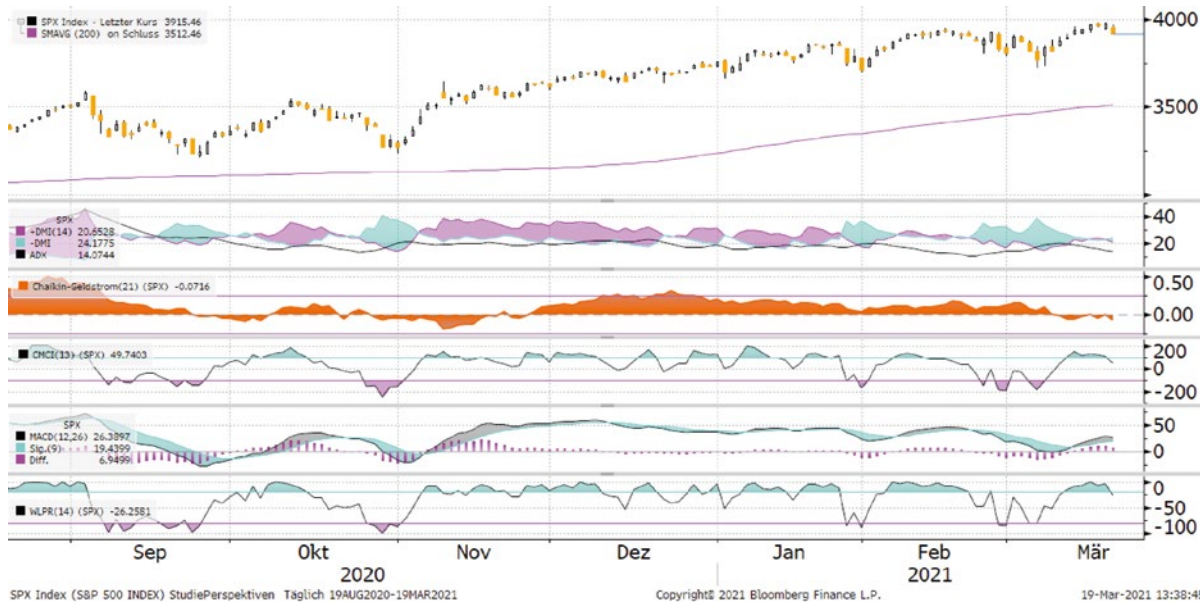
Grafik 23

Indikatoren	AKTIENINDICES				
	S&P500	EuroStoxx50	DAX30	Nikkei225	Hang Seng
ADX	"_"	"+"	"+"	"+"	"+"
MFI -Money Flow Index	"_"	"+"	"+"	"0"	"_"
Ci Commodity Channel Index	"_"	"0"	"0"	"_"	"_"
MACD	"0"	"0"	"0"	"0"	"0"
Williams %R	"0"	"0"	"0"	"_"	"0"
<b>Gesamttendenz</b>	<b>negativ</b>	<b>positiv</b>	<b>positiv</b>	<b>neutral</b>	<b>negativ</b>



### Standard&Poor's 500 Kursindex

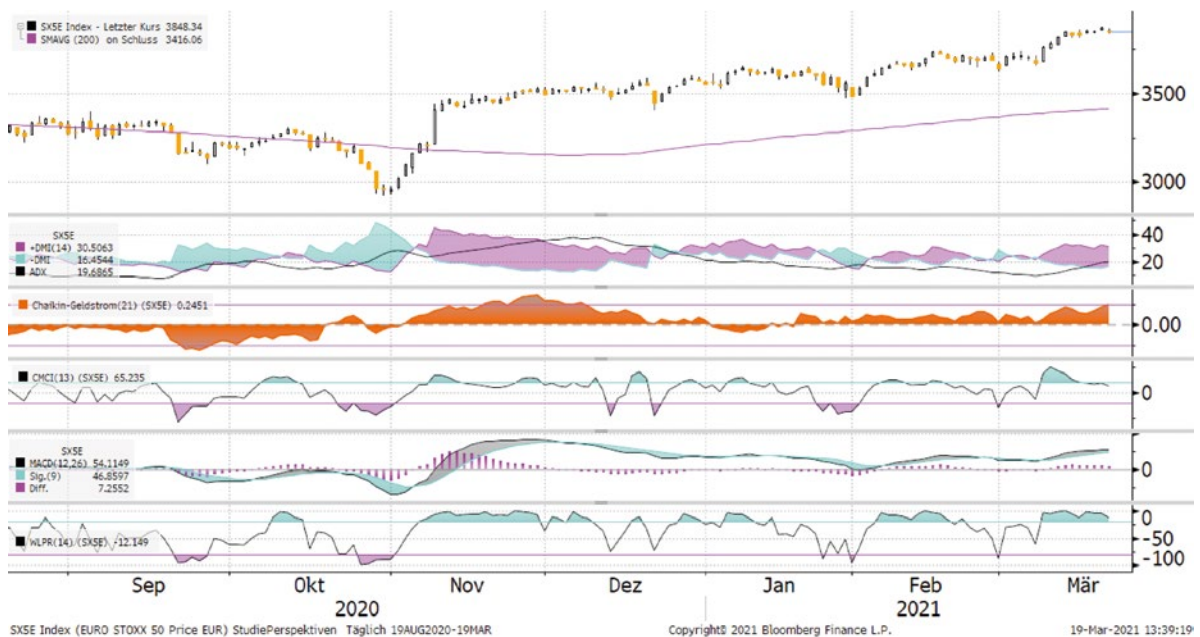
Seit Anfang des Jahres konnte der S+P 500 Index weiter zulegen. Der ADX Indikator zeigt zunehmend ein neutrales Bild, was auf ein Ende der Aufwärtsbewegung hindeuten könnte. Der Geldstromindex hat sich gedreht, d.h. der Markt hat z.Zt. Nettoverkäufe zu verzeichnen. Der Commodity-Channel-Index bleibt weiter im neutralen Bereich. Der MACD ist neutral und liefert kein eindeutiges Signal. Der William %R Oszillator hat den überkauften Bereich verlassen und im z.Zt. neutralen Bereich. **Ergebnis: negativ**



Grafik 24

### EuroStoxx 50-Kursindex

Der EuroStoxx50-Index zeigt 2021 einen stabilen Trend. Der ADX Indikator bleibt positiv und signalisiert weiteres Aufwärtspotenzial des Marktes. Die Geldzuflüsse haben sich in den letzten Wochen langsam weiter erhöht und bleiben positiv. Der Commodity-Channel-Index hat sich etwas abgeschwächt, ist aber immer noch im oberen Sektor der neutralen Zone. Der MACD läuft auf hoher Ebene seitwärts und zeigt wie der Williams %R Oszillator ein überkauftes Niveau, aber noch kein Anzeichen einer Trendumkehr. **Ergebnis: positiv**



Grafik 25



### Dax 30 Kursindex

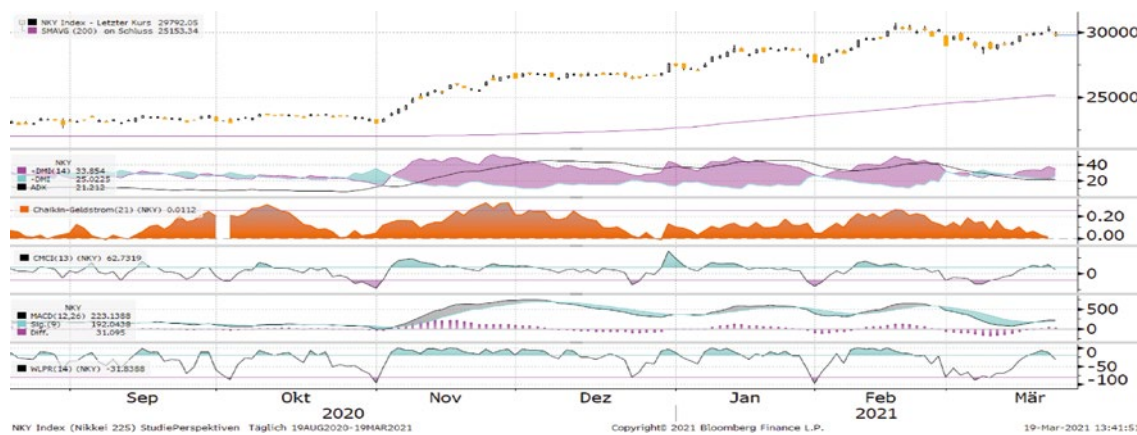
Der deutsche Leitindex zeigt das gleiche positive technische Bild des EuroStoxx50. Allerdings haben Geldzuflüsse sichtbar zugenommen und zeigen zunehmend ein überkauftes Bild. Der Commodity-Channel-Index hat schon das überkaufte Level verlassen und bewegt in die neutrale Zone zurück. Der MACD läuft auf hoher Ebene seitwärts und zeigt wie der Williams %R Oszillator ein überkauftes Niveau, aber noch kein Anzeichen einer Trendumkehr. **Ergebnis: positiv**



Grafik 26

### Nikkei 225 Kursindex

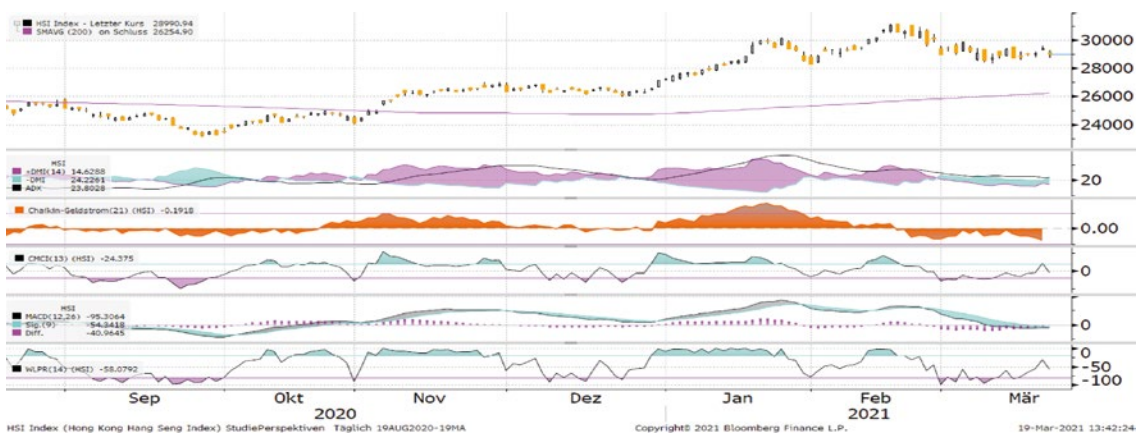
Japan hat die Höchststände von Februar noch nicht durchbrechen können. Der ADX Indikator hat sich abgeschwächt, bleibt aber dennoch positiv. Die Geldzuflüsse in den Markt haben sich seit einem Monat deutlich verringert und tendieren in Richtung negativer Bereich. Der Commodity-Channel-Index dreht wie der MACD aus der überkauften in die neutrale Zone. Der MACD ist noch positiv. Der Williams %R Oszillator hat ein Verkaufssignal gegeben. **Ergebnis: neutral**



Grafik 27

### Hang Seng Kursindex

Hongkong hat die Indexhöchststände aus dem Februar verlassen und zeigt ein zunehmend negatives Bild. Der ADX Indikator ist zwar noch positiv, hat sich aber schon deutlich abgeschwächt. Der Money-Flow-Index zeigt seit Ende Januar Mittelabflüsse. Der Commodity-Channel-Index, der MACD und der Williams %R Oszillator sind schon aus dem überkauften Bereich in die neutralen Zonen gewechselt. **Ergebnis: negativ**



Grafik 28



# Anleihen: Schwellenländeremissionen in Hartwährung

Dollar-Anleihen aus Schwellenländern (Emerging Markets oder abgekürzt EM) sind im Vergleich zur Benchmark-Treasury-Kurve zugebenermaßen teuer, denn auch Investment-Grade-Emissionen (IG) sind auf Basis der volatilitätsbereinigten Breakeven-Rate um mehr als eine Standardabweichung überbewertet. Nur wenn man sich in den hochverzinslichen (HY) Sektor begibt, finden wir den einen oder anderen interessanten Kandidaten. Dies gilt sowohl für Staatsanleihen als auch für Unternehmensanleihen.

EM-Dollar-Anleihen haben in der Vergangenheit über das gesamte Qualitätsspektrum hinweg mehr Rendite geboten. Derzeit liegt die Risikoprämie (engl. „Spread“) von Schwellenländern gegenüber US-Unternehmensanleihen bei IG nahe dem langfristigen Mittelwert und bei Hochzinsanleihen leicht über dem Mittelwert. Die makroökonomischen Beziehungen deuten stark darauf hin, dass EM-Anleihen dazu neigen, US-Unternehmensanleihen dann zu übertreffen, wenn das globale Wirtschafts- und Gewinnwachstum sich beschleunigt, die Bilanzen der DM-Zentralbanken sich ausweiten, der US-Dollar schwächer zu EM-Währungen wird und die Rohstoffpreise steigen. Alle diese wichtigen Trends sollten sich bis weit in 2021 fortsetzen werden, was bedeutet, dass Anleger EM-Dollar-Anleihen gegenüber US-Treasuries und US-Unternehmensanleihen übergewichten sollten. Die Länderauswahl wird jedoch entscheidend sein.

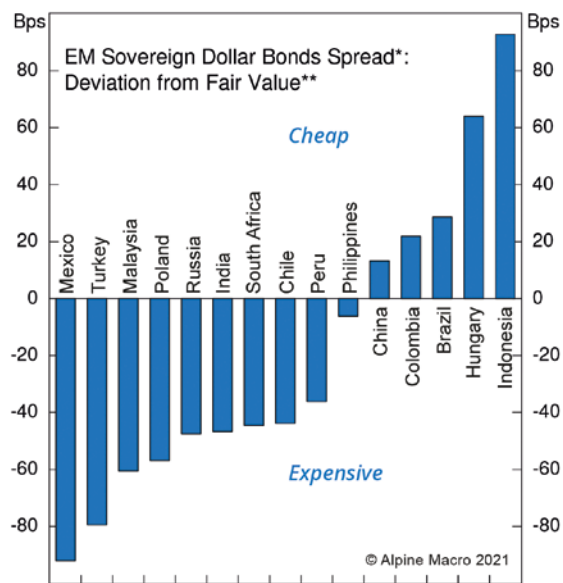
In den meisten Fällen spiegelt die Risikoprämie, um die Staatsanleihen eines Schwellenlandes über den US-Treasuries notiert, das dortige Wachstumsprofil und die makroökonomischen Fundamentaldaten wider, wie z.B. Wachstumsvolatilität, öffentliche Finanzen und Außenbilanz. Diese Makrofaktoren können daher verwendet werden, um einen „fairen Wert“ für Risikoprämien zu ermitteln. Die trendmäßige Ausweitung der Renditeaufschläge auf Staatsanleihen in Südafrika und der Türkei seit 2007 weisen beispielsweise auf eine Verschlechterung der makroökonomischen Fundamentaldaten hin. Auch wenn die Renditeaufschläge dieser Länder im historischen Vergleich derzeit hoch erscheinen, stellen sie daher nicht unbedingt eine attraktive Gelegenheit für Anleger dar. Die nebenstehende Grafik zeigt die Renditeabweichung von diversen „Fair Value“-Modellen für verschiedene EM-Länder. Es gibt

einige günstige Märkte, und die anhaltende Suche nach Rendite dürfte die dortigen Risikoaufschläge weiter drücken.

Brasilianische Anleihen sind attraktiv, da ihre Spreads zu den höheren innerhalb der Schwellenländer gehören und auch über unserer Fair-Value-Bewertung liegen. Obwohl Brasilien die höchste Staatsverschuldung in den Schwellenländern hat und seine fiskalischen Programme in Verbindung mit dem Staatshaushalt sehr aggressiv sind, werden sie meist in Landeswährung finanziert. Der brasilianische Spread hat sich in letzter Zeit aufgrund der Intervention von Präsident Bolsonaro bei Petrobras und des politischen Wiederaufstiegs des linksgerichteten Ex-Präsidenten Lula ausgeweitet, aber die globale Erholung dürfte die Haushaltslage Brasiliens verbessern, den BRL stärken und im Gegenzug die Schuldendienstfähigkeit des Landes erhöhen.

**Fundamentale Bewertung von Staatsanleihen**

Grafik 29



\*Source: J.P. Morgan

\*\*Alpine Macro proprietary model



Die indonesischen Spreads, die derzeit bei 180 Basispunkten liegen, sind niedriger als ihr historischer Durchschnitt und auch als die meisten seiner Schwellenländer-Pendants. Nichtsdestotrotz liegen sie deutlich über dem fairen Wert. Das Leistungsbilanzdefizit des Landes hat sich in den letzten Jahren deutlich verringert und wurde zunehmend durch ausländische Direktinvestitionen (FDI) und weniger durch kurzfristige Portfoliozuflüsse finanziert. In der Zwischenzeit sind die Währungsreserven des Landes weiter gestiegen und die Angemessenheit der Reserven hat sich deutlich verbessert, sowohl im Verhältnis zu den Importen als auch zu den kurzfristigen Schuldverpflichtungen.

Mexikos Spreads gehören zu den höchsten in den Schwellenländern, was vor allem die Aufnahme des staatlichen Ölkonzerns Pemex in den J.P. Morgan EMBI Global Index widerspiegelt. Die öffentlichen Finanzen des Landes sind relativ solide, und die pandemiebedingten Steuerausgaben waren sehr konservativ. Steigende Rohstoffpreise, vor allem für Rohöl, sollten der fiskalischen Situation des Landes ebenfalls zugute kommen, insbesondere in Verbindung mit Pemex.

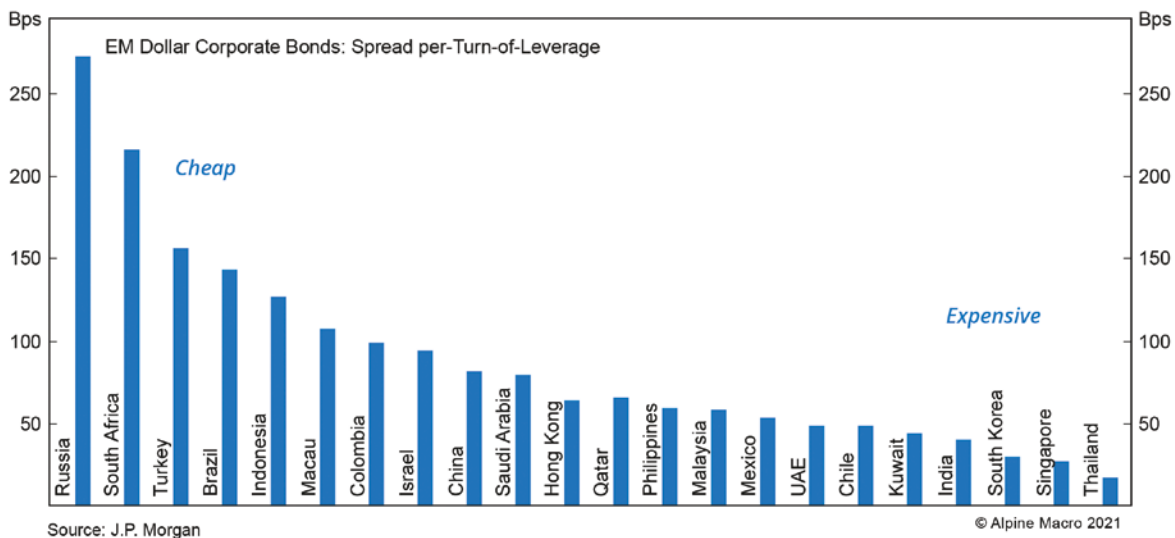
Die Spreads für chinesische Dollar-Staatsanleihen sind laut dem EMBI Global Index (EMBI: Emerging Markets Bond Index) ebenfalls hoch, was auf das starke Engagement in quasi-staatlichen Emittenten zurückzuführen ist. Zu letzteren gehören Banken und Staatsunternehmen, die höhere Spreads bieten als die rein staatlichen Emissionen. Das Risiko, dass die chinesische Regierung ihren quasi-staatlichen Emittenten erlaubt, ihre Schuldverpflichtungen nicht zu erfüllen, ist angesichts der massiven Reservekasse des Landes sehr gering, auch wenn sie möglicherweise keine expliziten Garantien der chinesischen Zentralregierung haben.

Die Spreads südafrikanischer Dollar-Staatsanleihen gehören zu den höchsten in den Schwellenländern, sind aber auf Basis einer Fair-Value-Bewertung teuer. Hier sind die Perspektiven bestenfalls gemischt. Kurz-

fristig genießt das Land den zyklischen Rückenwind durch stärkere Rohstoffpreise und günstige Finanzierungsbedingungen. Ohne rechtzeitige und angemessene Reformen im Bereich der öffentlichen Finanzen ist die Aussicht auf einen Staatsbankrott jedoch nicht unerheblich. Die südafrikanischen Haushaltsausgaben werden von nicht frei bestimmbareren Ausgaben und Schuldendienstkosten dominiert. Letztere werden in den kommenden Jahren noch zunehmen - was wenig Spielraum für wachstumsfördernde öffentliche Investitionen lässt. Sofern die Regierung keine konkreten Schritte unternimmt, um ihre fiskalischen Ungleichgewichte zu korrigieren, lassen die schlechte Haushaltslage und das schwache Wirtschaftswachstum darauf schließen, dass es wenig Spielraum für eine weitere Verengung der südafrikanischen Spreads gibt.

**Risikoprämien bei Unternehmensanleihen unter Berücksichtigung der Fremdfinanzierungsquote**

Grafik 30







Investoren können wählen, ob sie in Staatsanleihen oder in Unternehmensanleihen investieren wollen. Erstere belaufen sich auf etwa \$1,3 Mrd., während letztere etwa die Hälfte dieser Summe ausmachen. Der Unternehmensanleihen-Index ist stark in asiatischen Anleihen konzentriert. Der Sovereign-Index ist auf die Region Lateinamerika (LATAM) fokussiert. Die Spreads von Staatsanleihen bilden in der Regel eine Untergrenze für die Spreads von Unternehmensanleihen in einem bestimmten Land. Staatsanleihen haben fast immer einen leichteren Zugang zu Dollar-Finanzierungen als Unternehmensanleihen, da die Regierungen Kapitalkontrollen einführen können. Die beiden Spreads sind in der Regel positiv korreliert, da Unternehmen den gleichen Risiken ausgesetzt sind wie der Staat.

Zusätzlich müssen Anleger den Verschuldungsgrad von Unternehmen berücksichtigen. Der Spread pro Verschuldungsgrad (Verhältnis Nettoverschuldung/EBITDA) ist die präferierte Methode, um zu sehen, ob die Spreads das Risiko angemessen widerspiegeln. Die Grafik zeigt eine Schätzung für die wichtigsten auf Dollar lautenden

EM-Unternehmensanleihenmärkte. Unternehmen, von denen keine Daten vorliegen, waren bei der Berechnung ebenso ausgeschlossen, wie solche mit Verlust.

Die Dollar-Verschuldung russischer Unternehmen beinhaltet einen sehr niedrigen Verschuldungsgrad. Die Nettoverschuldung beträgt nur 1,2x EBITDA, was bedeutet, dass alle Verbindlichkeiten in etwas mehr als einem Jahresgewinn getilgt werden könnten. Die Spreads erscheinen mit 338 Basispunkten hoch und bieten eine attraktive Belohnung für die hohen politischen Risiken des Landes. Indonesische Unternehmensanleihen profitieren von den sich verbessernden wirtschaftlichen Fundamentaldaten des Landes und bieten gleichzeitig einen besseren Wert als die Staatsanleihen. Die Renditeaufschläge für Unternehmen gegenüber dem Index für Staatsanleihen sind weiterhin recht hoch, obwohl der Verschuldungsgrad der Unternehmen mit 2,7x EBITDA recht niedrig ist. Türkische auf Dollar lautende Unternehmensanleihen bieten die höchsten Spreads unter den großen EM-Märkten und kompensieren damit auch das erhöhte politische Risiko und den

mittleren Verschuldungsgrad des Landes. Brasilianische Unternehmensanleihen bieten nicht genug Spread für das Volatilitäts- und Durationsrisiko. Sie profitieren von positiven makroökonomischen Fundamentaldaten, aber die Spreads erscheinen im Vergleich zu ihren Pendanten aus dem Bereich der Staatsanleihen eng. Unternehmensanleihen in Hartwährung aus Israel und China hingegen sind nach allen Messgrößen überdurchschnittlich gut.

## Anleihenportfolio

Grafik 31

KENNZAHLEN											27.01.21
Portfolios	Währungen	Rating	99%- VaR	YTM	Kupon	ASW	Duration	ASW/Duration	YTD	Positionen	aktuelle Mindestanlagesumme*
Short Duration EUR 10	EUR	keine Einschränkung	0,51%	0,81%	1,73%	101	1,5	67	0,23%	6	ca. 61.346,35 €
All Grade All Currencies 20	EUR, USD	keine Einschränkung	3,19%	10,37%	5,47%	884	2,3	378	4,09%	19	ca. 178.423,25 €
All Grade All Currencies 30	EUR, USD	keine Einschränkung	2,56%	14,34%	5,56%	775	2,7	292	2,61%	29	ca. 267.976,75 €
All Grade EUR 20	EUR	keine Einschränkung	3,51%	7,76%	4,95%	727	2,9	249	3,23%	19	ca. 179.533,20 €
All Grade EUR 30	EUR	keine Einschränkung	2,48%	6,82%	4,77%	650	2,9	223	2,16%	25	ca. 240.188,70 €
Mid Grade All Currencies 10	EUR, USD	AAA bis BB-	3,52%	5,96%	4,63%	585	3,3	177	1,23%	10	ca. 96.463,05 €
Mid Grade All Currencies 20	EUR, USD	AAA bis BB-	1,99%	5,38%	5,09%	499	2,9	173	0,92%	19	ca. 187.458,45 €
Mid Grade All Currencies 30	EUR, USD	AAA bis BB-	1,51%	11,16%	5,08%	499	2,9	174	0,37%	27	ca. 257.921,80 €
Mid Grade EUR 10	EUR	AAA bis BB-	3,44%	5,31%	4,12%	537	3,5	153	0,86%	10	ca. 96.238,30 €
Mid Grade EUR 20	EUR	AAA bis BB-	2,13%	4,75%	4,29%	480	3,2	150	0,40%	16	ca. 156.669,35 €

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



# Gemischtes Bild für den US Dollar

Die OECD schätzt, dass das BIP im Rest der Welt einen bescheidenen Auftrieb durch die fiskalischen Impulse in den USA erhalten wird. Dennoch wird die US-Wirtschaft der Hauptnutznießer sein. Dies hat wichtige Auswirkungen auf die Richtung des Dollars. Der Dollar ist normalerweise eine antizyklische Währung, was bedeutet, dass er dazu neigt, sich in die entgegengesetzte Richtung des globalen Konjunkturzyklus zu bewegen. Ein Hauptgrund dafür ist, dass die US-Wirtschaft mit ihrer relativ kleinen Produktionsbasis und dem großen Dienstleistungssektor weniger zyklisch ist als die meisten

anderen Volkswirtschaften. Wenn also das globale Wachstum ansteigt, hinken die USA oft hinterher.

In diesem Jahr war das Verlaufsmuster jedoch anders. In den USA sind die Wachstumserwartungen gegenüber dem Ausland gestiegen. Dies liegt zum Teil daran, dass die US-Fiskalpolitik stimulierender war als anderswo. Darüber hinaus haben die USA ihre Bevölkerung schneller geimpft. Die Outperformance des US-Wachstums dürfte den Greenback in den nächsten Monaten eher stützen. Größere Kursavancen sind allerdings nicht zu erwarten.

# Rohstoffe: wieder eine Super-Dekade vor uns?

Die letzten 10 Jahre waren hart für Rohstoffinvestoren. Nach einem jahrzehntelangen Bullenmarkt in den Jahren nach der großen Finanzkrise 2009 haben sich die wichtigsten Rohstoffindizes kontinuierlich schlechter entwickelt als die Aktienmärkte. Die Frage ist nun, was vom kommenden Jahrzehnt zu erwarten ist.

Die Bedingungen, die die Rohstoffpreise in der ersten Hälfte der 2000er Jahre angetrieben haben, sind ganz anders als heute. Damals war Chinas wirtschaftliche Expansion ein wichtiger Rückenwind. Im Zuge der Modernisierung seiner Wirtschaft verschlang das Land Rohstoffe, agierte als scharfer Grenzkäufer und trieb die Preise in die Höhe. Ein Beispiel: Chinas Anteil am weltweiten Verbrauch von raffiniertem Kupfer stieg in dieser Zeit von 10 % auf fast 40 %.

Heute gibt China der Stabilität den Vorrang vor dem Wachstum und zieht die politischen Zügel zurück, um die inländischen Finanzrisiken zu begrenzen. Daher wird das bevorzugte Mittel zur Wiederbelebung der Binnenwirtschaft - rohstoffintensive Infrastruktur und Bauwesen - nicht mehr die gleiche Intensität an politischer Unterstützung erhalten, die es einst hatte.

Es zeichnet sich jedoch ein weiterer Rückenwind für Rohstoffe ab. Neben der Vermeidung finanzieller Risiken setzen die chinesischen Politiker auch Prioritäten im Bereich des Umweltschutzes. Dies steht im Einklang mit den globalen Bemühungen, umweltfreundlichere

## Zukünftig bessere Zeiten für Rohstoffe

Grafik 32



Technologien einzuführen. Ironischerweise bedeutet dies eine größere Nachfrage nach Rohstoffen - insbesondere Industriemetallen - für den Ausbau der Stromnetze. Die globale Bewegung hin zu einer kohlenstoffarmen Zukunft mit erneuerbaren Energien kann man als einen Schlüsselfaktor identifizieren, der die Nachfrage nach Metallen im nächsten Jahrzehnt unterstützen wird. Dies kommt nach Jahren der Vernachlässigung von Investitionen in Metalle und Bergbau. Das Zusammentreffen von Angebotsengpässen und steigender Nachfrage wird letztlich die Rohstoffpreise in die Höhe treiben.



# Gold: Rebound steht bevor

Gold steht vor einem taktischen Rebound. Der Goldpreis ist überverkauft und hat jetzt einen deutlichen Abschlag relativ zu unserem kurzfristigen Fair-Value-Model, das sowohl die realen Zinssätze als auch die Inflationserwartungen einbezieht.

Der Schlüssel für die kurzfristige Erholung des Goldpreises wird wahrscheinlich ein Rückzug des Dollars sein, dessen jüngste Stärke den Abwärtsdruck auf den Goldpreis verstärkt hat. Die längerfristigen Aussichten für Gold sind komplexer. Wenn sich die Wirtschaft weiter erholt und der Inflationsdruck zunimmt, wird der Markt eine frühere Zinserhöhung einpreisen und danach einen schnellen Anstieg der Zinssätze einpreisen. Dieser Prozess impliziert, dass die realen Zinssätze in den nächsten Jahren einen Aufwärtstrend aufweisen werden. Das würde dem Goldpreis eher schaden.

Die mittelfristig negative Dollar-Einschätzung ist jedoch eine günstige Kraft für Gold. Die Aufrechnung beider Kräfte deutet auf einen Handelsbereich zwischen \$1700/oz und \$2000/oz hin. Gleitende Durchschnitte bestätigen, dass die besten Tage für Gold hinter uns liegen. Der gleitende 13-Wochen-Durchschnitt ist unter den 52-Wochen-Durchschnitt getaucht, was heißt, dass der Bullenmarkt zu Ende ist und dass zumindest ein Markt mit einer gewissen Schwankungsbreite vor uns liegt.

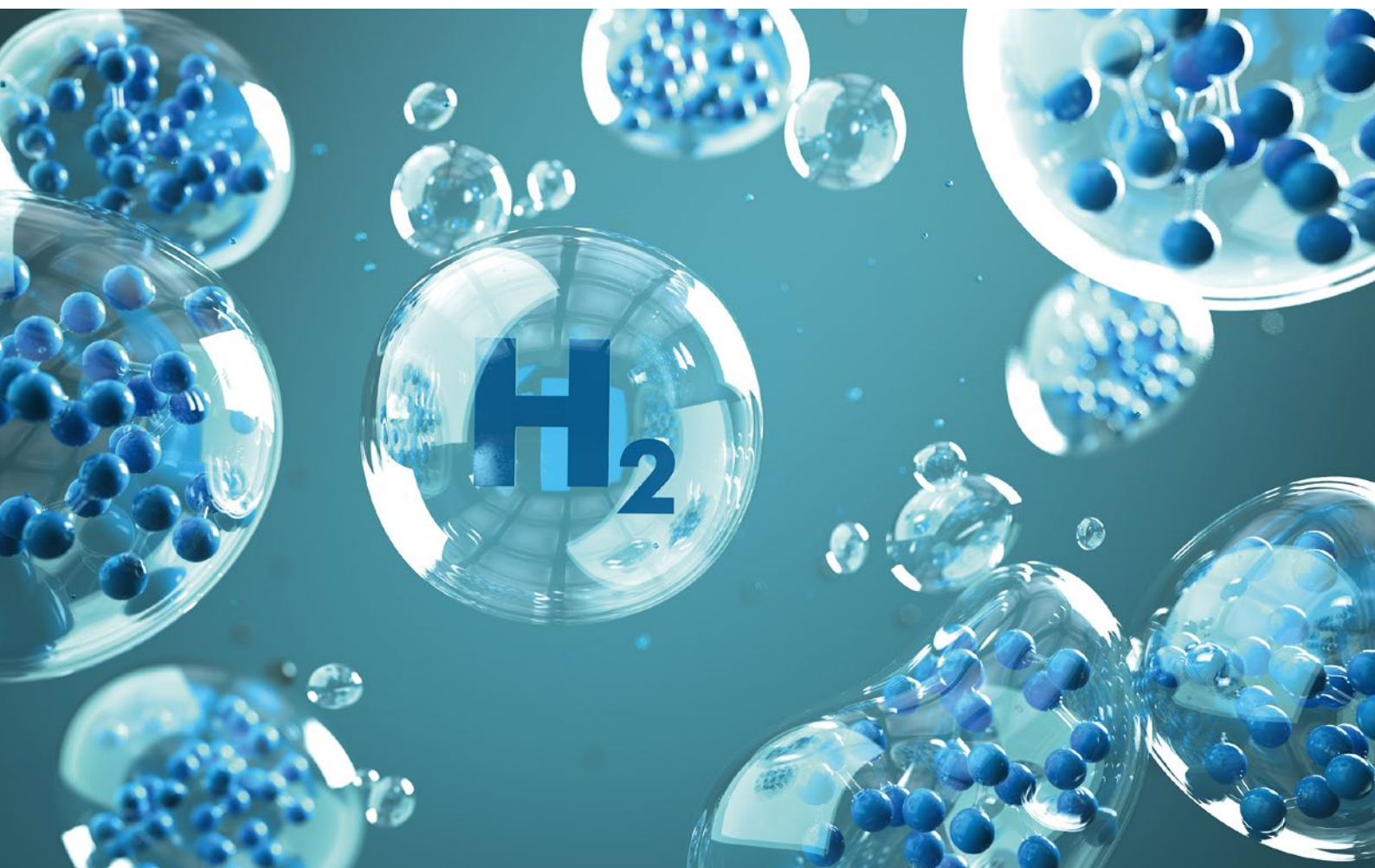
Der Ausblick für Silber und Platin ist klarer als der für Gold. Beide Metalle profitieren von einer reichlichen industriellen Nachfrage und sind viel billiger als ihr gelbes Pendant.

## 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](mailto:info@i-c-m.de)**

**[www.i-c-m.de](http://www.i-c-m.de)**

Herausgeber:  
ICM InvestmentBank AG

Erscheinungsdatum:  
30.3.2021

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.