

PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 07-08/2022



FUND
AWARD
2021
EURO
AM SONNTAG
BÖRSE
ONLINE

WirtschaftsWoche

BESTE
Vermögens-
verwalter
2020

ICM InvestmentBank AG

Kategorie: offensiv & flexibel
(3 Jahre)
Im Test: 583 Fonds
Ausgabe 11/2020



Lieber Leser/-in,

selbst einen eingefleischten Optimisten konnten die vergangenen Wochen die Laune regelmäßig verderben. Der Julibeginn fühlte sich börsenseitig im Gegensatz zum Wetter zeitweise wie eine kleine Eiszeit an. In der Öffentlichkeit hörte man nur noch von Risiken und wartete geradezu mit Bauchkrümmen auf den Beginn der Berichtssaison für das zweite Quartal. Nun stehen wir mittendrin, die präsentierten Zahlen waren bei weitem besser ausgefallen als befürchtet.

Auch in der Öffentlichkeit gab es zwischenzeitlich einen Themenwechsel. Das neue Thema heißt Rezession und nicht mehr Inflation, wie man auch an der Entwicklung der Kapitalmarktzinsen¹ sehen kann. Das kommt nicht gerade ungelegen, denn es gäbe den Notenbanken Luft für eine Pause in den Zinserhöhungen am Geldmarkt². Auch die Aktienmärkte konnten sich zwischenzeitlich von ihren Tiefstständen entfernen. Ob daraus nur eine Gegenbewegung im weiteren Abwärtstrend wird oder ein neuer Aufwärtstrend, bleibt vorerst im Dunkeln. So ist das Verbrauchervertrauen im Juli weltweit stark eingebrochen, was sich am Ende negativ auf das Konsumverhalten auswirken dürfte. Das förderte die Zurückhaltung an den

Börsen. Growth oder Value bei der Aktienausswahl ist nicht der richtige Ansatz, eher die nach Krisengewinnern und – verlierern, oder Branchen, die zu massiv abgestraft worden sind und nun die Chance auf eine zumindest temporäre Erholung aufweisen. Das gilt für Unternehmensanleihen gleichermaßen. Die haben allerdings den Vorteil, in naher oder ferner Zukunft zum Nominalwert zurückbezahlt zu werden.

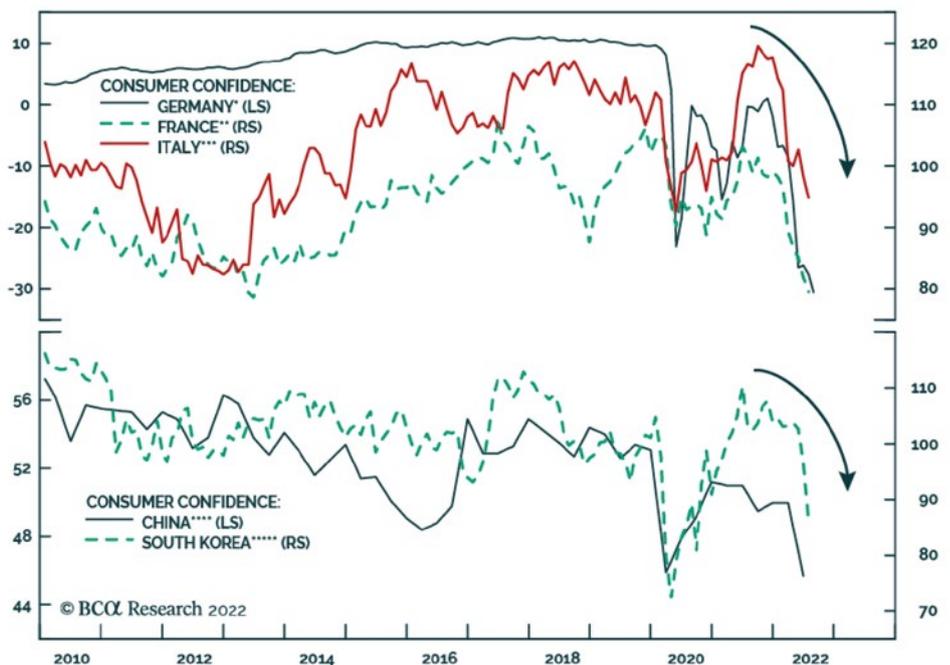
Bleiben am Ende wieder einmal die geopolitischen Risiken, die als unkalkulierbare Größe alle wirtschaftlichen Prognosen überlagern. Auf die wollen wir in der vorliegenden Ausgabe natürlich auch eingehen.

Herzlichst,
Ihr

Norbert Hagen

Verbrauchervertrauen kippt

Grafik 1



¹ Laufzeiten ab zwei Jahre
² Laufzeiten bis zwei Jahre

Titelbild: IvanStudenov, CC BY-SA 4.0
<<https://creativecommons.org/licenses/by-sa/4.0/>>,
via Wikimedia Commons



Vor der Sommerpause

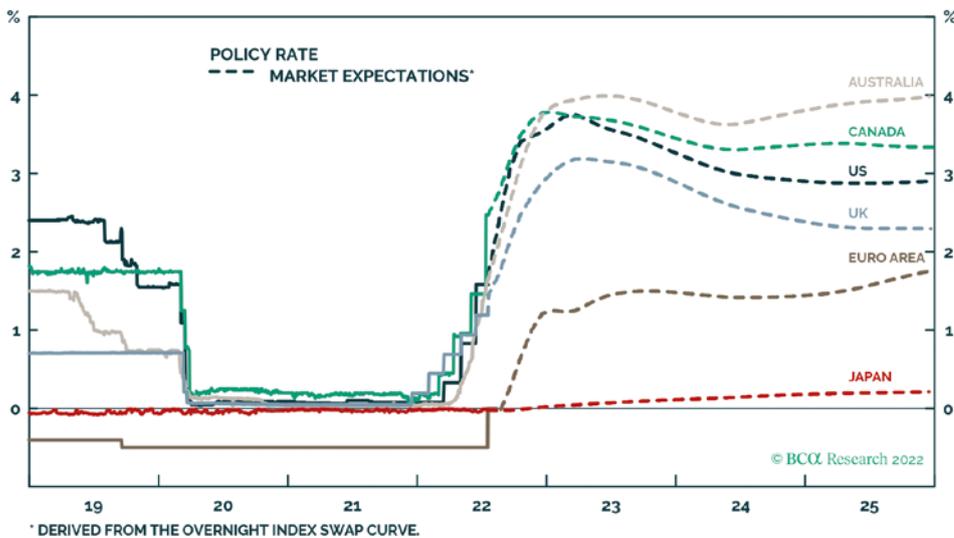
Die US-Wirtschaft schrumpfte im zweiten Quartal mit einem Tempo von 0,9 % zum zweiten Mal in Folge und verschärfte damit die Debatte darüber, ob die USA bereits in

eine richtige Rezession geraten sind. Das Bruttoinlandsprodukt, eine Art Gradmesser für die Wirtschaft, war schon in den ersten drei Monaten des Jahres um 1,6 % zurückge-

gangen. Zwei aufeinanderfolgende Quartale mit rückläufigem BIP werden per Definition als Rezession angesehen. Vom Wall Street Journal befragte Ökonomen hatten für das zweite Quartal hingegen einen Anstieg des BIP um 0,3 % erwartet. Diese Zahlen sind bereits um die Inflation bereinigt. Die zwei aufeinander folgenden Rückgänge des BIP sind die ersten seit der Großen Rezession 2007-2009. Ein Abflauen der Unternehmensinvestitionen und sinkende Lagerbestände waren weitgehend für das negative BIP-Ergebnis im zweiten Quartal verantwortlich. Auch die Staatsausgaben gingen stark zurück. Einziger Lichtblick: Die Verbraucherausgaben, der wichtigste Motor der Wirtschaft, stiegen annualisiert um 1 %, doch war dies das geringste Plus seit Beginn der Erholung von der Pandemie. Und der ISM-Einkaufsmanagerindex für den Juli fiel zwar auf den niedrigsten Wert seit Juni 2020, lag mit 52,8 Punkten aber noch deutlich über der Wachstumsschwelle von 50. Aber das Verhältnis von Neuauträgen zur laufenden Produktion zeigt eine Eintrübung und kann quasi als Vorankündigung einer weiteren Schwäche im ISM-Einkaufsmanagerindex interpretiert werden. In den USA zeigen sich neben den enttäuschenden Flash-PMIs negative Wachstumsindikatoren wie der abrupte Rückgang im US-Wohnungsbau und ein weiterer Anstieg der wöchentlichen Anträge auf Arbeitslosenunterstützung.

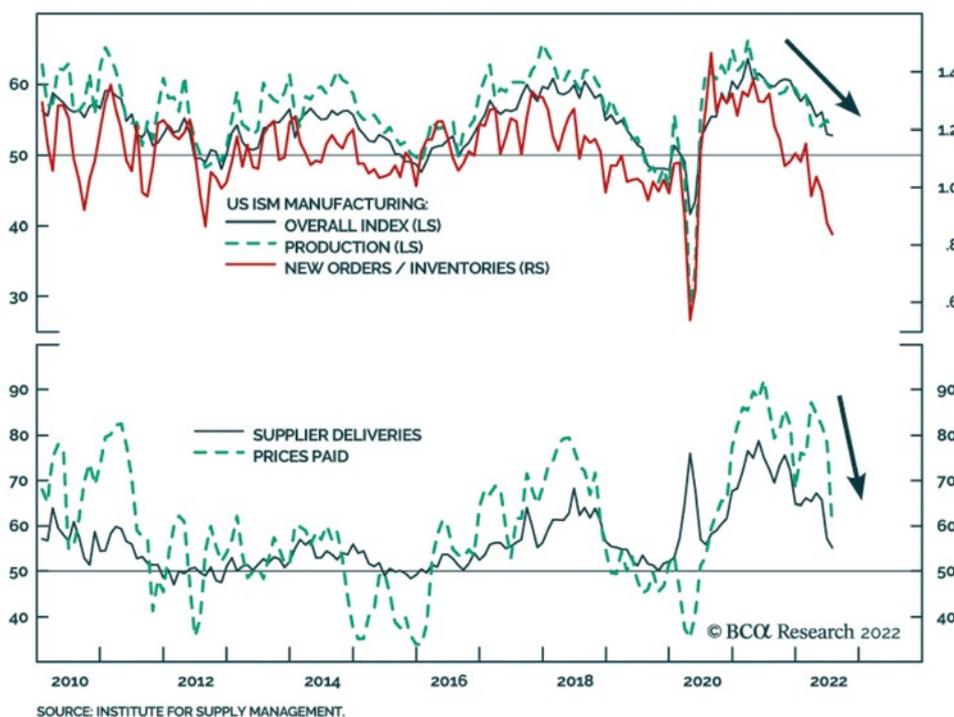
2023 ohne Leitzinserhöhungen

Grafik 2



US-Einkaufsmanagerindex im Rückwärtsgang

Grafik 3



Die übereinstimmende Ansicht der Investoren scheint dieser Tage zu sein, dass die USA zumindest auf eine Rezession zusteuert, was dazu führen müsste, dass Aktien für den Rest des Jahres fallen, soweit auch die Gewinnsschätzungen gesenkt werden. Auf Sicht bis 2023 erwarten die meisten Anleger dann eine Erholung in den Kursen, da die Fed beginnen müsste, die Zinsen zu senken, um



Aktienindices – ambitionierte Ziele zum Jahresende

Grafik 4

Equities	Current	Dec-22
S&P 500	3,971	4,800
MSCI Eurozone	228	275
FTSE 100	7,276	8,150
TOPIX	1,956	2,100
MSCI EM (\$)	991	1,300
MSCI China	70	116
MSCI Korea	741	980
MSCI Taiwan	582	780
MSCI India	1,942	2,000
Brazil (Ibovespa)	99,221	125,000
Mexico (MEXBOL)	47,369	54,400
MSCI South Africa (USD)	408	521

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

wiederum die Rezession zu adressieren. Diese leichte Rezession ist allerdings in den Kursen bereits eingepreist, der Höhepunkt der Fed-Zinsschritte liegt ebenfalls hinter uns. Soweit zum Konsens.

Eine andere – unseres Erachtens wahrscheinlichere Variante – ist die folgende: Obwohl die Risiken für das Wachstum zwar zugenommen haben, werden die USA wahrscheinlich eine Rezession in den nächsten 12 Monaten vermeiden können. Das gibt für die Aktien ausreichend Raum, um bis zum Jahresende zu steigen. Davon geht auch die US-Investmentbank JP Morgan aus, wie die Tabelle zeigt. Zu Beginn des Jahres 2023 könnte es dann offensichtlich werden, dass die US-Notenbank keinen Grund hat, die Zinsen zu senken. Den Aktien, die in der Breite negativ mit dem Zins korrelieren, würde das weniger gut bekommen, so dass sie einen Teil der Gewinne wieder abgeben würden. Das könnte auf Sicht durchaus zu

einem Nullsummenspiel werden. Hinzu käme, dass der neutrale Zins – der Zinssatz bei Vollbeschäftigung und stabiler Inflation – in den USA höher ist als derzeit eingepreist. Am Ende müssten die Unternehmensgewinne mit diesem höheren Satz abgezinst werden, was wiederum auch zu geringeren Unternehmenswerten führt. Ein neutraler Zinssatz, der höher ist als erwartet, erhöht zudem das Inflationsrisiko, da es die Fed veranlassen könnte die Geldpolitik unbeabsichtigt zu locker zu halten. Die Inflation wird aber in den kommenden Monaten erst einmal deutlich zurückgehen, da Engpässe in den Lieferketten nachlassen.

Außerhalb der USA sind die Aussichten schwieriger zu deuten. Die rückläufigen Einkaufsmanagerindizes der Euroregion vom Juni begründen, warum eine Rezession wahrscheinlicher wird. Der Einbruch bei den Auftragseingängen und der Anstieg der Vorräte deuten ebenfalls auf eine Kontrak-

tion hin. In Europa gilt daher eine Rezession in der zweiten Jahreshälfte als sicher. Wir erwarten aber, dass die Rezession relativ kurzlebig sein wird, da die europäischen Regierungen aggressiv vorgehen, um die Gasverknappung durch verschiedene Einkommensunterstützungsprogramme für den privaten Sektor abzumildern.

Das chinesische Wachstum dürfte sich in der zweiten Jahreshälfte hingegen weiter erholen. Allerdings sind das Gespenst künftiger Lock-Downs, sowie die Verlagerung der globalen Ausgaben von Gütern zu Dienstleistungen noch nicht vertrieben. Der schwächelnde Immobiliensektor wird weiterhin die Aktivität in der Volksrepublik belasten. Eine Abwärtsspirale im Wohnungsbau, die das Wachstum des chinesischen BIP-Wachstum um bis zu einem Prozentpunkt verringern könnte, wenn von der Regierung nicht angemessen eingedämmt wird, ist derzeit das größte Risiko für die Volksrepublik.

Die globalen Aktienmärkte scheinen die schwachen Wirtschaftsdaten im Augenblick weitgehend zu ignorieren und konnten sich zum Ende Juli hin wieder erholen. Darüber hinaus sind die Schwankungsbreiten von Aktien und Anleihen weiter gesunken und reagieren damit wenig auf die zunehmenden Anzeichen einer Rezession. Diese Stabilität der Märkte gegenüber schwachen Makrodaten ist unserer Ansicht nach auf zwei Hauptfaktoren zurückzuführen. Erstens ist die Positionierung der Aktieninvestoren insgesamt gering und zweitens ein großer Teil der negativen Gesamtnachrichtentlage in den Kursen bereits enthalten.



Daneben gab es im Juli insbesondere zwei wichtige positive Entwicklungen. Erstens nahm Russland die Gaslieferungen nach Europa über Nord Stream 1 mit derzeit etwa 20 % des normalen Flusses wieder auf. Diese Entwicklung verringert vorerst die Wahrscheinlichkeit einer weit verbreite-

Eurozone und für die Euro-Finanzmärkte, da es das Risiko eines starken und abrupten Anstiegs der Renditenaufschläge der Peripheriestaaten aushebelt.

Zu den positiven Aspekten zählt der jüngste Rückgang der längerfristigen US-Inflations-

zukünftigen Fed-Politik, indem sie ein früheres Ende der Zinserhöhungen (Januar 2023 vs. August 2023 Mitte Juni) auf einem niedrigeren Niveau (3,3 % derzeit gegenüber einem Höchststand von 4 % Mitte Juni) abbilden. Wir bleiben daher vorsichtig optimistisch für Aktien und Anleihen in den kommenden Monaten.

Extreme Preisrückgänge bei verschiedenen Rohstoffen

Grafik 5

	Current	YTD Peak	Change
Nickel (\$)	21455.0	48211.0	-55.5%
Wheat (\$)	773.5	1425.3	-45.7%
Iron Ore (\$)	92.1	147.7	-37.6%
Aluminium (\$)	2421.3	3875.5	-37.5%
Palladium (\$)	2006.5	2979.9	-32.7%
Natural Gas (€)	163.4	212.0	-22.9%
Brent Crude Oil (\$)	104.5	128.0	-18.3%

Source: Bloomberg Finance L.P.

ten Gasrationierung und damit eines stärkeren wirtschaftlichen Abschwungs in Europa. Denn der derzeitige europäische (TTF³) Gaspreis enthält mit rund 190 € pro MWh eine Menge negativer Nachrichten. Zweitens hat die EZB mit „TPI“⁴ ihr neues Anti-Fragmentierungs-Instrument vorgestellt. Das Instrument wurde einstimmig von allen Mitglieder des EZB-Rates beschlossen, obwohl es keine Ex-ante-Limit oder andere Beschränkungen (z. B. kein Kapitalschlüssel, keine Emissionslimit) beinhaltet. Die EZB lebt wahrscheinlich in der Hoffnung, es nie einsetzen zu müssen, und es besteht die Chance, dass sie damit erfolgreich sein wird. Das TPI der EZB ist unserer Meinung nach eine wichtige Stütze für die Wirtschaft der

erwartungen, die in der letzten Veröffentlichung der University of Michigan von 3,1 % auf 2,8 % zurückgingen. Das ist eine ziemlich starke Veränderung, der letzte Wert war der niedrigste Wert seit einem Jahr. Markt-basierte Messgrößen für längerfristigen Inflationserwartungen sind in den letzten Wochen ebenfalls gefallen. Der Rückgang der Inflationserwartungen sollte die Befürchtung einer Verankerung der US-Inflationserwartungen auf zu hohem Niveau verringern und einen akkomodativen Schwenk der Fed erleichtern, falls sich eine stärkere Rezession bestätigt. Als Reaktion auf die wirtschaftliche Schwäche und rückläufigen Inflationserwartungen spüren die Zinsmärkte bereits eine Kehrtwende in den Erwartungen der

Den Regimewechsel von Inflation zu Rezession sieht man an den Terminkursen für Rohstoffe. Zwar hat sich die weltweite Verringerung der Rohstoffvorräte im Juli beschleunigt, nachdem sie im letzten Monat ein Plateau erreicht hatte. Seitdem sind die Preise auf den Terminmärkten in Vorwegnahme der drohenden Rezession erst einmal stark eingebrochen.

Auf globaler Basis bestätigt sich die Entwicklung an den Kassamärkten noch nicht, denn die Rohstoffvorräte sind weltweit auf unter 64 Verbrauchstage gefallen. Das ist der erste Rückgang seit März. Ohne China gingen die handelbaren Vorräte auf 51 Verbrauchstage zurück. Ein saisonbedingter Abbau der Vorräte ist im Juli zwar üblich, wofür Öl und Ölprodukte, sowie Agrarrohstoffe für den monatlichen Rückgang verantwortlich sind. Die handelbaren Rohstoffvorräte bleiben also kritisch niedrig, die Fülle der verfügbaren Vorräte beim führenden Rohstoffverbraucher und -importeur China hingegen sind beträchtlich. Einschließlich der börsennotierten, sichtbaren kommerziellen und strategischen Lagerbestände hält China derzeit schätzungsweise 94 % (+1 % auf Monatsbasis) der weltweiten Kupfervorräte, 77 % (+2 % auf Monatsbasis) des weltweiten Alu-

3 TTF steht für Title Transfer Facility (TTF) ist ein virtueller Handelspunkt im niederländischen Gasnetz, über den der Erdgas-Handel für die Niederlande abgewickelt wird. Abgerechnet wird in Euro pro MWh.

4 Transmission Protection Instrument



miniums, 67% des Mais (-1% auf Monatsbasis), 51% des Weizens (0% auf Monatsbasis), 35% der Sojabohnen (- 1% auf Monatsbasis) und 22% des Rohöls. Fazit: Die weitere Entwicklung der Rohstoffpreise hängt stark von der weiteren konjunkturellen Entwicklung in China ab, ebenso wie vom weiteren Fortgang im Ukrainekrieg.

Die chinesische Führung wird ihr geheimes Jahrestreffen in Beidaihe im August vor dem wichtigen nationalen Kongress der Kommunistischen Partei im Herbst abhalten. Generalsekretär Xi Jinping versucht, seine Stellung als überragender Führer in China zu etablieren, vergleichbar mit dem Vorsitzenden Mao Zedong, um Chinas Regierung von einer Ein-Parteien-Herrschaft in eine Alleinherrschaft zu überführen. Die Rückkehr zu einer autokratischen Regierung geht mit einer noch nie dagewesenen wirtschaftlichen Verlangsamung einher. Dafür stehen zyklische Faktoren (schwache Inlandsnachfrage, nachlassende Auslandsnachfrage, drakonische Covid-19-Beschränkungen) und strukturelle Faktoren (Rückgang der Arbeitskräfte, Arbeitskräfteabbau, Zusammenbruch des Immobiliensektors, sozialer Wandel und potenzielle Unruhen) als Ursache fest.

Sowohl Xi als auch US-Präsident Biden stehen vor großen innenpolitischen Herausforderungen in den kommenden Monaten mit dem Parteikongress und den US-Zwischenwahlen. Daher führen sie Gespräche, um die Beziehungen zu stabilisieren. An einem Erfolg kann berechtigt gezweifelt werden. China kann zwar Russlands strategisches Angebot einer Partnerschaft nicht zurückweisen, während die USA es sich nicht leisten können, sich erneut mit einem China einzulassen, das sich mit Russland verbündet, um die liberal-demokratische Weltord-

nung herauszufordern. Außerdem ist die US-Politik unbeständig und die USA können China nicht glaubhaft versprechen, dass sie keine Eindämmungsstrategie verfolgen werden, selbst wenn China Handelszugeständnisse anbietet. Unterm Strich werden auf China bezogene wirtschaftliche und geopolitische Risiken mindestens bis nach dem zwanzigsten Parteitag sehr hoch bleiben. Zu diesem Zeitpunkt erwarten wir, dass Präsident Xi eine Reihe von Maßnahmen zur Stabilisierung der Wirtschaft und er Außenhandelsbeziehungen ergreift. Diese Politik könnte im Jahr 2023 für die Aktien sogar positive Nachrichten bringen.

Wie könnte es mit Russland weitergehen? Russlands fortgesetzte Verknappung der Erdgaslieferungen (und Lebensmittelexporte) in dieser Woche ist genau das, was nach einer Welle von Wunschdenken der Investoren im vergangenen Monat nicht hätte passieren dürfen. Die Optimisten behaupteten, Russland würde die Nord Stream 1-Pipeline nach einer regulären „Wartungsperiode“ wieder aufnehmen und formulierten die These, dass Kanadas Kooperation bei der Lösung einiger „technische“ Probleme im Zusammenhang mit Turbinen die Erdgasversorgung stabilisieren würde. Die Wahrheit ist, dass Russland seine Kriegsziele in der Ukraine zu erreichen sucht und hierzu eine Reihe von Druckmitteln einsetzt - darunter eben die Verknappung von Lebensmitteln und Energielieferungen.

Höchstwahrscheinlich wird Russland seinen Vormarsch nach der Eroberung des Donbass und der Donbass-Region, sowie der Landbrücke zur Krim stoppen. Dann wird es versuchen, seine Eroberungen durch ein Waffenstillstandsabkommen zu legitimieren. Alternativ könnte Russland auch eine

neue Phase des Krieges einleiten und versuchen Odessa und Transnistrien zu erobern, was eine neue Runde von Sanktionen durch den Westen auslösen würde. Unterm Strich: Russland steht vor einer Weggabelung, sobald es die Eroberung von Donezk abgeschlossen hat. Danach könnte ein Sieg verkündet werden und auf einen Waffenstillstand Ende dieses Jahr oder Anfang nächsten Jahres hingearbeitet werden. Eine Annäherung an einen Waffenstillstand würde das geopolitische Risiko für globalen Finanzmärkten im Jahr 2023 entscheidend reduzieren – allerdings mit dem latenten Resrisiko, dass Russland in einer neuen Invasion auf die östliche Republik Moldau ausweiten könnte, was zu einer erneuten Eskalation des übergreifenden Russland-West-Konflikts führen würde.

Biden und Putin im Mittleren Osten: geopolitische Lagerbildung setzt sich fort.

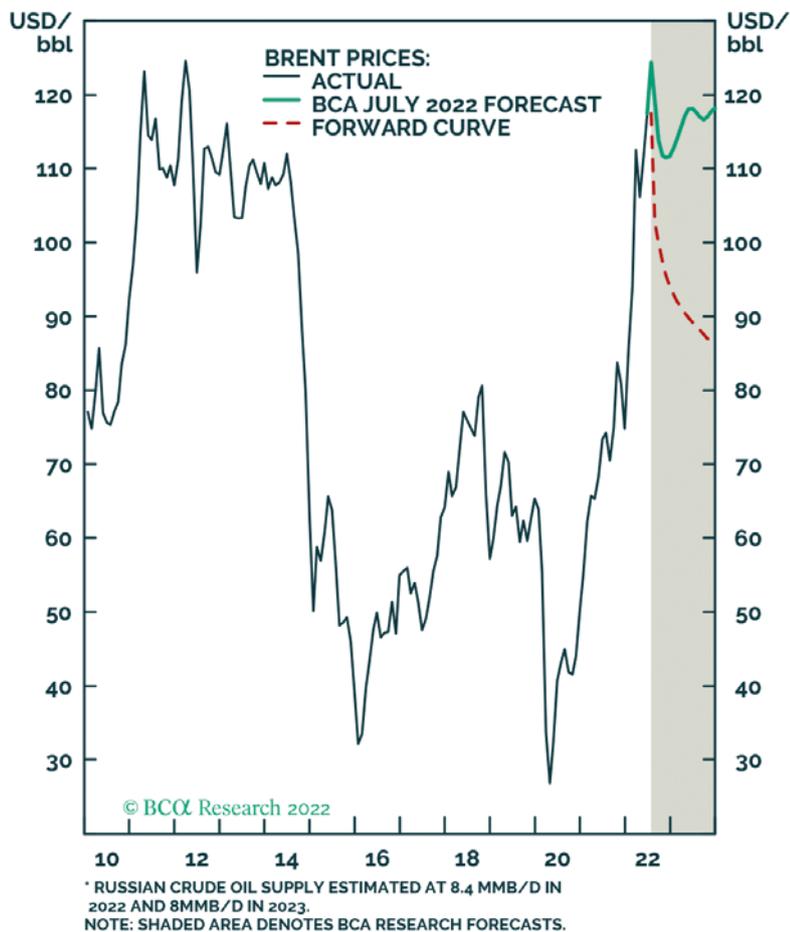
US-Präsident Joe Biden besuchte im Juli Saudi-Arabien in einem verspäteten Versuch, von der OPEC Zugeständnisse in der Erhöhung der Ölproduktion zu erreichen und so indirekt die Preissteigerungen vor den US-Zwischenwahlen im November umzudrehen. Biden traf sich auch mit der israelischen Führung, um den Iran abzuschrecken.

Die USA und Israel haben eine gemeinsame Erklärung abgegeben die ihre rote Linie gegen die iranische nukleare Bewaffnung dokumentiert. Inzwischen behaupteten die Iraner, sie hätten genügend hochangereichertes Uran für den Bau einer nuklearen Atomwaffe. Die bereits 2020 zwischen Israel und Saudi-Arabien formierte Koalition zahlt sich nun aus. Diese strategische Entspannung hat einen langen Atem, weil sie ein gegennütziger Versuch der verschiedenen Na-



Brent: Prognose

Grafik 6



tionen ist, sich gegen gemeinsame Rivalen, insbesondere den Iran, zu schützen.

Die USA und Saudi-Arabien bekräftigten ihre Partnerschaft trotz der wiederholten Zwiste im letzten Jahrzehnt. Der Grund für die schwierige Lage sind die Energieunabhängigkeit der USA einerseits und Chinas wachsende Bedeutung in der Region, sowie die Versuche der USA, die Beziehungen zum Iran zu normalisieren. Diese Trends haben die Saudis an der Unterstützung der USA zweifeln und China als eine strategische Absicherung betrachten lassen. Präsident Biden trat sein Amt mit dem Ziel an das

Iran-Abkommen neu zu gestalten und die Waffenverkäufe an Saudi-Arabien zu stoppen.

Was nun die globalen Investoren interessiert, ist ob die Saudis und die OPEC mehr Öl pumpen werden. Die Saudis würden die Produktion erhöhen, um die Konjunktur zu retten, nicht aber um den US-Demokraten Wahlhilfe zu gewähren.

Dementsprechend lautete die Aussage, dass sie die Produktion nur erhöhen werden, wenn es eine ausreichende weltweite Nachfrage besteht. Gleichzeitig, wenn die weltweite Nachfrage wieder anzieht, werden die

Saudis nicht wollen, dass die globale Angebotsbeschränkungen zu „Strafpreisen“ führen, die dann den Aufschwung begrenzen oder den Konjunkturzyklus kippen. Schließlich würde eine globale Rezession die saudischen Staatskassen leeren, die die Wirtschaftsreformen des Regimes zurückwerfen, die soziale Probleme verschärfen und möglicherweise politischen Unmut erregen. Daher werden die Saudis die Produktion derzeit nicht wesentlich erhöhen, bis sie die Aussichten mit den anderen Mitgliedern des OPEC-Kartell im August und September diskutiert haben, wenn die Vereinbarung zur Produktionssteigerung vom Juli 2021 ausläuft. So könnten bei einer weiteren Eskalation im Energiekrieg zwischen der EU und Russland die Preise bis zum vierten Quartal 2023 in einem Extremszenario auf über 220 \$ pro Barrel anziehen, während ein wirtschaftlicher Zusammenbruch der Weltkonjunktur Brent bis auf 60 \$ pro Barrel drücken könnte. Die Mitte läge bei rund 117 US-\$ für das Barrel Brent.

Der russische Präsident Wladimir Putin seinerseits suchte auf seiner Reise in den Iran einen Verbündeten in seinem Konflikt mit dem Westen. Gleichzeitig verhandelte er mit dem türkischen Präsidenten Recep Erdogan, der sich als regionaler Machtvermittler positionieren will, über ukrainische und russische Getreidetransporte auf dem Seeweg nach Afrika und dem Nahen Osten. Dort soll Russland nicht als Feind wahrgenommen werden, der Krieg über Nahrungsmittel ohne Rücksicht auf Kollateralschäden führt.

Russland umwirbt den Iran und ermutigt ihn, seine Kräfte gegen das amerikanische Imperium zu stellen. Der Iran plant seinerseits Drohnen an Russland für den Einsatz in



der Ukraine zu verkaufen, während Russland die nukleare und Verteidigungszusammenarbeit mit dem Iran fördert. Putins Reise unterstrich eine wachsende strategische Partnerschaft trotz eines niedrigen Niveaus der wirtschaftlichen Beziehungen. Russland hat zwar kein Interesse an einem nuklear bewaffneten Iran, aber keine Angst vor dem Iran und es würde enorm davon profitieren, wenn die USA und Israel in einen neuen Krieg verwickelt würden, der den Nahen Osten destabilisieren würde. Die Ölpreise würden steigen, die USA wären abgelenkt, und Europa wäre noch verwundbarer.

Es ist jedenfalls klar, dass die USA entschlossen sind, den Iran daran zu hindern, Atomwaffen zu erhalten, selbst wenn dies ein militärisches Eingreifen erfordert. Biden hatte in Israel ausdrücklich erklärt, dass die USA „alle Instrumente der nationalen Macht“ einsetzen werden, um dieses Ergebnis zu verhindern. Nach dem Tonfall der Erklärung zu urteilen, haben offensichtlich die Israelis das Dokument verfasst und Biden unterzeichnete es. Israels Begin-Doktrin – die besagt, dass Israel bereit ist, unilateral und präventiv anzugreifen, um einen feindlichen Nachbarn daran zu hindern, Atomwaffen zu erhalten - wurde ebenfalls bekräftigt.

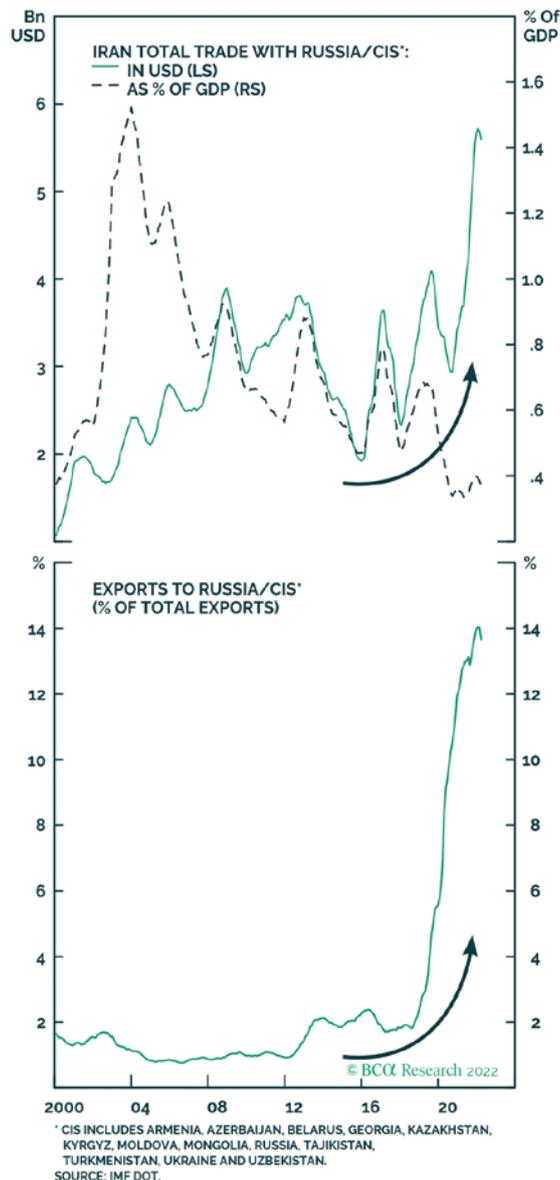
Die USA unternehmen nun offensichtlich einen letzten Versuch, den Iran einzuschüchtern und dem Abkommen wieder beizutreten. Dies ist möglich, ungeachtet der Freundschaft Ayatollah Khameneis mit Putin und seiner Kritik an der Beitrittspolitik der Nato. Der Iran wird sich sehr genau überlegen müssen, was er als Nächstes tut. Khamenei ist gerade 83 Jahre alt geworden und versucht, den Machtwechsel und das Überleben der Islamischen Republik nach seinem Tod zu sichern. Die iranische Wirt-

schaft, die von der Rohstoffkonjunktur beflügelt wird, ist allerdings nicht so schwach, dass Khamenei zur Kapitulation gezwungen wird. Anders als im Jahr 2015, als der Ölpreis kollabierte und sein Land diplomatisch isoliert war, ist heute die Wirtschaft einigermaßen resilient gegen den Sturm der Sanktionen der USA.

Kurz gesagt: die US-Regierung kann leicht die Bevölkerung mobilisieren, Luftangriffe zu akzeptieren, um Iran an der Entwicklung von Atomwaffen zu hindern, weil eine latente Feindseligkeit gegenüber dem Iran in beiden politischen Lagern besteht.

Iran – Russland: bislang geringer Handel belebt sich

Grafik 7





EZB-Politik: TPI – neues Instrument für alte Probleme

Am 21. Juli hatte die Europäische Zentralbank (EZB) die Zinssätze um 50 Basispunkte erhöht - die erste Zinserhöhung seit elf Jahren und das dritte Mal in ihrer Geschichte, dass sie die Zinsen um einen so großen Schritt erhöht. Im Gegenzug für dieses abrupte Ende der Negativzinsen, haben die gemäßigten Mitglieder im EZB-Rat die Schaffung des sog. Transmissionsschutzinstruments (Transmission Protection Instrument, kurz „TPI“) ins Leben gerufen. Das ist eine neue Fazilität zur Begrenzung des Fragmentierungsrisikos bei Renditen von Staatsanleihen in der Eurozone.

Diese beiden Schritte werfen drei wichtige Fragen auf: Wird die EZB die Zinsen in den kommenden Monaten so aggressiv erhöhen? Haben die Renditen der Staatsanleihen von Peripherieländern ihren Höhepunkt erreicht? Und: Wird die Androhung von TPI-Käufen ausreichen, um die Risikoprämien zu begrenzen, oder wird die EZB das Programm in den kommenden Monaten aktivieren?

Um diese Fragen zu beantworten, muss der neutrale Realzinssatz in den vier größten Volkswirtschaften der Eurozone ermittelt werden. Es gibt zwar Spielraum für die EZB die Leitzinsen zu erhöhen, doch die großen Unterschiede beim neutralen Realzinssatz zwischen den europäischen Ländern deuten darauf hin, dass der TPI-Mechanismus aktiviert werden muss, um die Anleihemärkte der Peripherieländer zu stabilisieren, vor

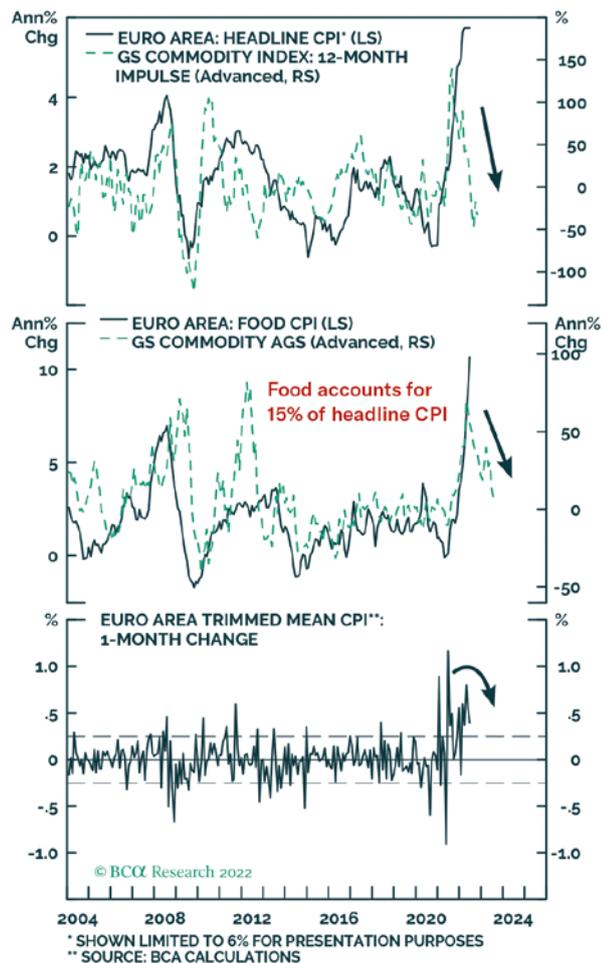
allem die italienischen Staatsanleihen. Für einen Investor sind BTPs langfristig noch attraktiver geworden, obwohl die Volatilität wohl kurzfristig erhöht bleiben dürfte, da die Märkte Entschlossenheit der EZB sicher testen werden.

Was war passiert?

Was die Zinssätze betrifft, war die wichtigste Schlussfolgerung aus der EZB-Sitzung, dass die Forward Guidance aufgegeben wurde. Die EZB ist nun vollständig von der Auswertung aktueller Daten abhängig und

Scheitelpunkt in der Inflation voraus

Grafik 8





jede geldpolitische Sitzung wird eine Live-Sitzung mit offenem Ausgang – was Beschlüsse betrifft – werden. Eine weitere Zinserhöhung ist für die Septembersitzung sicher, allerdings in einer Bandbreite von 25 Basispunkten und möglicherweise 75 Basispunkte, falls die EZB eine weitere Straffung „vorziehen“ will. Die einzige Richtschnur wird der Ausblick für die Inflation sein. Einen baldigen Höhepunkt der Inflation in der Eurozone dürfte es geben, vor allem wegen des Rückgangs der Rohstoffpreise und der Verlangsamung der Nahrungsmittelinflation. Auf Monatsbasis war im Juni jedoch die Gesamtinflation bei 8,6 % und die Kerninflation bei 3,7 %. Es ist allerdings unwahrscheinlich, dass die Inflation bis zur September-Sitzung so weit zurückgehen wird, um die EZB zu veranlassen, einen Rückgang der Inflation bis 2024 unter ihr Ziel von 2 % zu fallen und daher dann keinen Zinsschritt nach oben vorzunehmen. Vor dem Basisszenario, dass die EZB sich im September für eine Anhebung um 50 Basispunkte entscheiden wird. Im weiteren Verlauf kann es natürlich angesichts einer Beruhigung an der Inflationsfront in den Sommer 2023 hinein zu kleineren bis hin zu keinen Zinserhöhungen mehr kommen. Von einem EZB-Zins zwischen 1 und 1,5 % wird in den Erwartungen für 2023 jedenfalls ausgegangen. Außerdem verlangsamt sich die europäische Wirtschaftsleistung, wie die Rückgänge bei den ZEW-Wachstumserwartungen und der Einkaufsmanagerindizes, die Ende Juli veröffentlicht wurden, bereits zeigten. Diese Verlangsamung wird es der EZB ermöglichen, ihre Inflationsprognose im Laufe der Zeit zurückzunehmen.

Die Ankündigung des TPI war die andere wichtige Entwicklung auf der letzten EZB-Sitzung. Der TPI wurde einstimmig unterstützt. Darüber hinaus werden die Ankäufe von Vermögenswerten unbegrenzt bleiben und der EZB-Rat über einen großen Ermessensspielraum bei der Umsetzung verfügen. Dies sind drei wichtige Merkmale, die dem Programm viel Glaubwürdigkeit verleihen. Allerdings muss das Programm erst noch aktiviert werden.

Zuviel Optimismus ist allerdings fehl am Platz, denn die Existenz des TPI-Mechanismus allein wird die Risikoaufschläge der Peripherie nicht einschränken, ohne dass die EZB Anleihen kaufen muss. Der Markt wird herausfinden müssen, was der EZB-Rat als „ungerechtfertigte“ und „ungeordnete“ Bewegungen betrachtet, insbesondere in einem Kontext, wo nach dem Scheitern der Regierung Draghi Italiens Engagement für Reformen genau dann in Frage gestellt wird, wenn die Zinssätze zu steigen beginnen. Außerdem verhinderte die flexible Reinvestition der PEPP-Rückflüsse eben nicht, dass sich die BTP/Bund-Spreads ausweiteten.

Unterm Strich: Die EZB-Sitzung der vergangenen Woche war ein wegweisendes Moment. Die EZB hat nicht nur acht Jahre negativer Zinssätze auf einmal aufgegeben, sondern auch ein ehrgeiziges Programm, das darauf abzielt, die Peripherie Spreads zu begrenzen, wenn auch mit einer gewissen Volatilität.

Während der Pressekonferenz verweigerte Präsidentin Christine Lagarde eine Antwort auf die Frage zum neutralen Zinssatz für

ganz Europa. Wir haben Sympathie für ihre missliche Lage. Das größte Problem der EZB ist gerade, dass es nicht einen einzigen neutralen Zinssatz für den gesamten Euroraum gibt, sondern neunzehn individuelle neutrale Zinssätze für jedes Land der Eurozone ermittelt werden können – mit großen Unterschieden zwischen ihnen. Die Unterschiede zwischen den neutralen Sätzen in der Eurozone sind allerdings der entscheidende Faktor, wie weit und wie schnell die EZB die Zinsen erhöhen kann. Sie sind auch der Hauptgrund, warum die EZB auf eine Buchstabensuppe zinspolitischer Maßnahmen zurück greift (APP⁵, PEPP⁶, LTRO⁷ und jetzt auch TPI), um angemessene monetäre Bedingungen im gesamten Block aufrechtzuerhalten.

Aber wie groß sind die Unterschiede zwischen den neutralen Zinssätzen? Um diese Frage zu beantworten, kann man auf die Methodik von Holston, Laubach und Williams (HLW) von der San Francisco Fed zur Schätzung des neutralen Realzinses – oder englisch „r-star“ zurückgreifen.

Wir konzentrieren uns auf die vier größten Volkswirtschaften des Euroraums – Deutschland, Frankreich, Italien und Spanien. Sie stehen zusammen für 70 % des BIP. Angewandt auf die länderspezifischen Inflationserwartungen (Basis gleitender Zehnjahres-Durchschnitt) führt die Methodik zu einer Bandbreite des langfristigen Realzinses von 0 % in Deutschland bis hin zu minus 0,8 % in Italien. Für die Eurozone ermittelt sich daraus ein Realzins von minus 0,3 %. Berücksichtigt man die letzte 0,5 %ige Zinserhöhung, läge der langfristige Realzins in der Euroregion derzeit bei minus 1,2 %, bzw. bei minus 3,7%, wenn wir die bereits erwähnte Kern-Ver-

5 APP: Asset Purchase Program

6 PEPP: Pandemic Emergency Purchase Programme

7 LTRO: longer-term refinancing operations



braucherpreisinflation einfließen lassen. Damit ist die EZB-Politik derzeit für alle vier Länder akkommodierend und keinesfalls restriktiv.

In einer zweiten Variante wird zusätzlich die Verschuldung der jeweiligen Volkswirtschaft im Sinne des Verhältnisses der gesamten Schulden außerhalb des Bankensektors im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt adressiert. Die Logik spiegelt die Vorstellung wider, dass eine ungünstige Schuldendynamik eine Hauptursache hinter der europäischen Staatsschuldenkrise 2011/12 war, die die EZB dazu zwang Kurs zu ändern, nachdem sie den Reposatz zweimal im Jahr 2011 erhöht hatte. Außerdem schränkt eine hohe Schuldenlast nicht nur die Fähigkeit der verschiedenen Länder, höhere Zinsen zu verkraften, ein. Sie ist oft mit einer Fehlallokation von Kapital verbunden und drückt das BIP-Wachstum im Vergleich zu Ländern mit geringerer Verschuldungsquote. Unter diesem Blickwinkel weichen die langfristigen Realzinsniveaus der vier Länder noch extremer voneinander ab. Während es in Deutschland an der Null-Linie bleibt, finden sich Frankreich, Spanien und Italien bei minus 1,2 bis 1,3 % wieder.

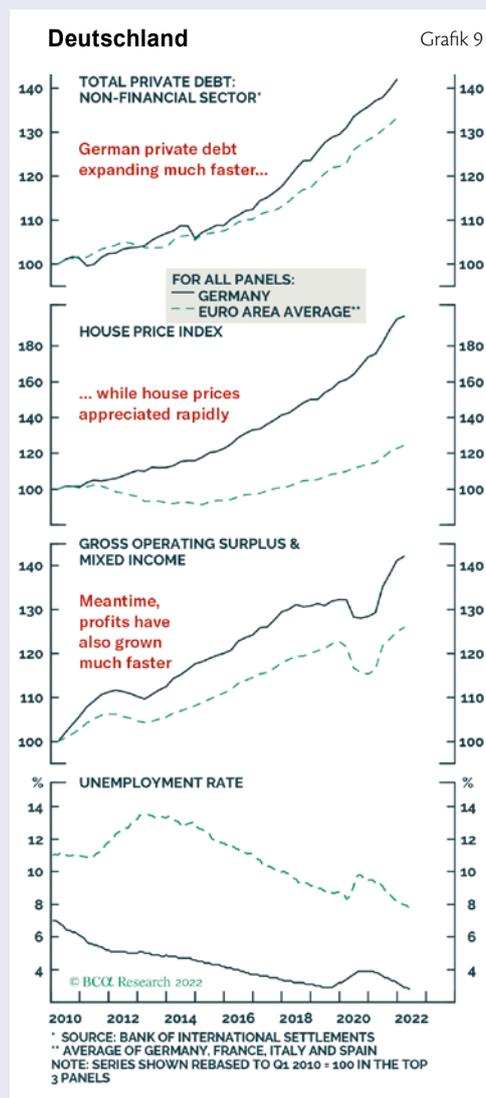
Wie plausibel ist dieses Ergebnis? Eine länderspezifische Evaluierung zeigt dessen Korrektheit. Um zu diesem Urteil zu gelangen, wurde jedes Land nach den folgenden vier Aspekten bewertet:

– Anhäufung von Schulden im Privatsektor seit 2010. Wenn die Politik für ein Land besonders einfach ist wird der Privatsektor dazu ermutigt, sich schneller zu verschulden als wenn die monetären Bedingungen straffer wären.

– Anstieg der Immobilienpreise seit 2010. Der Wohnungsbau ist der Teil der Wirtschaft, der am empfindlichsten auf die monetären Bedingungen reagiert. Größere Anstiege der Immobilienpreise gibt es in Volkswirtschaften, in denen die Geldpolitik besonders locker ist.

– Gewinnwachstum seit 2010. Die lockere Geldpolitik wird die Profitabilität der Unternehmen fördern, entweder durch eine schnellere Inlandstätigkeit oder einen günstigeren Wechselkurs (oder beides).

– Arbeitslosenquote. Die Arbeitslosenquote ist ein grobes Maß für den Leerlauf in der Wirtschaft. Eine lockere Geldpolitik würde die Arbeitslosenquote im Vergleich zu einem Land, in dem der Realzins relativ dazu höher ist, senken.



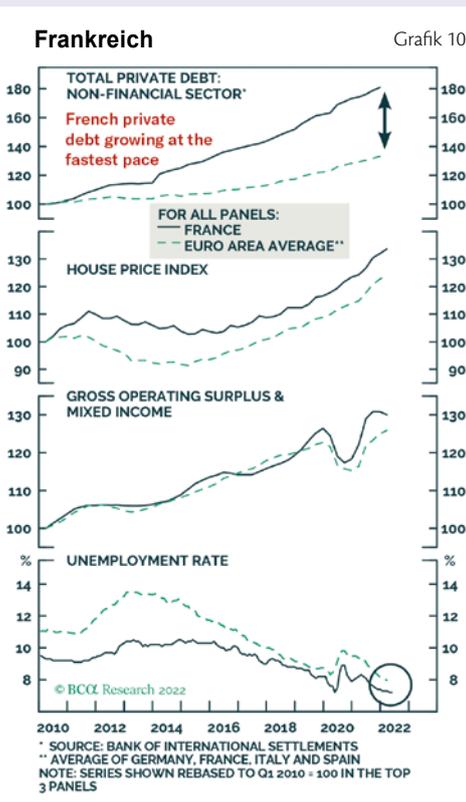
Deutschland

Deutschland zeigt alle Anzeichen, dass die Geldpolitik in diesem Land viel akkommodierender ist für dieses Land als für die anderen drei Länder, und zwar aus den folgenden Gründen: Seit 2010 ist die private Verschuldung in Deutschland sehr viel schneller gewachsen als der Durchschnitt der vier Länder (Grafik 9, oberes Feld). Deutschland verzeichnet den schnellsten Hauspreisanstieg (Grafik 9, zweites Feld). Die Unternehmensgewinne in Deutschland sind viel schneller gewachsen (Grafik 9, drittes Feld). Die Arbeitslosenquote in Deutschland liegt bei nur 3%, verglichen mit einer durchschnittlichen Quote von 8% für die vier Länder zusammen (Grafik 9, unteres Feld).



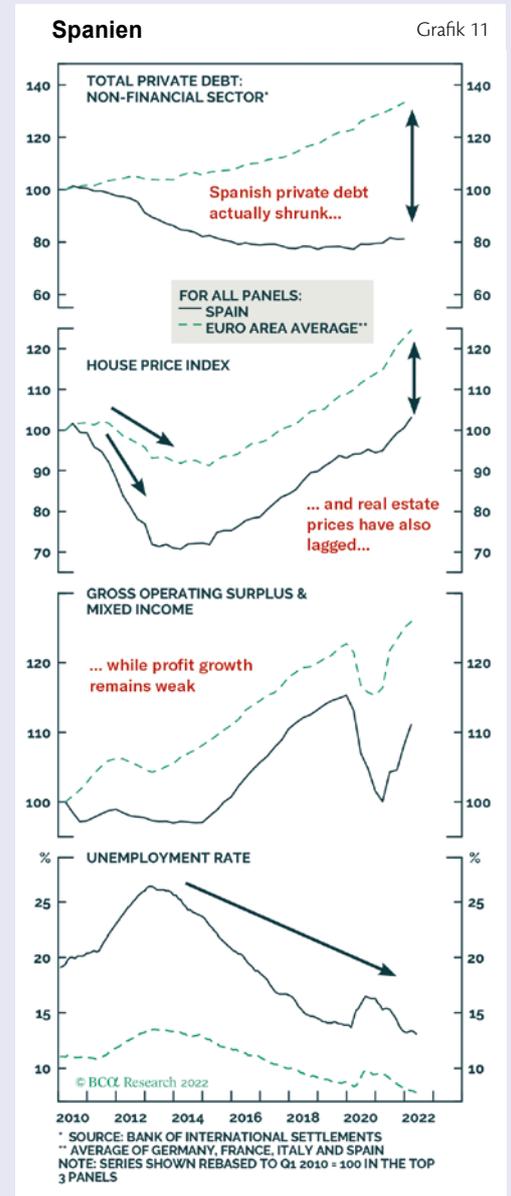
Frankreich

Frankreich ist eine gemischte Sache. Die Geldpolitik war für Frankreich eine lockere Geldpolitik, aber die französische Wirtschaft hinkt Deutschland in drei der vier oben genannten Dimensionen: Seit 2010 wächst die französische Privatverschuldung im Vergleich zu den vier untersuchten Volkswirtschaften am schnellsten und übertrifft Deutschland (Grafik 10, oberes Feld). Während die französischen Hauspreise etwas schneller als der Durchschnitt der vier Länder anstiegen, blieben sie hinter den deutschen Immobilienpreisen zurück (Grafik 10, zweites Feld). Die französischen Unternehmensgewinne haben zwar auch den Durchschnitt der vier Länder übertroffen, blieben dennoch hinter den deutschen Gewinnen zurück (Grafik 10, drittes Feld). Frankreichs Arbeitslosenquote liegt im Einklang mit dem Durchschnitt der vier untersuchten Länder. (Grafik 10, unteres Feld)



Spanien

Für den größten Teil der Zeit nach 2010 litt Spanien unter den Folgen des desaströsen Schuldenabbaus, der im Zuge der Staatsschuldenkrise erforderlich war. Sein Trendwachstum brach ein, und die gemeinsame Politik der EZB war nie so akkommodierend wie für seine nördlichen Nachbarn. Doch in den letzten Jahren scheint die spanische Wirtschaft einen Aufholprozess, der auf die Wirkung früherer Strukturreformen und die verbesserte Wettbewerbsfähigkeit, die sich durch den Einbruch der realen Lohnstückkosten einstellte. Seit 2010 ist die spanische Privatverschuldung um 20 % gesunken, verglichen mit einem Anstieg von 33 % für den europäischen Durchschnitt (Grafik 11, oberes Feld). Auch die spanischen Immobilienpreise sind weit hinter denen der anderen Länder zusammengenommen (Grafik 11, zweites Panel). Seit 2015 haben jedoch die spanischen Hauspreise begonnen, sich zu erholen, und bewegen sich nun im gleichen Tempo wie der Durchschnitt des Euroraums. Das Gewinnwachstum spanischer Unternehmen hingegen bleibt schwach verglichen mit dem Durchschnitt der vier Län-

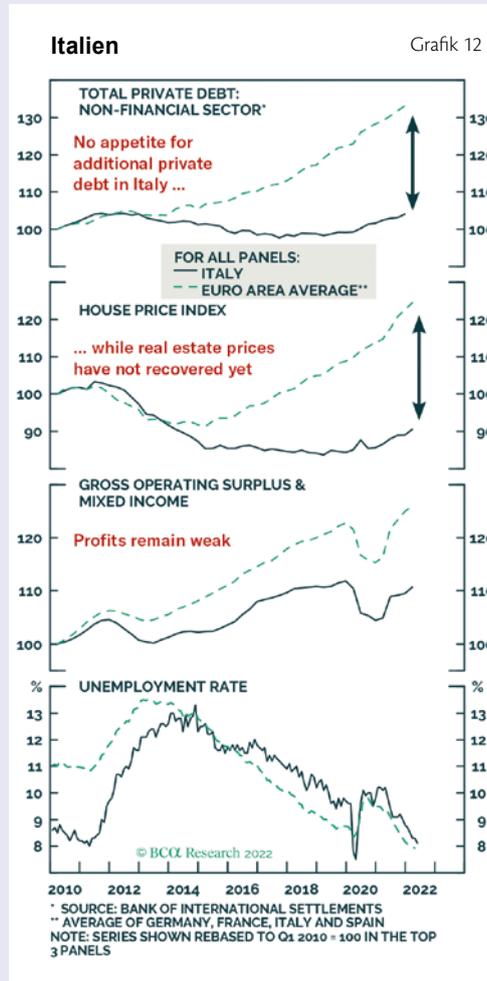


der, die in diesem Bericht untersucht wurden (Grafik 11, drittes Feld). Die spanische Arbeitslosigkeit liegt mit 13 % deutlich über dem Durchschnitt der vier größten Volkswirtschaften der Eurozone (Grafik 11, unteres Feld).



Italien

Italien weist ein ähnliches Profil wie Spanien auf. Während die schlechteste Phase des Landes hinter uns liegt, hat die jüngste Periode der lockeren Geldpolitik eine gewisse Erholung ermöglicht. Dennoch hinkt Italien immer noch weit hinter anderen Ländern der Eurozone zurück, was darauf hindeutet, dass die Politik in Italien nicht annähernd so akkommodierend ist wie im Rest der Eurozone. Belastet durch sehr hohe notleidende Darlehen, war der italienische Bankensektor nicht in der Lage, dem italienischen Privatsektor, der ohnehin nur begrenzten Appetit auf Schulden hatte, ausreichend Kredite zu geben. Dies hat dazu geführt, dass seit 2010 die italienische Privatkreditvergabe weit hinter dem europäischen Durchschnitt zurückgeblieben ist. Die italienischen Immobilienpreise haben sich nicht nennenswert von ihrem Rückgang zwischen 2011 und 2019 erholt. Daraus folgt, dass die italienischen Immobilienpreise deutlich hinter dem Durchschnitt der größten Länder des Euroraums (Grafik 12, zweites Feld) liegen. Die italienischen Gewinne bleiben schwach (Grafik 12, drittes Feld). Die Arbeitslosenquote ist mit 8 % zwar nicht so hoch wie die spanische Arbeitslosenquote, aber vergleichbar mit dem Durchschnitt der vier Länder (Grafik 12, unteres Feld).



Diese Beobachtungen zu den einzelnen Ländern bestätigen, dass das langfristige Realzinsniveau (r -Star) in Deutschland deutlich höher ist als das von Spanien und Italien. Im Vergleich zu Frankreich ist der deutsche Wert ebenfalls höher, aber der Abstand ist viel geringer als der zwischen Deutschland und den beiden südlichen Ländern. Die jüngste EZB-Umfrage über die Kreditvergabe der Banken im Euroraum bestätigt, dass Frankreichs Realzins deutlich unter dem von Deutschland liegt. Die französischen Kreditvergabestandards werden genauso schnell verschärft wie die in Italien (Grafik 12). In der Tat erweist sich Frankreichs hohe Schuldenlast im privaten Sektors als Belastung.



Asset Allokation

Eine Verlangsamung des Konjunkturzyklus bleibt also das wahrscheinlichste Szenario, da der Wirtschaftssektor gesund ist und die COVID-Belastung nachlässt. Der J.P. Morgan Global All-Industry PMI deutet darauf hin, dass die Weltwirtschaft nach der Verlangsamung im letzten Quartal wieder etwas Tritt fassen kann. Der Konjunkturschwung ist jedoch ausschließlich eine Folge des COVID-bedingten Einbruchs der chinesischen Wirtschaftstätigkeit und der darauf nun folgenden Öffnung. Außerhalb Chinas verlor die Weltwirtschaft bis zur Jahresmitte weiter an Schwung. Auch die Stimmung der Verbraucher hat sich verschlechtert, und in den USA sind die realen Verbraucherausgaben im April und Mai geschrumpft. Wir sehen das BIP-Wachstum nun im Durchschnitt knapp über 1 % für den Rest von 2022. Der Unterschied zwischen einer Verlangsamung und einer Rezession hängt jedoch weitgehend vom Verhalten der Unternehmen ab, die hohe, aber sinkende Ge-

winnspannen, einen geringen Finanzierungsbedarf und ein moderates Ausgabeniveau haben. Ohne zusätzliche Schocks gehen wir davon aus, dass die amerikanischen und europäischen Unternehmen einknicken, aber nicht zurückstecken. Aber das Risiko, dass die Energiepreise in den kommenden Monaten in die Höhe schießen, hat deutlich zugenommen. Selbst eine widerstandsfähige Weltwirtschaft würde in eine Rezession fallen, wenn sie mit einem weiteren erheblichen Versorgungsschock konfrontiert werden würde.

Vor diesem Hintergrund haben die Aktienmärkte bereits massiv an Wert verloren und weisen nun ein relativ schlechteres Bild auf als Unternehmensanleihen. Mit einem aktuellen Drawdown von -24 % für den S&P500 gegenüber einem Median von -34 % in den letzten 7 Rezessionen und -42 % in den letzten 4 Rezessionen diskontieren US-Aktien eine Rezessionswahr-

scheinlichkeit von 55 %. EM-Aktien und Small Caps diskontieren sogar noch pessimistischere Aussichten (etwa 65%-70% Wahrscheinlichkeit).

Das monatliche Quant-Modell von BCA-Research, in dem die Aktienquote mindestens 50 % betragen muss, befindet sich Anfang August unverändert auf Minimalgewichtung. Demgegenüber sind Staatsanleihen in der Nähe ihrer Maximalgewichtung von 47,5 %. Am offensichtlichsten ist die Polarisierung dieser beiden Assetklassen in den Vereinigten Staaten, wo einer knapp 20%ige Untergewichtung bei den Aktien eine über 50%ige Übergewichtung bei den Staatsanleihen gegenübersteht.

Ohne die modellspezifischen Allokationsgrenzen wäre der Aktienanteil auf 6 % zurückgegangen, Staatsanleihen stünden bei 62 % Anteil.

BCA Research monatliches Macro Quant-Modell

Grafik 13

	Equities**			Bonds***			Cash****		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	37.3	31.7	-5.6	13.2	21.7	+8.5			
EURO AREA	4.4	3.3	-1.1	9.3	12.0	+2.8	0.4	-0.4	+0.0
CORE	3.7	2.9	-0.8	5.7	7.6	+1.9			
PERIPHERY	0.7	0.4	-0.3	3.6	4.4	+0.9			
U.K.	2.3	2.7	+0.5	2.4	3.7	+1.3	0.4	-0.4	+0.0
JAPAN	3.3	2.1	-1.2	8.9	6.0	-2.9	0.4	-0.4	+0.0
CANADA	1.9	2.2	+0.4	0.8	0.5	-0.3	0.4	0.4	+0.0
AUSTRALIA	1.2	0.8	-0.3	0.6	0.8	+0.2	0.4	0.4	+0.0
OTHER DM	3.4	2.8	-0.5	0.5	0.7	+0.2	0.4	0.4	+0.0
EMERGING ASIA	5.3	3.8	-1.5	1.3	1.3	-0.0			
LATIN AMERICA	0.5	0.4	-0.2	0.2	0.2	-0.0			
OTHER EM	0.5	0.4	-0.1	0.2	0.2	-0.0			
TOTAL	60.0	50.3	-9.7	37.5	47.1	+9.6	2.5	2.6	+0.1

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

** IN USD TERMS.

*** CURRENCY-HEDGED.

**** NEGATIVE ALLOCATIONS ARE SHORT THE CURRENCY VERSUS THE US DOLLAR.

NOTE: NUMBERS MAY NOT ADD UP DUE TO ROUNDING.



Unter den Sektoren bleiben Güter des täglichen Bedarfs (Consumer Staples) und Energie im Scoring-Modell weiter die Favoriten, unverändert gefolgt von Immobilien und Gesundheitswesen. Abgeschlagen sind hingegen noch immer langlebige Konsumgüter (Consumer discretionary) und Finanztitel.

In diesem Monat änderte sich die Einschätzung des Modells zu den Schwellenländern erheblich, da es nun sowohl China, als auch Brasilien neutral beurteilt. Die Komponenten Momentum und Equity Score trugen zur Aufwertung von Brasilien bei. Der Equity Score erhöhte sich als Reaktion auf einen Anstieg der brasilianischen Indust-

rieproduktion. Die Auswirkungen des Equity Score und des Currency Score führten dazu, dass Australien von einer Untergewichtung auf eine Übergewichtung erhöht wurde, was auf eine positive Entwicklung des handelsgewichteten australischen Dollars und die NAB-Unternehmensumfrage zurückzuführen ist. Interessant auch der Oil Score: Er hat sich gegenüber dem Vormonat leicht erhöht, da die jährliche Veränderung der chinesischen Pkw-Verkäufe, die als Maß für die chinesische Wirtschaftstätigkeit verwendet werden, gestiegen ist.

BCA Research monatliches Macro Quant-Modell Sektorenpräferenzen

Grafik 14

	2022-APR	2022-MAY	2022-JUN	2022-JUL	2022-AUG	LEGEND
CON. STAPLES	8.1% (1.1%)	11.7% (4.1%)	12.4% (5.0%)	12.5% (4.7%)	12.5% (4.8%)	++
ENERGY	7.2% (3.0%)	7.9% (3.3%)	8.8% (3.6%)	7.9% (2.8%)	7.9% (3.0%)	
REAL ESTATE	2.9% (0.1%)	4.2% (1.3%)	4.1% (1.3%)	4.1% (1.2%)	4.1% (1.1%)	+
HEALTH CARE	13.8% (1.0%)	18.7% (5.5%)	17.6% (4.1%)	19.0% (4.9%)	18.7% (4.9%)	
COMM. SERV.	9.6% (1.7%)	9.7% (2.3%)	7.6% (0.1%)	7.5% (-0.1%)	7.4% (0.1%)	=
UTILITIES	2.9% (0.0%)	3.0% (-0.1%)	3.2% (0.0%)	3.0% (-0.2%)	3.1% (-0.0%)	
TECHNOLOGY	18.0% (-4.5%)	13.3% (-8.6%)	17.5% (-3.9%)	17.9% (-3.3%)	18.9% (-3.1%)	-
INDUSTRIALS	9.2% (-0.9%)	7.7% (-2.2%)	8.4% (-1.5%)	8.7% (-1.2%)	8.2% (-1.8%)	
BASE MATERIALS	6.3% (1.8%)	6.2% (1.6%)	5.3% (0.6%)	3.7% (-0.6%)	3.2% (-1.0%)	--
CON. DISC.	8.1% (-3.5%)	7.3% (-4.0%)	6.6% (-4.0%)	8.5% (-2.1%)	8.5% (-2.6%)	
FINANCIALS	13.9% (0.2%)	10.3% (-3.2%)	8.5% (-5.3%)	7.4% (-6.2%)	7.7% (-5.5%)	

NOTE: GREEN SHADING INTENSIFIES AS THE UNDERLYING SCORE FOR A GIVEN SECTOR BECOMES MORE BULLISH. VALUES REPRESENT ALLOCATION TO EACH SECTOR. NUMBERS IN BRACKETS REPRESENT DEVIATIONS FROM BENCHMARK MARKET-WEIGHTS. SECTOR MARKET-WEIGHTS BASED ON MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION) DATA IN US DOLLARS. SOURCE: MACROQUANT VERSION 1.0.

BCA Research monatliches Macro Quant-Modell Länderpräferenzen

Grafik 15

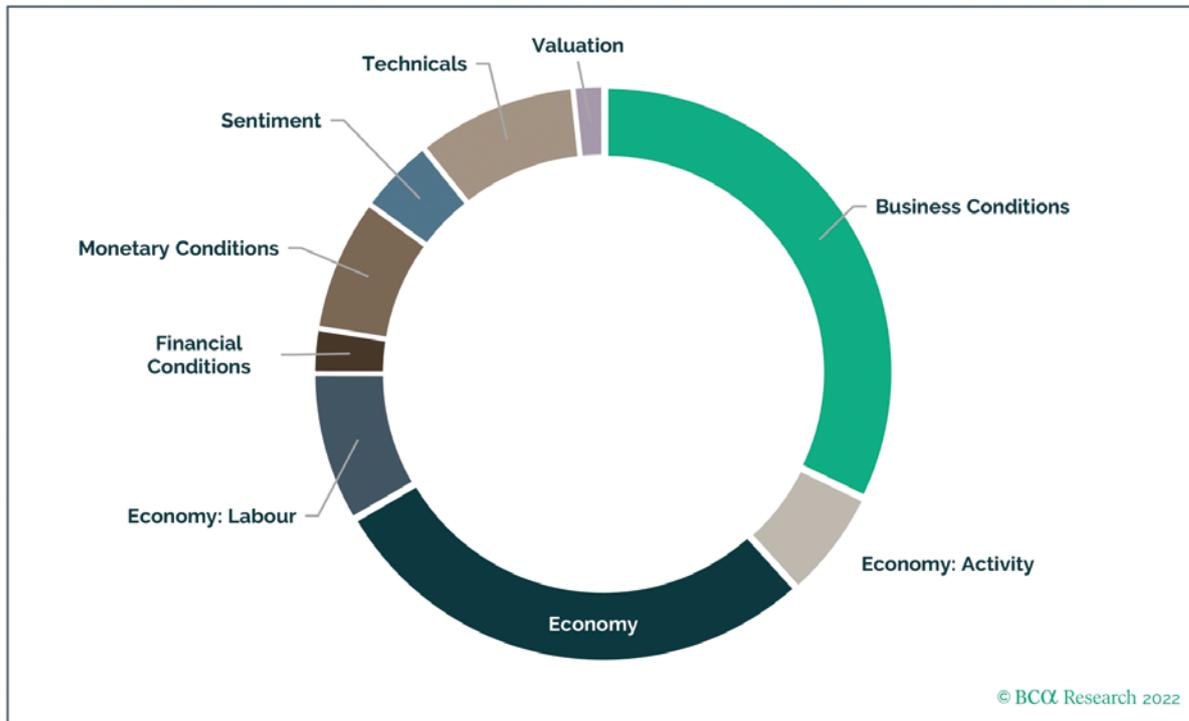
	2022-APR	2022-MAY	2022-JUN	2022-JUL	2022-AUG	LEGEND
CANADA	5.1% (1.4%)	4.7% (1.0%)	5.3% (1.5%)	4.9% (1.3%)	5.0% (1.4%)	++
UK	5.4% (1.1%)	5.6% (1.3%)	6.2% (1.7%)	6.1% (1.5%)	5.3% (1.0%)	
JAPAN	5.3% (-0.9%)	5.2% (-0.9%)	6.0% (-0.4%)	7.4% (1.2%)	7.2% (1.0%)	+
AUSTRALIA	3.0% (0.7%)	2.7% (0.4%)	2.7% (0.4%)	1.5% (-0.7%)	2.4% (0.1%)	
US	73.0% (2.0%)	73.8% (2.4%)	70.3% (0.1%)	70.8% (0.8%)	71.1% (-0.1%)	=
BRAZIL	0.6% (-0.1%)	0.6% (-0.1%)	0.6% (-0.1%)	0.5% (-0.2%)	0.6% (-0.0%)	
CHINA	1.8% (-2.1%)	1.7% (-2.0%)	1.9% (-2.0%)	4.0% (-0.7%)	3.8% (-0.4%)	-
INDIA	1.3% (-0.4%)	1.3% (-0.4%)	1.4% (-0.3%)	1.1% (-0.6%)	1.4% (-0.3%)	
FRANCE	2.1% (-1.1%)	2.3% (-0.9%)	3.0% (-0.3%)	2.1% (-1.1%)	1.9% (-1.2%)	--
ITALY	0.6% (-0.1%)	0.5% (-0.1%)	0.6% (-0.1%)	0.4% (-0.3%)	0.3% (-0.3%)	
GERMANY	1.8% (-0.6%)	1.6% (-0.6%)	1.9% (-0.5%)	1.1% (-1.1%)	1.0% (-1.1%)	

NOTE: GREEN SHADING INTENSIFIES AS THE UNDERLYING SCORE FOR A GIVEN COUNTRY BECOMES MORE BULLISH. VALUES REPRESENT ALLOCATION TO EACH REGION. NUMBERS IN BRACKETS REPRESENT DEVIATIONS FROM BENCHMARK MARKET-WEIGHTS. COUNTRY MARKET-WEIGHTS BASED ON MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION) DATA IN US DOLLARS. SOURCE: MACROQUANT VERSION 1.0.



Gewichtung einzelner Komponenten

Grafik 16



Das ETF-Portfolio, das sich an den Länder-Allokationen des Aktienanteils innerhalb des erfolgreichen MacroQuant-Modells unseres Partners BCA Research aus Montreal orientiert, und bei Sektorallokationen auf deren Asset Allocation Modell zurückgreift, leidet nach wie vor unter der nicht handelbaren Position im ishares Russia ETF. Unter Berücksichtigung des letzten handelbaren Kurses stehen hier knapp 80 % Verlust zu Buche. Daraus ergibt sich im Gesamtportfolio ein Verlust im laufenden Jahr von 10,7 %. Die Benchmark MSCI Welt in Euro steht dank der Aufwertung des US-\$ bei nur 6,7 % Verlust. Ohne Berücksichtigung von Währungseffekten wären es immerhin mit 16,7 % Minus glatt 10 % mehr.



Bei der ausgewiesenen Performance handelt es sich um eine Performance ohne Gebühren und Steuern. Die tatsächliche Performance kann durch abweichende Ausführungskurse, Steuern und Gebühren auf Portfoliobene von der ausgewiesenen Performance abweichen.

Grafik 17

05.08.22										Referenz-Portfolio Fonds und ETFs										11.09
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 8,69% A0YJ80	MSCI Australien	32,850 €	41,56 €	26,51%	10.313,91 € 11.11.20	13.048,59 €	26,51% 2.794,68 €	E											
339,37	ISHARES MSCI EM ACC 7,61% A0BPVJ	MSCI Emerging Markets Index	36,122 €	33,66 €	-6,83%	12.258,96 € 24.09.21	11.421,96 €	-6,83% -837,00 €	C											
436,00	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 5,52% A2QE7P	Euro Stoxx 50	33,875 €	38,07 €	12,37%	14,769,50 € 28.02.20	16,596,34 €	12,37% 1,826,84 €	C											
190,95	XMSCI WORLD CONSUMER STAPL 5,44% A113FG	MSCI World Consumer Staples	39,860 €	42,75 €	7,25%	7,611,27 € 02.06.22	8,163,11 €	7,25% 551,85 €	C											
621,36	KRANESHARES CSI CHINA IT EUR 5,52% A2QE7P	CSI China internet UCITS ETF (Nachkauf am 23.11.2020)	19,440 €	13,34 €	-31,40%	12,079,24 € 18.10.21	8,286,46 €	-31,40% -3.792,78 €	C											
126,16	LYOR IBOX35 DR 6,79% LY0A6	IBEX35	86,548 €	80,81 €	-6,63%	10,919,08 € 04.07.19	10,194,99 €	-6,63% -724,09 €	E											
90,18	ISHARES CORE FTSE 100 ACC 9,44% A0VEDM	FTSE 100	135,920 €	157,12 €	15,60%	12,257,27 € 07.04.21	14,169,08 €	15,60% 1,911,82 €	D											
141,57	ISHARES FTSE MIB ACC 8,89% A0VEDP	Italien	84,08 €	94,28 €	12,13%	11,903,94 € 09.03.20 / 18.10.21	13,347,51 €	12,13% 1,443,56 €	C											
169,07	ISHR RUS ADR/GDR 3,20% A1CJHV	MSCI Russia Bewertung zum 05.05.2022	132,849 €	28,40 €	-78,62%	22,461,34 € 03.02.22	4,801,72 €	-78,62% -17,659,63 €	C											
667,77	XMSCI WORLD FINANCIALS 9,65% A113FE	MSCI World Financials	16,516 €	21,69 €	31,30%	11,028,89 € 05.02.18	14,480,59 €	31,30% 3,451,70 €	C											
23,72%	Cash Position						35,600,64 €													
Benchmark:			Kurs am		letzter Schlusskurs		Performance Benchmark		C											
MSCI WORLD			3.231,73 USD 31.12.21		2.761,65 USD 2.700,35 EUR		-14,55% -4,86%													
										ETF		MSCI in \$		MSCI in €						
										Performance seit Start am 25.04.08		200,22%		82,34%		178,41%				
										Performance seit Start p.a.		8,00%		4,29%		7,43%				
										Portfolientwicklung mit Absicherung						RK				
										Aktueller Portfoliowert in EURO:						150.110,99 €		05.08.22		
										Portfoliostartwert in EURO:						167.231,83 €		31.12.21		
										Gewinn / Verlust absolut:						-17.120,84				
										Gewinn / Verlust in Prozent:						-10,24%				
										Datum der historischen Simulation:						260				
										Datum der historischen Simulation:						25.07.22				
										EUR in USD		DAX30		S&P 500						
										1,0227		13,642,12		4,151,94						

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.



Aktien: weitere Erholung möglich, Risiko bleibt hoch

Per Ende Juli hatte die knappe Hälfte der börsennotierten Unternehmen aus Europa und den USA die Zahlen des zweiten Quartals vorgelegt. Darunter lagen 74 % der US-Aktiengesellschaften aus dem S&P 500 über den Gewinnerwartungen. Energie, Industriewerte, langlebige Konsumgüter und Gesundheitswesen berichteten von einem zweistelligen Wachstum, während Finanztitel und Kommunikationsdienstleistungen einen Rückgang vermeldeten. Immerhin 57 % der Unternehmen aus dem europäischen Stoxx600-Index schlugen die Erwartungen. Hier gab es im Durchschnitt einen 12%igen Umsatzzuwachs bei gleichzeitig 3 % Gewinnwachstum. Vorne dabei waren der Rohstoffsektor, Industriewerte und Güter des täglichen Bedarfs. In Japan war das Bild nicht wesentlich anders. Dort gab es ein 12%iges Gewinnwachstum zu berichten, 58 % der im Topix gelisteten Unternehmen lagen über den Gewinnerwartungen und 56 % überboten die Umsatzerwartungen.

Die Reaktionen der Investoren fielen jedoch relativ harsch aus. Diejenigen, die die Gewinnerwartungen nicht erreichten, wurden mehr abgestraft als diejenigen, die darüber lagen, nach oben gehievt wurden.

Bezogen auf die relevanten Aktienindices wurden für die Gesamtjahre 2022 und 2023 im Vergleich zum Jahresbeginn die Gewinnwachstumsraten einerseits kräftig nach oben in den zweistelligen Bereich genommen (2022), andererseits gesenkt (2023). Im kommenden Jahr sind die Gewinnwachstumsraten in den USA mit 8,2 % und in den Entwicklungsländern mit 7,6 % ein ganzes

Stand der Berichtssaison nach Aktienindices

Grafik 18

	SPX	SXXP	SXXE	TPX
% cos reported	45%	45%	39%	19%
% cos beating EPS	74%	57%	66%	58%
EPS %y/y	1%	3%	9%	12%
% cos beating Sales	60%	73%	79%	56%
Sales %y/y	9%	12%	16%	9%

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

Konsensus Gewinnschätzungen 2022 und 2023

Grafik 19

	2022e EPS Growth, %		2023e EPS Growth, %	
	Current	Jan '22	Current	Jan '22
MSCI World	11.3%	7.1%	6.8%	8.6%
S&P 500	10.6%	8.7%	8.2%	10.1%
Stoxx 600	15.5%	7.1%	3.6%	6.8%
Euro Stoxx	13.1%	8.2%	5.2%	8.7%
FTSE 100	18.5%	4.2%	-0.1%	3.1%
Topix*	10.9%	8.2%	5.6%	7.2%
EM	9.9%	5.4%	7.6%	9.9%

Source: IBES, * for Year Ending March 2023 and March 2024

Stück über denen Europas. Per Ende Juli prognostizierte daher die US-Investmentbank JP Morgan für das Jahresende nach wie vor weltweit kräftige Kursanstiege in den jeweiligen Aktienindices.

Die von JP Morgan favorisierten Sektoren sind im Vergleich zum Mai nahezu geblieben. Anders als BCA Research erwartet die Investmentbank nach dem bereits erfolgten keinen größeren Rückgang bei den

Buntmetallen und beim Eisenerz. Im Gegenteil: Kupfer sieht JPMorgan im weiteren Jahresverlauf wieder über 10.000 US-\$ pro Tonne. Auch bei Aluminium sollten die Preise mindestens 10 % steigen. Bei den Finanztiteln polarisiert sich das Bild geradezu. Die monatliche Allokation von BCA Research zeigt die Financials auf dem letzten Platz, JP Morgan hält sie weltweit für das interessanteste Investment. Offensichtlich liegt der Unterschied in der „Schwere“ der Rezession,



JP Morgan Favoriten nach Sektoren mit YTD-Performance

Grafik 20

	US		Europe		Japan		EM	
Energy	32%	OW	17%	OW	27%	N	-28%	OW
Materials	-16%	N	-14%	OW	-6%	N	-21%	OW
Industrials	-15%	N	-17%	OW	-4%	OW	-12%	N
Discretionary	-25%	N	-18%	N	-3%	OW	-14%	OW
Staples	-5%	UW	-4%	UW	1%	N	-12%	UW
Healthcare	-7%	OW	1%	UW	2%	UW	-19%	UW
Financials	-16%	OW	-11%	OW	11%	OW	-10%	OW
Technology	-21%	N	-25%	N	-16%	N	-27%	N
Comm Service	-27%	N	2%	OW	13%	UW	-22%	N
Utilities	-3%	UW	-8%	N	34%	UW	-4%	UW
Real Estate	-18%	UW	-25%	UW	7%	N	-19%	N
Overall	-16.4%		-9.7%		-1.5%		-18%	

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

von der man ausgeht und der Dimension der konjunkturellen „Gesundung“ der chinesischen Wirtschaft. Bei abgestürzten Technologietiteln ist man sich hingegen einig. Sie sind trotz der hohen Verluste im Jahresverlauf allenfalls ein taktisches Investment wert.

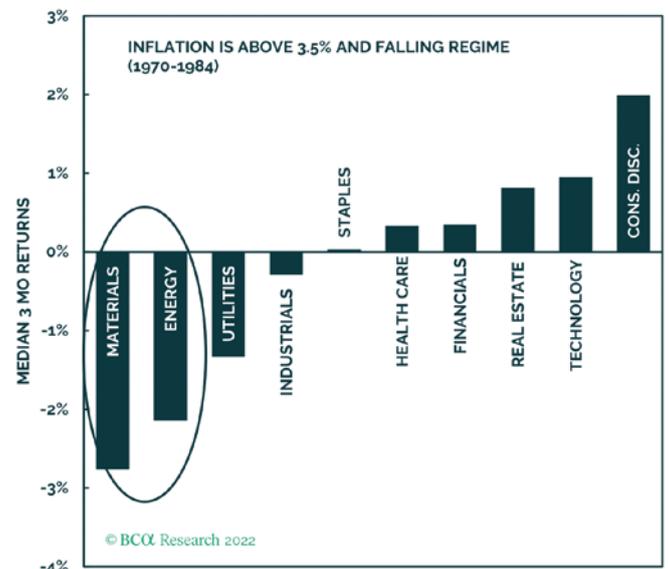
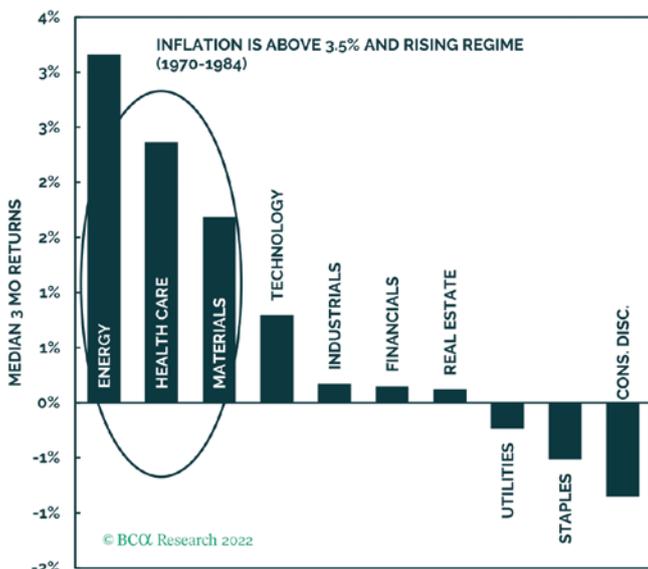
Die Wende in der Zinswende deutet darauf hin, dass die jüngst bessere Performance des Growth-Stils gegenüber dem Value-Stil sich

fortsetzen kann. Wir haben dafür plädiert, taktisch Growth gegenüber Value zu bevorzugen, was auch in einer besseren Performance des Tech-Sektors zum Ausdruck kommt. Zu den hervorgehobenen Aktien gehören europäische Namen wie ASML, ADYEN. Sowohl, Growth als auch Tech haben sich in letzter Zeit besser entwickelt, was eine klare Unterstützung für den Gesamtmarkt darstellt.

Wir bevorzugen wie erwähnt, lediglich taktisch Growth gegenüber Value, halten aber beide für interessanter als Defensivwerte. Es sind die traditionellen defensiven Werte, die die schlechtesten relativen Bewertungen im historischen Vergleich aufweisen. Das relative Kurs-Gewinn-Verhältnis von Staples liegt derzeit auf einem Allzeithoch, selbst unter Berücksichtigung der schwersten Rezessionen der letzten 20-30 Jahre. Wir betonen weiterhin die Abwärtsrisiken für die Konjunktur, wie sie in den schwächeren PMIs zum Ausdruck kommen. Innerhalb der Sektoren mit niedrigem Beta bleibt unser Schlüssel-OW Telekommunikation, und wir glauben, dass Teile von Versorgern ein gutes Risiko-Rendite-Verhältnis bieten. Wir sind weniger begeistert von Immobilien, Gesundheitswesen und Basiskonsumgütern. Dies gilt insbesondere, weil der Dollar-Index (DXY) seinen Höchststand erreicht haben könnte. Der DXY befindet sich nämlich auf einem 20-Jahres Hoch. Wir stellen fest, dass er seinen Höchstkurs erreichte, als die EZB mit der Straffung der Geldpolitik begann. Es bleibt zwar kurzfristig weiteres Aufwärtspotenzial, für den USD, mittelfristig düftete sich aber das Gegenteil einstellen.

Inflationsregime steigend und fallen im Vergleich

Grafik 21





Eine weitere Variable, die zu dem sich unserer Meinung nach zu einem sich verbessernden Bild an den Aktienmärkten im zweiten Halbjahr beiträgt, ist die zuletzt wieder veränderte Reaktion auf die publizierten Unternehmensergebnisse. Die pessimistische Einstellung zu den Gewinnen ist ziemlich einhellig und könnte vermehrt dazu führen, dass relativ schwächere Gewinnausweise schon als gut angesehen werden. Trotz tendenziell schwächer ausfallender Ergebnisse haben sich die Aktienmärkte seit Beginn der Berichtssaison gut gehalten. Allerdings erlebte man auch einen Regimewechsel unter den Outperformer-Sektoren, der typisch für eine Phase rückläufiger Inflationsraten ist.

ICM 15er-Aktienportfolio

Im Depot befinden sich zurzeit vierzehn von fünfzehn möglichen Titeln. Die Konzentration bleibt weiter bei Energie- (Öl), Tech- und Finanz-Titeln. Während die Wahrscheinlichkeit für eine Abschwächung der Wirtschaft steigt, könnte eine leichte Rezession bereits eingepreist sein, wenn man die YTD-Underperformance der zyklischen gegenüber den defensiven Aktiensektoren als Maßstab nimmt. Die Gesamtinflation dürfte jetzt ihren Höhepunkt erreicht haben, und die Löhne könnten weiter steigen. Sollte dies der Fall sein, würde dies den privaten Verbraucher in einem viel günstigeren Licht erscheinen lassen als derzeit. Das könnte bedeuten, das zyklische Konsumgüter wie Autos, Fluggesellschaften und Einzelhandel, die sich seit Beginn des Konflikts in der Ukraine schlecht entwickelt haben, wieder in den Vordergrund treten.

Grafik 22

15er Aktienportfolio											Auslastung: 93%		03.08.22	
No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2022 YTD	P/L total	ESG Grade		
1	BABA.K	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	USD	NYQ	26.01.21	264,00	92,62	-22,03%	-64,92%	B-		
2	BHC	BAUSCH HEALTH/d	Healthcare	CA0717341071	USD	NYQ	18.05.22	10,97	4,58	-83,41%	-58,25%	B+		
3	BP.L	BP/d	Energy	GB0007980591	GBP	LSE	02.06.20	326,30	409,25	23,82%	25,42%	A		
4	DBKGN.DE	DEUTSCHE BANK N	Financials	DE0005140008	EUR	GER	12.04.22	10,83	8,51	-22,76%	-21,42%	A-		
5	0257.HK	EB ENVIRONMENT/d	Utilities	HK0257001336	HKD	HKG	13.12.19	6,19	3,86	-38,34%	-37,65%	B-		
6	LDOF.MI	LEONARDO/d	Industrials	IT0003856405	EUR	MIL	13.04.22	10,03	9,516	5,105%	-5,09%	A		
7	PBR	PETROLEO BRAS/d	Energy	US71654V4086	USD	NYQ	05.02.21	11,27	13,84	26,05%	22,80%	A-		
8	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNEI000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	44,8	-20,21%	-52,44%	B		
9	ITY.TG	PROSUS	Technology	NL0013654783	EUR	TDG	14.07.20	85,10	64,45	-9,15%	-24,27%	B		
10	SAPG.DE	SAP SE	Technology	DE0007164600	EUR	GER	26.10.20	103,00	90,76	-26,93%	-11,88%	A+		
11	TECK.K	TECK RECS B/d	Basic Materials	CA8787422044	USD	NYQ	18.07.22	27,89	28,07	-1,68%	0,65%	A-		
12	TME	TENCENT MUSIC/d	Technology	US88034P1093	USD	NYQ	06.04.21	20,07	4	-41,61%	-80,07%	D+		
13	TLW.L	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	GBP	LSE	27.09.19	83,59	50,9	9,58%	-39,11%	B+		
14	CRD.IMI	UNICREDIT/d	Financials	IT0005239360	EUR	MIL	07.03.22	8,75	9,575	-29,29%	9,38%	A		
15														

Aktiendepot in €		MSCI in €	
Performance in 2017	24,84%	Performance in 2017	5,50%
Performance in 2018	-9,56%	Performance in 2018	-5,92%
Performance in 2019	16,53%	Performance in 2019	27,49%
Performance in 2020	-3,15%	Performance in 2020	11,86%
Performance in 2021	10,88%	Performance in 2021	30,73%
Performance in 2022 (YTD)	1,31%	Performance in 2022 (YTD)	-6,25%



Wieder ins Portfolio aufgenommen:

TECK RESOURCES LTD. Wieder ins 15er Aktienportfolio haben wir Teck Resources als taktisches Engagement mit der Chance auf eine Erholung aufgenommen; ein in Kanada ansässiges Bergbauunternehmen, das sich mit der Exploration, dem Erwerb, der Erschließung und der Förderung von natürlichen Ressourcen in Asien, Europa und Nordamerika beschäftigt. Das Unternehmen ist in den Segmenten Stahlkohle, Kupfer, Zink, Energie und Corporate tätig. Zu den wichtigsten Produkten des Unternehmens gehören Stahlkohle, Kupfer, Gold, Mischbitumen, Blei, Silber, Molybdän, Zink und Zinkkonzentrate, Chemikalien, Düngemittel und andere Metalle. TECK hat eine Marktkapitalisierung von \$14,56 Mrd. und profitiert als Kupferproduzent von einer S&P Global Studie, die sich mit der Energiewende beschäftigt. Die Bemühungen um Kohlenstoffneutralität bis 2050 zu erreichen, werden wahrscheinlich unerreichbar bleiben, da das Kupferangebot nicht die Nachfrage decken kann. Durch den zunehmenden Einsatz von Solarzellen, Elektrofahrzeugen und anderen erneuerbaren Technologien wird die weltweite Nachfrage nach dem roten Metall bis zur Mitte des Jahrhunderts auf 53 Mio. Tonnen jährlich steigen, mehr als das Doppelte des derzeitigen Niveaus. Elektrofahrzeuge verbrauchen doppelt so viel Kupfer wie Verbrennungsmotoren.

Bei der größten Kupfermine Perus, Antamina, hofft man, von der Umweltbehörde des Landes grünes Licht für die Verlängerung der Nutzungsdauer der Lagerstätte bis 2036 zu bekommen, sagte der Vorstandsvorsitzende des Unternehmens. Antamina hatte im April ein Erweiterungsprojekt angekündigt, das Investitionen vorsieht in Höhe von 1,6 Milliarden Dollar zur Verlängerung der Nutzungsdauer der Mine, die derzeit im Jahr 2028 ausläuft. „In einem optimistischen Szenario sollten die Genehmigung bis Ende dieses oder Anfang des nächsten Jahres vorliegen“, sagte CEO Victor Gobitz. Antamina befindet sich im gemeinsamen Besitz von Glencore PLC, BHP Group, Teck Resources und Mitsubishi Corp. Peru ist der weltweit zweitgrößte Produzent von Kupfer. Nachdem wir TECK Ende Mai 2022 verkauft hatten, gab der Wert deutlich nach und liegt jetzt unter seinem Jahresanfangskurs. Die Aktien der Kupferminen fielen in den vergangenen Tagen weiter, da die Spannungen zwischen den USA und China die Anleger in sicherere Anlagen treiben. Im Zuge dessen haben einige Analysten Ihre Kurserwartungen für TECK in den letzten Tagen auf ca. 50 C\$ gesenkt, sie liegen aber somit immer noch 80% über dem aktuellen Niveau. Mit einem erwarteten 2022 KGV von nur 2,6 und einem EPS von 12,85 C\$ ist TECK z.Zt. der günstigste Wert seiner Peer Group.

Neues zu den anderen Portfolio-Mitgliedern:

Alibaba Group konnte die starke Kurserholung aufgrund der weniger restriktiven Haltung der chinesischen Behörden gegenüber dem Tech-Sektor nicht halten. Der chinesische Milliardär Jack Ma plant offenbar die Kontrolle über das Finanztechnologieunternehmen Ant Group Co abzugeben, um sich von der Tochtergesellschaft von Alibaba zu lösen. Dies bringt erneut Unsicherheit, daher bleibt es bei einer unterdurchschnittlichen Performance von -22% YTD. Die Aktien von **Bausch Health Companies** kamen in der letzten Juliwoche stark unter Druck, nachdem der Arzneimittel- und Medizinproduktehersteller eine enttäuschende Gerichtsentscheidung bezüglich seiner Patente zum Schutz von Xifaxan zur Behandlung des Reizdarmsyndroms bestätigt hatte. Die mündliche Verfügung eines Richters des US-Bezirksgerichts Delaware, die im Wesentlichen bestimmte Patente für das Medikament für ungültig erklärt, öffnet die Tür für generische Konkurrenz. Der Markt reagierte mit einem übertriebenen Kursrutsch von 50%, somit verlor die Aktie 83% YTD seit Jahresanfang. Das Unternehmen sagte, es werde alle Möglichkeiten in Betracht ziehen, die Patente „energisch zu verteidigen“, wenn das Gericht eine endgültige Entscheidung trifft. „Wir sind von der heutigen Entwicklung enttäuscht“, sagte Chief Executive Thomas Appio. „Wir sind mit der Schlussfolgerung, dass unsere Patente nicht gültig sind, nicht einverstanden und beabsichtigen, gegen eine solche Entscheidung Berufung einzulegen.“ Getrieben vom Ukraine-Krieg und dem dadurch rasant gestiegenen Ölpreis sind die Energietitel weiter die Profiteure. **BP Plc.** steigerte den Gewinn im zweiten Quartal auf 8,45 Mrd. US\$, den höchsten Wert seit 14 Jahren. Die Dividende steigt um 10%. Außerdem plant BP eine Zusammenarbeit mit Iberdrola, um die Ladeinfrastruktur für Elektrofahrzeuge und die Produktion von grünem Wasserstoff zu beschleunigen und bleibt Outperformer mit einem Plus von 22% YTD. Sie bleibt mit der englischen Tullow Oil mit 7,8% YTD und der brasilianischen Petrobras mit 26% YTD weiter unser Favorit im Energiesektor. **Tullow Oil** plant keine Änderungen an der geplanten Fusion mit Capricorn Energy, sagte Tullow CEO Rahul Dir. Beide Unternehmen, von denen einige überlappende Beteiligungen haben, stehen vor der Veröffentlichung eines Fusionsprospekts im vierten Quartal und der Abstimmung der Aktionäre gegen Ende des Jahres. Die Aktie behält ihr „BUY“ Rating mit einem Kursziel von 77 GBp. **Petrobras** bescherten die hohen Ölpreise und robuste Umsätze ein weiteres Rekordquartal. Lateinamerikas größter Ölproduzent meldete einen Nettogewinn von 54,33 Mrd. Reais und übertraf damit die Analystenschätzungen von 35,72 Mrd. Reais. Die Dividendenerhöhung auf insgesamt 17 Mrd. US\$ sorgt für eine unglaubliche Dividendenrendite



von 36%. **China Everbright** bleibt ein Sorgenkind und verliert seit Anfang des Jahres 37%. Die Aktie bleibt in einer Bodenbildung, zeigt aber eine attraktive Dividendenrendite von 8,1%. Trotz höherer Rückstellungen für faule Kredite kletterte der Nettogewinn der **Deutschen Bank** im zweiten Quartal um mehr als die Hälfte auf 1,05 Mrd. €. Das übertraf die Erwartungen der Analysten, die im Schnitt nur mit 788 Mio. € gerechnet hatten. Es war der achte Quartalsgewinn in Folge und das stärkste Halbjahr seit 2011 für die Deutsche Bank. Trotzdem sorgt die Inflation, die drohende Rezession und die aktuellen hauseigenen Probleme für eine schwache Performance von -23,7% YTD. Das italienische Rüstungsunternehmen **Leonardo** bestätigte seine Prognose für das Gesamtjahr aufgrund von steigenden Gewinnmargen und mehr Aufträgen in allen Geschäftsbereichen, als die Nachfrage nach Waffen weltweit nach Russlands Invasion in der Ukraine anstieg. Der Auftragseingang stieg im Jahresvergleich um 9,4 % auf 7,3 Mrd. Euro im ersten Halbjahr, wobei das Volumen in allen Geschäftsbereichen deutlich zunahm. Die italienische Regierungskrise belastet allerdings den Aktienkurs und sorgt für aktuelles Minus von 6,9% zu unserem Einstandskurs. Der chinesischen Versicherungskonzern **Ping An** testet nach Problemen am chinesischen Immobilienmarkt den Supportbereich bei 46 HKD. Die Aktie zeigt sich mit einer Performance von -20% YTD schwächer als die Börse in Hongkong (-15,8%), zeigt aber auf diesem Niveau eine ansprechende Dividendenrendite von 6,4%. Die niederländische Beteiligungsgesellschaft **Prosus NV** und seine Muttergesellschaft Naspers reduzierten ihre Beteiligung an dem chinesischen Technologiewert Tencent. Dies könnte ein Schachzug von Prosus sein, das etwa 28% von Tencent besaß, um den fast 50% Abschlag, mit dem das Konglomerat gegenüber seinem Nettoinventarwert gehandelt wird, auszugleichen. Denn die Erlöse aus den Verkäufen werden in Rückkäufe der eigenen Aktien und der der Muttergesellschaft Naspers genutzt. Der Aktie half das deutlich auf die Sprünge. Die Performance ist mit -11,8% YTD nun leicht besser als Gesamtmarkt. Die deutsche **SAP SE** litt auf der Ergebnisseite unter anderem unter den Auswirkungen des Ukraine-Krieges. Zeitgleich wurde ein neues Aktienrückkaufprogramm angekündigt, was die Stimmung der Anleger verbesserte. Das Volumen wurde mit bis zu 500 Mio. Euro angegeben. Die Durchführung erfolgt zwischen 1.08. und 31.12.2022. Das Minus von -27,8% YTD lässt viel Spielraum nach oben. Die Aktie be-

hält aber ein allgemeines „BUY“ Rating mit einem Kursziel von 113€. **Tencent Music** scheint den Boden gefunden zu haben. Der regulatorische Druck der chinesischen Behörden und wachsende Konkurrenz hindern das Wachstum und belasten die Profitabilität. Das Minus von 41% YTD bleibt ernüchternd. Die italienische Großbank **UniCredit** blickt nach einem unerwarteten Gewinnsprung optimistischer auf das laufende Jahr, nachdem sie das beste Halbjahresergebnis seit fast zehn Jahren vorgelegt hatte. Italiens zweitgrößtes Geldhaus strebt ohne ihr Russland-Geschäft nun einen Gesamtjahresgewinn von rund 4 Mrd. € an, nach bisher geschätzten 3,3 Mrd. €. Der Markt reagierte deutlich erleichtert auf die Zahlen und brachte der Aktie ein Kursplus von zeitweise 8%, ein Minus von 30% YTD bleibt aber noch, was natürlich mit der allgemeinen Marktschwäche und der politischen Unsicherheit in Italien zusammenhängt. Die Aktie behält ein „BUY“ Rating und einem Kursziel von 14,5€.

Kurzbeschreibungen der Portfolio-Mitglieder

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.

Bausch Health Companies Inc. ist ein kanadisches Unternehmen für Spezialpharmazeutika und medizinische Geräte. Das Unternehmen entwickelt, produziert und vermarktet vor allem in den therapeutischen Bereichen Augenheilkunde, Gastroenterologie und Dermatologie eine Reihe von Markenarzneimitteln, Generika und generischen Markenarzneimitteln, rezeptfreien Produkten und Medizinprodukten (über die börsennotierte Tochtergesellschaft Bausch & Lomb, Kontaktlinsen, Intraokularlinsen, ophthalmochirurgische Geräte und ästhetische Geräte), die direkt oder indirekt in etwa 100 Ländern vertrieben werden.

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 erstarkenden 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.

Deutsche Bank Aktiengesellschaft ist das nach Bilanzsumme und Mitarbeiterzahl größte Kreditinstitut Deutschlands. Das Unternehmen mit Sitz in Frankfurt am Main ist als Universalbank tätig und unterhält bedeutende Niederlassungen in London, New York City, Singapur, Hongkong und Sydney. In Deutschland arbeiteten 2020 rund 37.300, weltweit rund 84.700 Mitarbeiter für die Bank. Besonders Gewicht legt die Bank auf das Investmentbanking mit der Emission von Aktien, Anleihen und Zertifikaten. Unter der Marke DWS Investments ist die Deutsche Bank mit einem Marktanteil von ca. 26 Prozent der größte Anbieter von Publikumsfonds in Deutschland.

Leonardo SpA (ehemals Leonardo Finmeccanica SpA) ist ein in Italien ansässiges Hochtechnologieunternehmen in den Bereichen Luft- und Raumfahrt, Verteidigung und Sicherheit. Das Unternehmen ist in sieben Geschäftsbereichen tätig: Hubschrauber, Verteidigung und Sicherheit, Elektronik, Luft- und Raumfahrt, Verteidigungssysteme und sonstige Aktivitäten.

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.

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.

TENCENT MUSIC ENTERTAINMENT GROUP betreibt eine Online-Musikunterhaltungsplattform und Musikanwendungen in China. Die Plattform des Unternehmens umfasst Online-Musik, Online-Karaoke und musikorientierte Live-Streaming-Dienste. TME durchdringt ca. 88% des chinesischen Online-Musikmarktes und ist damit absoluter Marktführer.

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 Green Strategy und Bachelier UI

Grafik 23



Zeigen sich schon die Auswirkungen des globalen Investmentverhaltens zugunsten einer nachhaltigen Marktwirtschaft? Zumindest ist die Entwicklung der ICM Green Strategy deutlich besser als die der einschlägigen Indizes, wie Dax, Dow Jones, Nasdaq oder MSCI World.

Was wurde in den letzten 12 Monaten aus 100.000 EUR:

ICM Green Strategy	110.671,39 EUR
MSCI World	102.573,02 EUR
DAX	85.303,81 EUR
Nasdaq 100	84.683,62 EUR

Investitionsbedarf steigt bis 2030 auf bis zu 300 Milliarden Euro

In Brüssel hat die Europäische Kommission am 18.05.2022 den Plan zur Umgestaltung des europäischen Energiesystems vorgestellt. Die Kommission verfolgt mit dem Plan zwei Hauptziele: Einerseits soll die Abhängigkeit der EU von russischen fossilen Brennstoffen beendet werden und andererseits die Klimakrise bewältigt werden.

Die Europäische Union hat in dieser Woche die REPowerEU-Strategie verabschiedet. Der Plan soll die Diversifizierung der Energieversorgung und den Aufbau langfristiger Partnerschaften mit Lieferanten, einschließlich der Zusammenarbeit bei Wasserstoff und anderen grünen Technologien erleichtern und den Ausbau erneuerbarer Energien beschleunigen. Dazu sind bis 2030 erhebliche Investitionen notwendig.

Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen hat bei der Vorstellung des REPowerEU-Plans darauf hingewiesen, dass für die Umgestaltung des Energiesystems massive Investitionen und Reformen erforderlich sind: „Wir mobilisieren zu diesem Zweck bis zu 300 Milliarden Euro. Davon rund 72 Milliarden Euro in Form von Zuschüssen und 225 Milliarden Euro an Darlehen“, so von der Leyen. Ein Teil davon, d.h. bis zu 10 Milliarden Euro soll in die Finanzierung fehlender Gas- und LNG-Verbindungen investiert werden, damit sich kein Mitgliedstaat bei Kälte mit Problemen konfrontiert sieht. Bis zu 2 Milliarden Euro sollen in die Erdölinfrastruktur investiert werden, um die Lieferung von russischem Öl zu stoppen. „Der gesamte Rest der Finanzierung dient dazu, die Umstellung auf saubere Energie zu beschleunigen und auszubauen“, so von der Leyen weiter.

EU will weg von russischer Energie

Die EU arbeitet seit einigen Monaten an der Diversifizierung der Versorgung und hat bereits Rekordmengen an LNG-Importen und höheren Pipelinegaslieferungen sichergestellt. Über eine neu geschaffene EU-Energieplattform soll künftig die Nachfrage gebündelt und die Nutzung der Infrastruktur optimiert werden, zudem sollen die Kontakte zu den Lieferanten koordiniert werden. Als nächsten Schritt zieht die Kommission die Entwicklung eines „gemeinsamen Einkaufsmechanismus“ in Erwägung, der im Namen der teilnehmenden Mitgliedstaaten Gaseinkäufe aushandeln und vertraglich vereinbaren soll. Die Plattform soll künftig auch die gemeinsame Beschaffung von grünem Wasserstoff ermöglichen.

Zu Wasserstoff Aktien sei gesagt, dass hier noch kein Unternehmen Geld verdient. Bis zu einem tragfähigen und damit einträglichen Produkt bedarf es noch einer langen Entwicklung. Erst dann werden wir mit der ICM Green Strategy dieses Segment berücksichtigen, bis dahin bleiben wir interessierter Beobachter.

Kommission hebt Ziel für Erneuerbare Energien bis 2030 auf 45 Prozent an

Die Pläne der EU sehen bei Erneuerbaren Energien eine massive Beschleunigung des Ausbaus vor. Die Kommission schlägt vor, den Anteil von erneuerbaren Energien für 2030 im Rahmen des Fit-for-55-Pakets von 40 Prozent auf 45 Prozent zu erhöhen. Um dieses Ziel zu erreichen, sollen eine Reihe weiterer Initiativen wie eine spezielle EU-Solarstrategie zur Verdoppelung der Photovoltaikkapazität bis 2025 und zur Installation von 600 GW bis 2030 gestartet werden. Zudem ist eine Solar-Dachinitiative mit einer schrittweisen gesetzlichen Verpflichtung zur Installation von Solarzellen auf neuen öffentlichen und gewerblichen Gebäuden sowie auf neuen Wohngebäuden vorgesehen. Darüber hinaus empfiehlt die Kommission das Thema Beschleunigung der Genehmigungsverfahren für Großprojekte im Bereich der erneuerbaren Energien anzugehen, und eine gezielte Änderung der Richtlinie über erneuerbare Energien, um erneuerbare Energien als vorrangiges öffentliches Interesse anzuerkennen. In diesem Zusammenhang sollen die Mitgliedstaaten spezielle Gebiete für erneuerbare Energien einrichten, in denen verkürzte und vereinfachte Genehmigungsverfahren in Gebieten mit geringeren Umweltrisiken gelten.

Unternehmen der ICM Green Strategy aus den Bereichen der erneuerbaren Energien:

Jinko Solar

Die JinkoSolar Holding Co. Ltd. ist in der Photovoltaik-(PV)-Industrie tätig. Das Unternehmen hat eine Produktpalette für Solarstromprodukte aufgebaut, beginnend mit der Rückgewinnung von Siliziummaterialien über die Herstellung von Solarmodulen bis hin zur Solarstromerzeugung. Die Segmente der Gesellschaft umfassen das Segment Fertigung und das Segment Solarstromprojekte. Das Fertigungssegment umfasst das Geschäft mit der Herstellung von Solarstromprodukten, in dem das Unternehmen Siliziumbarren, Wafer, Zellen und Solarmodule herstellt. Das Segment Solarstromprojekte umfasst das nachgelagerte Geschäft mit der Erzeugung, dem Bau und dem Betrieb von Solarstrom, einschließlich der Stromerzeugung, dem Engineering, der Beschaffung und dem Bau (EPC) sowie der Anbindung von Solarstromprojekten an das Stromnetz und dem Betrieb und der Wartung (O&M) der Solarstromprojekte.

Das Unternehmen verkauft seine Solarmodule unter der Marke JinkoSolar. Zu den Dienstleistungen gehören das Sonnensystem EPC und Verarbeitungsdienstleistungen.

Nachhaltigkeitsaspekte

Jinko Solar ist einer der Weltmarktführer in der Solartechnologie. Abgesehen von der Tatsache, dass der Konzern zu 100% im Bereich der alternativen Energien arbeitet, sorgt Jinko auch für ein korrektes Arbeitsumfeld und die stetige Senkung anfallenden Mülls und des Wasserverbrauchs. Recycling wird großgeschrieben und das Unternehmen arbeitet stets daran, umweltschädliche Materialien komplett aus der Produktionskette zu bekommen.

Nordex

Die Nordex SE zählt zu den weltweit führenden Anbietern von Windenergieanlagen. Unter dem Markennamen Nordex führt das Unternehmen leistungsstarke Onshore-Anlagen, vor allem im Megawatt-Bereich. Die Kernkompetenz der Nordex-Gruppe liegt in der Planung und dem Engineering großer Windkraftanlagen für Stark-, Mittel- und Schwachwindstandorte, der Entwicklung und Fertigung von Steuerungen dieser Einrichtungen einschließlich des Netzanschlusses sowie der Fertigung von Rotorblättern für Windkraftanlagen der Megawatt-Klasse. Außerdem ist das Unternehmen auch an der Projektentwicklung von Windparks beteiligt. Nordex übernimmt neben der Produktion außerdem die Errichtung und Instandhaltung von Windturbinen. Für den Betrieb von Windenergieanlagen bietet Nordex die webbasierte Steuerungs- und Visualisierungs-Software Nordex Control. Das Programm ermöglicht die Steuerung und Regelung einer gesamten Windkraftanlage oder eines Windparks sowie die Datenerfassung und ihre Visualisierung. Die gesamte Produktpalette der Nordex-Gruppe wird durch verschiedene Serviceleistungen wie Inspektionen, Wartung und kurzfristige Störungsbeseitigung sowie mit Schulungen für die erfolgreiche Betriebsführung von Anlagen abgerundet.

Nachhaltigkeitsaspekte

Als einer der führenden Konzerne im Bereich der Windkraftenergie ist Nordex vom nachhaltigen Aspekt her gut aufgestellt. Dazu engagiert sich das Unternehmen sehr stark für seine Mitarbeiter und auch im Bereich der Inklusion. Wie zum Beispiel in Südafrika unterstützt Nordex benachteiligte Bevölkerungsgruppen und bildet diese Menschen, flankiert von seinem Nordex Education Trust, zukunftssträchtig aus und bindet sie ins Unternehmen ein. Umweltprojekte werden finanziert und betrieben und der gesamte Energieverbrauch des Konzerns wird zu 100% aus erneuerbaren Energien eingekauft.



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:

- 1) 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.
- 2) Money Flow Index:** Dieser Volumenindex zeigt in einer Skala von 0 bis 100, ob der Zufluss oder Abfluss von Geldern am Markt stattfindet.
- 3) 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.
- 4) 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.
- 5) 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.

Technische Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

Grafik 24

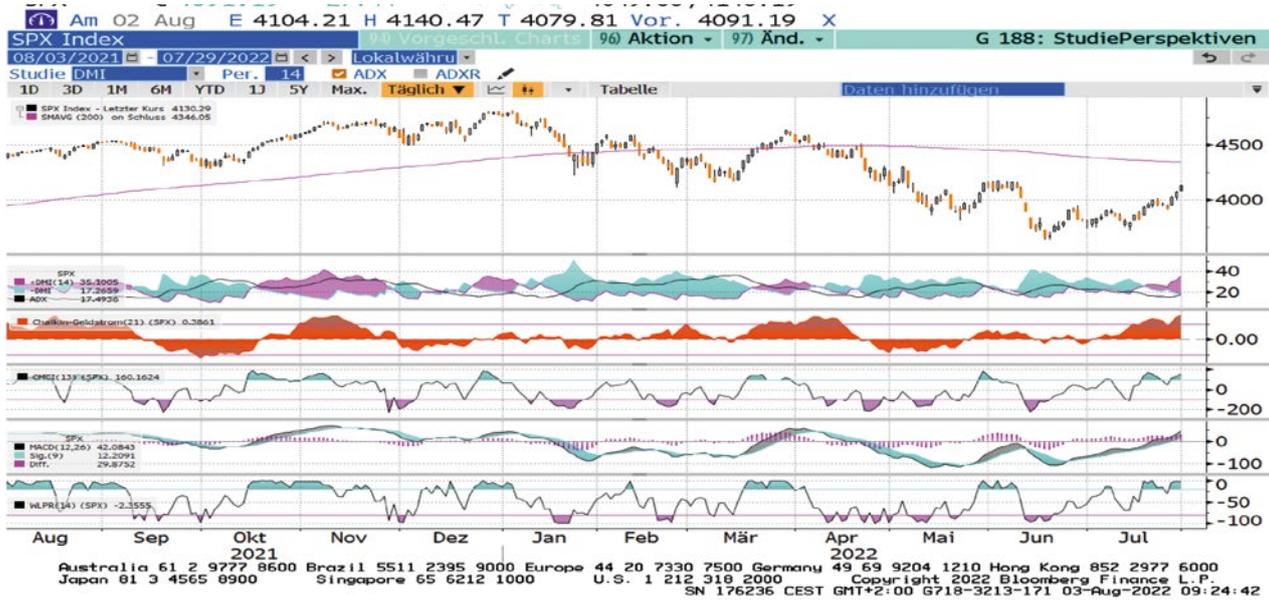
Indikatoren	AKTIENINDICES				
	S&P500	EuroStoxx50	DAX40	Nikkei225	Hang Seng
ADX	positiv	positiv	neutral/positiv	positiv	neutral
MFI - Money Flow Index	positiv	positiv	positiv	neutral	neutral/negativ
Ci - Commodity Channel Index	neutral/negativ	neutral/negativ	neutral/negativ	neutral	neutral/positiv
MACD	positiv	positiv	positiv	positiv	neutral
Williams %R	neutral/negativ	neutral/negativ	neutral/negativ	neutral/negativ	neutral/positiv
Gesamtrendenz	neutral/positiv	neutral/positiv	neutral/positiv	neutral/positiv	neutral

In den USA deuten sinkende Energiepreise auf eine deutliche Abschwächung der Gesamtinflation auf unter 3% in den nächsten Monaten. Eine leichte Rezession ist bereits im Markt eingepreist und der Höhepunkt der Zinserhöhungen durch die amerikanische Notenbank FED scheint überschritten. Da der Mehrheit der Fed-Zinsschritte wahrscheinlich hinter uns liegt, sollte auch das Schlimmste für die Aktienmärkte hinter uns liegen und die Marktvolatilität weiter abnehmen.



S&P500 Aktienindex

Grafik 25



Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S+P 500 Index hat nach neuen Tiefs die Niveaus von Mai wieder erreicht. Der 200 Tage Moving Average bei 4.346 Punkten ist die nächste Hürde. Der ADX Indikator deutet leicht auf eine Fortsetzung der Kurserholung. Der Geldstromindex zeigte seit Anfang Juli steigende Mittelzuflüsse und zeigt einen klaren positiven Trend. Der Commodity-Channel-Index hat sich nach der Kurserholung leicht in den überkauften Bereich begeben und zeigt sich jetzt leicht negativ. Der MACD gab Ende Juni ein Kaufsignal, bewegt sich weiter nach oben und bestätigt die Kursbewegung. Der William %R Oszillator ist mit -2,3 schon seit einiger Zeit im überkauften Bereich und gibt damit ein leichtes Verkaufssignal. **Ergebnis: neutral/positiv**

EuroStoxx50-Aktienindex

Grafik 26



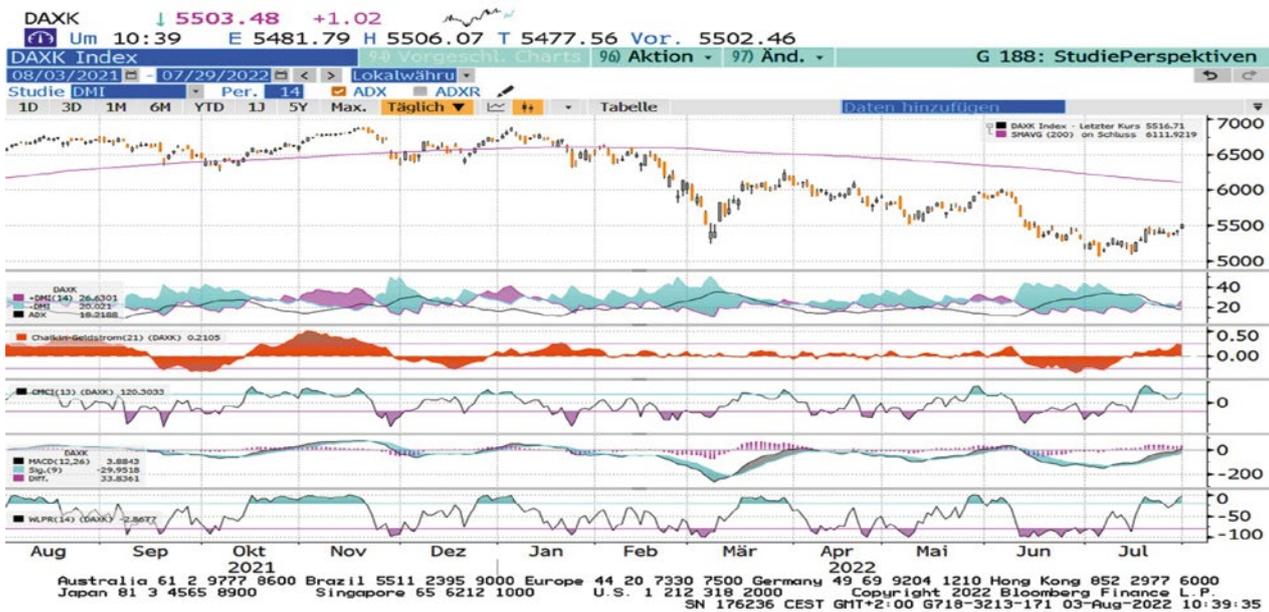
EuroStoxx 50 - Kursindex

Gegenüber dem US-Leitindex S&P500 hat der EuroStoxx50-Index seine Tiefsturse aus dem März nicht unterschritten, hat aber auch noch einen weiten Weg zur 200 Tagelinie bei 3.931 vor sich. Der Widerstandsbereich liegt bei 3.700 Punkten. Der ADX Indikator ist leicht positiv und deutet so auf eine Fortsetzung der Erholung. Der Geldstromindex zeigt nach deutlichen Mittelabflüssen im Juni wieder eine deutliche Zunahme der Nettokäufe und ist positiv. Der Commodity-Channel-Index gibt ein leichtes Verkaufssignal aus der überkauften Zone. Der MACD ist nach dem Kaufsignal von Anfang Juli weiter positiv. Der William %R Oszillator zeigt ähnlich dem S&P500 auch ein leicht überkauftes Niveau. **Ergebnis: neutral/positiv**



DAX40-Kursindex

Grafik 27



DAX40 - Kursindex

Der deutsche Leitindex konnte sich nach neuen Jahrestiefs erholen. Das Hoch aus dem Juni bei 14.700 Punkten und 200 Tagelinie bei 14.612 sind aber eine schwere Hürde. Der ADX Indikator zeigt ist leicht positiv und deutet eine Fortsetzung der Kurserholung an. Ähnlich dem SX5E sieht der DAX40 nach größeren Mittelabflüssen im Juni nun wieder deutliche Nettokäufe. Der Commodity-Channel-Index gab nach der Kurserholung der letzten Tage ein leichtes Verkaufssignal. Der MACD bleibt nach dem Kaufsignal Anfang Juli positiv. Der William %R Oszillator verharrt im leicht überkauften Niveau. **Ergebnis: neutral/positiv**

Nikkei225-Kursindex

Grafik 28



Nikkei 225 - Kursindex

Tokio hat die 200Tage Line bei 27560 Punkten durchbrochen, das konnte weiteres Kurspotential in Richtung 30.000 freisetzen. Der ADX Indikator steigt und bestätigt die Kurserholung. Der Money-Flow-Index zeigt keine Zuflüsse/Abflüsse und ist neutral. Der MACD bleibt nach dem Kaufsignal Anfang Juli positiv. Der Commodity-Channel-Index hat sich aus der überkauften Zone bewegt und ist jetzt neutral. Der William %R Oszillator zeigt sich leicht überkauft. **Ergebnis: neutral/positiv**



Hang Seng - Kursindex

Grafik 29



Hang Seng - Kursindex

Hongkong konnte den Widerstandsbereich bei ca. 22.400 Punkten Ende Juni nicht überschreiten und bestätigt so den langfristigen Abwärtstrend. Der ADX Indikator bleibt neutral und zeigt keine Tendenz. Der Money-Flow-Index zeigt nach starken Mittelzuflüssen im Juni nun wieder Nettoabflüsse. Der MACD bleibt ohne Tendenz und ist neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator zeigen sich beide leicht überverkauft. **Ergebnis: neutral**



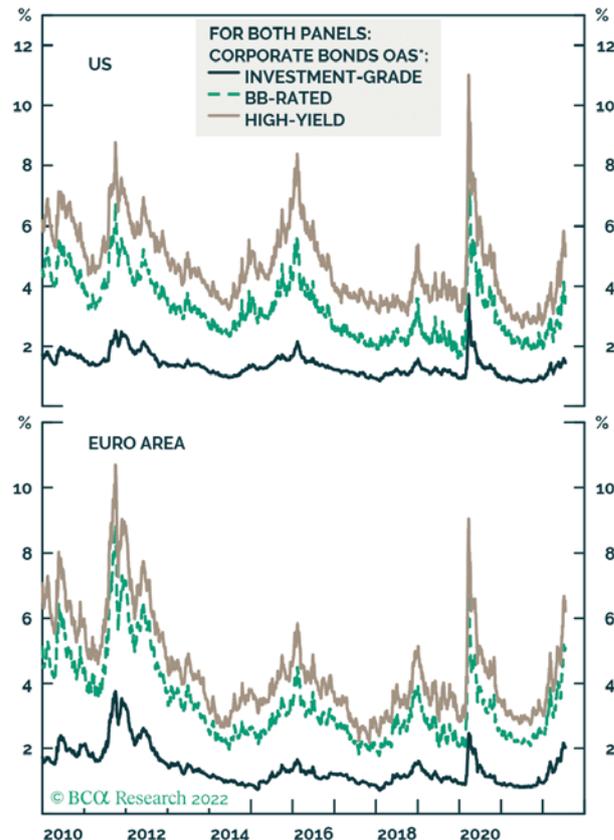
Anleihen: Einstieg ja, aber?

Hohe Inflationsraten, restriktive Geldpolitik, Krieg, Energiekrise und drohende Rezession waren nicht nur für die Aktienmärkte im ersten Halbjahr eine relativ toxische Mischung. Während die Gattung der Staatsanleihen unter dem steilen Zinsanstieg litt, kamen Unternehmensanleihen – gerade die schlechterer Bonität – zuletzt mit den Rezessionsängsten unter die Räder. Der Renditeaufschlag von Unternehmensobligationen gegenüber Staatsanleihen hat sich weltweit massiv erhöht. Mit zunehmender Sorge um das künftige Wachstum steigt das Bonitätsrisiko weiter an. So verwundert es auch nicht sonderlich, dass die Kurse stärker mit dem BIP-Wachstum als mit der Inflationsdynamik korreliert sind. Da wiederum die Marktteilnehmer nach vorne sehen, dürfte eine leichte Rezession schon längst eingepreist sein. Das hat die ausgebliebene negative Reaktion der länger laufenden Staatsanleihen auf die letzten Zinserhöhungen gezeigt. Die Renditestruktur über das gesamte Laufzeitenband wird in den Hartwährungen typischerweise zunehmend flacher.

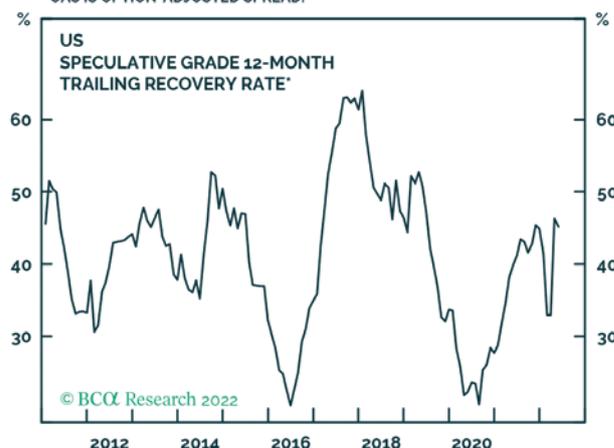
Fokussiert man sich innerhalb der schlechteren Bonitäten auf kürzere Restlaufzeiten, ergibt sich aktuell ein interessantes Renditeprofil. Die Renditeaufschläge haben laut Grafik zwar nicht die Höhen vom Frühjahr 2020 erklommen, andererseits spricht die sogenannte Recovery-Rate, vereinfacht die Massequote im Insolvenzfall, beispielhaft bei US-Anleihen von fast 50 %. Übersetzt spricht das für den relativ guten Zustand der US-Unternehmen. Das gilt übrigens für die europäischen Vertreter in gleicher Form.

Renditeaufschläge auf Staatsanleihen nach Bonitäten

Grafik 30



* SOURCE: BLOOMBERG BARCLAYS INDICES.
OAS IS OPTION-ADJUSTED SPREAD.



* SOURCE: MOODY'S INVESTORS SERVICE



Währungen

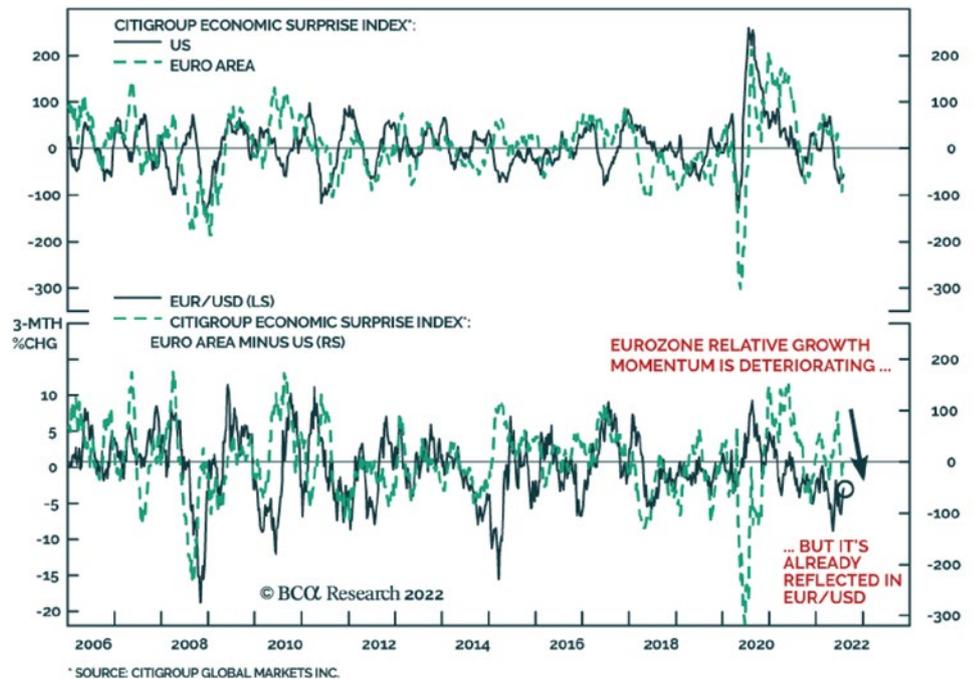
Risiko negativer Überraschungen dominiert Währungspaar

Die „economic surprise“-Indizes der Citigroup für die USA und das Eurogebiet liegen beide tief im negativen Bereich. Während der US-Index Mitte Mai als erster unter 0 fiel, drehte das Maß für die Eurozone erst Ende Juni ins Negative und hat sich in letzter Zeit relativ schnell weiter verschlechtert. Der Überraschungsindex für die Eurozone liegt nun sogar unter seinem US-Pendant. Eine Verschlechterung der Wachstumsdynamik in der Eurozone im Vergleich zu den USA ist normalerweise ein schlechtes Zeichen für EUR/USD. Als Vorbehalt in diesem Fall gilt jedoch, dass der Euro bereits eine tiefe Rezession eingepreist hat. Er konnte in diesem Jahr nicht von positiven relativen wirtschaftlichen Überraschungen im Vergleich zu den USA profitieren. Stattdessen haben Zinsdifferenzen, steigende Ölpreise, geopolitische Spannungen auf dem Alten Kontinent und erhöhte Wachstumsrisiken den EUR/USD belastet, der im vergangenen Monat im Tageshandel sogar unter die Parität fiel.

Einige dieser Faktoren könnten sich in nächster Zeit wieder abschwächen. Als Energieimporteur ist der jüngste Rückgang der Rohölpreise eine positive Entwicklung für die Handelsbilanz der Eurozone und da-

Citibank Economic Surprise Index

Grafik 31



mit auch für die Währung. Die US-Notenbank könnte die Zinsen im September zwar um weitere 75 Basispunkte anheben, wenn die vor der FOMC-Sitzung veröffentlichten Daten dies rechtfertigen, doch wird sie in der zweiten Jahreshälfte wahrscheinlich zu einem langsameren Tempo übergehen. Darüber hinaus ist der Dollar jetzt extrem überbewertet und die Stimmung ist angespannt, was sich negativ auf die langfristigen Aussichten des Dollars auswirkt. Auf Sicht von

12 bis 18 Monaten sollte der Dollar eher verlieren.

Aber: Auf kurze Sicht ist die Wirtschaft des Euroraums jedoch mit einem erhöhten Rezessionsrisiko konfrontiert. Sie könnte daher weiterhin für relativ mehr negative wirtschaftliche Überraschungen sorgen als die US-Wirtschaft. Da EUR/USD dieses Ergebnis bereits widerspiegelt, ist für die kommenden Monate eine neutrale Haltung angebracht.

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 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 Bronzin Premium Income Fonds (A14XNT), Galilei Global Bond Opportunities UI (DE000A3DD937). 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:
08.08.2022

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.