PERSPEKTIVEN

3. Quartal 2018

Der Quartalsausblick der ICM InvestmentBank AG

Am Anfang stand die Waschmaschine

Aktien:
Zweites Halbjahr aussichtsreich

Anleihen:
Notenbanken zunehmend restriktiver

Rohstoffe:
Der Ölpreis wird am Golf entschieden

Lieber Leser,

bis heute war die Kursentwicklung an den internationalen Börsen 2018 im Hinblick auf neue Höchststände ebenso ein Non-Event wie die Entwicklung der Zinsen, die nicht einmal in den Vereinigten Staaten, wo die Konjunktur brummt, neue Tops verzeichnen konnten. Die wichtigsten Wechselkurse muss man im selben Atemzug nennen, denn trotz der hohen Zinsdifferenz zum Euro konnte der Dollar keinen Stich gegen die europäische Gemeinschaftswährung machen. Auch bei den Rohstoffen kam es anders als gedacht. Der Goldpreis stürzte in den vergangenen Wochen regelrecht ab.

Insgesamt war das vergangene Quartal einmal mehr durch die Politik geprägt, im Vordergrund standen die verhängten Importzölle der USA gegen China. Und ein Ende dieses Handelsstreits ist nicht in Sicht, wenn man den Twitter-Botschaften von US-Präsident Trump folgt, der zuletzt auf alle chinesischen Importgüter einen astronomisch anmutenden US-Zoll von jährlich 500 Mrd. USD androhte.

Doch Beispiele wie der US-Waschmaschinenhersteller Whirlpool zeigen, dass die „America first"-Politik nach hinten losgehen kann. Das Unternehmen hatte jahrelang für die Verhängung von Einfuhrzöllen auf Waschmaschinen von LG und Samsung gekämpft und eine regelrechte Euphorie brach aus, als solche Zölle im Januar gegen Südkorea eingeführt wurden. In Erwartung steigender Auftragszahlen wurden in der Produktion 200 neue Arbeitsplätze eingerichtet. Doch nachdem im Juni Einfuhrzölle auf Stahl- und Aluminiumprodukte verhängt wurden, erhöhten sich die Rohstoffkosten bei Waschmaschinen aus US-Fertigung wesentlich. Gleiches richteten die im Juli verhängten Einfuhrzölle auf elektronische Bauteile aus China an, denn diese werden gerade auch in Waschmaschinen verbaut. Waschmaschinen kosten derzeit in den USA rund 20 % mehr als vor Trumps Zollmanövern. Und das bremst die Nachfrage. Im Nachgang enttäuschender Quartalszahlen verlor die Whirlpool-Aktie satte 14,5 %.

Der globale Wachstumsschub des Vorjahres setzt sich derzeit nur noch in den Industrieländern fort, einige Schwellenländer haben bereits mit massiven Währungsabwertungen (i. e. türkische Lira und indonesische Rupiah) zu kämpfen. Insgesamt sicher keine richtig gute Gemengelage – aber auch keine besonders schlechte, denn die Unternehmensgewinne steigen im Hintergrund zweistellig weiter. Es darf nur eben nicht zu einer politischen Eskalation kommen. Doch da gibt es allenthalben derzeit genügend Quertreiber: Donald Trump, Theresa May, Roberto Salvini – um nur einige zu nennen.

Unsere Bewertung:

Grafik 1

Aktien Europa					
Aktien USA					
Aktien Japan					
Aktien Schwellenländer					
EURO vs. USD					
Gold					
Rohstoffe					
Staatsanleihen 10 Jahre					
Anleihen BBB und besser					
Anleihen BB und schlechter					

Herzlichst,

Ihr Norbert Hagen

ICM InvestmentBank AG

Am Anfang stand die Waschmaschine

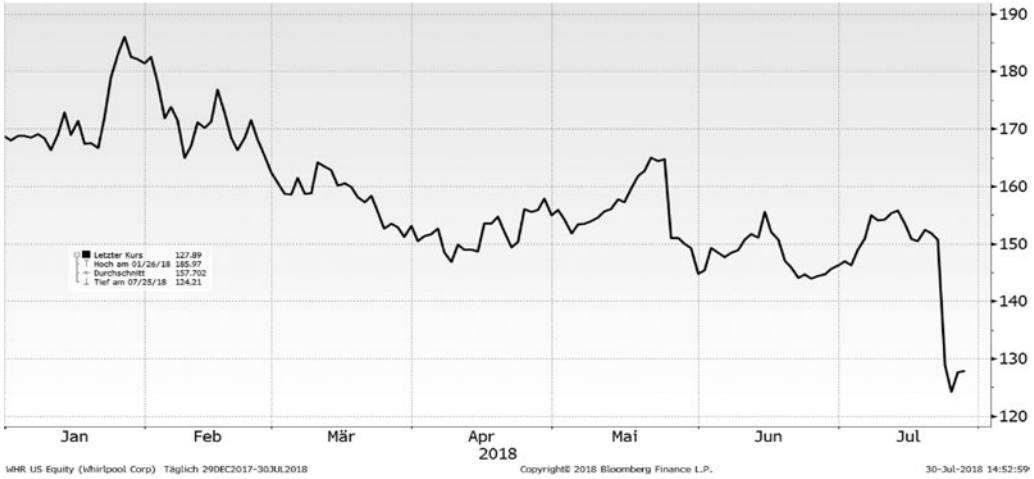
Die Entwicklung des US-amerikanischen Haushaltsgeräteherstellers Whirlpool, der sich im Nachhinein völlig umsonst über die neu eingerichteten Barrieren gefreut hatte, könnte symptomatisch für die Auswirkungen von Zollschranken werden – und dürfte den US-Präsidenten vor Übertreibungen seiner protektionistischen Manöver abhalten. Ein erstes Anzeichen hierfür könnte das Einlenken der Amerikaner bei den Einführzollen auf europäische Autos sein.

Mit wenigen Ausreißern deuten die meisten Daten darauf hin, dass sowohl die Industrieproduktion, als auch die Produzentenpreise im zweiten Halbjahr weltweit zulegen werden. Im Rahmen des Handelskonflikts sollten die wachsenden Gewinne in den Vereinigten Staaten das ausgleichen, was China voraussichtlich einbüßen dürfte. Die Berichtssaison über das zweite Quartal hat also die besten Voraussetzungen, um die Aktienkurse wieder nach oben zu bewegen. Das begünstigt auch Unternehmensanleihen schlechterer Bonitäten. Noch immer haben die Notenbanken ihre Finger bei den Anleihen im Spiel, sodass dort künstliche Ungleichgewichte zwischen Angebot und Nachfrage weiter an der Tagesordnung bleiben werden.

Andererseits hat sich auch nichts an der Tatsache geändert, dass es im Hinblick auf die Vollbeschäftigung in den Vereinigten Staaten schwächerer Konjunkturdaten bedarf bzw. sich die finanziellen Bedingungen verschärfen müssten, um die Fed von weiteren Zinsschritten abzuhalten. Aber nur eine solche Pause oder ein bedeutend schwächerer US-Dollar-Wechselkurs würden zweistellige Kursgewinne anfeuern. Im ersten Halbjahr waren es vor allem Anleihen und Aktien aus den Schwellenländern, die durch ihre Kursrückgänge eine Risikoprämie in Form von Währungsabwertungen, hohen Realzinsen und niedrigeren KGVs aufgebaut haben. Sie sind aufgrund dessen zur risikoärmeren Anlage geworden.

Whirlpool: Aktie rauscht ab

Grafik 2

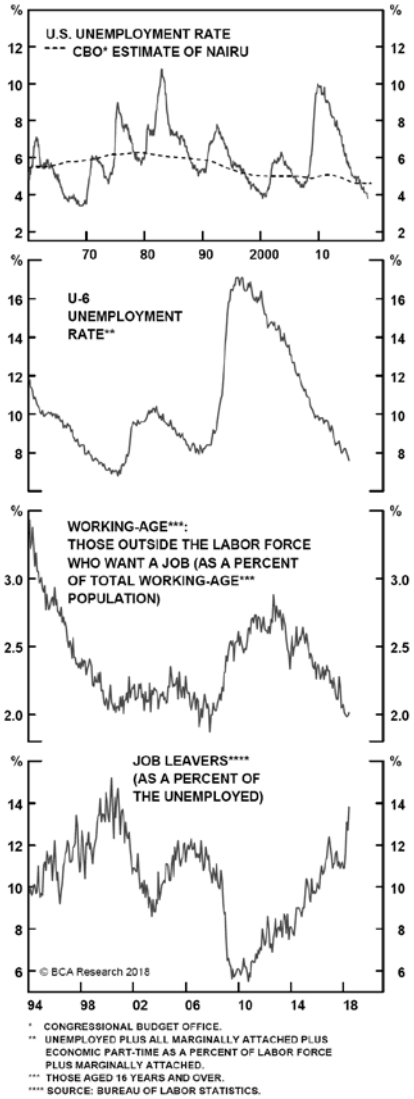


Quelle: Bloomberg.

Vollbeschäftigung gilt als Maßstab guter Wirtschafspolitik, doch sie birgt auch Gefahren.

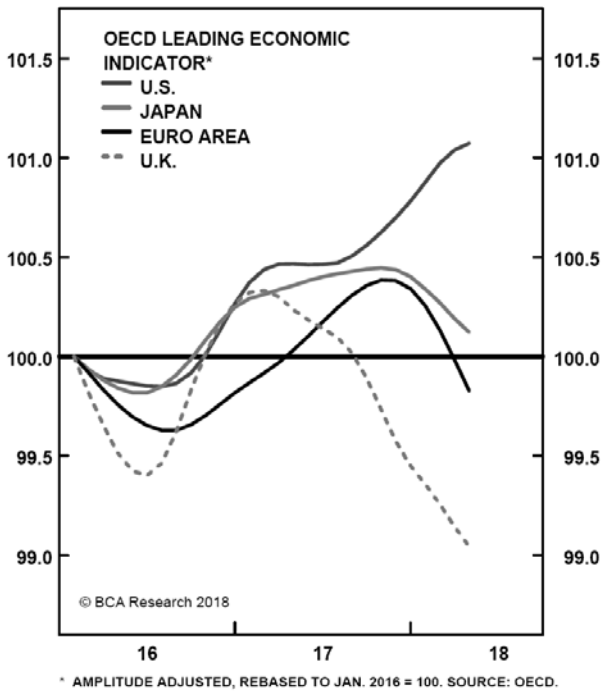
Grafik 3

USA auf dem Weg zur Vollbeschäftigung



Quelle: Peter Berezin, Global Investment Strategy, Q3 2018, The Beginning Of The End, BCA Research Montreal, 29.06.2018, Seite 3.

US-Wirtschaft zieht davon Grafik 4



Quelle: Peter Berezin, Global Investment Strategy, Q3 2018, The Beginning Of The End, BCA Research Montreal, 29.06.2018, Seite 3.

Die US-Wirtschaft brummt dank positiver Unternehmensdaten – doch wie lange noch?

Die positiven Unternehmensdaten der laufenden Berichtssaison werden von Präsident Trumps „Twitter-Politik" konterkariert und im Sinne wieder steigender Kurse besteht unter den Anlegern eine weit verbreitete Hoffnung, dass man die Äußerungen doch nicht wörtlich nehmen müsse, denn Theater gehört bei dem amtierenden US-Präsidenten eben zum politischen Prozess.

Trump-Tweets als Anlagestrategie?

Doch was bezweckt Trump mit derartigen Manövern am Ende? Können seine Drohungen ernst genug genommen werden, um daraus eine Anlagestrategie abzuleiten?

Vier Ziele des Präsidenten mit jeweils unterschiedlichem Ausgang für die Kapitalmärkte wären laut JP Morgan vorstellbar:

1. Um die „Mid-Term Elections" für die Republikaner zu gewinnen und so letztendlich jegliches Risiko eines Amtsenthebungsverfahrens zu reduzieren, beabsichtigt der Präsident, möglichst viele Wahlversprechen in die Tat umzusetzen – Steuersenkungen, Novellierung der Einwanderungsgesetze, Abschottungszölle, die Entwaffnung von Nordkorea und Abgrenzung des Irans.
2. Trump versucht, Chinas wachsende ökonomische und geopolitische Bedeutung einzuschränken - analog zum historischen Beispiel der früheren Sowjetunion.
3. Donald Trump versucht, sich Chinas Unterstützung bei der Einflussnahme auf Nordkorea und den Iran zu versichern, indem er chinesische Produkte mit Einfuhrzöllen belegt und diese Zölle als Verhandlungsmasse nutzt.
4. Eine neue internationale Wirtschafts- und Sicherheitsarchitektur wird aus den USA heraus durchgesetzt, diese stützt sich, ganz nach dem Vorbild der „America First"-Kampagne aus dem Wahlkampf 2016, auf permanenten Protektionismus und Isolation.

Vier Ziele, vier Szenarios für den Rest der Welt

Ziel 1 geht an den Kapitalmärkten bislang gut aus. Das Risiko besteht vor allem in der Etablierung von Zöllen auf chinesische Produkte und auf Autoimporte. Was bislang möglicherweise als hohle Bedrohung wahrgenommen wurde, könnte im Ernstfall zu einer völligen Neubewertung der betreffenden Sektoren führen.

Auch das zweite Ziel befindet sich bei Trump bereits in der Umsetzung. Über Zölle hinaus will der Präsident die Exporte von Technologie nach China ebenso einschränken wie die Investitionen chinesischer Unternehmen in US-Firmen in strategisch wichtigen Sektoren. Doch diese Manöver würden möglicherweise nur sehr langfristig ihre Wirkung entfalten und global keinen Einfluss auf Aktienkurse nehmen. Nur chinesische Aktien würden, ebenso wie das gesamte chinesische Wirtschaftswachstum, darunter leiden.

Ziel 3 ist eine Spielvariante des zweiten, denn solange China mit beiden Schurkenstaaten Handel treibt, werden die US-Sanktionen ausgehebelt. Fragt sich nur, ob die US-Regierung im Falle der Unterstützung Chinas im Umgang mit Nordkorea und dem Iran von den verhängten Importzöllen und anderen Restriktionen gegenüber China wirklich absieht. Am Ende decken sich die Auswirkungen am Kapitalmarkt mit den zuvor genannten.

Sollte Trump auch noch Ziel 4 verfolgen, hätte dies die mit Abstand gravierendsten Auswirkungen auf die Kapitalmärkte, würde es doch einem Austritt aus der WTO gleichkommen. WTO steht für eine Reduzierung von Handelsbarrieren, nicht für das Gegenteil. Ein angebotsseitiger (durch die Zollschranken via Preiserhöhungen) provozierter Schock würde die USA in eine Rezession stürzen und die aus dem Agieren der WTO bislang realisierten Vorteile für die Weltwirtschaft umkehren.

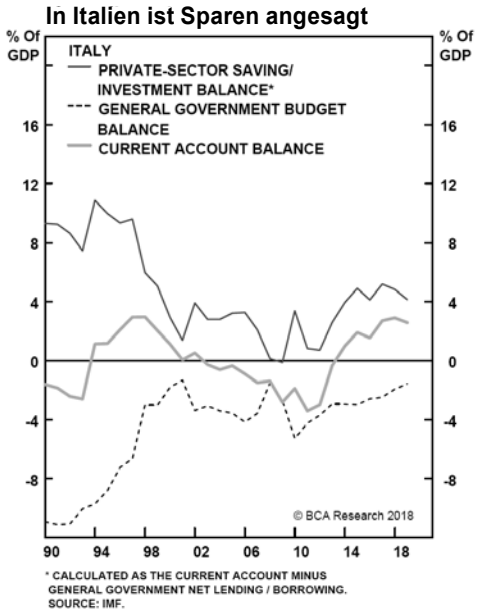
Im Augenblick dürften alle Rückschläge an Aktienmärkten und bei den Unternehmensanleihen noch Kaufgelegenheiten sein, denn historisch zuverlässige Vorboten einer US-Rezession wie die Invertierung der Zinsstrukturkurve (kurze Zinsen höher als lange) sind unseres Erachtens nach der Finanzkrise und einem kompletten Wandel der Geldpolitik der Notenbanken nur mehr bedingt aussagekräftig. Was EZB und Bank of Japan mit ihren Anleihenkaufprogrammen machen, bleibt nicht ohne Einfluss auf die Renditen von US-Papieren. Die Bilanzen der US-Kreditinstitute können einer reichlichen Kreditnachfrage standhalten, ohne dass es zu einem Zinsanstieg kommen muss.

Europa: Sorgenkind Italien

Das europäische Wirtschaftswachstum hat seinen Höhepunkt bereits Ende des vergangenen Jahres überschritten und eine Besserung ist derzeit nicht in Sicht. Insbesondere in Deutschland zeigen wichtige Wirtschaftsindikatoren (Ifo-Index, Exporte) nach unten. Doch die größte Unbekannte in der weiteren europäischen Entwicklung ist derzeit Italien.

Die Pläne der neuen italienischen Regierung dürften in der EU auf wenig Gegenliebe stoßen. Insbesondere die Aufweichung der von der EU einst eingeforderten Rentenreform steht auf der Agenda der Matarella-Regierung und könnte das Versprechen von Mario Drahgi „zu tun, was immer von Nöten ist", um Italien zu retten, auf die Probe stellen. Wie viele andere Wirtschaftsnationen auch leidet Italien unter einer zunehmenden Überalterung der Arbeitsbevölkerung. Diese Entwicklung bringt zum einen die Erhöhung der privaten Sparquote (für das Alter) mit sich, zum anderen reduzieren Unternehmen ihre Investitionen, da die schrumpfende Bevölkerung die Nachfrage langfristig limitieren wird.

Grafik 5



Quelle: Peter Berezin, Global Investment Strategy, Q3 2018, The Beginning Of The End, BCA Research Montreal, 29.06.2018, Seite 18.

Die privaten Haushalte in Italien sparen, doch dies gefährdet die Wirtschaftsentwicklung des Landes.

Einfache Lösungen gibt es für die drittgrößte europäische Wirtschaftsnation nicht. Das japanische Modell – mehr Staatsausgaben wiegen die private Sparquote auf – greift ebenso wenig wie das deutsche – Erhöhung der Exportquote zum Abbau von Produktionsüberschüssen. Zurzeit bietet nur die EZB eine Linderung, aber keine alleinige Lösung des italienischen Problems an: Die lockere Geldpolitik der EZB hat einen Euro-Anstieg bislang verhindert und außerhalb Eurolands die italienische Wettbewerbsfähigkeit erhöht. Gleichzeitig haben die im historischen Vergleich niedrigen Marktrenditen bei den Staatsanleihen auch Italiens Haushalt entlastet.

Läuft alles auf Monetarier VS Keynes hinaus?

Einerseits reagiert der Kapitalmarkt überhaupt nicht, wenn US-Präsident Trump das Haushaltsdefizit seines Landes mit der Steuerreform von 2,4 % des BIP 2015 auf voraussichtliche 4,7 % des BIP 2019 in gefährliche Höhen treibt. Andererseits reagieren die Märkte bereits empfindlich auf Andeutungen aus Italien, die marode Wirtschaft mit staatlichen Finanzhilfen anzukurbeln. Dabei ist das Haushaltsdefizit der Südeuropäer fast ausgeglichen. Berechtigterweise schreckt die Europäische Zentralbank vor Zinserhöhungen aufgrund der italienischen Krise zurück, während in den USA die FED fast gar nicht mehr anders kann, als die Zinsen zu erhöhen, um eine Überhitzung der Wirtschaft zu vermeiden.

Grafik 6:

Italien überzeugt mit fast ausgeglichenem Haushalt

GENERAL GOVERNMENT STRUCTURAL BALANCE AS A % OF GDP														
COUNTRY	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
AUSTRIA	-2.9	-3.0	-3.6	-3.8	-2.9	-2.0	-1.1	-0.5	0.4	-0.6	-0.7	-0.7	-0.7	-0.7
BELGIUM	-0.7	-1.7	-3.9	-3.8	-4.1	-3.6	-3.1	-2.9	-2.2	-2.2	-1.0	-1.4	-1.5	-1.4
FINLAND	2.2	1.7	-0.3	-1.8	-1.5	-1.7	-1.2	-0.9	0.0	0.2	-0.8	-1.1	-1.0	-0.5
FRANCE	-3.6	-3.9	-5.5	-5.6	-4.4	-3.5	-2.4	-2.3	-1.9	-1.8	-1.4	-1.5	-2.7	-1.8
GERMANY	-1.0	-0.9	-1.4	-2.4	-1.4	-0.2	0.1	0.5	0.6	0.8	0.9	0.6	0.7	0.8
GREECE	-11.5	-15.5	-19.4	-13.4	-8.8	-2.1	1.4	-0.7	-0.3	2.7	1.4	0.9	0.8	0.4
ICELAND	2.9	-4.5	-10.0	-4.3	-4.2	-2.4	-1.7	-1.5	-2.5	-0.2	0.0	0.6	0.7	1.0
IRELAND	-2.2	-8.2	-9.4	-9.7	-6.9	-5.6	-4.6	-3.1	-1.5	-1.2	-1.0	-0.8	-0.6	-0.2
ITALY	-3.1	-3.8	-4.2	-3.7	-4.1	-1.5	-0.6	-1.0	-0.7	-1.3	-1.5	-1.3	-0.7	-0.2
JAPAN	-3.5	-4.0	-6.7	-7.9	-7.8	-7.4	-7.3	-5.3	-4.2	-4.1	-4.0	-3.4	-2.8	-2.2
NETHERLANDS	-1.1	-1.5	-5.0	-4.5	-4.3	-3.1	-1.2	-1.2	-1.4	0.8	0.5	0.0	0.0	0.0
PORTUGAL	-3.8	-5.3	-8.5	-8.3	-6.3	-3.2	-2.9	-1.4	-1.8	-1.3	-1.0	-0.8	-0.9	-0.9
SPAIN	-1.4	-7.3	-10.6	-8.5	-7.4	-3.3	-2.3	-1.9	-2.4	-2.8	-2.5	-2.5	-2.6	-2.6
UNITED KINGDOM	-5.2	-7.1	-8.7	-7.4	-5.8	-5.9	-3.8	-4.6	-3.9	-2.8	-2.3	-1.8	-1.5	-1.3
UNITED STATES	-4.1	-6.0	-7.7	-9.6	-8.2	-6.4	-4.4	-3.8	-3.6	-4.3	-4.6	-5.6	-6.8	-6.3

SOURCE: IMF, WORLD ECONOMIC OUTLOOK DATABASE, APRIL 2018.

Quelle: Dhaval Joshi, European Investment Strategy, Monetarists Vs Keynesians, BCA Research, Montreal, 12.7.2018, Seite 3

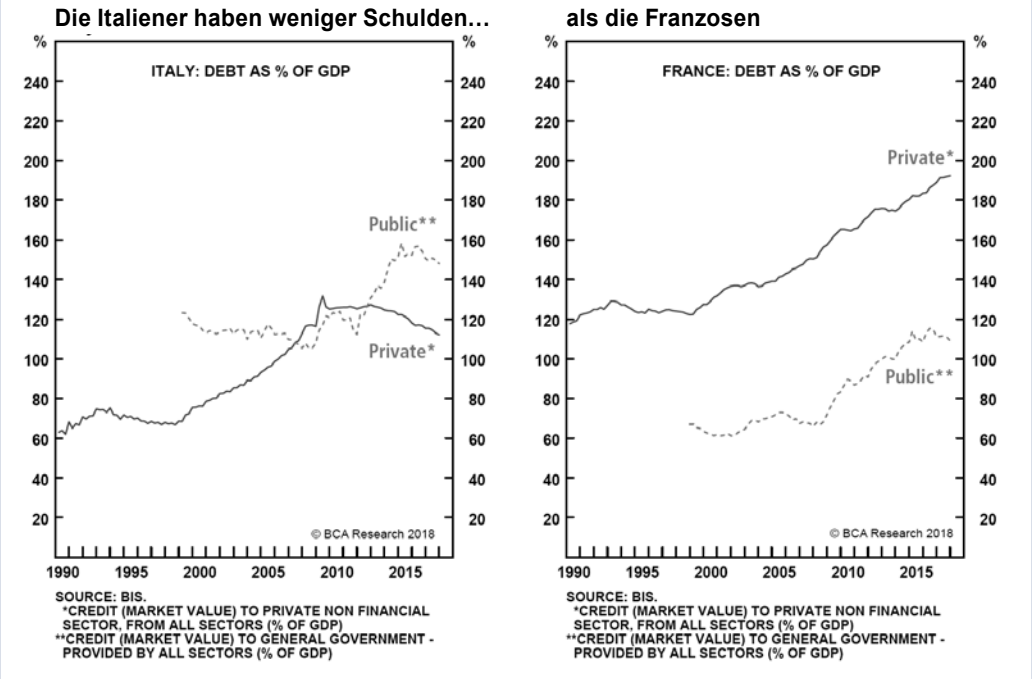
Sind die alten Rezepte der Wirtschaftstheoretiker in der modernen Welt immer noch wirksam?

Strukturreformen, niedrige Zinsen und ein ausgeglichener Staatshaushalt gelten in Europa nach wie vor als die Allheilmittel für eine schwächelnde Wirtschaft, doch zumindest in Italien wurde dabei lange übersehen, dass das wahre Problem des Landes das immer noch in Teilen marode Bankensystem ist.

Während in einer normal funktionierenden Volkswirtschaft die Banken dafür sorgen, dass die Ersparnisse des Privatsektors verteilt und genutzt werden, verblieb das italienische Bankensystem nach der Weltwirtschaftskrise 2008 weitestgehend in seinem Schockzustand. Eine Sanierung wurde nur halbherzig angegangen, sodass den Banken die Eigenmittelunterlegung für expansives Kreditgeschäft fehlt.

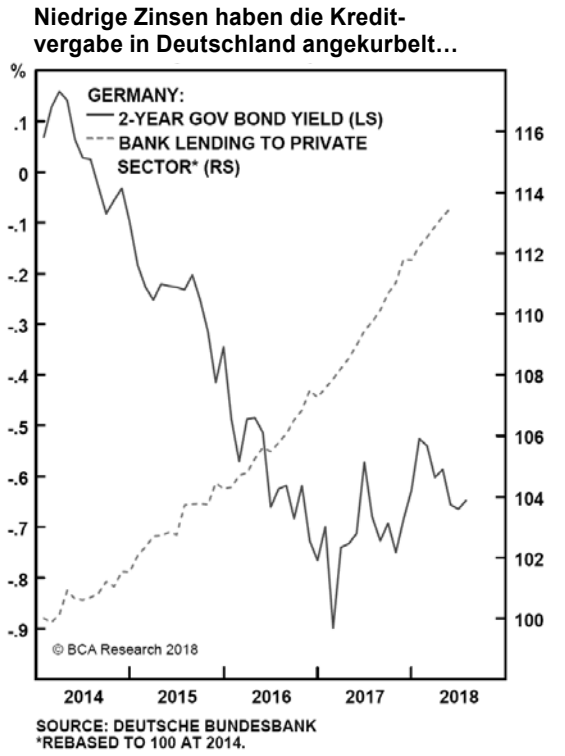
In einem solchen Szenario müsste eigentlich der Staat die Rolle der Banken übernehmen und dafür sorgen, dass das Geld des privaten Sektors „genutzt" wird, um die Wirtschaft am Leben zu erhalten. Doch durch den „verschwenderischen" Beigeschmack von Haushaltsdefiziten wird dieser Zusammenhang oftmals unterschätzt und abgelehnt. Niedrigzinsen können derweil in einem Land mit einem dysfunktionalen Bankensystem keine Abhilfe schaffen, da sie die Kreditvergabe nicht ankurbeln (siehe Grafiken).

Grafik 7



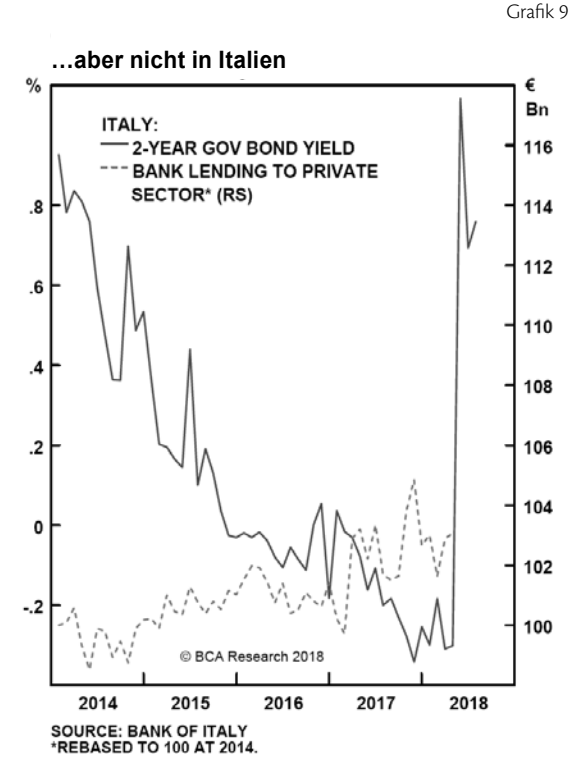
Quelle: Dhaval Joshi, European Investment Strategy, Monetarists Vs Keynesians, BCA Research, Montreal, 12.7.2018, Seite 4.

Grafik 8



Quelle: Dhaval Joshi, European Investment Strategy, Monetarists Vs Keynesians, BCA Research, Montreal, 12.7.2018, Seite 6.

Grafik 9



Quelle: Dhaval Joshi, European Investment Strategy, Monetarists Vs Keynesians, BCA Research, Montreal, 12.7.2018, Seite 4.

Welche „Medizin“ ist also die richtige?

Staatsausgaben erhöhen oder die Politik des billigen Geldes ausweiten – kurz: Haben Monetarier oder Keynesianer die richtige Medizin? Die Antwort entwickelte sich zum Glaubenskrieg. In Italien zeigt die Niedrigzinspolitik der EZB derzeit aufgrund des angeschlagenen Bankensystems des Landes keine Wirkung, ein Eingreifen des Staates im Sinne von Keynes würde die Wirtschaft wohl eher ankurbeln. In den USA dagegen, wo Banken und Privatsektor funktionieren, werden die Finanzspritzen der Republikaner für die Wirtschaft mit hoher Wahrscheinlichkeit ins Leere laufen.

Währungen

Donald Trumps Heimatwährung hält den Schlüssel für einen Rebound der Schwellenländeraktien. Das hängt vor allem mit dem schnellen Verfall des Yuan zusammen, und auch mit der US-Treasury, die über das Jahr hinweg Liquidität aus dem System gezogen hat.

Die dominierenden Entwicklungen im zweiten Quartal waren ein starker Dollar, schwache Rohstoffpreise und schwache Schwellenländer. Nachdem die chinesische Regierung bemüht darum ist, die Geschwindigkeit der Yuan-Abwertung zu bremsen, und auch die US-Treasury von der Liquiditätsverknappung ablässt, gibt es die Chance einer Gegenbewegung, die Aktien und Währungen gleichermaßen erfassen könnte.

Rohstoffe

Die Kombination von schwächerem Wirtschaftswachstum und starkem Dollar dürfte sich in den kommenden Monaten negativ an den Rohstoffmärkten auswirken. Insbesondere Industriemetalle sind deutlich krisenanfälliger als Öl. Zusätzlich belasten die schwachen Aussichten für die chinesische Wirtschaft, die ungefähr die Hälfte der Industriemetalle, aber nur 15 % der Ölförderung verbraucht.

Zuletzt brachen die Ölpreise um knapp 10 % ein, nachdem Saudi Arabien zusammen mit Russland Förderausweitungen angekündigt hatte – und zwar um rund 1 Mio. Barrel pro Tag. Gleichzeitig konnte Libyen nach einem Produktionsausfall die Förderung wieder fortsetzen. Hinzu kam noch US-Präsident Trump, der gerade Saudi Arabien aufforderte, im Sinne niedrigerer Preise den Ölhahn aufzudrehen. Die USA ächzen unter hohen Spritpreisen und Trump braucht vor den Midterm-Wahlen noch einen Vorzeige-Erfolg für seine Politik.

Der Ölpreis wird in der Golf-Region entschieden

Die Prognosen der Internationalen Ölagentur kündigen einen Nachfrageanstieg von derzeit 99,1 Mio. Barrel am Tag auf 100,5 Mio. Barrel in 2019 an. Ob die Förderung hier entsprechend nachziehen kann, ist die große Diskussion am Markt. So kann Saudi Arabien, der größte Förderer der OPEC, seine Produktion gerade nochmal um 300.000 Barrel pro Tag ausweiten. Für mehr reichen die Förderkapazitäten nicht. Im Hinblick auf US-Sanktionen auf iranisches Öl und einem massiven Rückgang der Förderung im Krisenland Venezuela ist nicht von der Hand zu weisen, dass kleinste Defizite in der Förderung zu massiven Preissteigerungen führen können. Der Ölpreis dürfte unseres Erachtens in den kommenden 18 Monaten vor allem von geopolitischen Entwicklungen vor allem in der Golfregion dominiert werden – unabhängig vom fundamentalen Verhältnis von Angebot zu Nachfrage. Dort nämlich wären nach der Tabelle erst ab dem dritten Quartal 2019 Nachfrageüberhänge zu befürchten.

Voraussichtliche Entwicklung des Ölmarkts bis Ende 2019

Grafik 10

	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19
OPEC PRODUCTION OF CRUDE OIL AND LIQUIDS								
OPEC CRUDE OIL PRODUCTION	32.18	31.85	32.14	32.10	31.77	31.54	31.61	31.33
OF WHICH								
ALGERIA	1.02	1.02	1.02	1.00	0.99	0.97	0.96	0.94
ANGOLA	1.59	1.50	1.46	1.43	1.41	1.39	1.37	1.34
ECUADOR	0.51	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52	0.52
EQUATORIAL GUINEA	0.14	0.14	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13	0.13
GABON	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
IRAN	3.83	3.81	3.78	3.71	3.48	3.33	3.28	3.28
IRAQ	4.46	4.49	4.55	4.55	4.55	4.55	4.55	4.55
KUWAIT	2.71	2.71	2.81	2.84	2.85	2.85	2.80	2.80
LIBYA	0.99	0.91	0.80	0.95	1.00	1.00	1.00	1.00
NIGERIA	1.72	1.55	1.54	1.64	1.63	1.61	1.60	1.58
QATAR	0.61	0.61	0.63	0.63	0.63	0.63	0.68	0.68
SAUDI ARABIA	9.94	10.13	10.67	10.50	10.40	10.43	10.67	10.50
UAE	2.88	2.86	2.92	2.98	3.05	3.05	3.05	3.05
VENEZUELA	1.57	1.40	1.12	1.01	0.94	0.88	0.82	0.76
OPEC NON-CRUDE LIQUIDS	6.90	6.94	6.98	7.02	7.05	7.12	7.19	7.27
TOTAL OPEC PETROLEUM SUPPLY	39.07	38.79	39.12	39.12	38.82	38.66	38.80	38.60
NON-OPEC PRODUCTION OF CRUDE OIL AND LIQUIDS								
N. AMERICA	23.83	24.74	25.17	25.95	26.27	26.72	27.11	27.57
OF WHICH								
U.S. ONSHORE	7.95	8.29	8.63	8.97	9.32	9.65	9.96	10.24
CENTRAL AND S. AMERICA	4.85	5.71	5.89	5.50	5.20	6.05	6.23	5.85
EUROPEAN	4.09	3.96	3.89	4.07	4.06	3.98	3.89	4.05
FSU AND EASTERN EUROPE	14.27	14.47	14.48	14.66	14.72	14.64	14.67	14.75
OF WHICH								
RUSSIA	11.17	11.21	11.20	11.33	11.45	11.30	11.22	11.43
MIDDLE EAST (EX OPEC)	1.08	1.10	1.10	1.10	1.13	1.13	1.13	1.13
AFRICA	1.85	1.85	1.85	1.85	1.83	1.83	1.83	1.83
ASIA AND OCEANIA	9.23	9.22	9.26	9.29	9.24	9.26	9.28	9.31
TOTAL NON-OPEC PETROLEUM SUPPLY	59.25	61.03	61.57	62.35	62.10	62.91	63.39	63.93
TOTAL WORLD SUPPLY	98.32	99.82	100.69	101.47	100.92	101.57	102.20	102.54
GLOBAL LIQUID FUELS CONSUMPTION								
TOTAL NON-OECD	52.17	52.85	52.84	52.85	53.44	54.12	54.06	54.10
TOTAL OECD	47.59	46.84	47.91	48.13	47.74	47.16	48.51	48.71
OF WHICH								
N. AMERICA	24.47	24.44	24.85	24.85	24.57	24.74	25.36	25.36
CNTL. AND S. AMERICA	6.80	6.95	7.06	7.06	6.83	7.01	7.14	7.16
EUROPE	14.81	15.03	15.51	15.21	14.88	15.09	15.62	15.31
EURASIA	4.80	4.86	5.13	5.00	4.86	4.91	5.19	5.06
MIDDLE EAST	8.32	8.89	9.24	8.63	8.48	9.04	9.40	8.78
AFRICA	4.38	4.37	4.28	4.44	4.44	4.45	4.37	4.55
ASIA AND OCEANIA	36.09	35.06	34.59	35.69	37.07	35.99	35.42	36.54
TOTAL WORLD DEMAND	99.76	99.69	100.75	100.99	101.18	101.28	102.56	102.81

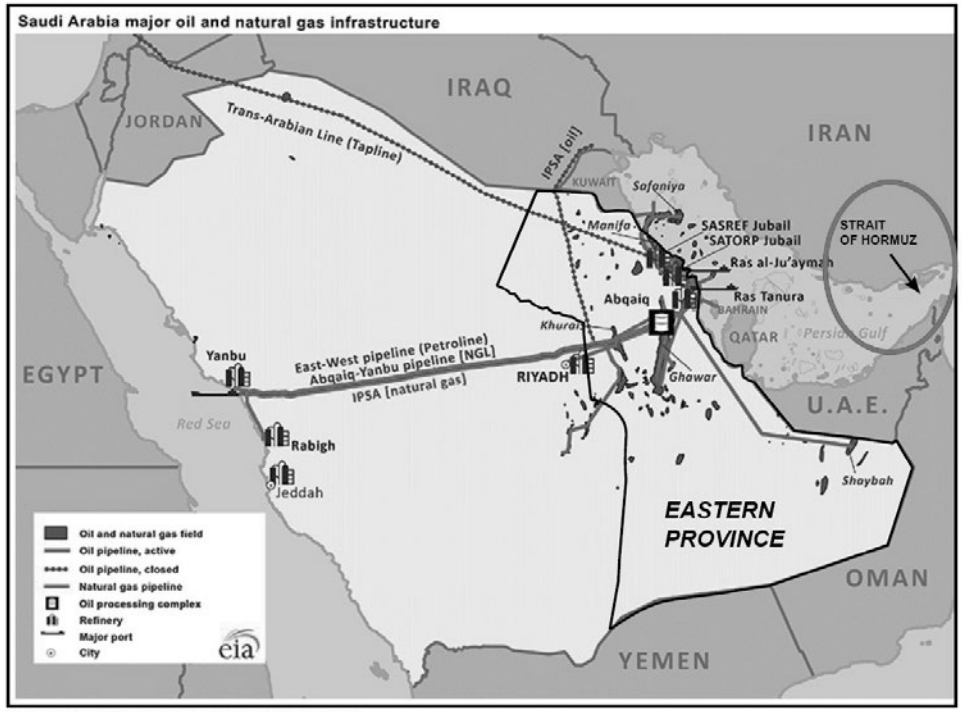
SOURCE: BCA RESEARCH; U.S. EIA.

Quelle: Ryan, Robert P, Commodity & Energy Strategy, Special Report, U.S., OPEC talk oil prices down BCA Research, Montreal, 19.07.2018, S. 3

Normalerweise ist hohes chinesisches Wirtschaftswachstum Garant für stabile Metallpreise und umgekehrt. Ein Rückgang im Wechselkurs schlägt damit auch auf die Preise in USD direkt durch – so geschehen seit Ende Mai. Zuvor standen die Metallpreise in der Nähe eines Dreijahreshochs. Hier wirkte sich die Angst vor einer konjunkturellen Abschwächung infolge von Zollbarrieren sofort aus.

Ein drohender Handelskrieg hat bislang auch negative Auswirkungen an den Rohstoffmärkten – allen voran den Metallen, wo man natürlich vor allem vom Absatz in China abhängt. Als weitaus weniger exponiert gilt hier der Energiekomplex, wobei auch hier China als größter Nachfrager zuletzt knapp 7 % mehr Öl verbrauchte. Viel wichtiger als China sind für den Ölpreis die momentan noch verbal geführten Auseinandersetzungen zwischen dem US-Präsidenten und dem Iran, die vor wenigen Tagen einen neuen Kulminationspunkt erreichten. Man muss sich vor Augen führen, dass der Iran – sollte er die Drohung, die Straße von Hormuz zu schließen, wahr machen – ‚Saudi Arabien und die Vereinigten Emirate um ihre wichtigste Transportroute bringen würde. Während dann die einen ihre Ölförderung massiv reduzieren müssten, gäbe es niemanden mehr, der diese Lücke kurz- und mittelfristig ausfüllen könnte.

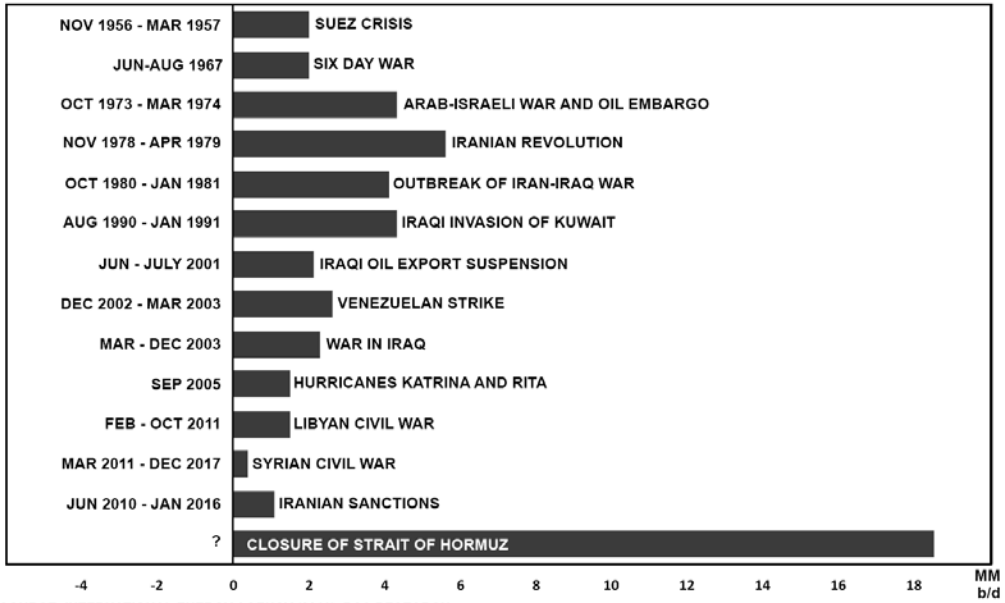
Iran kontrolliert wichtige Handelswege Grafik 11



SOURCE: U.S. ENERGY INFORMATION ADMINISTRATION.

Quelle: Ryan, Robert P, Commodity & Energy Strategy, Special Report, U.S., OPEC talk oil prices down BCA Research, Montreal, 19.07.2018, S. 3

Iran-Krise mit dramatischen Folgen? Grafik 12



SOURCE: INTERNATIONAL ENERGY AGENCY (2010). BCA RESEARCH. © BCA Research 2018

Quelle: Ryan, Robert P, Commodity & Energy Strategy, Special Report, U.S., OPEC talk oil prices down BCA Research, Montreal, 19.07.2018, S. 8.

Es ist daher auszuschließen, dass die Vereinigten Staaten ein solches Manöver des Iran längere Zeit hinnehmen würden. Der nächste Golfkrieg wäre im Anmarsch. Bis jetzt hat Trump noch keinen großen Schaden an der Weltwirtschaft angerichtet. Hoffentlich bleibt das auch hier aus.

Welche Dimension eine Schließung dieses ultrawichtigen Seewegs hätte, sieht man in der Grafik. Auf Basis historischer IEA-Zahlen würde eine zehntägige Blockade ungefähr dreimal so viel Angebotsausfall bedeuten wie die iranische Revolution 1979. Marktkenner schätzen, dass der Ölpreis in einem solchen Fall um 25 USD pro Barrel steigen dürfte. Würde die Straße von Hormuz von Teheran 100 Tage geschlossen bleiben, dürfte der Ölpreis in Richtung 1.000 USD pro Barrel explodieren. Die Rezession wäre durch einen Angebotsschock eingeleitet.

Gold hat seinen Glanz vorerst verloren

Die größte Enttäuschung brachte allerdings der Goldpreis. Die Aussichten auf steigende Inflation und eine fallende Realverzinsung hätten den Goldpreis ansteigen lassen sollen, aber so kam es nicht. Die sich verschärfende geopolitische Lage und die ungestüme Politik von Donald Trump brachten die Anleger ebenso wenig aus der Ruhe wie die Inflationsrate, die in 2018 zwar weiter anstieg, aber aufgrund der Zinserhöhungen der Fed noch nicht weiter an der Realverzinsung knabberte.

Auch die Entwicklung des US-Dollar, der als klassischer Gegenspieler des Goldpreises im zweiten Quartal an Boden gewann, kann den Absturz von 1.362 USD im Januar auf 1.220 USD nicht erklären. Der Chart, der die Unze Gold in USD abbildet, zeigt die seit 2011 erfolgte 35 %ige Geldvernichtung. Offensichtlich gibt es inzwischen andere Substitute für Gold (z. B. Kryptowährungen) oder es sind eben keine unsicheren Zeiten, in denen heute investiert wird. Der erneute Einstieg ins Krisenmetall sollte daher parallel zu einer erneuten Schwäche des US-Dollar erfolgen und zu einem Zeitpunkt, wenn die Fed am Ende ihres Zinserhöhungszyklus steht. Das Letztere dürfte wohl erst Anfang 2020 der Fall sein.

Goldpreis im Sinkflug

Grafik 13

Quelle: Bloomberg

Asset Allokation: Mehr Aktien, mehr Anleihen

Im Vergleich zum Beginn des Vorquartals zeigt das taktische Allokationsmodell des kanadischen Analysehauses BCA Research aus Montreal wieder etwas mehr Mut und reduziert die Cash-Quote um 5 %. In Nordamerika und Japan kommt es zu einer 1 %igen Verschiebung zugunsten Japans, in den Schwellenländern bleiben die Aktienquoten konstant. Die dreiprozentige Erhöhung geht in europäische Aktienindices, namentlich Italien, Spanien und Schweden. Bei den Anleihen wird die übergewichtete Position in US-Staatsanleihen um 3 % reduziert zugunsten französischer, italienischer und spanischer Staatsanleihen.

Das Modell bildet die Grundlage für die monatlichen Positionsanpassungen unseres Flaggschiff-Fonds Leonardo UI (A0MYG1). Per Stand 19.07.2018 liegt er seit Jahresanfang mit 0,51 % im Plus gegenüber dem Peergroup-Durchschnitt, der bei minus 0,35 % steht.

Grafik 14

	AKTIEN		BONDS		CASH	CRB FUTURE
USA	**5,6**	**(6,0)**	**9,1**	**(9,0)**	**-**	**-**
CANADA	**1,5**	**(3,0)**	**0,4**	**(0,0)**	**-**	**-**
JAPAN	**4,3**	**(5,0)**	**13,1**	**(12,0)**	**-**	**-**
AUSTRALIA	**0,0**	**(0,0)**	**0,5**	**(0,0)**	**-**	**-**
NEW ZEALNAD	**0,0**	**(0,0)**	**0,0**	**(0,0)**	**-**	**-**
GERMANY	**5,6**	**(6,0)**	**0,0**	**(0,0)**	**-**	**-**
FRANCE	**5,6**	**(6,0)**	**3,5**	**(2,0)**	**-**	**-**
ITALY	**3,0**	**(4,0)**	**3,0**	**(2,0)**	**-**	**-**
NETHERLANDS	**5,6**	**(6,0)**	**0,0**	**(0,0)**	**-**	**-**
SPAIN	**3,0**	**(4,0)**	**2,0**	**(1,0)**	**-**	**-**
U.K.	**3,0**	**(5,0)**	**3,5**	**(2,0)**	**-**	**-**
SWITZERLAND	**5,6**	**(6,0)**	**0,0**	**(0,0)**	**-**	**-**
SWEDEN	**5,6**	**(5,0)**	**0,0**	**(0,0)**	**-**	**-**
EMERGING ASIA	**3,1**	**(5,0)**	**1,0**	**(0,0)**	**-**	**-**
LATIN AMERICA	**1,5**	**(2,0)**	**0,4**	**(0,0)**	**-**	**-**
TOTAL	**53,0**	**(63,0)**	**36,5**	**(28,0)**	**10,5 (9,0)**	**0,0 (0,0)**

Quelle: in Anlehnung an Global Investment Strategy,
Tactical Global Asset Allocation Monthly Update, BCA Research, Montreal, 29.06.2018, S. 1.

Der reine Aktienanteil der Allokation wird auch in einem eigens aus Aktien-ETFs zusammengestellten Portfolio abgebildet, mit der Besonderheit, dass temporäre Positionsabsicherungen ebenfalls unter Einsatz von short-ETFs hinzugezogen werden können.

Mit rund 2 % Plus seit Jahresanfang gegenüber der Benchmark MSCI Welt mit 4,78 % liegt das Portfolio klar im Hintertreffen. Schuld daran ist die Aufwertung des US-Dollar von 1,22 USD noch Ende April auf nun rund 1,17 USD. Rund 70 % der Aktien in diesem Index stammen aus USA und Ländern, deren Währung an den US-Dollar gekoppelt ist. In Dollar gerechnet stünde die Benchmark gerade 3 % tiefer.

Grafik 15

30.07.18 — Referenz-Portfolio Fonds und ETFs — 14:54

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)
317 13,43%	ISHARES MSCI JPN MONTH EUR-H A1C5E6	Japan	41,26 €	50,67 €	22,79%	13.080,27 € 06.09.16	16.061,76 €	22,79% 2.981,49 €	E
415 9,95%	XWRLD STPL A113FG	MSCI World Consumer Staples	28,06 €	28,72 €	2,34%	11.635,73 € 09.07.18	11.907,97 €	2,34% 272,25 €	E
436 13,02%	ISHARES EURO STOXX50 UCITS D 593395	Europa	36,92 €	35,70 €	-3,29%	16.099,74 € 17.03.15	15.569,84 €	-3,29% -529,90 €	B
370 9,77%	X MSCI WORLD ENERGY A113FF	MSCI World Energy	24,00 €	31,57 €	31,56%	8.880,10 € 07.04.16 / 09.04.18	11.682,98 €	31,56% 2.802,88 €	C
406 10,48%	X MSCI WORLD INDUSTRIALS A113FN	MSCI World Industrials	29,45 €	30,86 €	4,77%	11.960,23 € 05.02.18	12.530,83 €	4,77% 570,60 €	B
100 5,19%	X MSCI KOREA DBX1K2	MSCI Korea	58,53 €	61,84 €	5,65%	5.877,89 € 11.04.17	6.209,98 €	5,65% 332,09 €	B
301 9,45%	COMSTAGE ETF HSI ETF022	Hong Kong	30,37 €	37,55 €	23,64%	9.140,41 € Teilverk. 05.02.18	11.301,05 €	23,64% 2.160,64 €	B
98 7,34%	ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR A1C1HV	Russia	81,64 €	89,90 €	10,11%	7.973,62 € 02.12.16	8.780,04 €	10,11% 806,42 €	E
526,0 12,09%	XWORLD HEALTH A113FD	MSCI World Health Care	19,83 €	27,51 €	38,69%	10.431,71 € 12.05.14/13.05.15	14.467,23 €	38,69% 4.035,52 €	B
668 9,29%	X MSCI WORLD FINANCIALS A113FE	MSCI World Financials	16,52 €	16,64 €	0,74%	11.028,89 € 05.02.18	11.110,36 €	0,74% 81,47 €	B
0,00%	Cash für Absicherung						0,00 €		

Benchmark:	Kurs am		letzter		Performance		
MSCI WORLD	29.12.17	2.103,45 USD / 1.749,67 EUR	Schlusskurs	2.156,11 USD / 1.845,98 EUR	Benchmark	2,50% / 5,50%	B

	ETF Portfolio	MSCI in $	MSCI in €
Performance in 2008 (ab 25.04.08)	-15,70%	-39,24%	32,00%
Performance in 2009	52,06%	26,98%	23,63%
Performance in 2010	17,34%	9,55%	17,46%
Performance in 2011	-12,03%	-7,62%	-4,72%
Performance in 2012	4,41%	13,18%	11,15%
Performance in 2013	18,81%	24,10%	18,77%
Performance in 2014	12,70%	2,93%	17,29%
Performance in 2015	8,65%	-2,74%	8,30%
Performance in 2016	8,03%	5,32%	8,50%
Performance in 2017	7,07%	20,11%	5,38%
Performance in 2018 (YTD)	2,91%	2,50%	5,50%

Portfolioentwicklung mit Absicherung			RK
Aktueller Portfoliowert in EURO:	119.622,03 €	30.07.18	B
Portfoliostartwert in EURO:	116.241,36 €	29.12.17	
Gewinn / Verlust absolut:	3.380,67		
Gewinn / Verlust in Prozent:	2,91%		
Datenlänge der historischen Simulation:			260
Datum der historischen Simulation:			30.07.18

Absicherungsquote	EUR in USD	1,1680	DAX30	12.837,62	S&P 500	2.818,82

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.

Gewichtung nach Sektoren

Grafik 16

	CURRENT (%)			PREVIOUS MONTH (%)		
COUNTRY	GAA MODEL	BENCHMARK*	DEVIATION	MODEL	BENCHMARK*	DEVIATION
JAPAN	0.09	9.58	(9.50)	0.32	10.00	(9.69)
U.K.	2.16	7.17	(5.01)	0.71	7.27	(6.55)
U.S.	56.26	60.68	(4.42)	59.97	60.26	(0.29)
FRANCE	1.38	4.38	(3.00)	1.98	4.43	(2.45)
CANADA	3.11	3.87	(0.75)	1.27	3.84	(2.58)
SWEDEN	0.35	1.03	(0.68)	0.08	1.03	(0.95)
ITALY	0.78	0.96	(0.19)	6.41	0.94	5.47
AUSTRALIA	4.24	2.77	1.47	2.85	2.73	0.12
SWITZERLAND	5.53	3.11	2.43	3.88	3.02	0.85
NETHERLAND	7.00	1.43	5.57	7.91	1.43	6.48
GERMANY	10.46	3.80	6.66	9.57	3.85	5.72
SPAIN	8.64	1.22	7.42	5.06	1.18	3.88

* THIS MODEL HAS TWO LEVELS. LEVEL 1 IS THE ALLOCATION BETWEEN MSCI U.S. AND THE MSCI WORLD EXCLUDING U.S. LEVEL 2 IS THE ALLOCATION AMONG THE NON-U.S. PORTION OF THE MSCI WORLD. THE MODEL UNIVERSE OF THE 11 COUNTRIES REPRESENTS ABOUT 90% OF THE MSCI NON-U.S. BY MARKET CAP, THE BENCHMARK WEIGHTS FOR THE 11 COUNTRIES ARE THEREFORE REBASED.

Quelle: Tang, Xiaoli; Kurian, Aditya; GAA Quant Model Updates; Global Asset Allocation, BCA Research, Montreal, 3.7.2018, S. 4

Ebenfalls berücksichtigt wird die Sektorgewichtung, die von BCA Research auf monatlicher Basis geliefert wird. Sollte dabei eine Branche besonders übergewichtet werden, wird hierfür auch ein Sektor-ETF eingesetzt – so geschehen im Bereich Energieaktien, Finanztitel, Industriewerte und Gesundheitswesen.

CHARTS AKTIENINDICES

Auch das zweite Quartal war für die Weltbörsen nicht einfach. Vor allem diejenigen der Schwellenländer kamen unter Druck, als US-Präsident Trump einen Handelsstreit vom Zaun brach. Erwartungsgemäß schadete das den US-Börsen am wenigsten.

Zur besseren Vergleichbarkeit wurden ausschließlich Preisindices und nicht historische Dividendenzahlungen beinhaltende Performance-Indices abgebildet.

DAX Preis-Index

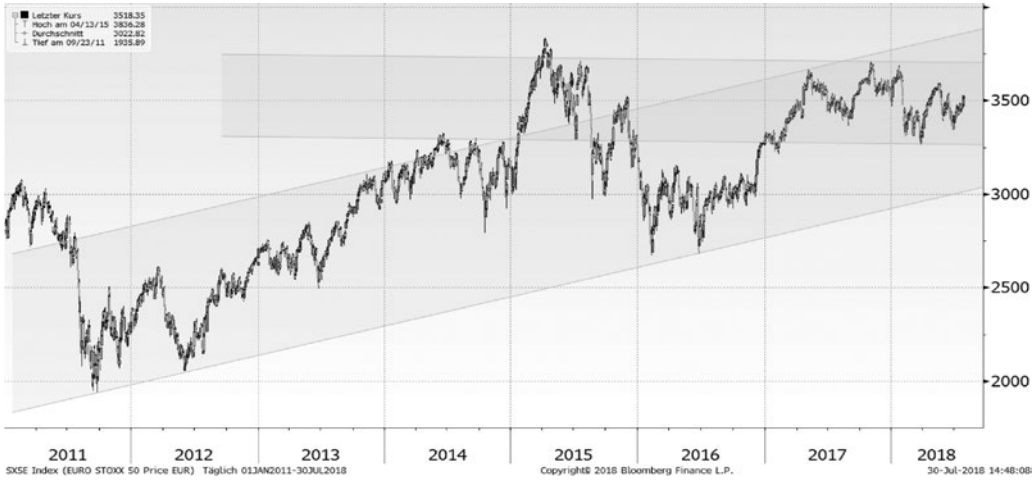
Der Dax übte sich auch im zweiten Quartal in der Bodenbildung. An ein Überschreiten der fünf Höchststände aus den Jahren 2000, 2007, 2015, 2017 und zuletzt Januar 2018 ist derzeit nicht zu denken. Zuviel Gegenwind bläst aus verschiedenen Quellen entgegen (Zölle, Zinsen, Brexit, Italien usw.). Für das dritte Quartal steht die Verteidigung der Unterstützung kurz über 5.500 Punkten an. Nach oben ist eine erste Hürde bei gut 6.000 Punkten zu nehmen.

Grafik 17

Eurostoxx 50 Preis-Index

Im Frühjahr 2000 stand dieser Index bei 6.000 Punkten, also rund 75 % höher als heute. Seit Anfang 2017 bewegt sich der Index seitwärts mit einem Mittelwert von 3.500 Punkten. Der relevante Widerstand nach oben liegt bei 3.700 Punkten, die nächste Unterstützung bei 3.200 Punkten. Ohne steigende Kurse von Finanztiteln, die in diesem Index ein Schwergewicht darstellen, wird aus einem Kursanstieg wohl nichts werden. Aber das ist angesichts der überverkauften Lage des Sektors eine echte Option.

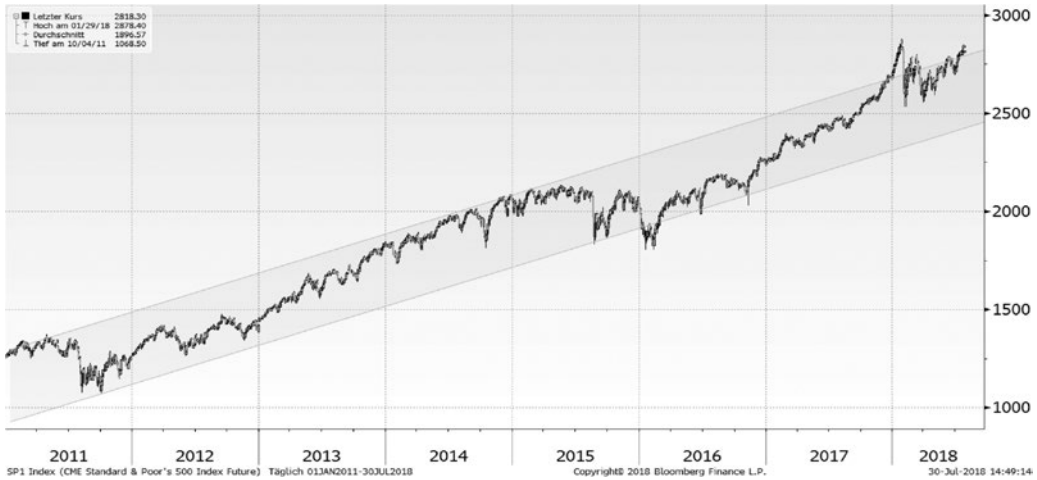
Grafik 18



Standard&Poor´s 500 Preis-Index

Die letzten 600 Punkte in diesem Index kamen von US-Präsident Trump, der mit der Steuerreform, der Honorierung repatriierte Gelder von US-Unternehmen und nicht zuletzt mit der Etablierung von Zollschranken seine eigene Wirtschaft zumindest kurzfristig begünstigt hat. In Euro gerechnet würde das Bild seit seinem Antritt nicht ganz so positiv ausfallen. Der Index schickt sich offensichtlich an, sein 2018er Hoch zu erreichen. Hierzu hilft vor allem die bislang recht positiv verlaufene Berichtssaison der US-Unternehmen.

Grafik 19



Nikkei 225 Preis-Index

Der Index hat seinen Höchststand von Anfang 2018 fest im Visier, wenn die Marke von 23.000 Punkten erst genommen ist. Insgesamt kann der Nikkei Index auch vom schwachen Yen profitieren, denn das begünstigt die Exportpreise.

Grafik 20

Hang Seng Preis-Index

Die zum neuen Feind der Vereinigten Staaten erklärte Volksrepublik China, wenn es um bilateralen Handel geht, hat besonders unter den Drohungen des US-Präsidenten gelitten. Auch in der eigenen Wirtschaft belastet das schwächere Geldmengenwachstum M1 die Aktienmärkte zusätzlich. Der Kursrückgang des Hang Seng ist in diesem Kontext bereits nahe am seit 2016 etablierten Aufwärtstrend. Aktuell ist daher in den letzten Julitagen von einer ersten Gegenbewegung auszugehen. Für den weiteren Kursverlauf spielt die Politik eine außergewöhnlich bedeutende Rolle. Daher würden wir höchstens taktische – also kurzfristige – Longpositionen eingehen.

Grafik 21

BREXIT

29. März 2019: Großbritanniens Austritt aus der EU steckt noch in den Kinderschuhen.

Noch läuft die Wirtschaft rund auf der Insel. Das zeigt die aktuelle Lohnentwicklung der (noch) 28 Mitgliedsstaaten der EU. Die Löhne steigen in Großbritannien um satte 3,7 %, die Lohnkosten inklusive der Pensionsdotierungen sogar um 4,4 %. Das spricht für eine wesentliche Beschleunigung im Vergleich zum Vorjahr und ist angesichts der auf einem 40-jährigen Tief stehenden Arbeitslosenquote von gerade einmal 4,1 % nicht verwunderlich. Demgegenüber hat die Bank of England am Refinanzierungssatz von 0,5 % noch nicht gedreht und macht auch nicht den Eindruck, dass Zinserhöhungsschritte kurz- und mittelfristig bevorstehen würden. Grund dafür sind unkalkulierbare Auswirkungen des bevorstehenden Brexits auf die britische Volkswirtschaft.

„Bremain", „Brino", „Brexit" – alles ist möglich?

Es sind zwei Jahre vergangen, seitdem die Welt am Morgen des 24. Juni 2016 erstaunt den Ausgang des britischen Referendums zum Ausstieg des Königreichs aus der EU zur Kenntnis genommen hat. Das Papier allein, auf dem seitdem über den „Brexit" geschrieben wurde, könnte eine kleine Volkswirtschaft am Leben erhalten und doch ist immer noch genauso unklar wie vor zwei Jahren, wie genau der Abschied der Briten aus der EU vollzogen werden soll bzw. kann. Im Gegenteil, in den möglichen Szenarien taucht immer öfter sogar der Verbleib der Briten im Europäischen Verbund auf.

Während die britische Premierministerin Theresa May im eigenen Land um ein für alle Beteiligten konsensfähiges Angebot für die EU ringt, hat die EU-Kommission bereits alle staatlichen Stellen und die Wirtschaft ermahnt, sich besser für einen möglichen harten Bruch ohne Vertrag zu wappnen.

Tatsächlich stehen aber immer noch drei Optionen im Raum:

1. „Bremain"

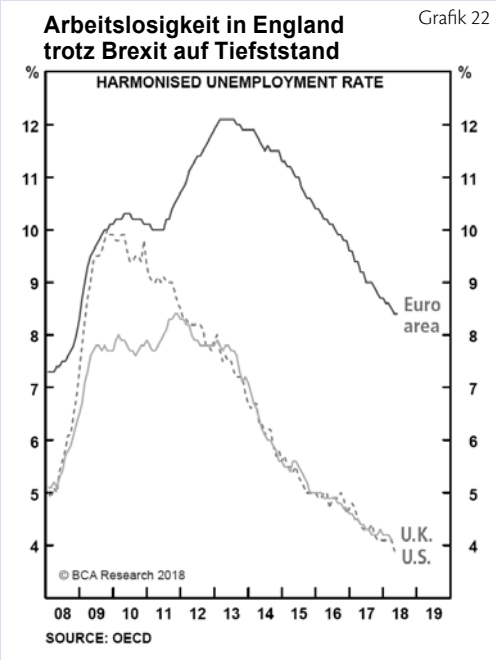
Aus dem „Brexit" wird ein „Bremain", ein vom englischen Wort „remain" abgeleitetes Verbleiben der Briten in der EU. Dies würde allerdings ein zweites Referendum der Briten erfordern, bislang noch die unwahrscheinlichste Variante, denn was, wenn entgegen der aktuellen Umfragen sich wieder eine Mehrheit gegen den Verbleib in der EU findet?

2. „Brino"

Der „Brino" (Brexit in name only – Brexit nur dem Namen nach) würde bedeuten, dass die Briten sich zwar offiziell aus der EU verabschieden, aber diverse Abkommen (u. a. EFTA) mit den europäischen Partner schließen, die eine ähnlich enge Verflechtung des Landes mit der EU bedeuten würden, wie sie schon zwischen der Union und Norwegen, Island, Liechtenstein und der Schweiz besteht. Für die Pro-Brexit-Bewegung keine Option, denn mit einem echten Ausstieg aus den angeglichen „Knebelverträgen" der EU hätte diese Option nur wenig gemein.

3. „Brexit"

Ein harter „Brexit" ohne Sondervereinbarungen würde Großbritannien auf die gleiche Stufe wie andere Drittländer, z. B. die Türkei oder die Ukraine, stellen. Dies würde unter anderem die Notwendigkeit von „harten" Grenzen zwischen der EU und dem Königreich mit sich bringen – zwischen Nordirland und Irland würde damit eine EU-Außengrenze entstehen, die konsequent kontrolliert werden müsste, was nicht mit dem Karfreitagsabkommen von 1998 zu vereinbaren sein wird.



Quelle: Dhaval Joshi, European Investment Strategy, Crunch Time for Britain, BCA Research, Montreal, 5.7.2018, Seite 3.

Nach monatelangem Streit legte die britische Regierung endlich ihren Plan für den Austritt aus der EU vor. Auf Seiten der EU, vertreten durch den Chefunterhändler Michel Barnier, beinhaltet der Plan bislang nur eine teilweise Basis für konstruktive Verhandlungen. In Fragen von Verteidigung und Sicherheit sind bereits 80 Prozent des Abkommens über die Details des Austritts ausverhandelt. Doch in den wirklich wichtigen Punkten gibt es kaum nennenswerte Fortschritte. Der für die EU wichtigste Punkt ist laut Barnier der Schutz des gemeinsamen Binnenmarkts und der Zollunion. Das umfasst auch die Unteilbarkeit der vier Grundfreiheiten: den freien Verkehr von Waren, Dienstleistungen, Kapital und Personen.

Mit dem vorgelegten Plan versucht die britische Regierung sich im Rosinenpicken, was die EU ihrerseits nicht akzeptieren wird. London will nicht nur die Zuwanderung aus der EU streng begrenzen, sondern zugleich auch einen selektiven Zugang zum Binnenmarkt: Der Handel mit Waren soll ohne Hindernisse weitergehen, die Dienstleistungen sollen jedoch außen vor bleiben. Würde man allerdings den Briten gestatten, ihre Waren frei in die EU zu bringen, ohne sich noch an die Regeln für Dienstleistungen halten zu müssen, könnten sie sich unfaire Vorteile verschaffen. Zudem ist Großbritannien lediglich bereit, sich an jene EU-Standards für Waren zu halten, die an der Grenze geprüft werden – nicht aber an alle anderen. Der Verbraucherschutz würde dadurch auf Seiten der EU regelrecht ausgehebelt.

Auch der britische Vorschlag für ein neues Zollsystem stößt in Brüssel auf Ablehnung. Für Produkte, die aus Drittländern in die EU gehen, will London EU-Zölle erheben – und eigene Zölle auf Waren, die für den Markt im Königreich bestimmt sind. Die EU soll an ihren Außengrenzen ebenfalls zweierlei Zölle verlangen. Doch wie kann man das Endziel von Waren erkennen und die richtigen Zölle erheben und so Betrug verhindern können? Zuletzt bleibt auch die Frage nach der zusätzlichen Bürokratie und den daraus resultierenden Kosten, die ein derartiges System nach sich zieht.

Mitte Juli setzten Brexit-Hardliner im britischen Unterhaus obendrein Änderungen an einem Zollgesetz durch, welche die Verhandlungen an einem weiteren wichtigen Punkt massiv erschweren: der irischen Grenzfrage. Um zu verhindern, dass durch den britischen Austritt aus EU-Binnenmarkt und Zollunion eine harte Grenze zwischen Irland und Nordirland entsteht, hat London der EU ein Versprechen gegeben: Nordirland werde in „voller Übereinstimmung“ mit den EU-Regeln bleiben, sollte keine andere Lösung gefunden werden.

Das nun beschlossene Gesetz aber entwertet dieses Versprechen. Es legt fest, dass es in Nordirland nach dem Brexit keine anderen Zollbestimmungen geben darf als im Rest Großbritanniens. Eine harte Grenze wäre dann kaum noch vermeidbar.

Der Stillstand in den Verhandlungen erhöht die Gefahr, dass Großbritannien am 29. März 2019 ohne Austrittsabkommen aus der EU fällt, was dramatische Konsequenzen hätte. Das No-Deal-Szenario war nie so wahrscheinlich wie jetzt.

Für den Anleger ergeben sich hieraus folgende Perspektiven: Die vorherrschende Unsicherheit dürfte das Pfund bis zur Festlegung eines endgültigen Fahrplans belasten. Den englischen FTSE100-Aktienindex berührt aufgrund seines Übergewichts in internationalen Öl- und Gastiteln sowie Rohstoffwerten ohnehin weniger. Bei den englischen Staatsanleihen, den GILTS, gibt es langfristig eigentlich nur steigende Renditen und damit fallende Kurse.

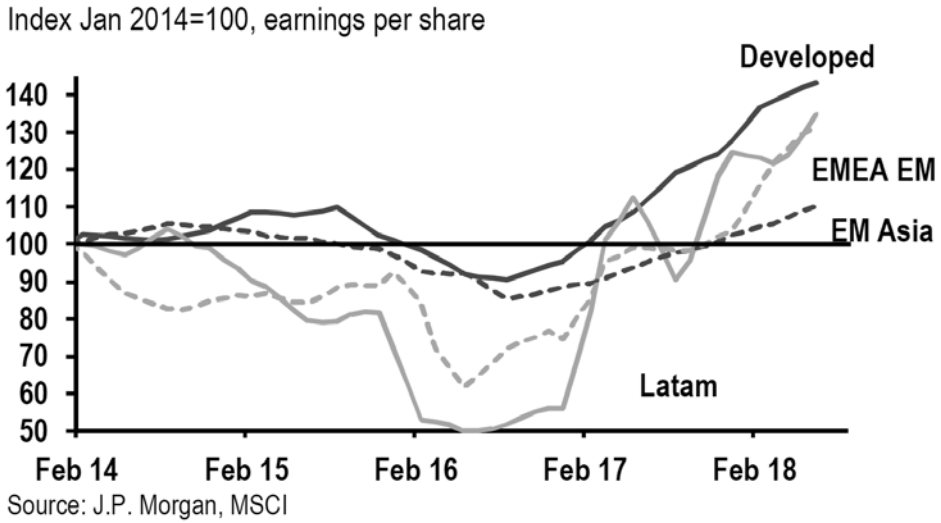
Aktien: Gute Aussichten für das zweite Halbjahr

Für das zweite Halbjahr sehen die Vorzeichen in der Industrie und in den Produzentenpreisen weltweit recht positiv aus. Die Dimension dürfte auseinandergehen. Vor allem die asiatischen Schwellenländer geraten ins Hintertreffen.

Wie bereits erläutert dürften die Börsen der Schwellenländer in den kommenden Monaten keinen leichten Stand haben, da steigende Zinsen in den USA bislang immer sinkenden Preise von EM-Aktien mit sich gebracht haben. Am anfälligsten für die Entwicklungen dürften derzeit die Türkei, Brasilien, Argentinien, Süd-Afrika, Malaysia und Indonesien sein.

Gewinne pro Aktien nach Wirtschaftsregionen

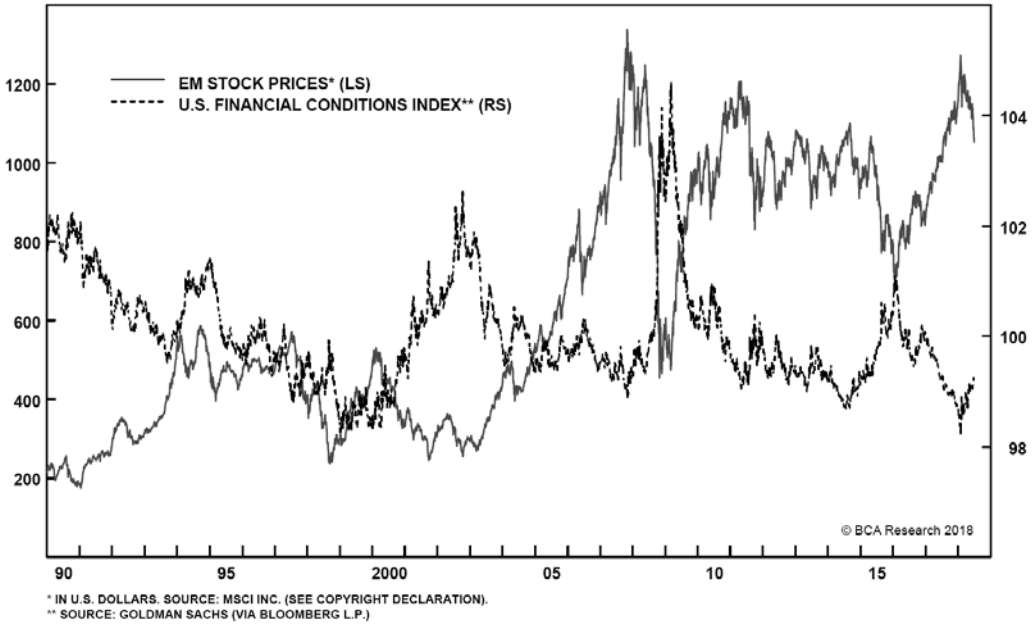
Grafik 23



Quelle: Lupton, Joseph, u.a.; Economic Research Note, JPMorgan Chase Bank NA, New York, 12.07.2018, S. 2

Grafik 24

Schwellenländer leiden unter US-Notenbankpolitik



Quelle: Peter Berezin, Global Investment Strategy, Q3 2018, The Beginning Of The End, BCA Research Montreal, 29.06.2018, Seite 28.

Die US-Wirtschaft reagiert noch nicht auf die Zinsschritte der Notenbank, in den Schwellenländern sind die Auswirkungen bereits zu spüren.

Die Berichtssaison ist zum Zeitpunkt dieses Berichts noch nicht allzu weit fortgeschritten. Nur 10 % der US-Unternehmen hatten bislang berichtet. 15 % waren es in Europa und 8 % in Japan. Im Durchschnitt konnte aber die überwiegende Masse positiv punkten. 94 % dieser im S&P 500 gelisteten US-Unternehmen konnten die Schätzungen überbieten, und zwar um durchschnittlich 21 %. Damit hat sich die schon für das erste Quartal erfolgte positive Gewinnrevision auch für das zweite Quartal bestätigt. In Europa gelang es 51% der Unternehmen, die Analysten zu überraschen, in Japan waren es immerhin 48 %. Die Masse der Unternehmen erhöhte zugleich auch die Prognose für das zweite Halbjahr.

Weiter positive Unternehmensnachrichten Grafik 25

	2018e EPS Growth, %		2019e EPS Growth, %	
	Current	Jan '18	Current	Jan '18
MSCI World	15.6%	10.0%	9.2%	9.6%
S&P500	22.3%	12.3%	10.1%	10.3%
Stoxx600	8.1%	9.2%	8.8%	8.8%
EuroStoxx	6.9%	9.4%	9.8%	9.6%
FTSE100	11.3%	7.0%	6.4%	7.0%
Topix*	4.2%	8.7%	8.9%	8.6%
EM	15.6%	13.1%	11.4%	11.1%

Source: IBES, * for Year Ending March 2019 and March 2020

Quelle: Matejka, Mislav u.a.; Equity Strategy, J.P. Morgan Cazenove; London, 20.7.2018, S. 6

Die Tabelle zeigt anhand der Indices wie sich seit Januar 2018 die Schätzungen für das Gewinnwachstum pro Aktie verschoben haben, und zwar für das laufende Jahr 2018 sowie für die Prognosen des Folgejahrs 2019. Mit Ausnahme des japanischen Topix, des europäischen Stoxx 600 und des Euroland-Index EuroStoxx liegen nun alle Schätzungen 2018 über denen vom Januar. Für 2019 hat sich hingegen so gut wie nichts seit Januar verändert. Alle Schätzungen sind positiv – ein Gewinnrückgang wird auch 2019 nicht erwartet.

Grafik 26

AKTIEN	PORTFOLIO 1													Quelle: Bloomberg.		01.08.18			
	Reporting Datum	BBG	ISIN	NAME	aktueller Kurs	BBG 12M K.Z.	Kauf Kurs	GuV%	Alert Level	Vola 260D	1T	5T	1M	CRNCY	LAND	SEKTOR	Ex Datum	KGV	Kurs / Buchwert
ENERGY	**BCA Allocation:**	**6,8% (8,9%)**		**NEUTRAL (OW)**	**Oil price outlook less certain**														
1	25.10.2018	MPC US	US56585A1025	MARATHON PETROLE	80,83	98,08	77,93	3,7%	67,00	26,2	-0,8%	9,6%	15,2%	USD	UNITED STATES	Energie	15.08.2018	16,41	2,52
2	06.02.2019	TLW LN	GB0001500809	TULLOW OIL	222,80	250,03	222,00	0,4%	200,00	44,3	-1,6%	-0,4%	-9,1%	GBp	BRITAIN	Energie	04.04.2016	9,65	1,58
MATERIALS	**BCA Allocation:**	**2,4% (5,6%)**		**UW (NEUTRAL)**	**Weak China growth and strong USD**														
3	21.08.2018	HAR SJ	ZAE000015228	HARMONY GOLD MNG	2.230,00	3.037,50	2.450,00	-9,0%	1900,00	45,4	2,4%	2,2%	5,1%	ZAr	SOUTH AFRICA	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	11.10.2017	6,42	0,36
4	26.10.2018	BAS GY	DE000BASF111	BASF SE	82,79	100,70	81,50	1,6%	78,00	18,0	0,8%	-0,4%	1,1%	EUR	GERMANY	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	07.05.2018	12,61	2,21
INDUSTRIALS	**BCA Allocation:**	**10,8% (13,1%)**		**NEUTRAL (OW)**	**Momentum and cyclical indicators starting to deteriorate**														
5	02.08.2018	1 HK	KYG217651051	CKH HOLDINGS	84,85	118,28	91,00	-6,8%	80,00	15,1	-0,5%	0,8%	2,0%	HKD	HONG KONG	Industrie	-	8,42	0,76
6	14.08.2018	257 HK	HK0257001336	CHINA EVERBR INT	9,47	13,72	10,80	-12,3%	9,20	23,9	-0,9%	-3,4%	-6,6%	HKD	HONG KONG	Industrie	-	9,58	1,88
CONS. DISCR.	**BCA Allocation:**	**9,80%**		**UNDERWEIGHT**	**Extended valuations and Fed tightening are bearish.**														
	Cash Position																		
CONS. STAPL.	**BCA Allocation:**	**12,4% (5,1%)**		**OW (UW)**	**Best defensive sector with wages likely to rise**														
7	03.08.2018	KHC US	US5007541064	KRAFT HEINZ CO/T	60,25	67,48	58,95	2,2%	58,00	18,6	0,0%	1,0%	-4,1%	USD	UNITED STATES	Basiskonsumgüter	-	16,06	1,11
HEALTH CARE	**BCA Allocation:**	**15.5%**		**OVERWEIGHT**	**Demand benefits from an aging population in DM and growing middle class in EM**														
8	07.08.2018	BHC US	CA0717341071	BAUSCH HEALTH CO	21,74	22,20	97,19	-77,6%	21,00	52,1	0,1%	-3,9%	-6,5%	USD	UNITED STATES	Gesundheitswesen	10.11.2010	6,46	1,72
FINANCIALS	**BCA Allocation:**	**18,1% (20,3%)**		**NEUTRAL (OW)**	**Valuations attractive, but yield curve flattening**														
9	01.08.2018	G IM	IT0000062072	GENERALI ASSIC	15,06	16,64	15,09	-0,2%	14,50	17,0	-1,0%	2,1%	4,8%	EUR	ITALY	Finanzwesen	21.05.2018	9,56	1,00
INFO TECH	**BCA Allocation:**	**20,30%**		**NEUTRAL**	**Now too expensive, though fundamentals remain good**														
10	25.10.2018	WDC US	US9581021055	WESTERN DIGITAL	70,15	102,58	86,50	-18,9%	69,00	33,7	0,2%	-6,6%	-9,4%	USD	UNITED STATES	IT	-	5,98	1,82
11	25.09.2018	MU US	US5951121038	MICRON TECH	52,79	80,20	55,00	-4,0%	48,00	46,2	-0,4%	-0,7%	0,7%	USD	UNITED STATES	IT	-	4,50	2,14
TELECOM	**BCA Allocation:**	**2,9% (0,8%)**		**NEUTRAL (UW)**	**Adds defensiveness**														
12	06.08.2018	9984 JT	JP3436100006	SOFTBANK GROUP C	9.367,00	12.567,69	9.280,00	0,9%	8500,00	26,2	1,2%	-2,1%	17,5%	JPY	JAPAN	Telekommunikationsdienste	26.09.2018	16,80	2,18
UTILITIES	**BCA Allocation:**	**1,00%**		**UNDERWEIGHT**	**Will suffer as bond yields rise**														
13	08.08.2018	EOAN GY	DE000ENAG999	E.ON SE	9,57	11,06	9,62	-0,5%	8,70	22,0	-0,8%	0,7%	4,5%	EUR	GERMANY	Versorgungsbetriebe	10.05.2018	14,63	4,71

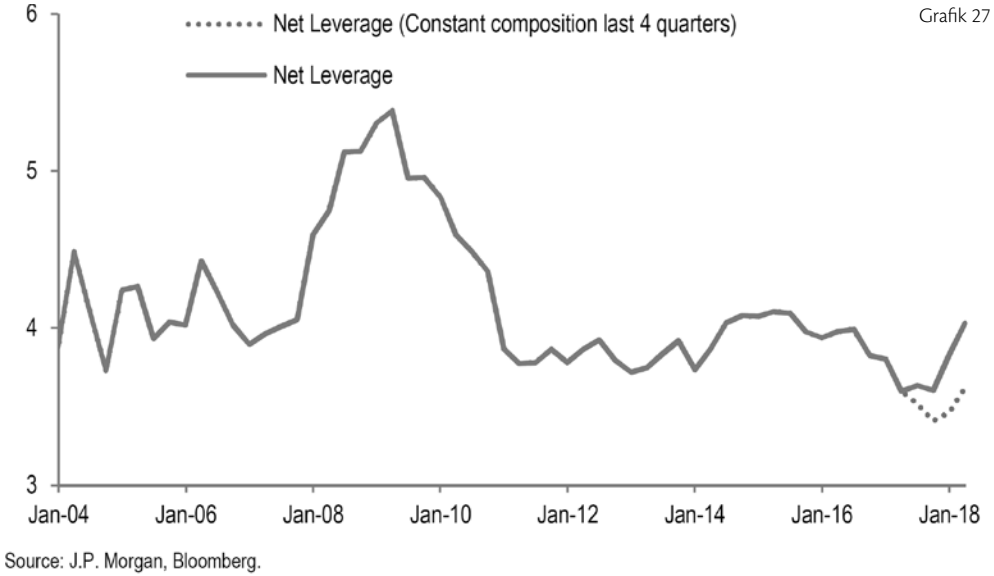
ANZAHL DER AKTIEN-POSITIONEN 13

LIQUIDITÄT FÜR 2 AKTIEN-POSITIONEN.

Anleihen

Nach einem Ausverkauf im zweiten Quartal sind Unternehmensanleihen wieder auf dem Erholungspfad. Umgekehrt kommen langlaufende Staatsanleihen bester Bonität wieder vermehrt unter Druck. In der Euroregion hat sich darüber hinaus die Wahl der Populisten massiv negativ auf die Kurse italienischer Staatsanleihen ausgewirkt, während griechische Staatsanleihen von positiveren Einschätzungen der Ratingagenturen und dem planmäßigen Ende der EU-Hilfsmaßnahmen profitieren konnten.

Grafik 27



Quelle: Lamy, Daniel u.a.; High Yield Talking Points; European Credit Research, J.P. Morgan, London, 25.07.2018; S. 1

Bei den hochverzinslichen Anleihen hatte sich die Ausfallquote auf nur noch 0,4 % des europäischen Anleiheuniversums reduziert. Die Fremdfinanzierungsquote hat sich allerdings wieder erhöht, sodass rein aus diesem Blickwinkel die Kreditqualität wohl ihre besten Zeiten bereits hinter sich hat. Dennoch droht hier mittelfristig noch keine Gefahr, zumal Konjunkturdaten keine gravierende Abschwächung signalisieren. Das Risiko liegt damit aktuell nicht in der Verschlechterung der Bonität, sondern im Zinsanstieg. Das wiederum kann man mit einer Laufzeitenverkürzung gut adressieren.

Unsere Portfolios, bestehend aus 10, 20 oder 30 Hartwährungsanleihen mit oder ohne Bonitätsbeschränkung sind auf die veränderte Lage bereits ausgerichtet. Wenn man von Sonder-Stories einmal absieht, bewegt sich die gewichtete Restlaufzeit gemessen an der Duration bei 2 bis 3 Jahren. Die erzielbare Fälligkeitsrendite erreicht bereits 6 %.

Grafik 28

KENNZAHLEN EINZELNER PORTFOLIOS

Portfolios	Währungen	Rating	99%- VaR	YTM	Kupon	ASW	Duration	ASW/Duration	Anzahl der Positionen	Gegenwert (Schätzung)*
All grade All Currencies 10	EUR, USD	keine Einschränkung	0,74%	5,25%	5,43%	401	2,5	158	10	ca. 99.309,25 €
All Grade All Currencies 20	EUR, USD	keine Einschränkung	0,79%	5,63%	5,30%	424	2,9	145	20	ca. 196.310,55 €
All Grade All Currencies 30	EUR, USD	keine Einschränkung	0,86%	6,09%	5,13%	401	3,0	136	28	ca. 268.029,90 €
All Grade EUR 10	EUR	keine Einschränkung	0,89%	5,02%	4,99%	445	2,8	161	10	ca. 99.384,60 €
All Grade EUR 20	EUR	keine Einschränkung	0,75%	4,96%	4,62%	407	2,8	145	20	ca. 197.166,30 €
All Grade EUR 30	EUR	keine Einschränkung	1,10%	4,22%	4,40%	350	2,9	119	26	ca. 261.360,85 €
Mid Grade All Currencies 10	EUR, USD	AAA bis BB-	0,79%	3,85%	3,89%	270	3,7	74	10	ca. 99.844,70 €
Mid Grade All Currencies 20	EUR, USD	AAA bis BB-	0,54%	4,43%	4,35%	240	2,8	84	20	ca. 198.230,55 €
Mid Grade All Currencies 30	EUR, USD	AAA bis BB-	0,80%	4,28%	4,22%	240	3,0	81	29	ca. 287.915,60 €
Mid Grade EUR 10	EUR	AAA bis BB-	0,75%	3,90%	3,35%	326	3,7	88	10	ca. 97.934,55 €
Mid Grade EUR 20	EUR	AAA bis BB-	0,64%	3,02%	3,49%	230	3,2	72	20	ca. 203.266,35 €

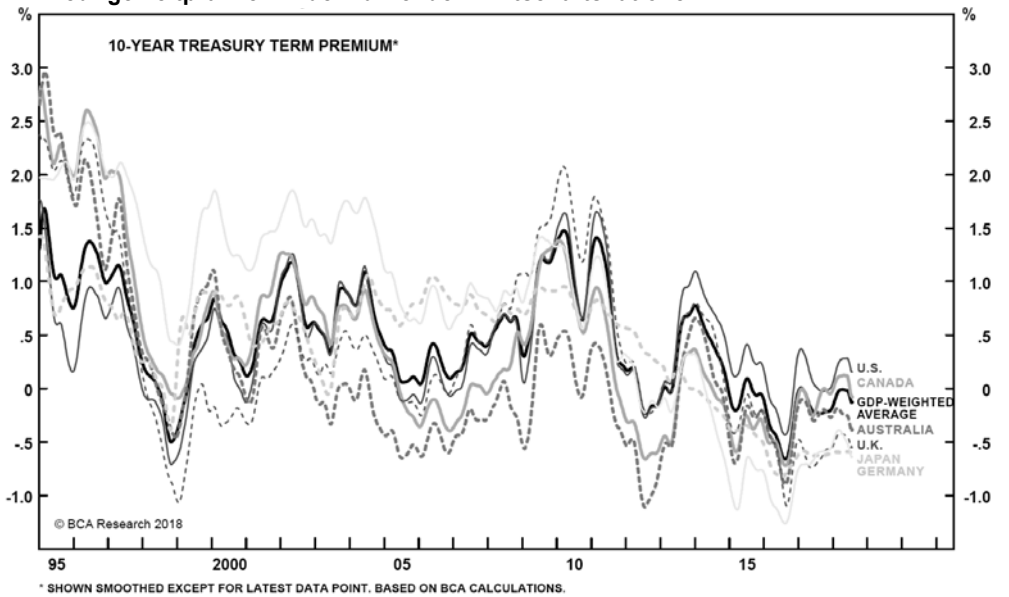
ASW: Asset Swap Spread VaR: Value at Risk * 10.000 nominal pro Position.
Quelle: Bloomberg, VWD. 26.07.2018 * nicht währungsbereinigt

Was ist mit der Zeitprämie?

Gedämpfte Inflationserwartungen und die ständigen Anleihenkäufe durch die Notenbanken bestimmen die Zeitprämie, die sich als Renditeunterschied zwischen kurzen und langen Restlaufzeiten zeigt. Die Logik, warum eine lange Laufzeit einer Anleihe höher verzinst als eine kurze, liegt theoretisch in der Kapitalbindungsdauer. Dieser Renditeunterschied wird bestimmt durch die Höhe der Inflationserwartung. So fiel die Zeitprämie bei den 10-jährigen Staatsanleihen ins Negative.

Grafik 29

Niedrige Zeitprämien in den führenden Wirtschaftsnationen



Quelle: Peter Berezin, Global Investment Strategy, Term Premium Explosion, A rising risk to markets, BCA Research, Montreal, 20.7.2018, Seite 2.

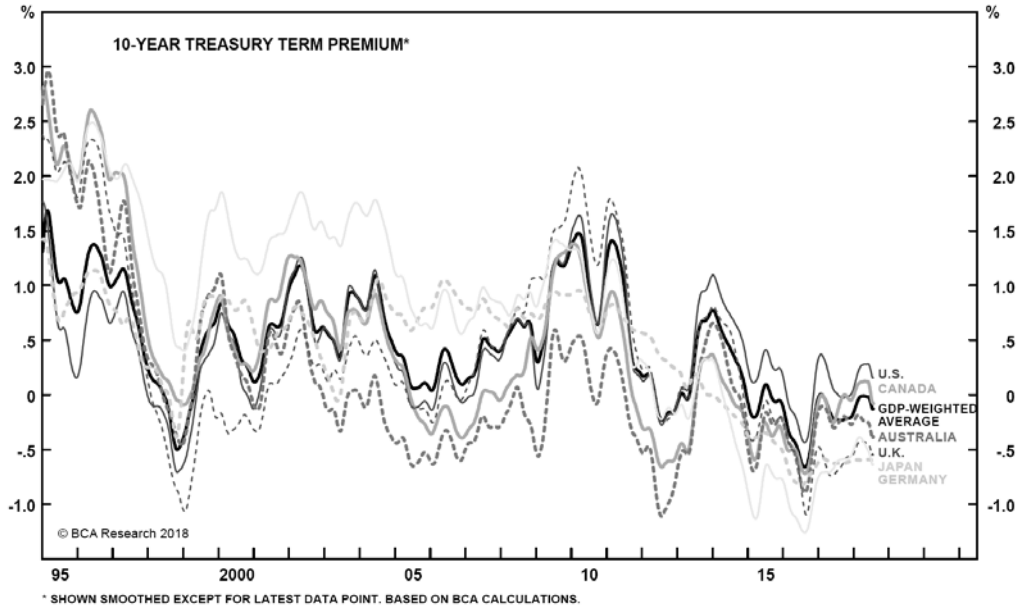
Aktien und Anleihen bewegen sich derzeit in die gleiche Richtung, vor einigen Jahren stiegen die Renditen noch bei sinkenden Aktienkursen.

Begründen kann man diesen Sachverhalt auf zwei Wegen. Zum einen werden Staatsanleihen dieser Laufzeit als Absicherung gegen eine Eintrübung in der Wirtschaft gesehen, zum anderen haben die Notenbanken über das Quantitative Easing die Finger im Spiel, was wiederum auch die gegenwärtige und die prognostizierte zukünftige Volatilität dieser Papiere nach unten brachte. Weiter stehen wir heute vor dem Phänomen steigender Aktienkurse bei gleichzeitig steigenden Anleihenrenditen. Diese Korrelation war noch in den ersten Jahren nach der Jahrtausendwende umgekehrt. Damals waren Anleihenrenditen noch mit fallenden Aktien gestiegen. Die Antwort auf die Frage, warum es zu dieser Umkehrung kam, hat viel mit der Entwicklung der Inflationsrate in den vergangenen fast zwei Jahrzehnten zu tun.

Während noch in den sechziger und siebziger Jahren Inflationsschocks zum dominanten Treiber für die Zinsen wurden, war es seit den 90ziger Jahren das Wachstum, als sich die Inflationsrate auf niedrigem Niveau stabilisiert hatte. Nach der Finanzkrise ging es federführend um das Thema Deflation. Eine bis ins Negative fallende Inflationsrate nützt Anleiheninvestoren, weil die relative Kaufkraft durch Zins und Mantel der Anleihe sogar steigt. Der Wert eines Anleihenportfolios steigt zudem, wenn Notenbanken von Zinserhöhungen ablassen. In gewissem Umfang wirken auch fallende Inflationserwartungen und schlechtere Konjunkturperspektiven in dieselbe Richtung.

Anleiherenditen steigen mit Aktien

Grafik 30



Quelle: Peter Berezin, Global Investment Strategy, Term Premium Explosion, A rising risk to markets, BCA Research, Montreal, 20.7.2018, Seite 3.

Notenbanken handeln nicht unisono

Eine Studie der Federal Reserve kam zum Ergebnis, dass allein das Quantitative Easing der Notenbanken die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen um 1 % senkte. Die Notenbank im Wettstreit um den Erwerb von Staatsanleihen hat insgesamt die Summe handelbarer Anleihen reduziert.

Das ändert sich gerade, denn die US-Federal Reserve erhält im Monat rund 40 Mrd. USD an Staatsanleihen zurückbezahlt, die sie nicht wieder in lang laufende Staatsanleihen investiert. Ab Oktober sind es dann 50 Mrd. USD pro Monat.
Im Gegensatz hierzu hat die Bank of England ihre Kaufprogramme für Staats- und Unternehmensanleihen über ein Jahr konstant gelassen, die EZB hat Kürzungen der Kaufprogramme für den weiteren Jahresverlauf angekündigt. Auch die Bank of Japan kauft weiter Anleihen auf, allerdings nur noch 35 Billionen Yen nach 80 Billionen Yen noch in den Jahren 2015 und 2016.

In diesem Zusammenhang sticht heraus, dass sich das US-Haushaltsdefizit anders als in früheren Phasen von Vollbeschäftigung, wo konjunkturelles Wachstum die Steuereinnahmen erhöht und die Ausgaben für soziale Sicherungssysteme sinken, von 2,4 % in 2015 auf nun 4,6 % in 2019 ausweiten wird.

Kommt es dadurch wieder zu einem signifikanten Anstieg der Zeitprämie bei den Anleihen? Ein plötzlicher Anstieg der langen Renditen würde den Aktienmarkt massiv belasten. Das steht zwar augenblicklich nicht vor der Haustür. 2019 könnte das bei steigender Inflationsrate aber durchaus passieren – auch im Kontext einer Federal Reserve, die der höheren Inflationsrate nicht tatenlos zusieht. Für Anleihenportfolios heißt das grundsätzlich, die Restlaufzeiten eben nicht auszuweiten, sondern kürzere zu wählen.

Disclaimer

1. Die vorliegenden Empfehlungen können je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Sie sind grundsätzlich auf eine mittelfristige Anlagestrategie – also einem Zeithorizont von mindestens sechs Monaten – ausgerichtet und für Anleger geeignet, die ein höheres Verlustrisiko in ihrer Anlagestrategie in Kauf nehmen. Genannte Kursziele sind dagegen an keinen Zeitraum für deren Erreichen geknüpft. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen wurden von der ICM InvestmentBank AG nach bestem Urteilsvermögen abgegeben und entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können sich aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen jederzeit ändern.

2. Dieses Dokument darf in anderen Ländern nur in Einklang mit dort geltendem Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und befolgen.

3. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung durch die ICM InvestmentBank AG dar, soweit nicht andere Quellen angegeben sind. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen dritter Parteien überein. Die ICM InvestmentBank AG hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend gibt die ICM InvestmentBank AG keine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Alle verwendeten und zitierten Quellen können auf Anfrage gerne zur Verfügung gestellt werden.

4. Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkauf- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die ICM InvestmentBank AG Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die ICM InvestmentBank AG sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

5. Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Mundus Classic Value Fonds (A114WE, A114WF) und des VAA Value Strategie PLUS Fonds (LI0293937111, LI0391989311). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: keine.

HyperLinks:

http://www.bcaresearch.com/public/general/copyright.asp
http://www.nomura.com/
http://www.crediteurope.ru/en/research/
http://www.jpmorgan.com
https://www.goldman360.com
https://www.research.unicredit.eu

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

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

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

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

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

www.i-c-m.de

Herausgeber ICM InvestmentBank AG

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht
Instituts-Nr. 117 810
Vorstand: Dr. Norbert Hagen, Tobias Zenker
Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Dieter Wenzl

Datum der ersten Veröffentlichung 31.07.2018

Sitz der Gesellschaft ist Berlin.

ICM
InvestmentBank AG
UNABHÄNGIGE VERMÖGENSVERWALTER