PERSPEKTIVEN

4. Quartal 2018

Der Quartalsausblick der ICM InvestmentBank AG

Playing Domino

Aktien:	Anleihen:	Rohstoffe:
Ende der Hausse erreicht?	**Wie weit steigen die Zinsen?**	**Nachfrageschub aus China vor der Tür?**

Lieber Leser,

gleich zu Beginn des vierten Quartals kam der Kapitalmarkt kräftig unter Druck. Eine weiter auf nur noch 3,7 % gesunkene US-Arbeitslosenquote ließ die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen auf neue Hochs steigen. Zuvor hatte der ungelöste Handelskrieg zwischen den USA und China in den Schwellenländern Aktien, Anleihen und Währungen gleichermaßen unter Druck gesetzt. Dazu gesellte sich das Haushaltsdebakel der italienischen Regierung, das Zweifel an der langfristigen Zahlungsfähigkeit des Landes aufkommen ließ. Das alles schickte die Aktienmärkte nach Süden. Am Schluss stand die Befürchtung, dass ein Ende des Aufwärtstrends erreicht sein könnte.

Mit Ausnahme der US-Aktienmärkte konnte 2018 an den Börsen bislang nur verloren werden. Bei Anleihen war das nicht viel anders. Nachdem die Weltkonjunktur noch immer auf allen Zylindern feuert und es für das kommende Jahr – glaubt man den aktuellen Schätzungen des IWF – in den Industrieländern lediglich zu einer leichten Abschwächung kommen wird, dürfte auch die Berichtssaison für das dritte Quartal und der Ausblick auf das vierte eigentlich keinen Hemmschuh für wieder steigende Aktienkurse darstellen.

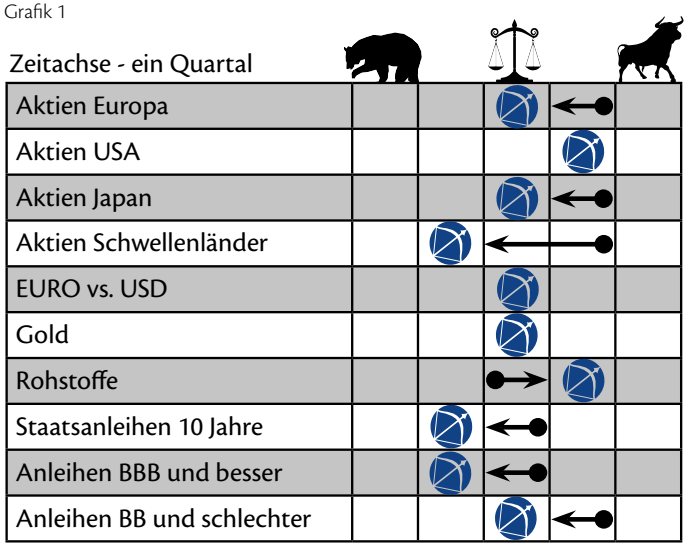
Ob es aufgrund der momentan vorherrschenden Angst zu einem „Show-Down" kommt, bevor die Anlegergemeinde wieder „Segel setzt", kann trotz aller positiver Vorzeichen nicht ausgeschlossen werden. Seismograph hierfür sind nicht nur die Zinsen, sondern vor allem der Dollar. Sollte er weiter steigen, wird es mit der Erholung wohl nichts werden. Damit heißt die Losung für die kommenden Wochen, Vorsicht walten zu lassen.

Herzlichst,

Ihr Norbert Hagen

Unsere Bewertung:

Grafik 1



ICM InvestmentBank AG

Playing Domino

Schon im August hatten die Auguren vor Kursrückgängen im September gewarnt und das statistisch mit der saisonalen Zyklik begründet. Sie behielten Recht, wenn auch mit Verspätung. Massive Kursrückgänge von mehr als 5 % waren in den ersten Wochen des neuen Quartals keine Seltenheit. Der Verlauf an den US-Leitbörsen weckte dabei Erinnerungen an den einen oder anderen „Oktober-Crash", wobei der bekannteste und extremste von 1987 in diesen Tagen seinen 30igsten Jahrestag feiert. Die Verluste begannen an einem Donnerstag und endeten am darauffolgenden „Schwarzen Montag" mit einem seitdem nie mehr erreichten Tagesverlust von 22 %.

Der Ausverkauf vom Mittwoch, dem 10.10., deutete anfangs auf ein ähnliches Debakel hin. Am darauffolgenden Freitag retteten die vorbörslich bekanntgegebenen, überraschend guten Zahlen der US-Banken die Stimmung. Doch da war leider nicht das Ende. Nach derart heftigen Einbrüchen dürfte es dauern, bis die Anleger wieder zur Tagesordnung übergehen. Die Schwäche hatte den Leitindex zwar in seiner gesamten Breite erfasst, doch besonders litten Börsen-Lieblinge wie Apple, Amazon, Netflix und Nvidia.

Die brennendste Frage, die in diesen Tagen gestellt wird, ist daher, ob mit den Kursrückgängen der schon länger erwartete Wechsel von Aktienhausse zu Baisse eingeleitet ist. In der Tat ist es nicht nur der italienische Mibtel-Aktienindex, der mit seinem derzeitigen Stand die eine Baisse definierenden 20 % Kursverluste erreicht hat. Einzeltitel, die mehr als 20 % unter ihren diesjährigen Kurshochs stehen, findet man auch im Dax: BASF, Bayer, Conti, Fresenius Medical Care, HeidelbergCement, Infineon seien hier als Beispiele genannt.

Zur Einschätzung der Situation hilft ein Blick in die Historie. Gemessen am US-Aktienindex S+P 500 gingen Baissen immer einher mit Rezessionen. Diese wiederum kündigen sich durch flache bzw. invertierte Zinsstrukturkurven an, bei denen die kurzfristigen Zinsen die langfristigen überstiegen. Auch die Konjunktur- Frühindikatoren weisen eine rückläufige Tendenz auf, während die Geldpolitik keine expansiven Züge mehr aufzeigt.

Aktuell kann man die beruhigende Feststellung machen, dass keine dieser Komponenten auf eine Rezession und damit auf eine Baisse am Horizont hinweist. Das gilt federführend für die Vereinigten Staaten, wo die Steuerreform die Konjunktur bis ins Jahr 2020 anschieben dürfte. Aber es trifft auch für die anderen großen Industrienationen zu.

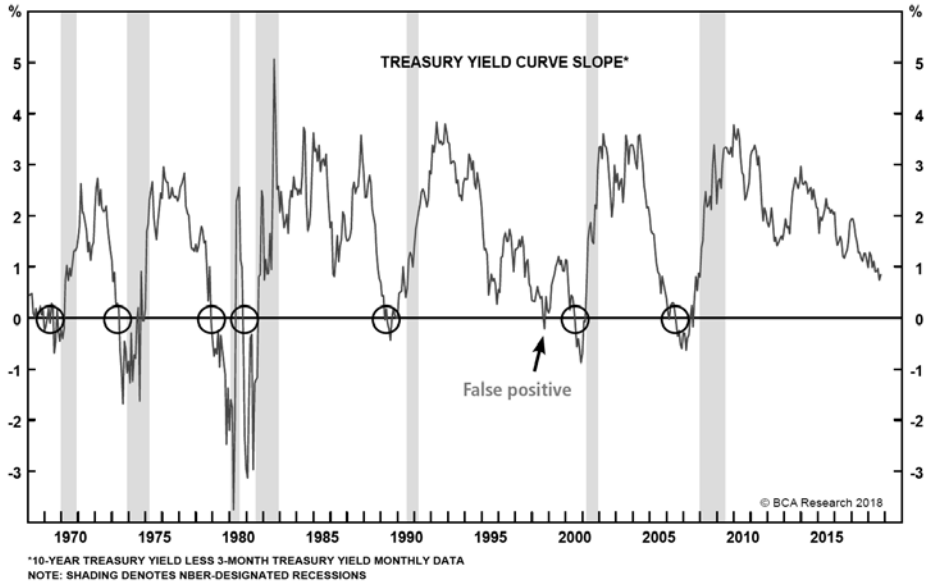
Grafik 2

Bärenmärkte und Rezessionen gehen Hand in Hand

Quelle: Doug Peta, US Investment Strategy: Introducing our equity downgrade checklist, BCA Research, Montreal, 15.10.2018, Seite 4.

Grafik 3

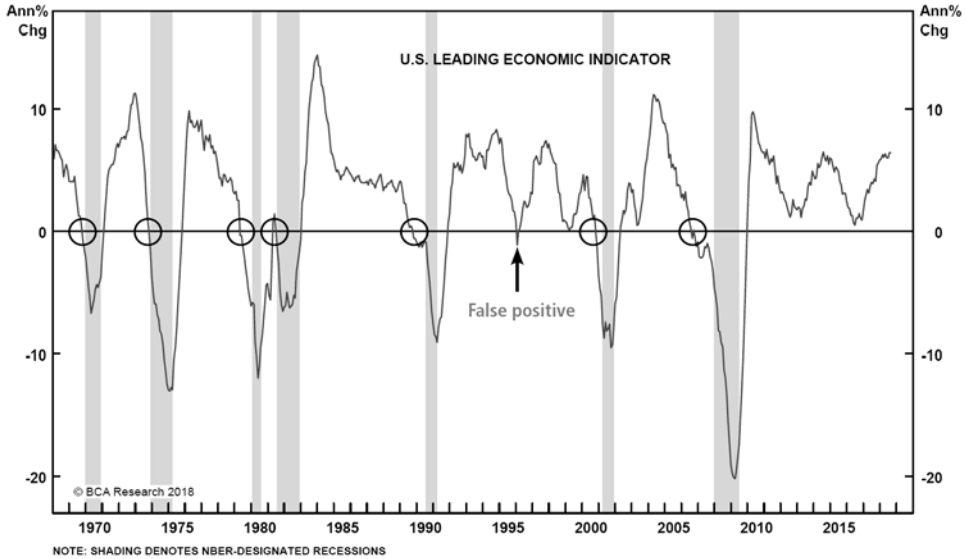
Zinskurve als Rezessionsindikator



Quelle: Doug Peta, US Investment Strategy: Introducing our equity downgrade checklist, BCA Research, Montreal, 15.10.2018, Seite 4.

Grafik 4

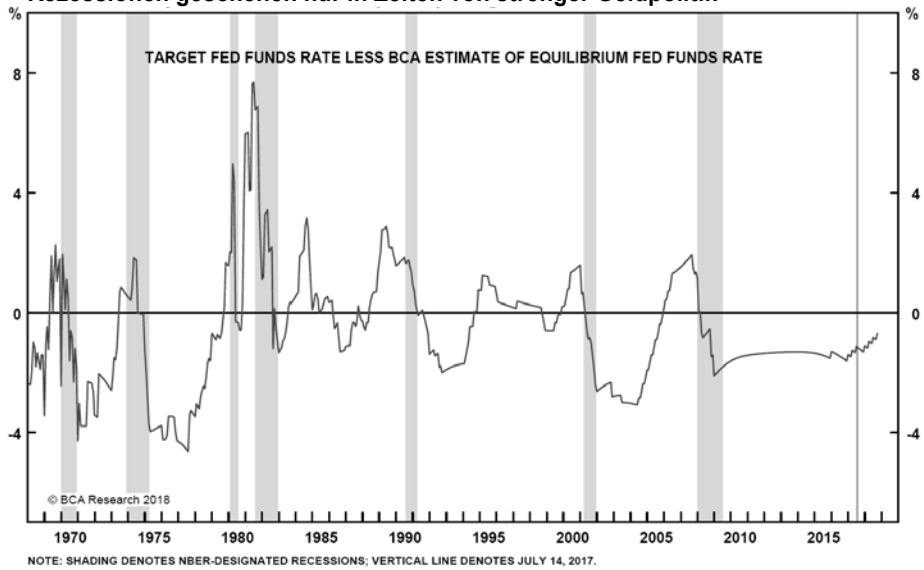
Ein Blick auf die Wirtschaftsindikatoren lohnt sich



Quelle: Doug Peta, US Investment Strategy: Introducing our equity downgrade checklist, BCA Research, Montreal, 15.10.2018, Seite 5.

Grafik 5

Rezessionen geschehen nur in Zeiten von strenger Geldpolitik



Quelle: Doug Peta, US Investment Strategy: Introducing our equity downgrade checklist, BCA Research, Montreal, 15.10.2018, Seite 5.

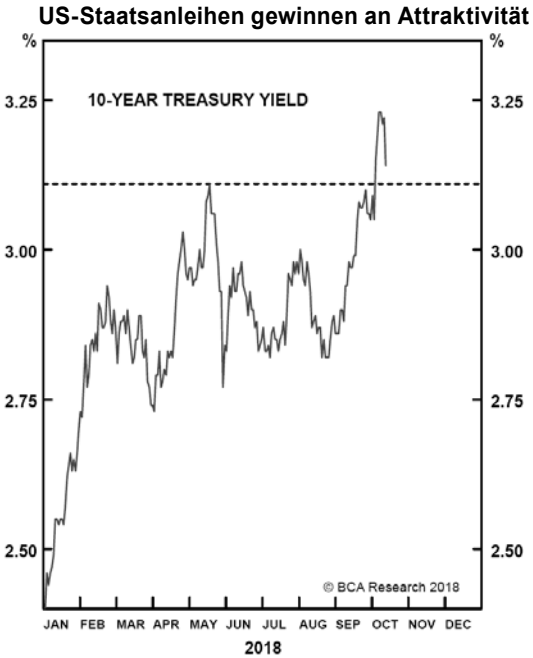
Zinsschritte der FED im Fokus

Das zweite dominante Thema in diesen Tagen ist die Zinsentwicklung in den Vereinigten Staaten. Zusammen mit dem Beschäftigungshoch am US-Arbeitsmarkt und einer restriktiver werdenden Notenbankpolitik sprang die Rendite langlaufender US-Staatsanleihen auf neue Höchststände, die sich den alten Bestmarken aus den Jahren 2010 und 2011 annähern. Damit gewinnen zehnjährige US-Treasuries wieder als risikoärmere Alternative zu Aktieninvestments an Attraktivität. Die US-Notenbank erhöhte die Zinsen am kurzen Ende bereits quartalsweise, die meisten anderen Währungshüter wollen derweil von Zinsschritten noch nichts hören.

Die US-Notenbank ist mit ihren steten Zinsschritten auf dem Weg zum sogenannten „neutralen" Zins, dem Zins also, der zum aktuellen realen Wirtschaftswachstum passt. Kernfrage ist, wann dieses neutrale Niveau zwischen Zins und Wachstum erreicht ist.

Eine ganze Reihe von Faktoren bestimmt den neutralen Zinslevel zumindest kurzfristig:
Mit einer expansiven US-Fiskalpolitik wird die Wirtschaft äußerst effektiv stimuliert werden. Hier stört ein Haushaltsdefizit von 6,8 % des Bruttoinlandsprodukts die Regierung unter Präsident Donald Trump offensichtlich wenig. In diesem Umfeld bleibt eine restriktivere Geldpolitik in Form von Zinserhöhungen problemlos umsetzbar. Ein angemessener „neutraler" Zins, der zum Wachstum passt, dürfte daher wesentlich höher liegen als in einem konjunkturell schwächeren Umfeld.

Grafik 6:



Quelle: Doug Peta, US Investment Strategy: Introducing our equity downgrade checklist, BCA Research, Montreal, 15.10.2018, Seite 1.

US-Staatsanleihen gewinnen in Zeiten volatiler Aktienmärkte als risikoärmere Alternative wieder an Attraktivität.

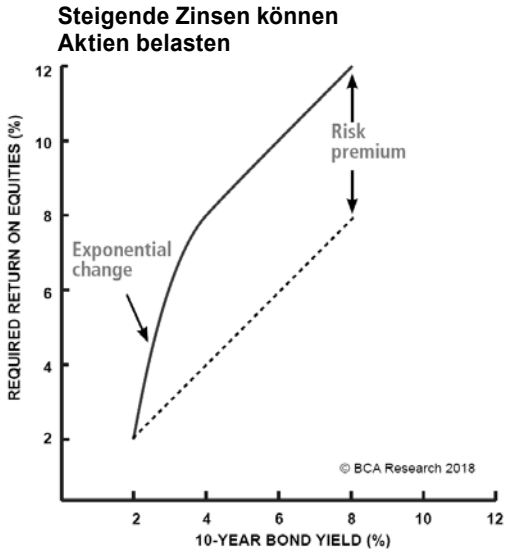
Auch die Kreditnachfrage zieht in den USA nach einer langen Durststrecke wieder deutlich an und steigt derzeit schneller als das BIP des Landes. Eine starke Nachfrage nach Wohnimmobilien befeuert die Entwicklung.
Löhne und Gehälter befinden sich ebenfalls weiter im Aufwärtstrend. Ein Ende dieser Entwicklung ist nicht in Sicht. Inzwischen hat die Arbeitslosenquote das langfristige Mittel, das für Vollbeschäftigung steht, sogar unterschritten.

Das Sparverhalten der Amerikaner ist weiterhin konservativ. Die Sparquote liegt mit 6,7 % fast 2 % höher als man bei der derzeitigen Wirtschaftssituation erwarten könnte. Sollte die Sparquote in der näheren Zukunft zugunsten eines höheren Konsums sinken, könnte dies einen Zuwachs des US-Bruttoinlandsprodukts um weitere 1,5 % bedeuten.
Überträgt man diese Aspekte auf die Notenbankpolitik, wären sogar erschreckende 5 % bei den Fed Funds bis 2020 möglich. Im Schlepptau dieser Entwicklung dürften auch die langfristigen Zinsen weiter ansteigen. Die Aktienmärkte müssen auf diese Entwicklung nicht notgedrungen mit Kursabgaben antworten, solange die Gewinnentwicklung mithalten kann. Es hängt also an der Geschwindigkeit in der Abfolge der Zinsschritte. Wenn es zu schnell geht, kommt es zu abrupten Korrekturen am Aktienmarkt.

Steigende Zinsen als Gefahr für die Aktienmärkte

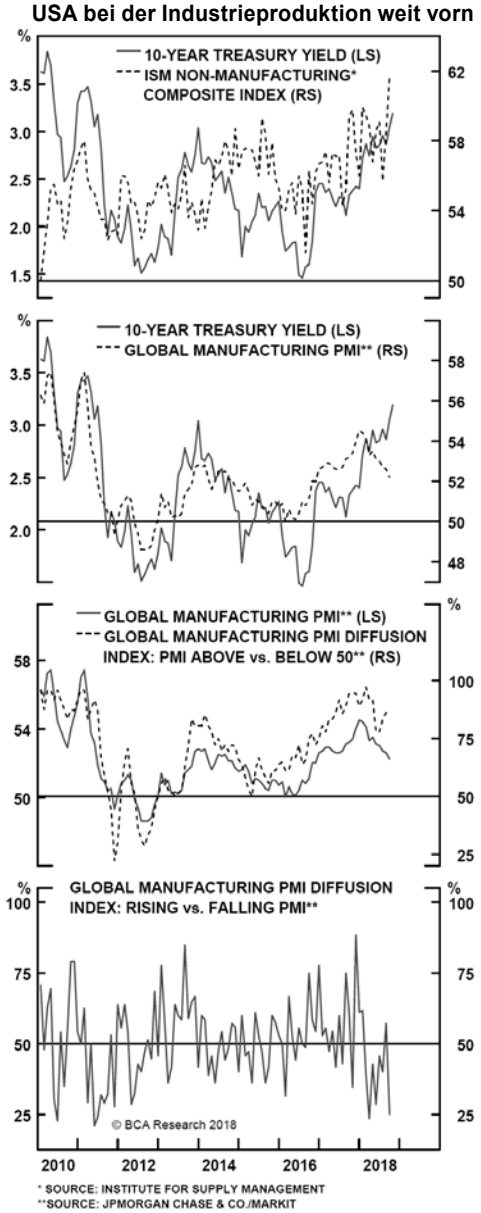
Durch die ultraniedrigen Zinsniveaus gibt es in der aktuellen Situation allerdings eine unangenehme Besonderheit. Da Aktien und Anleihen zueinander in Konkurrenz stehen, müssen Aktien bei steigenden Zinsen eine entsprechend höhere Eigenkapitalrendite aufweisen und dazu noch eine Risikoprämie, da zukünftige Erträge bei Aktien gerade nicht den Charakter eines konstanten Zinskupons haben, sondern mit Unsicherheiten behaftet sind. Dieser Zusammenhang ist keineswegs linear, da auf dem heutigen Renditeniveau bei Aktien eine zu geringe Risikoprämie aufgerufen wird. Würde man die Eigenkapitalrendite bei den Aktien konstant lassen und bei gleichzeitig steigender Risikoprämie die Anleiherenditen hochskalieren, würden die Aktienkurse sogar überproportional nachgeben. Hier liegt derzeit das eigentliche Risiko der Aktienmärkte.

Grafik 7



Quelle: Dhaval Joshi, European Investment Strategy: Go long on Commodities versus Equities, BCA Research, Montreal, 11.10.2018, Seite 3.

Grafik 8



Quelle: Ryan Swift, US Bond Strategy: Oil supply shock is a risk for junk, BCA Research, Montreal, 9.10.2018, Seite 2.

Betrachtet man die US-Daten der Industrieproduktion im globalen Vergleich, sieht man das Auseinanderklaffen von USA und dem Rest der Welt. Die globalen Einkaufsmanager-Indices (PMI) signalisieren eine schwächere Produktion in den kommenden Monaten. Das sollte auch in den USA ankommen. Von dieser Warte betrachtet, müssten die US-Renditen nicht weiter steigen.

Wohin geht die Reise?

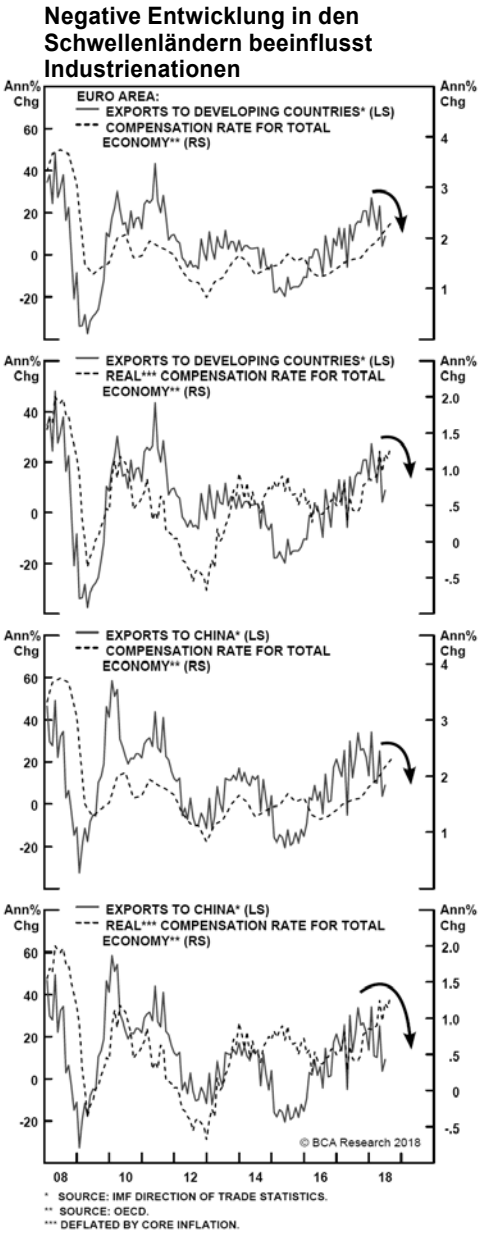
Investoren konnten sich im Jahr 2017 über einen Gleichklang der Entwicklungen der großen Wirtschaftsnationen freuen – es ging überall nach oben. In 2018 ist es mit dieser Einigkeit vorbei. Während die US-Wirtschaft weiter stark wächst, macht sich im Rest der Welt Ernüchterung breit. Der Grund für das Auseinanderlaufen der Konjunktur liegt in der Entwicklung der Schwellenländer. Die Handelsverkehre von und in die Emerging Markets sowie untereinander haben 2018 nach unten gedreht.

Eine der Ursachen liegt sicher im Handelskrieg zwischen China und den USA, der Anfang des Jahres 2018 startete. In einem ersten Schritt im Juli und August waren Zölle auf 50 Mrd. USD Gegenwert verhängt worden. Ende September folgte mit Phase 2 eine Erweiterung des 10%igen Zolls auf 200 Mrd. USD Gegenwert an chinesischen Produkten. Erste Berechnungen zeigen, dass sich dadurch das chinesische BIP von derzeit 6,7 % auf 5,7 % reduzieren würde. Es ist davon auszugehen, dass die chinesische Regierung einem drohenden konjunkturellen Rückgang umgehend mit entsprechenden Konjunkturprogrammen und einer gelockerten Geldpolitik gegensteuern wird. Als Konsequenz dürfte der Yuan gegenüber dem Dollar weiter leicht abwerten, aber das Wachstum in der Volksrepublik fast gleich bleiben. Die stete Abwertung der chinesischen Währung wurde auch von der People's Bank of China befeuert, die Anfang Oktober das vierte Mal in diesem Jahr die Anforderungen für die Mindestreserve senkte – also die Liquidität, die für die entgegengenommenen Einlagen bei der Notenbank vorgehalten werden muss. Die Senkung der Reservesätze um 1 Prozentpunkt (aktuell 15,5 % bzw. 13,5% für kleine Banken) setzt Liquidität in Höhe von rund 750 Mrd. Yuan frei.

Realisten erwarten den Eintritt in die letzte Phase des Streits zum Jahresbeginn 2019, wenn Trump die Importzölle von Waren aus China auf 25 % anhebt. Eine Lösung sollte dann – wenn man Trumps Verhandlungstaktik fortschreibt – nicht allzu lange auf sich warten lassen. Das wiederum dürfte vor allem die asiatischen Schwellenländer – dort Aktien und Anleihen gleichermaßen – nach der doppelten Korrektur für Börsen und Währungen im laufenden Jahr wieder in den Fokus der Anleger rücken. Aber warten wir ab.

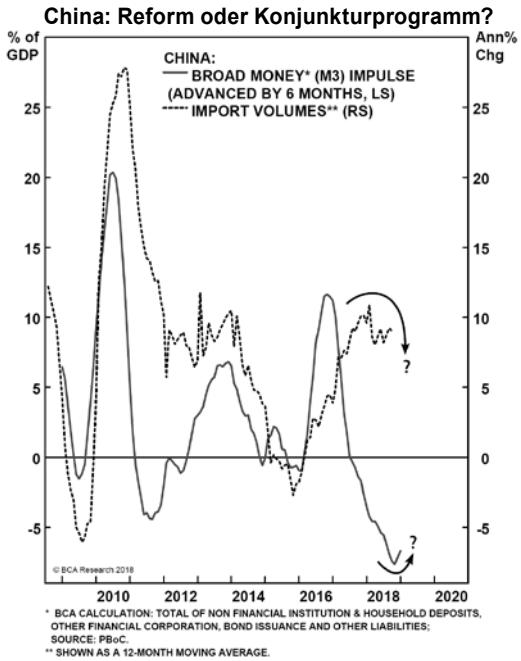
Der vom US-Präsidenten Donald Trump angezettelte Handelskrieg belastet nicht nur China, sondern alle Schwellenländer.

Grafik 9



Quelle: Mathieu Savary, Foreign Exchange Strategy: Will rising wages cause imminent change…, BCA Research, Montreal, 5.10.2018, Seite 5.

Grafik 10



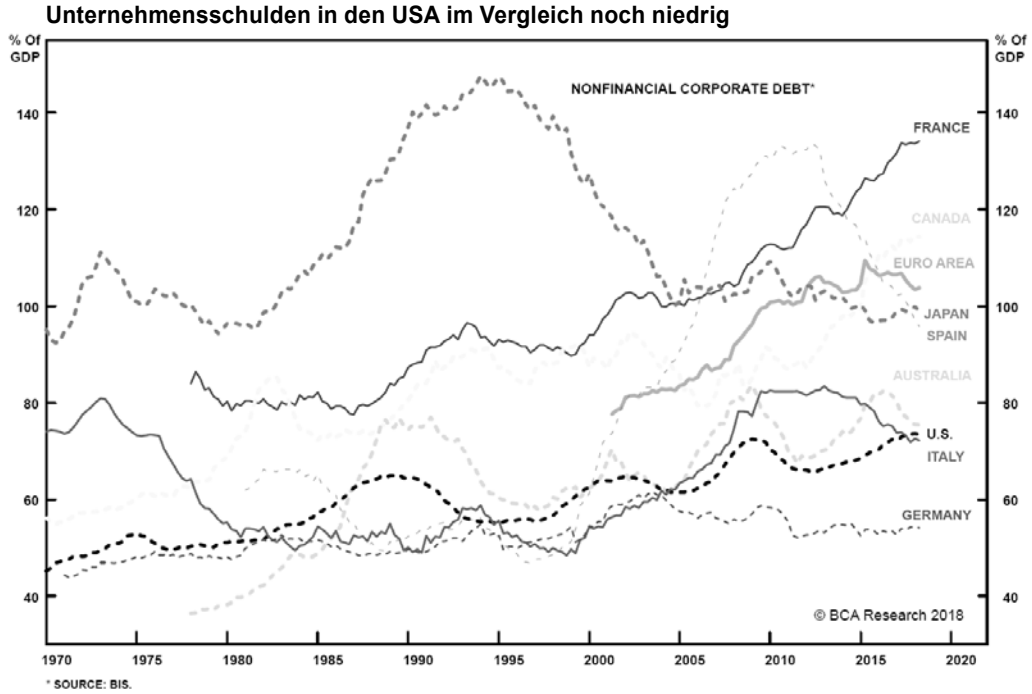
Quelle: Miller, Caroline; Rising Bond Yields: Where´s the Choke Point?; Webcast Presentation, BCA Research, Montreal, 17.10.2018, Seite 15.

Experten erwarten, dass China mit einem Konjunkturprogramm und einer lockeren Geldpolitik auf die Handelspolitik von Donald Trump reagieren könnte – das würde aber die chinesische Währung unter Druck bringen.

Finanzmärkte als möglicher Rezessionstreiber?

Wie bereits erwähnt gehen Baissen Hand in Hand mit Rezessionen. Die letzten drei Rezessionen wurden alle von einer Überhitzung der Finanzmärkte und nicht der Wirtschaft ausgelöst. In 1991 zeichnete die Bankenkrise, in 2001 der Niedergang der Dot.com-Unternehmen verantwortlich und bei der letzten großen Rezession in 2008 war es der Häusermarkt, der die Wirtschaft einbrechen ließ.

Grafik 11



Quelle: Mark McClellan, Doug Peta: The Bank Credit Analyst: Is it time to buy Value Stocks? BCA Research, Montreal, October 2018, Seite 7.

Von den genannten Segmenten gehen heute keine Krisensignale aus. Der Immobilienmarkt ist zwar angespannt, doch hohe Nachfrage und geringe Leerstände dürften sowohl die Preise hoch halten, als auch den Wohnungsbau stützen. Zudem haben die Banken aus der letzten Krise gelernt und die Verfahrensweise in der Kreditvergabe deutlich verschärft. Bei den Unternehmenskrediten in den USA fällt die Einschätzung bedeutend schwerer. Zwar sind die Unternehmen hoch verschuldet, doch verglichen mit den Verschuldungsständen von Unternehmen in anderen Industrienationen stehen die US-Unternehmen wesentlich besser da. In der Eurozone z.B. liegt die Unternehmensverschuldung rund 30 Punkte über der in den USA. Auch ein weiteres Anziehen der Geldmarktzinsen durch die FED dürfte die Unternehmensbosse kaum um den Schlaf bringen, da sie ihre Kredite geistesgegenwärtig langfristig festgeschrieben haben.

Trotz allem: ein völliges Entgleisen der Aktienmärkte mit entsprechenden Panikverkäufen würde sicher Übersprungeffekte auf die reale Wirtschaft auslösen. Die These, dass eine ausgeprägte Baisse einen Abschwung auslösen kann, stimmt auf jeden Fall. Ausgeprägt, wie gesagt.

„Gier frisst Hirn. Angst auch."

An der Börse spielen Gefühle eine große Rolle. Das glauben jedenfalls die Macher des „Fear and Greed Index" von CNN Money. Sie machen sich dabei eine alte Weisheit von Warren Buffett zunutze. Ganz bewusst macht Buffett an der Börse mit großem Erfolg das Gegenteil dessen, was die Masse macht – getreu dem Motto: „Sei gierig, wenn andere ängstlich sind."

Diese Contrarian-Strategie lässt sich, vertraut man dem oben genannten „Fear and Greed Index", nicht nur auf einzelne Unternehmen anwenden, sondern auch auf den gesamten Aktienmarkt ummünzen. Zeigt der Index „Greed" (Gier) an, sei es höchste Zeit zu verkaufen. Das Gegenteil „Fear"(Angst) lädt im Gegenzug zu Käufen ein.

Die Logik dahinter leuchtet unmittelbar ein: Wenn die meisten Anleger blindlings die Aktienquote erhöhen und dem Glauben anhängen, die Börse kenne nur eine Richtung, dann wird es gefährlich. Denn woher sollen neue Käufer kommen, wenn schon alle gekauft haben?!

Die Bilanz des „Fear & Greed Index" liest sich auf den ersten Blick gut. Für die Aussagekraft des Index spricht etwa, dass er frühzeitig vor Ausbruch der Finanzkrise vor zu viel Euphorie im Markt warnte: 2007 kletterte er auf ein Allzeithoch, bevor er, wie auch der Aktienmarkt, unter die Räder kam.

Anfang 2009 drehte er dann wieder nach oben – deutlich bevor der S&P 500 seinen Tiefpunkt am 9. März markierte. Im ersten Quartal 2012 zeigte der CNN-Money-Index allerdings „extreme Gier" an. Wer damals diesem Verkaufssignal gefolgt ist, musste sich 2014 grün und blau ärgern, konnte der S&P 500 doch bis dahin rund 33 Prozent zulegen und sogar bei 1.878 Punkten ein neues Allzeithoch markieren.

Das Versagen des Fear & Greed Index zeigt: der Markt kann länger irrational sein als das eigene Geld reicht, um dagegenzuhalten. Diese Weisheit stammt noch vom Starökonomen der 30-iger Jahre John Maynard Keynes. Es zeigt aber auch, dass es natürlich Unsinn ist, sich bei seinen Anlageentscheidungen einzig und allein auf einen Indikator zu stützen.

Wertvoll ist der Indikator nur für Investoren, die ihn richtig einordnen können, denn erst in Verbindung mit den bekannten Instrumenten technischer und fundamentaler Analyse der Märkte macht die Betrachtung von Sentiment-Indikatoren wie dem Fear & Greed Index Sinn.

Am 10.10. jedenfalls wurden wieder extreme Werte an Angst gemessen, die zuletzt im Januar und Februar 2018 gesehen wurden – eigentlich Kaufsignale also.

Grafik 12

Angst-Gier-Index im Verlaufe der Zeit

Quelle: https://money.cnn.com/data/fear-and-greed/, Atlanta, 19.10.2018

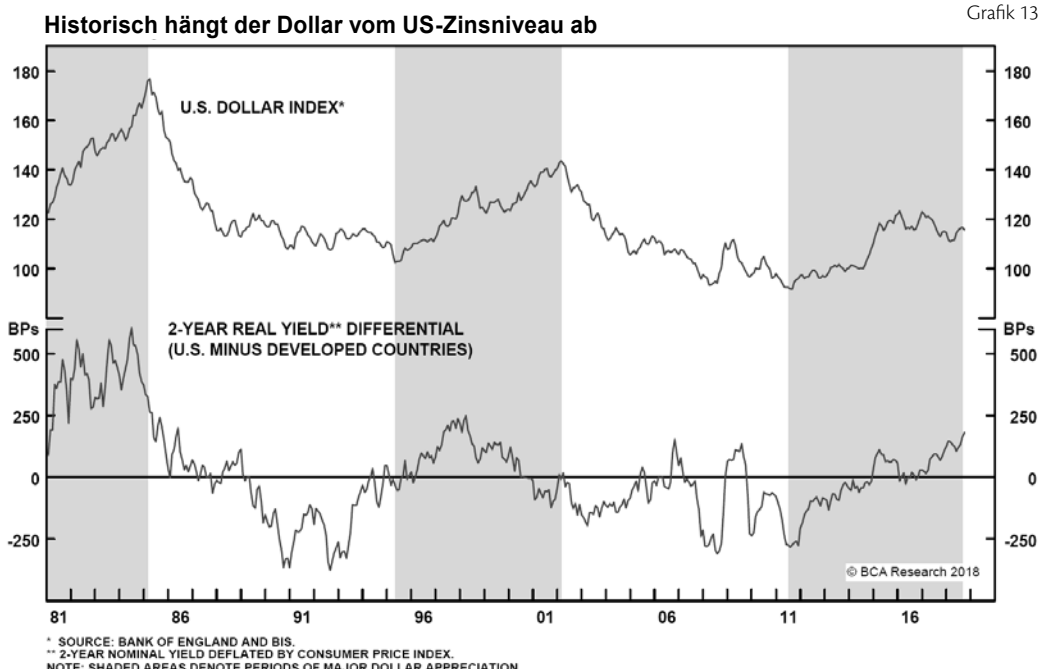
Beim Dollar scheiden sich derzeit die Geister

Vieles deutet also daraufhin, dass die FED die Zinsen deutlicher steigen lassen könnte, als bislang von Marktteilnehmern erwartet wird, gleichzeitig aber können andere Notenbanken nicht mitziehen, da die Wirtschaft ihrer Länder schwächelt. Eine größere Spanne der kurzfristigen Zinsniveaus wäre die Folge. Hiervon profitiert historisch gesehen der Dollar, soweit nicht andere Aspekte dagegenstehen.

Ohnehin verwundert es, dass der Euro bislang die Marke von 1,15 USD einigermaßen erfolgreich verteidigen konnte. Ein starker Dollar könnte den „America First"-Plänen der Trump-Regierung schaden, da die USA dann Wachstum ans Ausland verlieren. Wie Trump hier über verbale Feldzüge hinaus gegensteuern könnte, bleibt offen. Eine Variante hatte die Welt bereits kennengelernt: die Einführung von Zollschranken.

Die mögliche Kombination aus steigenden Zinsen in den USA und einer starken US-Währung würde besonders die Entwicklungsländer treffen. Außerhalb von China liegen die Schulden der aufstrebenden Wirtschaftsnationen auf dem gleichen, hohen Level wie in den späten 90er Jahren. Rund 80 % dieser Schulden sind in US-Dollar aufgenommen. Aber auch die Bestrebungen der vergangenen Jahre, die Schulden der Entwicklungsländer in der lokalen Währung zu halten, machen in der derzeitigen Situation kaum einen Unterschied, denn erhöhen die Notenbanken der Entwicklungsländer die Zinsen um die eigene Währung zu stärken, schaden sie damit der eigenen Wirtschaft und erschweren Schuldnern die Rückzahlung von Krediten.

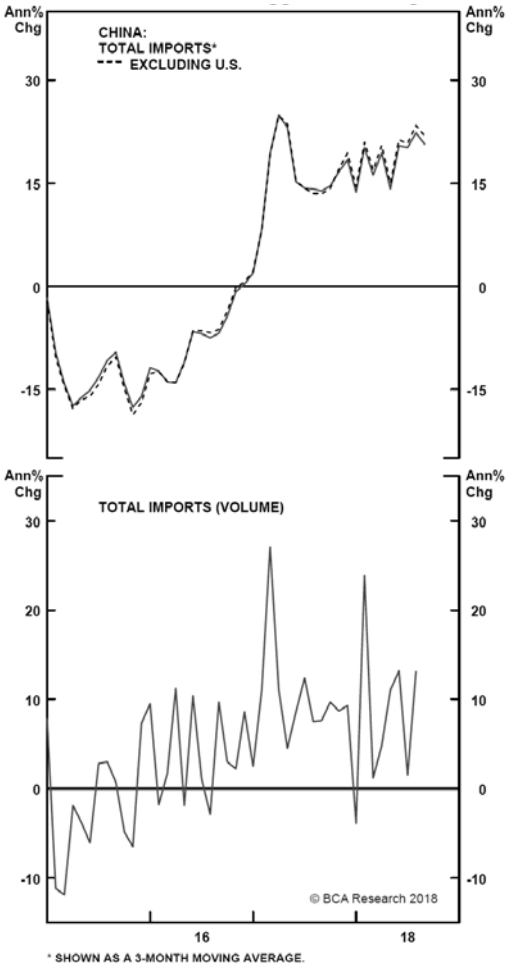
Grafik 13



Quelle: Peter Berezin, Global Investment Strategy, Desynchronization is back, BCA Research, Montreal, 28.09.2018, Seite 8.

Grafik 14

China konzentriert sich auf Handel außerhalb der USA



Matt Gertken, Marko Papic, China Investment Strategy: A global show of force? BCA Research, Montreal, 10.10.2018, Seite 13.

China als Retter in der Not?

Während der letzten Krise in den Schwellenländern eilte China mit massiven Stützungsmaßnahmen zur Rettung und sorgte so für ein deutliches Anziehen der Nachfrage nach Industriegütern. Doch so erfolgreich diese Maßnahmen auch waren, sie hatten und haben einen hohen Preis. Das Verhältnis von Schulden zu Bruttoinlandsprodukt ist von 140 % in 2008 auf aktuell über 250 % gestiegen, was die finanzielle Stabilität des Landes gefährdet, insbesondere, da die chinesischen Banken angehalten sind, weitere Kredite zu gewähren, um die Wirtschaft zu unterstützen und gleichzeitig dafür sorgen müssen, dass ihre Schuldner zahlungsfähig bleiben.

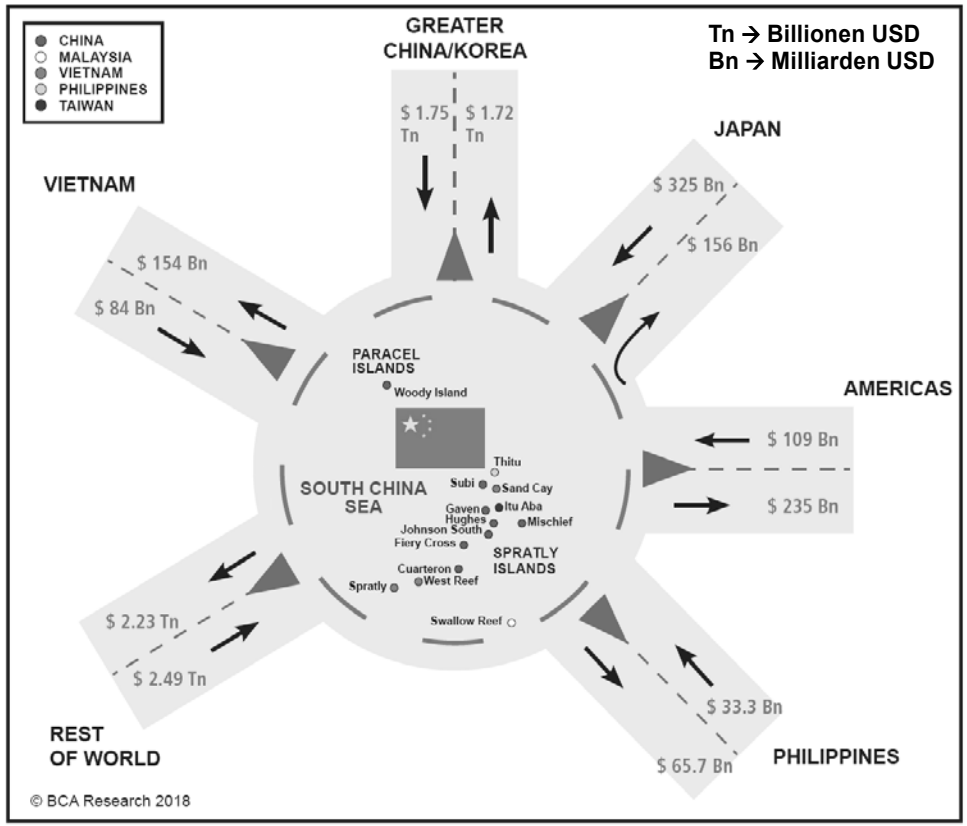
China ist derzeit weit davon entfernt, vor der Handelspolitik von Donald Trump zu kapitulieren. Mit dem Ausbau des Paracel- und des Spratly Archipels im südchinesischen Meer will China ein Handels-Hub etablieren, das weltweit seinesgleichen sucht und zentral für die Handelsverkehre von Südostasien untereinander, sowie anderen Regionen fungieren kann. Allein der zahlenmäßige Vergleich der Handelsströme, die durch diesen Handelsplatz abgewickelt werden könnten, zeigt, welche bedeutende Rolle der Ausbau für Chinas Konjunktur gerade unter den Zollschranken der USA hat.

China hat jedoch noch weitere Antworten auf Trumps Politik der Drohungen im Köcher. So könnten die Sanktionen gegen Nordkorea ebenso wie gegenüber dem Iran fallen, wenn Trump die Zügel weiter anzieht.

Die Chinesen wollen neue Handelsrouten etablieren – und so den Drohgebärden aus den USA den Wind aus den Segeln nehmen.

Grafik 15

Südchinesische See als Handelskreuz



SOURCE: UNCTAD, 2017; FAS; CRS.
USD VALUES DENOTE A BALLPARK ESTIMATE OF IMPORTS AND EXPORTS USING UNCTAD COUNTRY GROUP STATISTICS AND BCA CALCULATIONS.

Matt Gertken, Marko Papic, China Investment Strategy: A global show of force? BCA Research, Montreal, 10.10.2018, Seite 5.

Europa: Zurück auf Kriechspur ?

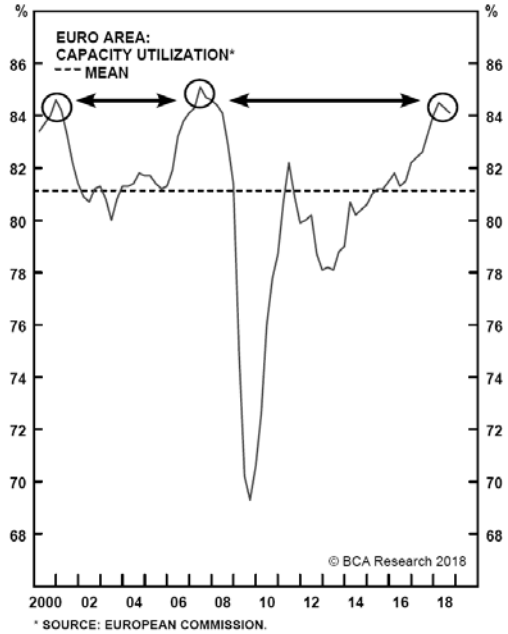
2017 war für die europäische Wirtschaft ein gutes Jahr, in 2018 hat sich die Situation verschlechtert. Zwar liegen die Wachstumsraten noch oberhalb der Erwartungen, doch die neuesten Wirtschaftsdaten geben trotz Auslastungen an der Kapazitätsgrenze Anlass zur Sorge.

In der Euroregion hat sich die Beschäftigung so verbessert, dass Lohnrunden vor der Tür stehen. Das wiederum dürfte sich mit Sicherheit in der Inflationsrate abbilden.

Europa, speziell Deutschland, leidet unter dem Nachfragerückgang von Kunden aus Schwellenländern. China ist als wichtigster Handelspartner im Augenblick der Joker für die Konjunktur, wenn Maßnahmen zur Stützung der eigenen Wirtschaft von Chinas Regierung und Notenbank forciert werden. Doch das Hauptproblem der Europäer kommt aus den eigenen Reihen. Der „Kreditimpuls", also die Wachstumsrate der Neu-Kredite, ist nach einem kräftigen Anstieg in 2017 im Begriff abzusacken. Da das Bankensystem jedoch das Rückgrat der europäischen Wirtschaft bildet, geht der Kreditimpuls mit dem BIP-Wachstum einher.

Grafik 16

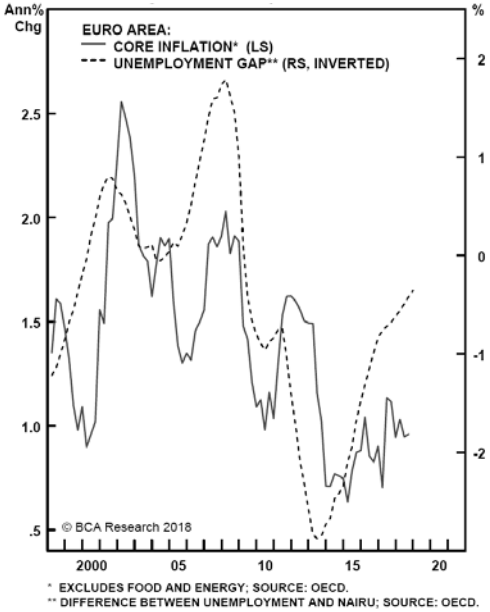
Kapazitätsauslastung Grund zur Sorge?



Quelle: Mathieu Savary, Foreign Exchange Strategy: Will rising wages cause imminent change…, BCA Research, Montreal, 5.10.2018, Seite 2.

Grafik 17

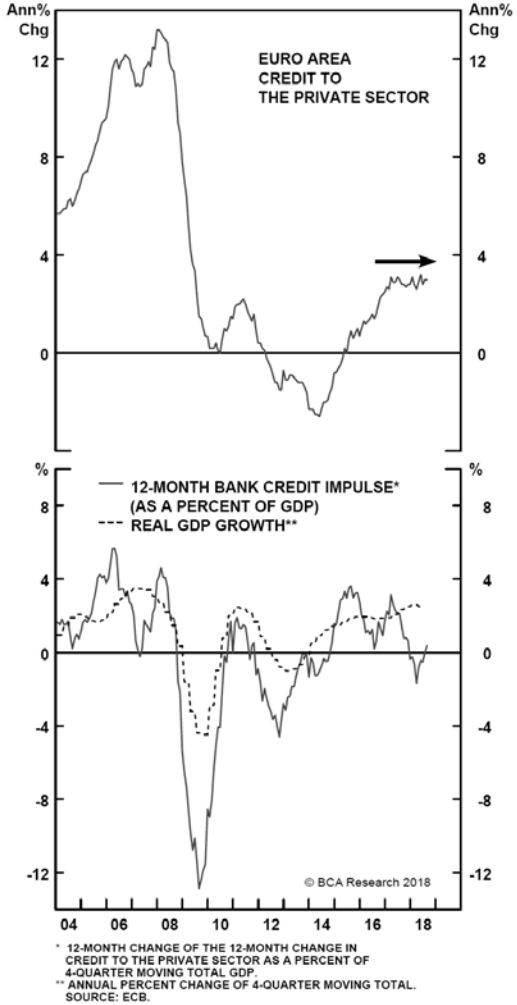
Europa muss Löhne neu verhandeln



Quelle: Mathieu Savary, Foreign Exchange Strategy: Will rising wages cause imminent change…, BCA Research, Montreal, 5.10.2018, Seite 4.

Grafik 18

Kreditvergabe in Europa schwächelt



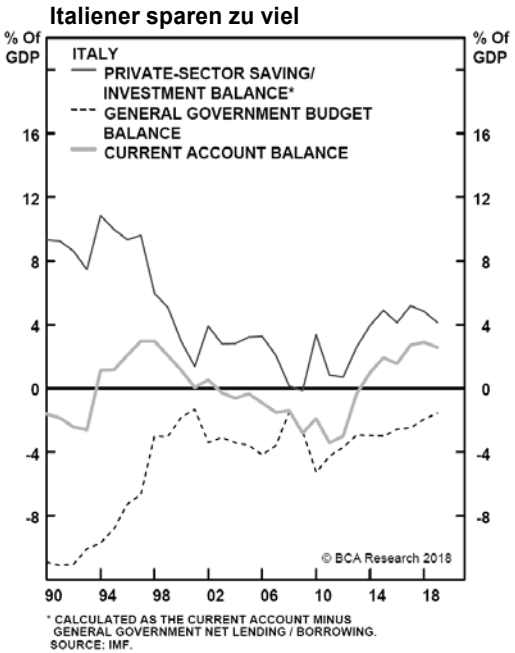
Quelle: Peter Berezin, Global Investment Strategy, Desynchronization is back, BCA Research, Montreal, 28.09.2018, Seite 13.

Europas Banken waren jahrzehntelang die Schwergewichte in den Indices, ihre Schwäche belastet daher die gesamte Euroregion.

Die Sorge um den Zustand der europäischen Banken könnte den Kreditimpuls in der Zukunft weiter schwächen. Während Spaniens Banken stark in den anfälligen Schwellenländern investiert sind, machen in Italien die politischen Turbulenzen Sorgen. Zudem spart in Italien, genau wie in China, der private Sektor zu viel, was zusammen mit einer kleiner werdenden Bevölkerung den Unternehmen keine Anreize für Investitionen bietet.

Anders als Deutschland kann Italien sich nicht auf hohe Exporte verlassen, da die Wirtschaft des Landes hierfür nicht konkurrenzfähig genug ist. Der Regierung des südeuropäischen Landes bleibt daher nicht viel anderes übrig, als über ein steigendes Haushaltsdefizit die hohe Sparquote des privaten Sektors auszugleichen und so die Wirtschaft anzukurbeln. Doch eine erneut steigende Verschuldung des Landes käme bei den europäischen Partnern nicht gut an und birgt das Risiko eines Kollapses.

Grafik 19



Quelle: Peter Berezin, Global Investment Strategy, Desynchronization is back, BCA Research, Montreal, 28.09.2018, Seite 15.

Der private Sektor in Italien ist sparfreudig – daher bleibt der Regierung nicht viel anderes, als die Schulden zu erhöhen, um die Wirtschaft anzukurbeln.

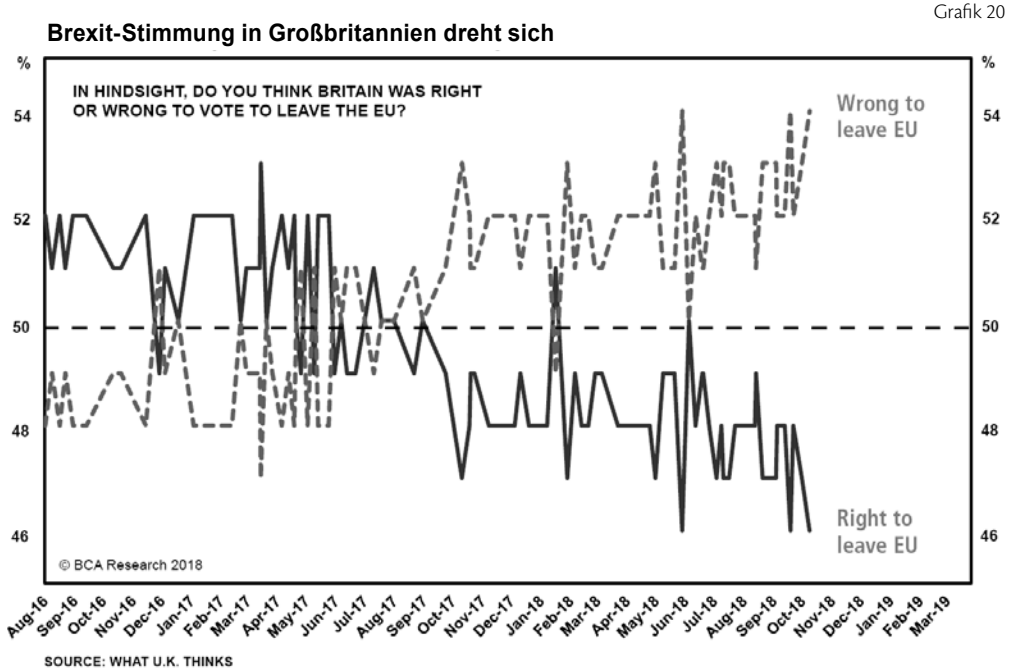
In den vergangenen Wochen hatte der Plan der Italiener, den öffentlichen Haushalt für das Jahr 2019 auf eine Nettoneuverschuldung von 2,4 % des geschätzten BIPs zu fixieren, für steigende Anleiherenditen und fallende Aktienkurse gesorgt. Allein das geplante Bürgergeld nach dem Modell des Nachbars Schweiz würde mit 9 Mrd. Euro zu Buche schlagen, die Frühverrentung würde 7 Mrd. Euro kosten. Daneben hat der Haushalt großzügige Schätzungen auf der Einnahmenseite berücksichtigt, die vor allem von Neuinvestitionen im privaten Sektor abhängen.

Die italienische Volkswirtschaft zeigte zuletzt klare Zeichen einer Erholung. Der Bankensektor offenbart Besserungstendenzen, die Kreditaufnahme außerhalb des Bankensektors steigt mit den Anlageinvestitionen der Privatwirtschaft. Im Laufe des kommenden Jahres wird man sehen, ob das italienische Wunder passiert. Im Augenblick fühlt sich die EZB auf der Zuschauerbank noch wohl. Spätestens bei einem Anstieg der Rendite 10-jähriger Tesoros auf 4 % dürfte sich das ändern, denn dann würden die Kursverluste in den staatsanleihelastigen Eigendepots der Banken deren Eigenmittel unter die Mindestkapitalisierung gedrückt haben.

Brexit bleibt spannend

Eine weitere offene Flanke ist nach wie vor der ungeregelte Austritt des Vereinten Königreichs aus der EU. So hatte zuletzt die britische Notenbank die Europäische Union aufgefordert, den Verbleib von Derivaten und Versicherungsverträgen nach dem Brexit zu klären. Die EU muss laut der Bank of England (BoE) sicherstellen, dass bereits bestehende, grenzüberschreitende Finanzverträge nach dem Ausscheiden Großbritanniens aus der Staatengemeinschaft eingehalten werden können. In einer rechtlich unsicheren Situation sind hohe Kosten für Banken und Unternehmen zu erwarten. Der BoE zufolge betrifft es Verträge mit einem Gesamtwert von umgerechnet etwa 45,5 Billionen Euro.

Grafik 20



Quelle: Dhaval Joshi, European Investment Strategy, Understanding Brexit, Scandinavian Markets and Semiconductors, BCA Research, Montreal, 18.10.2018, Seite 2.

Die mühsamen Verhandlungen mit der EU über den „Brexit" haben vielen Briten die harten Konsequenzen eines Ausstiegs aus der EU erst vor Augen geführt.

Ein Ausscheiden Großbritanniens aus der EU ohne jede Nachfolgeregelung stufen Spezialisten als Desaster ein. Neben negativen Konsequenzen für Arbeitnehmer würde der Außenhandel bei einem harten Brexit wahrscheinlich schon ab der Jahreswende und spätestens ab April immens beeinträchtigt. Ohne Freihandelsabkommen zwischen Großbritannien und der EU kommen auf deutsche Unternehmen Zölle von mehr als 3 Milliarden Euro jährlich zu. Der Handel zwischen Großbritannien und der EU könnte laut der Studie um bis zu 50 Prozent einbrechen. Das hat jetzt offensichtlich auch die Mehrheit der Bevölkerung verstanden und rudert inzwischen zurück.

Zum EU-Gipfel Mitte Oktober brachte Premierministerin Theresa May keine neue Verhandlungsmasse mit und reiste daher auch unverrichteter Dinge wieder ab. Der nächste Gipfel im November, an dem weiter in Richtung eines Kompromisses verhandelt werden sollte, wurde daraufhin abgesagt.

Mit rund 60 % Wahrscheinlichkeit erwarten die Ökonomen von JPMorgan das Zustandekommen einer Austrittsvereinbarung mit der EU und daran anschließend einer sanften Übergangsperiode. Getroffen werden kann diese Vereinbarung wohl Ende November im Vorfeld des EU-Gipfels, der im Dezember stattfindet. Größtes Problem hierbei dürfte der Weg dieses Abkommens durch das englische Parlament werden, denn hier geht es um die Abstimmungsarithmetik. Es bestehen Meinungsverschiedenheiten zur Grenzregelung mit dem EU-Mitglied Irland, der Möglichkeit eine Übergangsperiode zu verlängern, sowie zum Vertragsinhalt und zu zukünftigen Beziehungen gleichermaßen.

Asset Allokation: Fifty-Fifty (noch)

Man konnte es am Anfang nicht verstehen, warum das taktische Asset Allokationsmodell des kanadischen Analysehauses BCA Research seit Monaten auf die Aktiengewichtung drückt. Mit den letzten Kursrückgängen wurde die Erklärung mitgeliefert. Es kann nun sein, dass die Quote in der nächsten Allokationsrunde wieder angehoben wird. Das Modell bildet die Grundlage für die monatlichen Anpassungen in den Positionen des Leonardo UI (A0MYG1), unseres Flaggschiff-Mischfonds. Auch er musste in den letzten Wochen Federn lassen und steht seit Jahresanfang mit 4,77 % im Minus.

Im Vergleich zum Vorquartal blieb das Modell vorsichtig bei Aktien und wurde geradezu euphorisch bei Anleihen. Auffällig ist dabei die selten so hohe Gewichtung in den US-Staatsanleihen und in ihren japanischen Pendants. Damit steht das Modell gegen die derzeit herrschende Überzeugung, dass die Zinsen (sofort) weiter steigen. Offensichtlich sind hier erste Anzeichen eines schwächer werdenden Wirtschaftswachstums in den USA aufgrund von Kapazitätsengpässen die Grundlage. Würde die Annahme zutreffen, hätte dies erhebliche negative Auswirkungen auf den Dollar.

Den reinen Aktienanteil der Allokation kann man explizit über ein Portfolio an Aktien-ETFs erwerben. Dabei gibt es noch die Besonderheit, dass temporäre Positionsabsicherungen ebenfalls unter Einsatz von short-ETFs, die bei fallenden Kursen gewinnen, zugeschaltet werden. Dies wurde bereits zum Ausklang des September umgesetzt und so die Investitionsquote faktisch um 30 % reduziert.

Grafik 21

Asset Allokation

	AKTIEN		BONDS		CASH		CRB FUTURE	
USA	5,30	(5,6)	14,3	(9,1)	-		-	
CANADA	1,50	(1,5)	0,5	(0,4)	-		-	
JAPAN	4,00	(4,3)	12,8	(13,1)	-		-	
AUSTRALIA	0,00	(0,0)	0,7	(0,5)	-		-	
NEW ZEALNAD	0,00	(0,0)	0,0	(0,0)	-		-	
GERMANY	5,14	(5,6)	0,0	(0,0)	-		-	
FRANCE	5,14	(5,6)	2,0	(3,5)	-		-	
ITALY	2,69	(3,0)	1,6	(3,0)	-		-	
NETHERLANDS	5,14	(5,6)	2,0	(0,0)	-		-	
SPAIN	2,69	(3,0)	1,5	(2,0)	-		-	
U.K.	2,70	(3,0)	3,5	(3,5)	-		-	
SWITZERLAND	5,14	(5,6)	2,0	(0,0)	-		-	
SWEDEN	5,14	(5,6)	2,0	(0,0)	-		-	
EMERGING ASIA	2,90	(3,1)	1,2	(1,0)	-		-	
LATIN AMERICA	1,50	(1,5)	0,4	(0,4)	-		-	
TOTAL	49,0	(53,0)	44,5	(36,5)	6,5	(10,5)	0,0	(0,0)

Quelle: in Anlehnung an Global Investment Strategy,
Tactical Global Asset Allocation Monthly Update, BCA Research, Montreal, 28.09.2018.2018, S. 1.

Grafik 22

22.10.18 — Referenz-Portfolio Fonds und ETFs — 8:55

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 13,55%	ISHARES MSCI JPN MONTH EUR-H A1C5E6	Japan	41,26 €	48,88 €	18,45%	13.080,27 € 06.09.16	15.493,38 €	18,45% 2.413,11 €	E
415 10,33%	XWRLD STPL A113FG	MSCI World Consumer Staples	28,06 €	28,49 €	1,52%	11.635,73 € 09.07.18	11.812,59 €	1,52% 176,87 €	E
436 12,26%	ISHARES EURO STOXX50 UCITS D 593395	Europa	36,92 €	32,14 €	-12,95%	16.099,74 € 17.03.15	14.015,04 €	-12,95% -2.084,70 €	B
370 9,82%	X MSCI WORLD ENERGY A113FF	MSCI World Energy	24,00 €	30,34 €	26,42%	8.880,10 € 07.04.16 / 09.04.18	11.225,95 €	26,42% 2.345,85 €	C
406 10,43%	X MSCI WORLD INDUSTRIALS A113FN	MSCI World Industrials	29,45 €	29,37 €	-0,29%	11.960,23 € 05.02.18	11.925,71 €	-0,29% -34,52 €	B
100 5,10%	X MSCI KOREA DBX1K2	MSCI Korea	58,53 €	58,02 €	-0,88%	5.877,89 € 11.04.17	5.826,37 €	-0,88% -51,52 €	D
301 8,66%	COMSTAGE ETF HSI ETF022	Hong Kong	30,37 €	32,90 €	8,33%	9.140,41 € Teilverk. 05.02.18	9.901,40 €	8,33% 760,99 €	C
77 6,09%	ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR A1C1HV	Russia	81,64 €	90,49 €	10,84%	6.287,78 € 02.12.16	6.969,13 €	10,84% 681,36 €	E
526,0 13,17%	XWORLD HEALTH A113FD	MSCI World Health Care	19,83 €	28,64 €	44,41%	10.431,71 € 12.05.14/13.05.15	15.064,22 €	44,41% 4.632,51 €	B
668 9,22%	X MSCI WORLD FINANCIALS A113FE	MSCI World Financials	16,52 €	15,79 €	-4,37%	11.028,89 € 05.02.18	10.546,76 €	-4,37% -482,13 €	B
1.000 1,37%	Dax Optionsschein CE9WJQ	11.000,00 Strike	1,67 €	1,57 €	-5,99%	1.670,00 € 07.09.18	1.570,00 €	-5,99% -100,00 €	B
	Benchmark: MSCI WORLD	Kurs am 29.12.17	2.103,45 USD 1.749,67 EUR	letzter Schlusskurs	2.062,34 USD 1.786,81 EUR	Performance Benchmark	-1,95% 2,12%		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)	-1,63%	-1,95%	2,12%

Portfolioentwicklung mit Absicherung			RK
Aktueller Portfoliowert in EURO:	114.350,55 €	22.10.18	B
Portfoliostartwert in EURO:	116.241,36 €	29.12.17	
Gewinn / Verlust absolut:	-1.890,81		
Gewinn / Verlust in Prozent:	-1,63%		
Datenlänge der historischen Simulation:			260
Datum der historischen Simulation:			22.10.18

leonardo	EUR in USD	1,1542	DAX30	11.553,83	S&P 500 2.767,78

Das Portfolio schnitt per 22.10.2018 mit einem Minus von -1,63 % schlechter als der Index ab.

Aktienmärkte: Tiefs vom Januar und Februar in Sichtweite

Die Kombination von geringerem Wachstum außerhalb der USA und einer insgesamt schwierigen politischen Lage trüben die Aussichten für die Aktienmärkte ein, insbesondere die der Schwellenländer. Deren Aktien sind zwar bereits deutlich günstiger, der Boden dürfte möglicherweise noch auf sich warten lassen. Gemeinsam mit den eher zyklischen orientierten Märkten in Europa und Japan könnten die Schwellenländer dann ein Comeback feiern.

Grafik 23

AKTIEN					Quelle: Bloomberg.			26.10.18			26.10.18	
	Bloomberg Kürzel	ISIN	NAME	aktueller Kurs	Bloomberg Kursziel 12-Monate	Währung	LAND	SEKTOR	Ex Datum	KGV	Kurs / Buchwert	Div. Rendite
ENERGY												
	MPC US	US56585A1025	MARATHON PETROLE	68,22	105,38	USD	UNITED STATES	Energie	15.08.2018	13,09	2,08	2,70
	TLW LN	GB0001500809	TULLOW OIL	215,20	274,17	GBp	BRITAIN	Energie	04.04.2016	10,40	1,49	-
MATERIALS												
	BAS GY	DE000BASF111	BASF SE	66,55	96,04	EUR	GERMANY	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	07.05.2018	10,57	1,71	4,66
	GLEN LN	JE00B4T3BW64	GLENCORE PLC	300,70	406,30	GBp	SWITZERLAND	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	06.09.2018	7,83	1,17	5,14
	RIO LN	GB0007188757	RIO TINTO PLC	3.598,00	4.169,08	GBp	BRITAIN	Roh-, Hilfs- & Betriebsstoffe	09.08.2018	9,41	1,88	6,29
INDUSTRIALS												
	1 HK	KYG217651051	CKH HOLDINGS	78,00	113,82	HKD	HONG KONG	Industrie	03.09.2018	7,83	0,68	3,77
	257 HK	HK0257001336	CHINA EVERBR INT	6,21	8,65	HKD	HONG KONG	Industrie	07.09.2018	7,25	1,14	3,82
CONS. DISCR.												
	CON GY	DE0005439004	CONTINENTAL AG	136,00	181,80	EUR	GERMANY	Nicht-Basiskonsumgüter	30.04.2018	9,60	1,64	3,31
CONS. STAPL.												
	KHC US	US5007541064	KRAFT HEINZ CO/T	55,08	66,26	USD	UNITED STATES	Basiskonsumgüter	16.08.2018	14,90	1,02	4,54
HEALTH CARE												
	BHC US	CA0717341071	BAUSCH HEALTH CO	22,87	25,00	USD	UNITED STATES	Gesundheitswesen	10.11.2010	6,57	2,31	-
FINANCIALS												
	G IM	IT0000062072	GENERALI ASSIC	13,76	16,69	EUR	ITALY	Finanzwesen	21.05.2018	8,60	0,91	6,18
INFO TECH												
	WDC US	US9581021055	WESTERN DIGITAL	45,56	72,44	USD	UNITED STATES	IT	27.09.2018	5,28	1,16	4,39
	MU US	US5951121038	MICRON TECH	35,56	66,23	USD	UNITED STATES	IT	01.06.1996	3,40	1,29	-
	NPN SJ	ZAE000015889	NASPERS LTD-N	258.599,00	477.760,00	ZAr	SOUTH AFRICA	Kommunikationsdienste	12.09.2018	21,12	2,99	0,25
TELECOM												
UTILITIES												
	EOAN GY	DE000ENAG999	E.ON SE	8,51	10,65	EUR	GERMANY	Versorgungsbetriebe	10.05.2018	12,98	3,23	3,53
Anzahl der Positionen: 15											**Portfolio Div.Rend**	**3,24**

Die Berichtssaison könnte die Aktienmärkte aufgrund der relativ hohen Erwartungen der Analysten nochmals einem Härtetest unterziehen. 13 % Gewinnwachstum in Europa und 19 % in USA könnten auf ein schwächeres Wachstum treffen. Demgegenüber haben sich die Bewertungen 2,3 Punkte auf 12,7 in Europa verbessert, 2,8 Punkte auf 15,9 sind es in den USA. Die Rohstoffpreise, stellvertretend Eisenerz, Kupfer und Öl, stehen über den Sommerniveaus und sprechen eben gerade nicht für eine konjunkturelle Durststrecke.

Für 2019 sind die aktuellen Gewinnschätzungen nicht überbordend hoch. Mit 9,5 % mehr in Europa und 10, 5 % in den USA liegen sie im Mittelfeld des 10-Jahresdurchschnitts. Die allgemeine Sorge ist, dass die Gewinnmargen von höheren Inputkosten einerseits und höheren Löhnen andererseits gedrückt werden könnten.

Erst wenn sich Anzeichen verdichten, dass sich der Aufschwung der US-Börsen dem Ende zuneigt, könnte dort ein Rückgang der Unternehmensgewinne drohen. Bislang waren die positiven Zahlen der US-Unternehmen auf Steuervergünstigungen und auf Aktienrückkaufprogramme zurückzuführen.

Unternehmensgewinne weiter positiv Grafik 24

	Q3 '18e Sales growth, %y/y			
	US	Europe	Eurozone	Japan
Energy	17.1%	35.4%	5.7%	0.6%
Materials	9.9%	16.6%	6.9%	9.4%
Industrials	6.3%	8.1%	2.1%	2.6%
Discretionary	7.4%	7.1%	2.2%	2.9%
Staples	2.2%	6.3%	0.5%	2.9%
Financials	3.7%	-1.3%	3.5%	-1.5%
Health Care	6.2%	1.4%	10.2%	3.2%
IT	11.8%	5.1%	7.1%	3.4%
Com. Services	11.2%	-4.8%	1.8%	2.0%
Utilities	2.8%	3.4%	4.7%	3.0%
Real Estate	12.2%	8.9%	3.7%	7.0%
Market	**7.4%**	**6.5%**	**4.3%**	**3.2%**

Quelle: Mislav Matejka, Global Equity Strategy, J.P.Morgan Cazenove, UK, 15.10.2018, Seite 6.

Höhere Löhne und sinkende Exporte, die nicht mehr durch steigende Konsumnachfrage ausgeglichen werden können, wären ein Szenario, das eine Baisse einleiten würde.

„The last shoe to drop“

In schwierigen Börsenphasen trennt sich nicht nur die Spreu vom Weizen. Mit dem Ziel, Liquidität zu erhöhen, werden auch diejenigen Titel verkauft, die eigentlich keinerlei Anlass dazu gegeben haben. Oft sind es überraschend gute Quartalszahlen, durch die ein zuvor abgestrafter Wert seine Wiederentdeckung feiern kann. Umgekehrt schlagen in einem solchen Umfeld enttäuschende Berichte doppelt stark auf den Magen und es kommt zu einem regelrechten Ausverkauf. Für die erste Aussage steht in diesen Tagen die Streaming-Anbieter Netflix, der alle Prognosen toppen konnte. Das zweite Statement trifft auf Fresenius Medical Care zu, wo sich man fälschlicherweise zu sehr auf den vermeintlich defensiven Charakter des Werts verlassen hatte.

Welche Sektoren lohnen sich noch ? Grafik 25

	US		Europe		Japan		EM	
Energy	10%	OW	18%	N	24%	N	17%	N
Materials	-2%	N	2%	N	-6%	OW	-2%	OW
Industrials	6%	OW	1%	OW	1%	N	-10%	OW
Discretionary	18%	N	1%	N	2%	OW	-24%	N
Staples	-3%	N	-2%	UW	9%	UW	-10%	UW
Healthcare	17%	N	8%	UW	21%	UW	-8%	N
Financials	0%	OW	-7%	N	-2%	OW	-9%	OW
Technology	22%	OW	12%	OW	-3%	N	-9%	N
Telecom	0%	N	-14%	N	17%	UW	-13%	UW
Utilities	4%	UW	3%	OW	17%	UW	-8%	UW
Real Estate	0%	UW	-4%	UW	-3%	N	-20%	N
Overall	**11.0%**		**1.0%**		**3.1%**		**-9.0%**	

Source: Bloomberg, Datastream, J. P. Morgan

Quelle: Nikolas Panigirtzoglou u.a., Global Asset Allocation, J.P.Morgan, UK, 3.10.2018, Seite 20.

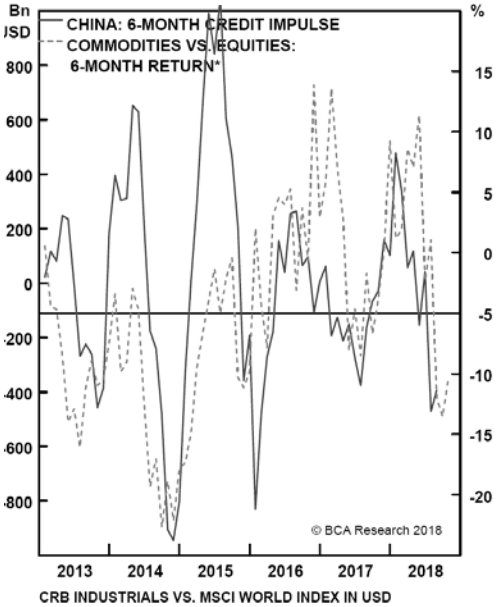
So erscheint uns beispielsweise ein Abgesang auf die Technologietitel als verfrüht. Aber auch eine andere Branche macht nicht den Eindruck, als stünden gerade Gewinneinbrüche bevor – Rohstoffe. Die großen Bergbaukonzerne zeigen sich nicht erst seit diesem Jahr großzügig gegenüber ihren Aktionären. Schon 2017 zahlten die großen fünf BHP, Rio Tinto, Glencore, Anglo American und Vale 50 % mehr Dividenden als im Vorjahr und das war nur möglich, weil eben auch die Gewinne entsprechend anzogen. Und Gewinne machten die Konzerne in der Rohstoffbaisse der vergangenen Jahre durch Verkäufe von Bilanzaktiva und Kostensenkungen. Bei Investitionen zeigte man sich hingegen zurückhaltend.

Die Rohstoffpreise bewegten sich seit dem dritten Quartal mit Ausnahme von Öl und Nickel kaum nach oben. Sollte also China erneut Infrastrukturinvestitionen zur Stärkung des Binnenmarkts ankurbeln, wären die aktuellen Preise sicher zu niedrig.

Die Rohstoffe des 21. Jahrhunderts sind Halbleiter. Die Aktienkurse der Hersteller korrelieren interessanterweise mit der Entwicklung der Rohstoffpreise. Dementsprechend stark mussten sie in den vergangenen sechs Monaten Federn lassen und sind jetzt ausnehmend günstig bewertet. Das liegt vor allem an den relativ trüben Einschätzungen für den nächstjährigen Umsatz und dementsprechend geringeren Ertragsperspektiven. Das könnte sich ändern.

Grafik 26

Rohstoffe auf dem Vormarsch



Quelle: Dhaval Joshi, European Investment Strategy: Go long on Commodities versus Equities, BCA Research, Montreal, 11.10.2018, Seite 5.

Die großen Rohstoffunternehmen haben in den vergangenen Jahren konsequent gespart und sich gesundgeschrumpft, das zahlt sich jetzt aus.

Grafik 27

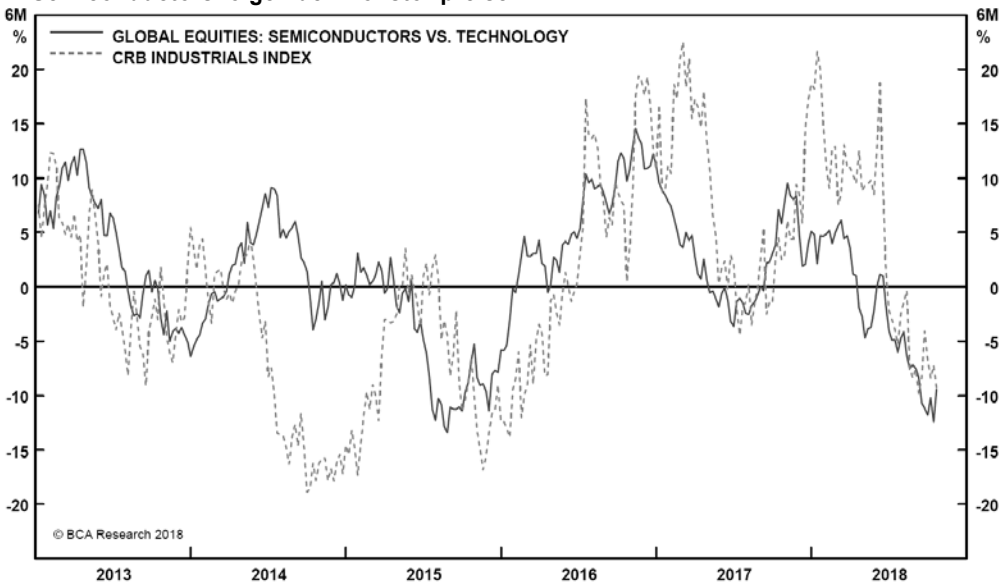
Rohstoffpreise entwickeln sich unterschiedlich

		Commodity Prices		
		Q3'17	Q3'18	Q3'18 vs Q3'17
Energy				
WTI Crude	US$/bbl	48.2	69.4	44%
Brent Crude	US$/bbl	52.2	75.8	45%
Metals				
Aluminum	US$/mt	2102	2062	-2%
Copper	US$/mt	6481	6258	-3%
Nickel	US$/mt	10500	12600	20%
Zinc	US$/mt	3162	2612	-17%
Iron Ore	US$/mt	63	66	4%
SPG Industrial Metals Index		**360**	**346**	**-4%**

Quelle: Bloomberg

Grafik 28

Semiconductors folgen den Rohstoffpreisen



Quelle: Dhaval Joshi, European Investment Strategy, Understanding Brexit, Scandinavian Markets and Semiconductors, BCA Research, Montreal, 18.10.2018, Seite 7.

CHARTS AKTIEN-INDICES

Die letzten Wochen bestätigten in allen Indices, dass die zu Jahresbeginn erreichten Höchststände wohl erst einmal nicht wieder erreicht werden. Dabei hatten einige wie der S+P 500 und der Nikkei 225 neue Höchststände im September erklommen. Diese Ausbrüche nach oben kippten dann schnell ins Gegenteil. Alle Indices befinden sich nun in einem mittelfristigen Abwärtstrend. Die Betrachtung ist mit dem Startpunkt in 2014 kürzer ausgelegt als die in bisherigen Perspektiven-Ausgaben. Beginnt man mit der Darstellung in 2011, gelten die langfristigen Aufwärtstrends noch als ungebrochen. Zur besseren Vergleichbarkeit sind hier ausschließlich Preisindices abgebildet. Damit bleiben Dividendenzahlungen unberücksichtigt.

DAX Preis-Index

Nach einem Fehlausbruch Anfang 2018 bildete der Index einen kurzfristigen Abwärtstrend aus, an dessen unterem Rand er sich derzeit befindet. Historische Unterstützungszonen finden sich weitere 5 % unter dem aktuellen Kursniveau.

Grafik 29

Eurostoxx 50 Preis-Index

Auch der mit Banken und Versicherungstiteln reichlich ausgestattete Eurostoxx-Index kippte in den vergangenen Wochen wieder nach unten. Der im Vergleich flacher ausfallende Abwärtstrend gibt zwar 10 % Raum nach oben. Andererseits liegen historische Unterstützungsniveaus (2016) noch rund 10 % tiefer.

Grafik 30

Standard&Poor´s 500 Preis-Index

Nachdem es im September noch danach aussah, dass der Index die Marke von 3.000 Punkten kurzfristig erreicht, hat sich das Bild im Oktober massiv eingetrübt. Es kam zu einer scharfen Korrekturbewegung, die der vom Januar 2018 in ihrer Stärke fast gleichkommt. Damit hat sich der Ausbruch nicht bestätigt, der Index steht aktuell auf dem seit 2015 etablierten Aufwärtstrend.

Grafik 31

Hang Seng Preis-Index

Der Index spiegelt die Trump´sche Politik der Zollschranken wider. Nach einem Top im Januar hatte der Index über Monate einen Seitwärtstrend eingeschlagen. Dann kamen die Zölle. Nicht einmal am Hoch des Jahres 2015 machte der Index Halt. Der Abwärtstrend hat sich in den letzten Tagen noch beschleunigt. Chinesische Aktien sind (noch) kein Kauf.

Nikkei 225 Preis-Index

Mit gut 22.000 Punkten steht der Nikkei 225 auf dem unteren Rand des mehrjährigen Aufwärtstrends und gleichzeitig auf dem Top des Jahres 2015. Das dürfte genügend Halt für den Index geben. Ein Trendbruch nach unten dürfte eine Reihe von Glattstellungen auslösen.

Grafik 32

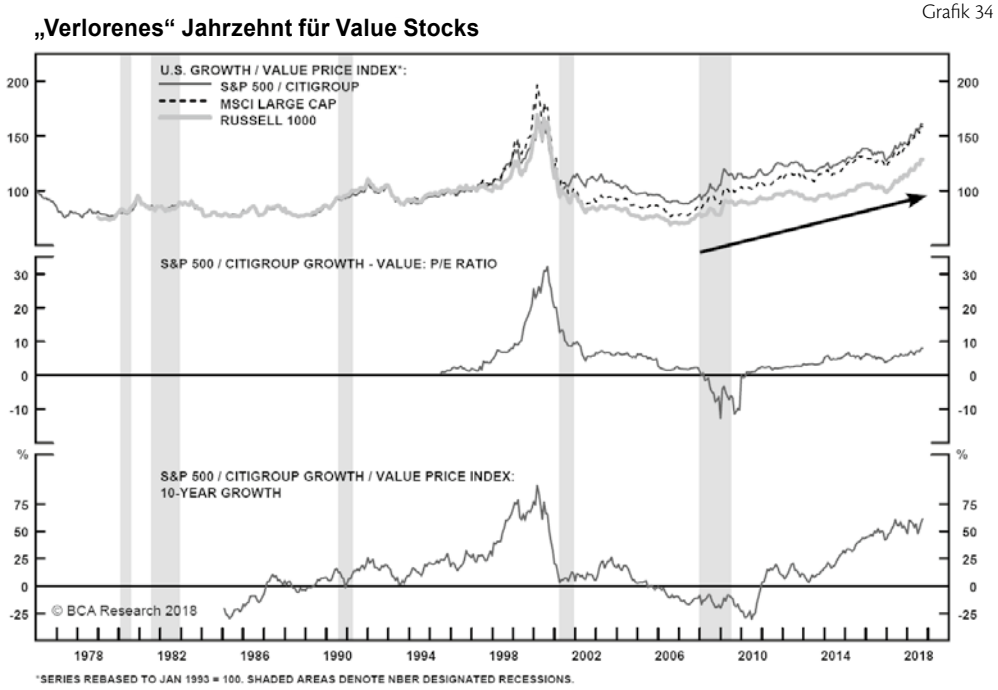
Grafik 33

VALUE STOCKS

Totgesagte leben länger: Melden sich die Value Stocks zurück?

Growth Stocks können derzeit auf die längste Wachstumsphase in ihrer Geschichte zurückblicken. Zwar reichen die Gewinne der sogenannten Wachstumsaktien nicht an die in den 1990ern erreichten Zuwächse heran, als High-Tech-Aktien die Börsen in ungeahnte Höhen trieben. Dennoch sind Growth-Stocks derzeit unbestritten teuer. Viele Investoren fragen sich daher, ob es an der Zeit sein könnte, sich wieder mehr mit den Gegenspielern der Wachstumsaktien, den Value-Stocks, zu beschäftigen.

Grafik 34



Quelle: Mark McClellan, Doug Peta: Special Report: Is it time to buy Value Stocks? BCA Research, Montreal, Oktober 2018, Seite 30.

Die Idee des Value-Investing geht zurück auf Benjamin Graham, der die Lehre vertrat, dass ein Investment in eine Aktie nur dann lohnt, wenn diese unter ihrem eigentlichen Wert gehandelt werde. Er erfand das Konzept des inneren Wertes von Aktien, bei welchem Kennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV), das Kurs-Buchwert-Verhältnis (KBV), die Dividendenrendite, der Verschuldungsgrad und das Gewinnwachstum betrachtet werden.

Die Wirtschaftswissenschaftler und Nobelpreisträger Eugene Fama und Kenneth French gaben 1992 den Thesen von Graham den Ritterschlag, indem sie nachwiesen, dass Aktien mit einem niedrigen Kurs-zu-Buchwert-Verhältnis dauerhaft diejenigen Aktien mit einem hohen Kurs-zu-Buchwert-Verhältnis in der Kursentwicklung schlugen. Sie zeigten außerdem, dass Value-Aktien in Zeiten restriktiver Geldpolitik besser als Growth-Titel abschneiden. In Phasen lockerer Geldpolitik, wo alle Kapitalanlagen nach oben gespült werden, gibt es diese Unterschiede nicht.

Theoretisch müsste das Investieren in Aktien mit dieser Erkenntnis einfach sein, doch der Teufel liegt wie so oft im Detail. Zwar haben sich im Laufe der Jahre eine Vielzahl von Growth- und Value-Indices auf Basis der beiden Modelle entwickelt, doch gibt es keine absolute Definition was ein Value- und was ein Growth-Stock ist. Die herkömmliche Einteilung oder Meinung, dass Growth-Stocks

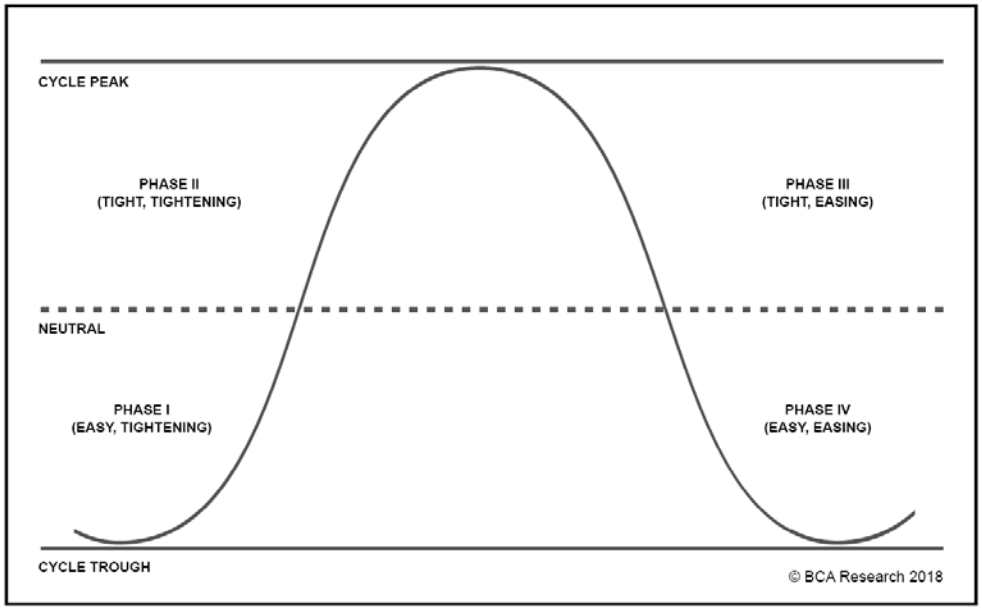
vor allem Aktien aus dem Gesundheits-, Technologiesektor und den Herstellern langlebiger Konsumgüter sind, während Finanz-, Energie- und Basiskonsumgüter-Aktien zu den Value-Titeln zählen, ist zu allgemein, denn einige Aktien könnten in beiden Kategorien gelistet werden.

Leider greifen die Indices unisono auf statische Kriterien zurück. Sie berücksichtigen KGVs, einfache Kurs- zu Buchwert-Verhältnisse – also historische Datensätze. Und sie ziehen laufende Unternehmensergebnisse für die Ermittlung zukünftiger Cashflows heran. Zum gravierendsten Nachteil wird allerdings die Tatsache, dass das Zahlenwerk nicht in den historischen Kontext gesetzt wird. Am Ende versteht sich Value damit als Sammlung von Aktien mit gegenwärtig niedrigem KGV. Die Indices liefern daher nur bedingt eine Basis für ein klar differenziertes Investment.

Ob nun endlich die Stunde der Value-Stocks gekommen ist, lässt sich allerdings nicht nur an diversen Modellen abmessen, auch die Politik der US-Notenbank spielt eine wichtige Rolle, denn historisch gesehen kommt eine strikte Geldpolitik vor allem den Value-Stocks zugute, wie die Grafik zeigt.

Bezieht man also die wahrscheinlichen Zinsschritte der US-Notenbank in die Gleichung mit ein, dann stehen die Value-Stocks in den Startlöchern, aber deutlich an Fahrt werden sie wohl erst in der zweiten Hälfte des Jahres 2019 aufnehmen.

Zinszyklen mit großem Einfluss Grafik 35



Quelle: Mark McClellan, Doug Peta: Special Report: Is it time to buy Value Stocks? BCA Research, Montreal, October 2018, Seite 42.

Anleihen: Zinsanstieg noch nicht zu Ende

Das Sperrfeuer, dem sich die Anleihen Anfang Oktober gegenübersahen, war umfangreich: stark anziehende Renditen bei den zehnjährigen US-Staatsanleihen, die Angst vor Handelsbarrieren und daraus resultierend die Furcht vor einer nachlassenden Weltkonjunktur; dazu noch explodierende Risikoaufschläge bei italienischen Staatsanleihen kombiniert mit bereits in unterschiedlichem Ausmaß gestiegenen Zinsniveaus verschiedener Schwellenländer im Nachgang von Währungskrisen. Interessanterweise konnte der Cocktail bislang keine Verluste in der Breite auslösen, obgleich die Risikoprämie heute ein gutes Stück höher ausfällt als im Sommer 2017.

Die Entwicklung auf dem Anleihenmarkt wird im laufenden Quartal stark von der Zinsstrategie der US-Notenbank abhängen. Zwar ist davon auszugehen, dass die FED willens sein wird, eine etwas stärker als geplante Inflation zu tolerieren, doch wird sie die Zinsschritte beschleunigen, wenn die Situation außer Kontrolle zu geraten droht. Eine Abflachung der Zinskurve (Langzeit-Zinsen steigen und kurzfristige Zinsen sogar noch stärker) wäre die Folge.

Allein in den kommenden Monaten ist der Ausblick für die Anleihenmärkte temporär günstiger. Ein stabiler Dollar, schwächelndes Wachstum in vielen Staaten und eine Abkehr der Investoren von den anfälligen Papieren der Schwellenländer hin zu mehr Qualität wird die Renditen beeinflussen. In einem insgesamt extrem negativen Umfeld macht dies eine kurzfristige Erholung der Märkte für festverzinsliche Papiere sogar wahrscheinlich.

Im Hinblick auf den Handelsstreit zwischen China und den USA und anderen Verwerfungen im internationalen Handel haben alle Risikofaktoren Auswirkungen auf Zinsentwicklung und Risikoprämien. Nimmt man das US-HighYield Segment, wo noch kurz zuvor die niedrigsten Risikoprämien seit 2007 erreicht worden waren, dürfte man über das Ausmaß der aktuellen Stärke einigermaßen erstaunt sein. Im ersten Quartal stiegen hingegen die Risikoprämien der auf Euro lautenden HighYielder.

Grafik 36

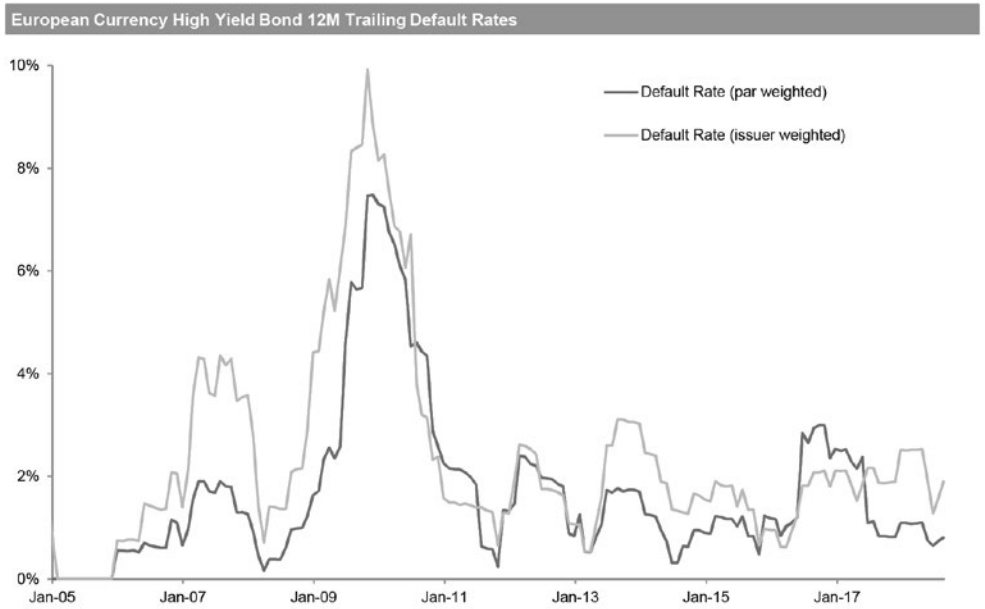
Gutes Umfeld für festverzinsliche Papiere

Quelle: Daniel Lamy, European High Yield, J.P.Morgan, UK, 12.10.2018, Seite 2.

Zwei Aspekte begünstigen derzeit Anlagen in diesem Anleihetyp. Zum einen konnten die Unternehmen 2018 ihre Verschuldung reduzieren, die Umsatzzuwächse waren gerade in den Vereinigten Staaten mit 10,8 % Plus im zweiten Quartal so stark wie zuletzt 2010. Das gibt berechtigte Hoffnung, dass die Ausfallquoten in diesem Jahr die Marke von nur 1,5 % gegenüber dem langfristigen Durchschnitt von 3,3 % erreichen. Zum anderen drängte im Jahresverlauf ein mit 63 Mrd. USD relativ geringes Nettovolumen von Neuemissionen auf die Märkte.

Risikoprämien hoch wie nie

Grafik 37

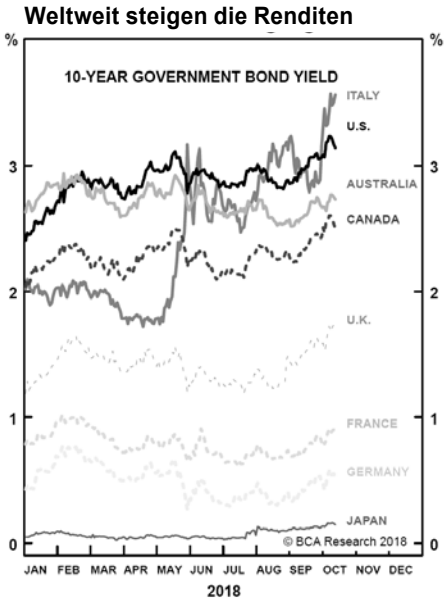


Quelle: Daniel Lamy, European High Yield, J.P.Morgan, UK, 12.10.2018, Seite 2.

Mehr Kopfzerbrechen macht im Augenblick der Renditeabstand italienischer Tesoros zu ihren Pendants in Deutschland. So groß wie heute waren die Risikoprämien noch nie – und das, obwohl es nicht um ein Aufbrechen des Euro geht.

So geht es mehr um den mittelfristigen Ausblick, der verunsichert. Seit das Budget mit einem höheren Haushaltsdefizit für die kommenden Jahre verabschiedet ist, rechnen die Investoren mit Herabstufungen von Italiens Bonität sowie einer Eintrübung des Ausblicks durch die Ratingagenturen. Die Beziehungen zwischen Italien und der EU, die den Haushalt noch genehmigen muss, gelten schon seit Monaten als belastet. Die bisherigen Statements der Kommissare Dombrovskis und Moscovici deuten nicht darauf hin, dass die EU einlenkt. Auch die EZB hat den Wunsch der italienischen Regierung nach einem Gläubigerverzicht der EZB, die italienische Staatsanleihen im Rahmen von QE-Maßnahmen erworben hat, ebenso zurückgewiesen, wie den Schutz vor weiteren Ausweitungen der Risikoprämie. Es bleibt also abzuwarten, ob und wie weit die italienische Regierung in den kommenden Wochen zurückrudern wird und wieviel die EU nachgibt. Ein Kompromiss ist jederzeit möglich.

Grafik 38



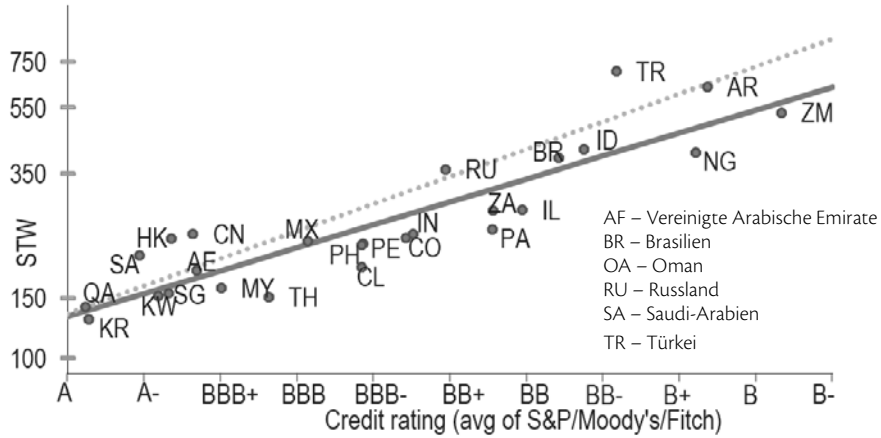
Quelle: Peter Berezin, Global Investment Strategy, Bond bears maul Goldilocks, BCA Research, Montreal, 12.10.2018, Seite 9.

Auch bei den Emittenten aus den Schwellenländern muss man inzwischen genauer hinsehen. Eine Reihe von Schuldnern zeigen stabile Daten, vornehmlich sind es asiatische Länder mit investment grade Rating. Herausstechend gut entwickelten sich viele asiatische Schuldner, was vor allem von der Investorennachfrage aus dem Land selbst herrührte.

Obwohl russische Emittenten bereits mehr Risikoaufschlag aufweisen als der Durchschnitt, dürfte das wirtschaftliche Risiko, das Russland im Fall von Sanktionen droht, nicht ausreichend eingepreist sein. Ähnlich geht es vielen Ländern aus der Golfregion, die derzeit vom Anstieg des Ölpreises profitieren. Ein überdurchschnittlich hohes Volumen an Neuemissionen birgt ein potentielles Risiko in sich – vor allem für Saudi-Arabien, Bahrain und den Oman. Etwas besser sieht es zwischenzeitlich wieder bei lateinamerikanischen Schuldnern aus, von denen eine Reihe direkt und indirekt unter fallenden Rohstoffpreisen zu leiden hätten.

Grafik 39

Schwellenländer-Kreditraten versus durchschnittlicher Kreditraten



Quelle: Stephen Dulake u.a., J.P.Morgan, The Homestretch V2018, 11.10.2018, Seite 8.

Anleihenportfolio

Grafik 40

KENNZAHLEN EINZELNER PORTFOLIOS										
Portfolios	Währungen	Rating	99%- VaR	YTM	Kupon	ASW	Duration	ASW/Duration	Anzahl der Positionen	aktuelle Mindestanlagesumme*
All grade All Currencies 10	EUR, USD	keine Einschränkung	1,80%	7,09%	5,31%	543	3,0	180	10	ca. 94.354,55 €
All Grade All Currencies 20	EUR, USD	keine Einschränkung	1,38%	6,90%	5,26%	528	3,3	161	20	ca. 189.656,75 €
All Grade All Currencies 30	EUR, USD	keine Einschränkung	1,36%	7,88%	5,20%	544	3,3	165	28	ca. 257.582,30 €
All Grade EUR 10	EUR	keine Einschränkung	2,55%	7,26%	5,15%	640	3,5	181	10	ca. 93.497,05 €
All Grade EUR 20	EUR	keine Einschränkung	1,36%	6,47%	4,83%	534	3,3	160	20	ca. 189.976,80 €
All Grade EUR 30	EUR	keine Einschränkung	1,75%	5,41%	4,57%	450	3,4	131	27	ca. 263.485,10 €
Mid Grade All Currencies 10	EUR, USD	AAA bis BB-	1,08%	4,97%	4,20%	384	4,2	92	10	ca. 97.074,45 €
Mid Grade All Currencies 20	EUR, USD	AAA bis BB-	0,71%	5,22%	4,33%	340	3,5	97	20	ca. 193.649,50 €
Mid Grade All Currencies 30	EUR, USD	AAA bis BB-	0,86%	4,95%	4,25%	318	3,4	94	29	ca. 283.032,85 €
Mid Grade EUR 10	EUR	AAA bis BB-	0,99%	4,53%	3,42%	397	4,0	100	10	ca. 95.963,20 €
Mid Grade EUR 20	EUR	AAA bis BB-	0,77%	3,51%	3,54%	310	3,7	83	21	ca. 210.051,10 €

ASW: Asset Swap Spread VaR: Value at Risk ASW: Risikoaufschlag * 10.000 nominal pro Position.
Quelle: Bloomberg, VWD. YTM: Fälligkeitsrendite ASW/Duration: Risikoaufschlag/Duration 29.10.18 * nicht währungsbereinigt

In unseren Portfolios, bestehend aus 10, 20 oder 30 verschiedenen Hartwährungsanleihen mit oder ohne Bonitätsbeschränkung wurde die durchschnittliche Restlaufzeit schon vor Quartalen auf rund 3 Jahre verkürzt. Damit sinkt auch das Risiko bei den bonitätsschwächeren Kandidaten.

Brasilien nach der Wahl

Mit 55 % der Stimmen haben die Kongresswahlen einen eindeutigen Gewinner hervorgebracht. Der neue rechtsextreme Präsident Brasiliens zeigt leider ein weiteres Mal, wie erfolgreich einfache Parolen und unhaltbare Versprechen sein können. Der Rechtsruck hat zumindest für die Währung und für die lokalen Zinsen etwas Gutes gebracht. Für Brasilien gibt es nach mehreren Jahren schwerer Wirtschaftskrise wieder berechtigte Hoffnung auf eine konjunkturelle Verbesserung. Unabhängig von der Person wird die neue Regierung durch die nun erreichte Konstellation im Kongress begünstigt. Sie kann bei Erfordernis einfacher Mehrheiten sich auf sich selbst stützen, nur bei Änderungen der Verfassung wie die Sozialversicherungsreform benötigt sie die Hilfe anderer Parteien.

Aktuell ist davon auszugehen, dass bestimmte Sektoren profitieren können, zumal Brasiliens Aktienmarkt ohnehin weit abgeschlagen steht. Die Aufwertung der eigenen Währung begünstigt vor allem binnenmarktorientierte Engagements und den Energiesektor, der von staatlichen Mehrheitsbeteiligungen geprägt ist.

Bereits angesprungen sind eine Reihe von Anleihenemissionen brasilianischer Unternehmen. Angesichts der Durchschnittsbonität von BB- und den steigenden US-Zinsen sind gerade kürzer laufende Anleihen mit einer relativ geringen Risikoprämie ausgestattet. Man muss also selektiv sein, um sich zu positionieren. Insbesondere Bankenanleihen, darunter auch Nachrang-Papiere, sollten favorisiert werden.

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, A1J9EP), 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 31.10.2018

Sitz der Gesellschaft ist Berlin.

ICM
InvestmentBank AG
UNABHÄNGIGE VERMÖGENSVERWALTER