## PERSPEKTIVEN



## Der Monatsausblick der ICM InvestmentBank AG







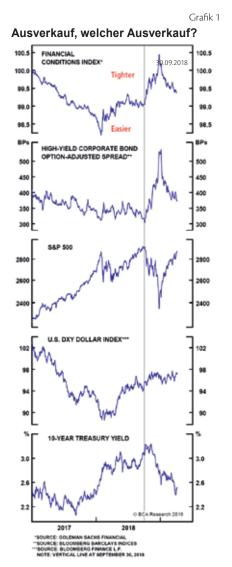


## Lieber Leser,

noch an Weihnachten fröstelte es einen. wenn man über die Feiertage hinweg den Absturz der Weltbörsen verfolgte – Ostern gibt es offensichtlich nur noch Euphorie. Dass Aktien im historischen Vergleich unterbewertet sind, wie man allenthalben lesen kann, ist dabei zu kurz gesprungen, denn Bewertung muss immer auch im Kontext von Perspektiven gesehen werden. Das gilt beim Einzeltitel ebenso wie beim großen Ganzen. Da offensichtlich hatten die Analysten bei der einen oder anderen Aktie teilweise zu sehr schwarzgesehen. Die laufende Berichtssaison, die mit den US-Banken startete, brachte jedenfalls unterm Strich bessere Ergebnisse für das erste Quartal ans Tageslicht, als man dachte. Das heißt allerdings noch lange nicht, dass die Firmenchefs absolut Positives für die jüngste Vergangenheit und die nächste Zukunft zu berichten hatten - nur eben weniger Schlechtes als erwartet.

Was über die letzten Wochen hinweg wie ein Wettlauf klang, waren die Konjunkturprognosen verschiedener Wirtschaftsforschungsinstitute und supranationalen Organisationen. Von allen wurde die Schätzung für das BIP-Wachstum gesenkt. Interessant waren dabei die Begründungen, die unisono eben nicht von einem Zurückdrehen von Zollschranken ausgingen, sondern die sie weiterhin als Fakt für das zweite Halbjahr

vorhersahen. In diesen Kontext passt es natürlich auch, dass die Kapitalmarktzinsen



Quelle: US Investment Strategy, 8.4., S.2

in den wesentlichen Hartwährungen nicht anstiegen und im Fall von deutschen Staatsanleihen sogar bei zehnjährigen Laufzeiten einen erneuten Ausflug unter die Null-Linie nach unten unternahmen. In den Vereinigten Staaten, wo die Normalisierung des Zinsniveaus schon einen erheblichen Schritt voraus ist, führten die verhaltenen Wachstumsperspektiven sogar temporär zu einer Invertierung der Zinsstrukturkurve, was man in zwei Richtungen interpretieren kann: Historisch kündigte sich eine Rezession immer mit höheren Kurzfristzinsen gegenüber ihren langfristigen Pendants an. Oder eine Senkung der von der US-Notenbank Federal Reserve dominierten kurzfristigen Zinsen via Festsetzung des Fed Funds-Zinses steht bevor, weil diese einfach zu hoch sind.

Wie geht es weiter? Wie schon in früheren Ausgaben betont, hängt die Genesung der Weltwirtschaft entscheidend vom weiteren Verlauf der chinesischen Konjunktur ab. Und von dort gab es nach langem Warten die ersten positiven Signale in der Breite. Häufig genug konnte man das auch als Zeichen einer bevorstehenden Belebung für die Weltkonjunktur auslegen.

Herzlichst,

Ihr Norbert Hagen

#### **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.
- 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, Verkaufder 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.
- Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: keine
- 6. Verantwortlich im Sinne des Presserechts: Dr. Norbert Hagen



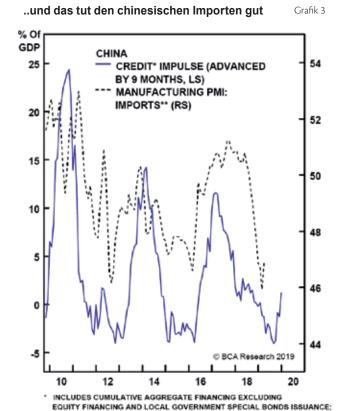
## Allokation: China liefert

0 % Zuwachs der chinesischen Geldmenge im Januar, 2 % im Februar und nun 4,6 % im März sind klare Anzeichen für eine expansive Geldpolitik. Die ausgereichten Kredite – eine üblicherweise stark saisonal geprägte Zahl – stiegen um 1,69 Bio. Yuan nach 885 Mrd. Yuan im Februar weiter an. Die Exportwirtschaft glänzte mit einem Zuwachs von 21,3 % nach minus 16,6 % im Vormonat, was zur völligen Überraschung geriet. Im März stiegen auch die Einzelhandelsumsätze und vor allem der Absatz von Neuwagen konnte sich nach einem desaströsen Vorjahr wieder beleben, was vor allem den deutschen

unter den ausländischen Autobauern zugute kam und andere Probleme bei Volkswagen, BMW und Daimler in den Hintergrund treten ließ. Als weiteres Indiz einer konjunkturellen Belebung Chinas auf breiter Front kann auch der chinesische Arbeitsmarkt herangezogen werden. 5,2 % Arbeitslosenquote im März bei gleichzeitig 6,8 % realem Wachstum im verfügbaren Einkommen sprechen eine eindeutige Sprache.

Das sind nur einige statistische Zahlen, die einen beginnenden Aufschwung in China untermauern.





INCLUDES LOCAL AND CENTRAL GOVERNMENT BONDS.

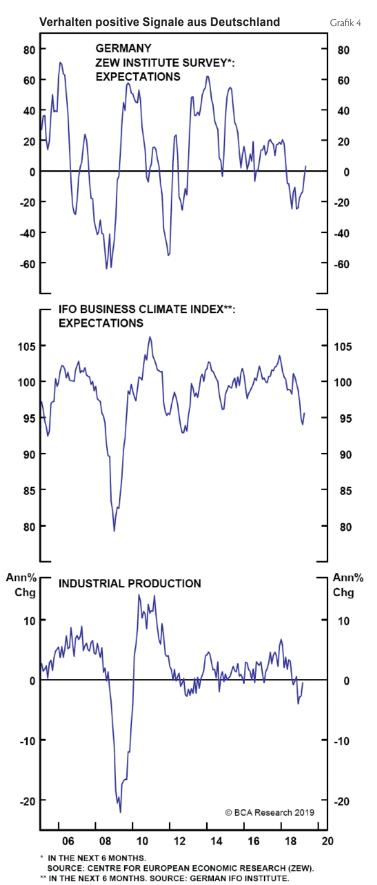
SHOWN AS A 3-MONTH MOVING AVERAGE; SOURCE: NATIONAL BUREAU OF STATISTICS

Doch was hilft ein auf Kredit fußender kurzfristiger Aufschwung langfristig? Die These vom Platzen der chinesischen Kreditblase wird schon seit einiger Zeit unter den Kapitalmarktanalysten herumgereicht.

Das eigentliche Problem Chinas ist das Missverhältnis zwischen Binnenkonsum und Produktion, woraus sich auch die weltweit unerreicht hohe Sparquote von 45 % des BIP ableitet. Es gab Zeiten, wo China den Überschuss der Produktion über die Binnennachfrage ins

Ausland exportieren konnte. Der derzeitige Leistungsbilanzüberschuss erreichte noch 2007 rund 10 % des BIP. Das hat sich mit dem weiteren Wachstum der Volkswirtschaft gravierend geändert, indem begonnen wurde, die reichlichen Ersparnisse für inländische Anlageinvestitionen zu verwenden. Das ging über Spareinlagen bei Banken, die diese umgekehrt als Kredite an Unternehmen und Gebietskörperschaften zur Finanzierung diverser Projekte vergaben. Damit stieg und steigt weiterhin die Kreditvergabe im Verhältnis

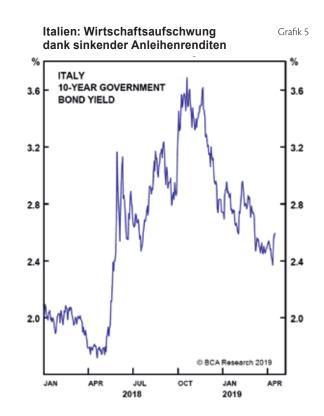




zum BIP. Uneinigkeit besteht nun, ob der Prozess für die Volkswirtschaft langfristig schädlich ist oder nicht. Über alle Argumente hinweg besticht die Struktur der Kreditnehmer: Es sind zum Großteil Staatsunternehmen, Gebietskörperschaften und andere staatsnahe Unternehmen. In China gilt die Kreditvergabe als eng verwoben mit der Fiskalpolitik. Angesichts der hohen Sparquote ist eine Gegenfinanzierung der Kreditnachfrage daher auch langfristig gewährleistet. Das gilt für Russland, Kolumbien, Südafrika, Brasilien, Mexiko und vor allem die Türkei nicht. Dort sind Kreditgeber und Investoren aus dem Ausland an Bord, die sich kurzfristig wieder von ihren Portfolioinvestitionen trennen können und damit Zinsniveau und Landeswährung gleichermaßen bestimmen. Solange die Wachstumsrate der chinesischen Wirtschaft über der Rendite zehnjähriger Staatsanleihen in Landeswährung liegt, kann eine höhere Schuldenquote als die derzeitigen 240 % finanziert werden. Der Abstand beträgt derzeit rund 4 Prozentpunkte (6,4 % BIP-Wachstum zu 2,68 % Rendite 1-jährige Staatsanleihen).

#### China: Mehr Wachstum – mehr Importe

Für die nächsten Wochen gilt: Mehr chinesisches Wachstum bedeutet einen Anstieg von chinesischen Importen – eine willkommene Neuigkeit für den Rest der Welt. Dieses Revival wird den USA im internationalen Vergleich aufgrund der eigenen sehr am Binnenmarkt orientierten Struktur der eigenen Wirtschaft mit im Verhältnis ho-





hem Dienstleistungsanteil und geringerem Anteil an verarbeitendem Gewerbe am wenigsten nützen und Exporteuren wie den Europäern am meisten. In diesem Kontext ist auch die Erholung des ZEW-Index als Vorbote eines sich bessernden Geschäftsklimas und einer wieder steigenden Industrieproduktion in Deutschland zu sehen.

Es dürfte aber nicht bei Deutschland als alleinigem europäischem Profiteur der chinesischen Wachstumsbeschleunigung bleiben. Nachbarland Italien, das im vierten Quartal unter dem Zinsanstieg seiner Staatsanleihen litt, profitiert nun von der umgekehrten Entwicklung, die begleitet wird von einem unerwartet hohen Anstieg der Industrieproduktion im Februar.

Euroland, oder besser Kerneuropa, hat mit der Aussage von Notenbankpräsident Mario Draghi, die Geldmarktzinsen in diesem Kalenderjahr nicht anzurühren, weitere Unterstützung.

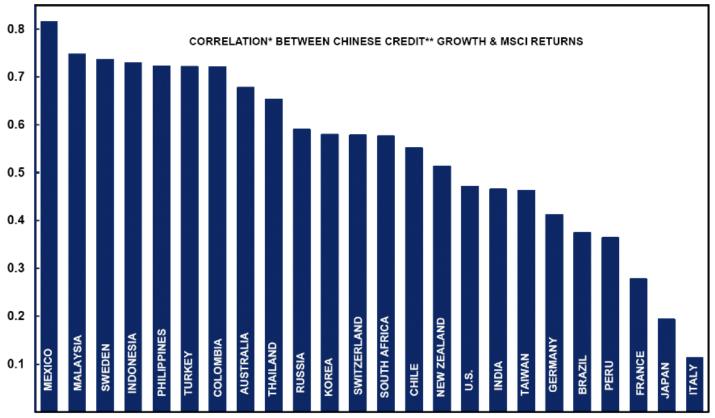
#### Wer profitiert am meisten?

"The tide lifts all boats" (Die Flut hebt alle Boote) - doch gibt es Unterschiede im Ausmaß? Ein Blick auf die Korrelationen verschiedener Aktienmärkte zum Anstieg des chinesischen Kreditwachstums (von dem wir gesichert ausgehen können) zeigt, dass es noch eine Reihe von Märkten gibt, die historisch einen höheren Gleichlauf aufwiesen als die Europäer. Darunter finden sich zahlreiche Schwellenländer. Es fragt sich lediglich, inwieweit vom beschleunigten Kreditwachstum Chinas auch die Einzelhandelsumsätze im dortigen Binnenmarkt profitieren, denn das war nicht immer so. Von Mitte 2015 bis Mitte 2016 kamen konjunkturstimulierende Maßnahmen in China ausschließlich über eine Lockerung der traditionellen Kreditvergabe durch die Banken ohne flankierende Maßnahmen fiskalischer Art. Angesichts des aktuell gedrückten chinesischen Konsumentenvertrauens wäre ein ähnliches Auskommen für die Einzelhandelsumsätze vorstellbar. Grundsätzlich lässt sich sogar ein höherer Gleichlauf ausländischer Aktien mit dem chinesischen Kreditwachstum, als mit dem Zuwachs der Einzelhandelsumsätze nachweisen, da ein Großteil chinesischer Importe Industriegüter beinhaltet

Nur 15 % der Importe betreffen Konsumgüter für den Einzelhandel, wenn man einmal von Autoimporten absieht. Aktien aus den Philippinen, Schweden, Malaysia, Indonesien und der Türkei korrelieren übrigens in höherem Maß als Aktien aus Ländern wie Italien und Frankreich. Das Schlusslicht – betrachtet man beide Komponenten gleichzeitig bildet erstaunlicherweise Japan.



Grafik 6



\* 2010 TO NOW.

© BCA Research 2019

<sup>\*\*</sup> TOTAL SOCIAL FINANCING EXCLUDING EQUITY/INCLUDING LOCAL GOVERNMENT BONDS.



#### Aktienquote sinkt weiter

Das monatlich erscheinende Allokationsmodell unseres Partners BCA Research aus Montreal blieb auch Anfang April stur bei seiner massiven Untergewichtung von Aktien und reduziert die Aktienquote im Portfolio von zuletzt 24,3 % auf nun 19,7 % zugunsten von Staatsanleihen und Barquote. Bei den Staatsanleihen hingegen kommt es zu einer Erhöhung der Gewichtung in der Konsensschätzungen wurden allein über die letzten drei Monate für den S&P500-Index um erstaunliche 7 % zurückgenommen. Davon konnte sich kein Sektor entziehen. Am stärksten erwischte es die Branchen Technologie, Grundstoffe und Energie – Letztere mit minus 30 % zum Vergleichsquartal des Vorjahres. Nur wenigen Sektoren wird eine Gewinnausweitung im ersten Quartal zugetraut. Darunter sind die defensiven Sektoren

#### Überraschungsindex im negativen Bereich

An dieser Stelle sei noch auf den Economic Surprise Index (deutsch: Überraschungsindex) verwiesen, der sich aus der Differenz zwischen erwarteten und tatsächlichen Konjunkturdaten ermittelt (Skalierung: minus 100 bis plus 100) und statistisch erstaunlich gut die Verteilung zwischen positiven und negativen Gewinnüberraschungen

#### **BCA Research Allokationsmodell**

Grafik 7

		EQUITIES**			BONDS***			CASH	
	BENCHMARK WEIGHTING	ALLOCATION	DEVIATION FROM BENCHMARK	BENCHMARK WEIGHTING	ALLOCATION	DEVIATION FROM BENCHMARK	BENCHMARK WEIGHTING	ALLOCATION	DEVIATION FROM BENCHMARK
U.S.	32.9	11.3	-21.7	9.1	10.2	+1.1	10	47.0	+37.0
EURO AREA	5.8	1.5	-4.3	7.8	12.2	+4.5			
CORE	4.8	1.1	-3.7	4.8	6.7	+1.9			
PERIPHERY	1.0	0.4	-0.6	3.0	5.6	+2.6			
U.K.	3.1	1.5	-1.7	1.9	2.6	+0.7			
JAPAN	4.4	2.0	-2.4	8.5	5.3	-3.2			
CANADA	1.8	0.8	4.1	0.4	0.3	-0.0			
AUSTRALIA	1.3	0.4	-0.9	0.4	0.5	+0.1			
OTHER DM	3.7	0.7	-3.0	0.4	0.6	+0.1			
EMERGING ASIA	5.2	1.3	-3.9	1.1	1.1	+0.0			
LATIN AMERICA	0.8	0.2	-0.6	0.2	0.2	-0.0			
OTHER EM	1.0	0.2	-0.8	0.3	0.3	-0.0			
TOTAL	60.0	19.7	-40.3	30.0	33.2	+3.2	10	47.0	+37.0

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

Euroregion (Deutschland, Frankreich) und der Peripherie (Griechenland, Italien). US-Staatsanleihen hingegen bleiben ungefähr bei einer neutralen Benchmark-Gewichtung wie auch das gesamte Portfolio in Summe. Die Barquote verändert sich im April leicht nach oben. Zur besseren Einordnung: Die neutrale Gewichtung der einzelnen Assetklassen lautet 60 % Aktien, 30 % Staatsanleihen und 10 % Barquote.

Seit Februar hat das Modell bereits den dritten Monat hintereinander Aktien gemieden. Die Märkte hingegen stiegen an – allen voran die US-Aktienindices. Gründe für die Zurückhaltung gibt es eigentlich genug. Die

Immobilien und Versorger. Ein Grund für die enttäuschende Gewinnentwicklung liegt in der sinkenden Profitabilität, denn es wird durchaus mit rund 5 % höheren Erlösen gerechnet. Steigende Rohstoffpreise und vor allem ein leergefegter Arbeitsmarkt machen sich auf der Kostenseite immer stärker bemerkbar. Falls sich in der laufenden Berichtssaison schlechter als erwartet ausfallende Zahlen mit ebenfalls schwächeren Prognosen der Unternehmenschefs für das folgende Quartal paaren sollten, dürfte es eng werden. Denn in den letzten Jahren hatte es sich kaum gelohnt, in Phasen sinkender Gewinne Aktien zu halten.

abbildet. Und der steht für die Vereinigten Staaten aktuell bei minus 60, global bei minus 30

Das nachstehende ETF-Portfolio, das sich an verschiedenen Modellen aus dem Haus BCA Research orientiert, investiert nach wie vor bevorzugt in Industrietitel, Finanzwerte und Gesundheitswesen sowie in Schwellenländeraktien aus Korea, Russland und China.

<sup>&</sup>quot; IN USD TERMS.
"" CURRENCY-HEDGED.



Bei der ausgewiesenen Performance handelt es sich um eine Performance ohne Gebühren und Steuern. Die tatsächliche Performance kann

durch abweichende Ausführungskurse, Steuern und Gebühren auf Portfolioebene von der ausgewiesenen Performance abweichen.

letzter Gewinn/ Kauf Betrag Betrag Gewinn in %/ Risiko -	14.447,56 1-75,05	9,20% 07.02.20019 15.//6,48 € 1.328,92 €	9,20% 07.02.20019 13.7/6,48 € 1.328,92 € 1.330,44 €	9,20% 07.02.20019 13.7/6,48  1.328,92   11.03.19  12.300,44  4.82% 4,82% 4,82% 4,82% 476.31   17.03.15	9,20% 07.02.20019 13.776,48 € 1.328,92 € 1.328,92 € 1.03.19 12.300,44 € 1.328,92 € 1.03.19 12.301,44 € 15.323,43 € 1776,31 € 17.03.15 26,98% 2.395,81 € 1.275,91 € 2.395,81 €	9,20%     07.02.20019     13.7/6,48 €     1.328,92 €       -4,82%     16.099,74 €     4.82%       -4,82%     17.03.15     15.323,43 €     -776,31 €       26,98%     07.04.16 / 11.275,91 €     26,98%       10,75%     11.960,23 €     13.245,60 €     10,75%       10,75%     12.285,37 €	9,20% 07.02.20019 13.776,48 € 1.328,92 € 1.328,92 € 1.330,44 € 1.330,44 € 1.338,92 € 1.330,44 € 1.330,44 € 4,82% 1.703.15 1.703.15 1.275,91 € 26,98% 07.04.16 1.960,23 € 13.245,60 € 1.285,31 € 5,31% 5,31% 11.04.17 6.189,89 € 312,01 €	9,20% 07.02.20019 13.776,48	9,20% 07.02.20019 13.776,48	9,40% 07.02.20019 13.776,48 t 1.328,92 t 11.03.19 12.300,44 t 4,82% 1.76,31 t 17.03.15 12.300,44 t 17.03.15 17.03.15 17.03.15 17.03.15 17.03.15 17.03.16 17.03.16 17.04.16 17.05.05 17.04.16 17.05.05 17.05 18.880,10 t 11.960,23 t 17.05.05 17.05 t 11.06.13 t 17.05 t 11.06.13 t 17.05 t 11.04.17 17.05 t 17	9,40% 07.02.20019 13.776,48  1.328,92  1.328,92  1.328,92  1.300,44  1.328,92  1.330,44  1.328,92  1.330,44  1.328,92  1.330,44  1.330,4	9,40% 07.02.20019 13.776,48	9,40% 07.02.20019 13.776,48	5,14 € -4,82%	11.03.19 11.03.19 11.03.19 11.03.15 11.03.15 11.03.15 11.03.15 11.03.15 11.03.15 11.050,23	11.03.19  5,14€  -4,82%  -4,82%  11.03.15  11.03.15  11.03.15  11.03.15  11.03.15  11.03.15  11.03.15  11.03.15  11.03.15  11.03.15  11.03.15  11.03.15  11.03.15  11.04.17  11.04.17  11.04.17  11.04.17  11.04.17  11.04.17  11.04.17  11.04.17  11.04.17  11.04.17  11.04.17  11.04.17  11.04.17  11.04.17  11.04.17  11.04.16  11.04.17  11.04.10  11.04.17  11.04.10  11.04.17  11.04.10  11.	11.03.19 11.03.19 11.03.19 11.03.19 11.03.15 11.03.15 11.03.15 11.03.15 11.03.15 11.050,23 € 07.04.16 / 07.04.17 / 07.04.16 / 07.04.16 / 07.04.17 / 07.04.17 / 07.04.16 / 07.04.01 / 07.04	11.03.19 11.03.19 11.03.19 11.03.19 11.03.19 11.03.15 11.03.15 11.03.16 11.03.16 11.050,23 (1.275,91 (2.395,81 (2.39	11.03.19 12.300,44 € 13.28,92 € 16.099,74 € 15.323,43 € 17.03.15 12.300,44 € 12.300,44 € 11.03.15 11.03.15 11.03.15 11.03.15 11.04.16 11.25,91 € 13.245,60 € 13.25,81 € 10.75% 11.04.17 11.04.17 12.018,93 € 13.240,41 € 12.018,93 € 13.240,51 € 10.431,71 € 10.431,71 € 10.431,71 € 10.431,71 € 10.431,71 € 10.431,71 € 10.431,71 € 10.431,71 € 11.028,89 € 11.271,96 € 2,20% 12.05.14/13.05.15 14.5,64%  8,51% 8,51% 90 USD Performance 15,42% 11,96% 11,05,64% 11,05,64% 11,05,89 € 11,05,64% 11,05,64% 11,05,64% 11,05,64% 11,05,64% 11,05,64% 11,05,64% 11,05,64% 11,050,00 € 12.31,05 € 12.31,05 € 13.21,05 € 13.21,05 € 14.20,00 € 14.30,00	11.03.19 12.300,44 € 13.28,92 € 11.03.15 12.300,44 € 12.300,44 € 11.03.15 12.300,44 € 12.305,43 € 12.305,43 € 12.305,43 € 12.305,43 € 12.305,43 € 13.245,60 € 13.245,60 € 13.245,81 € 13.245,60 € 13.245,81 € 13.245,60 € 13.245,81 € 13.245,60 € 13.245,31 € 13.245,41 € 13.345,41 € 13.3	11.03.19 12.300,44 € 13.28,92 € 11.03.19 12.300,44 € 12.300,74 € 12.300,74 € 12.300,74 € 12.300,74 € 12.300,74 € 12.300,74 € 12.300,74 € 12.300,74 € 12.300,74 € 13.245,60 € 13.245,80 € 13.245,80 € 13.245,80 € 13.245,80 € 13.240,41 € 12.018,93 € 13.240,41 € 12.018,93 € 13.240,41 € 12.018,93 € 13.240,50 € 13.240,50 € 13.240,50 € 13.240,50 € 13.240,50 € 13.240,50 € 13.240,50 € 13.240,50 € 13.240,50 € 13.240,50 € 13.240,50 € 13.240,50 € 13.240,50 € 13.240,50 € 13.245,60 € 1	11.03.19   13.776,48	11.03.19   13.776,48	11.03.19 12.30,44 € 11.03.49 11.03.19 12.30,44 € 12.30,44 € 12.30,44 € 17.63.15 12.30,44 € 17.63.16 17.63.15 12.30,44 € 17.63.16 17.63.15 11.06,23 € 13.245,60 € 13.243,74 € 1	11.03.19 12.300,44 € 11.03.19 12.300,44 € 12.300,44 € 12.300,44 € 12.300,44 € 12.300,44 € 12.300,44 € 12.300,44 € 12.300,44 € 12.03.18 11.04.17 11.
	9,20% 1.328,92 €		300,44 €	-4,82% -776.31 €	-4,82% -776,31 € 26,98% 2.395,81 €	-4,82% -776,31 € 26,98% 2.395,81 € 10,75% 1.285,37 €	4,82% -776,31 € 26,98% 2,395,81 € 10,75% 1,285,37 € 5,31% 312,01 €	4,82% -776,31€ 26,98% 2,395,81€ 10,75% 1,285,37€ 5,31% 312,01€ 314,9% 2,878,52€	4,82% -776,31€ -26,98% 2,395,81€ 10,75% 1,285,37€ 5,31% 312,01€ 31,49% 2,878,52€ 30,86% 1,940,56€	4,82% -776,31€ 26,98% 2.35,81€ 10,75% 1.285,37 € 5,31% 31,49% 2.878,52 € 30,86% 1.340,56 € 42,79% 4,464,20 €	4,82% -776,31 € 26,98% 2,395,81 € 10,75% 1,285,37 € 5,31% 31,49% 31,49% 2,818,52 € 30,86% 1,940,5 € 42,79% 4,464,20 € 2,20% 2,430,7 €	4,82% -776,31 € 26,98% 2.395,81 € 10,75% 1.285,37 € 5,31% 31,49% 2.88,52 € 30,86% 1.940,56 € 42,79% 4,464,20 € 2,20% 2,20%	4,82% -776,31 € 26,98% 2.395,81 € 10,75% 1.285,37 € 5,31% 31,49% 2.88,52 € 30,86% 1.940,56 € 42,79% 4,464,20 € 2,20% 2,20% 2,20%	€ 4,82% € 7.76,31 € 26,98% E 2.395,81 € 10,75% 1.285,37 € 5,31% 6 31,49% 6 31,49% 6 4,464,20 € 6 4,464,20 € 2,20% € 2,43,07 € 15,42% 115,42%	€ 4,82% € 7,76,31 € 26,98% E 2,395,81 € 10,75% E 1,285,37 € 5,31% E 31,49% € 2,878,52 € 30,86% E 1,940,56 € 4,464,20 € 2,20% € 2,20% € 2,464,20 € 2,20% € 2,43,07 € 2,43,07 €	€ 4,82% € 2,98% 2,98% E 1,285,31 € 10,75% E 31,49% E 31,49% E 31,49% E 31,940,56 € 4,464,20 € E 2,20% E 2,20% E 2,464,20 € E 2,43,07 € E 2,43,07 €	€ 4,82% € 7,76,31 € 2,395,81 € 10,75% 10,75% € 1,285,37 € 5,31% 6 31,49% € 2,878,52 € 1,940,56 € 4,464,20 € 4,464,20 € 2,20% € 2,43,07 € € 2,43,07 €	€ 4,82% € 2,395,31 € 2,598% E 1,285,37 € 5,31% E 312,01 € 31,49% E 31,49% E 31,49% E 31,49% E 31,49% E 31,49% E 31,49% E 31,96% E 1,94,79% E 243,07 € 243,07 € 243,07 €	€ -4,82% € 2,395,31 € 2,395,31 € 10,75% 1,796,31 € 1,285,37 € 5,31% 5,31% 6 31,49% 1,40% 1,40% 1,96% 1,96% 1,96%	€ 4,82% € 2,985,81 € E 2,995,81 € 10,75% 1,285,37 € 1,285,37 € 1,285,37 € 1,285,37 € 1,349% € 2,878,52 € 1,940,56 € 4,464,20 € € 42,79% € 2,20% € 24,64,20 € 15,42% 115,42% 17,96%	€ 4,82% € 2,98% E 2,98% E 2,98% E 1,285,37 € 1,285,37 € 1,285,37 € 1,285,37 € 1,285,37 € 2,31% E 31,01 € 1,940,56 € 4,464,20 € E 2,20% E 2,20% E 2,20% E 2,20% E 2,20% E 2,20% E 2,20% E 2,20% E 2,20% E 3,07 € E 2,20% E 2,20% E 3,07 € E 2,20% E 3,07 € E 2,20% E 3,07 € E 3,07 €	€ 4,82% € 2,98% E 2,98% E 1,285,37 € E 1,285,37 € E 31,01 € 1,285,37 € E 31,01 € 31,49% E 31,01 € E 2,878,52 € 31,49% E 2,878,52 € 2,20% E 2,20% E 2,20% E 2,20% E 3,107 € E 1,940,56 € E 2,20% E 2,20% E 3,107 € E 3,107 € E 3,107 € E 1,940,56 € E 3,107 € E 3,107 € E 1,940,56 € E 1,9	€ 4,82% € 2,93% € 2,98% E 10,75% E 10,75% E 31,01€ 5,31% E 31,01€ 5,31% E 31,00,56 E 2,878,52€ 30,86% E 30,86% E 2,878,52€ 2,20% E 2,20% E 2,20% E 3,00,19 E 3,10,18 15,42% I 15,502,49 I 17,96%	€ 4,82% € 7,76,31€ € 2,395,81€ E 2,395,81€ E 10,75% E 31,01€ 5,31% E 31,01€ 5,31% E 31,01€ 5,31% E 31,01€ 5,31% E 31,01€ 1,345% E 24,04.19 E 24,04.19 E 24,04.19 E 24,04.19 E 24,04.19 E 15,502,49 11,45% historischen Simulation: historischen Simulation: historischen Simulation: historischen Simulation: historischen Simulation: historischen Simulation:	€ 4,82% € 776,31€ € 2,395,81€ E 2,395,81€ E 10,75% E 131,01€ 31,49% E 31,01€ 5,31% E 31,01€ 5,31% E 31,01€ 1,940,56 € 2,20% € 2,20% € 2,20% E 3,20% E 3,20% E 3,20% E 3,20% E 3,20% E 3,20% E 3,20% E 3,20% E 1,940,56 E 2,20% E 1,940,56 E 1,45% 11,45%
		100,44 €		<i>L</i> -	-7-		2.38	2.3	2.33	2.3.3 3.3 3.6 2.8 8.2 8.8 1.9.9	2.3 1.23 1.23 3.3 2.88 2.88 2.89 4.44 4.44 4.44 4.44	2.3 1.23 3.3 2.88 2.88 1.99 4.46 4.46	2.3 1.23 3.3 2.88:2 1.99 4.46 4.46	ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε	6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6 6	E E E E E E E E E E E E E E E E E E E	E E E E E E E E E E E E E E E E E E E	E E 2.3 3 4.4 4.4 4.4 4.4 4.4 4.4 4.4 4.4 4.4	E E 2.3 3 3 4.4 4.4 6.6 E E 2.5 8 3 3 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9 9	E E 2.3 1.2 E 2.8 1.5 E 2.8 6 4.4 6 4.4 6 2.8 6 2.8 7 1.5 6 3.101	€ 2.3 € 11.2 € 2.8 € 2.8 € 4.4 € 24.04 € 24.04 € 31.01 15.502,49	€ 2.3 € 1.2 € 2.8 € 2.8 € 2.04 € 31.01 15.502,49 14.45%	€ 2.3 € 1.2 € 2.8 € 2.8 € 2.04 € 3.0.0 1.5.502.49 14.45% historischen Sim	€ 74.82% € 2.395,81 € E 2.395,81 € E 2.395,81 € E 31,49% E 31,49% E 31,49% E 31,40% E 31,419 E 24,04.19 E 24,04.19 E 24,04.19 E 24,04.19 E 31.01.18 I 5,502,49 I 5,502,49 I 15,502,49 I 15,42% I 15,42% I 15,42% I 15,42% I 15,42% I 15,604,40 I 15,42% I 15,42% I 15,604,40 I 15,604	€ 776,31 €
	,44 €		<i>L</i> -				2.36	2.33	2.37	2.33	2.37	2.33 3.3 3.6 2.87 6.11.9 4.44	2.33 3.3 2.87 2.87 3.44 4.44 4.44 4.44	ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε	ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε	ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε	ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε	E E E 2.3 3 4.4 4.4 5.4 5.4 5.4 5.4 5.4 5.4 5.4 5.4	ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε	ε ε 2.3 ε ε 2.8 ε ε 2.8 ε ε 2.4.4 ε ε 24.04 ε ε 24.04	€ 2.3 € 3.3 € 2.8 € 4.4 € 4.4 € 24.04 € 24.04 15.502,49	€ 2.3 € 1.2 € 2.8 € 4.4 € 24.04 € 31.01 15.502,49 14.45%	€ 2.3 € 1.2 € 2.8 € 2.04 € 34.04 € 34.04 15.502.49 14.45% historischen Sim	€ 2.3 € 1.2 € 2.8 € 2.8 € 3.00 14.459 14.459 14.459 14.459 14.459 14.450 18.6 19.6	€ 2.3 € 1.2 € 2.8 € 2.8 € 3.00 14.45% historischen Sim
-	12.300,44 € 15.323,43 €	15.323,43 €												w w w w w	w w w w w	w w w w w	w w w w w		24. E E E E E E E E E E E E E E E E E E E	ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε	ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε	ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε	ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε ε	13.245,60 €  6.189,89 €  12.018,93 €  12.018,93 €  12.018,93 €  12.228,34 €  14.895,90 €  11.271,96 €  2.292,62 €  2.292,62 €  10.737,01 €  14.45%  Id.502,49  14.45%  Id.502,49  Id.502,60 S  Id.502,49  Id.502,60 S	13.245,60 €  6.189,89 €  12.018,93 €  12.018,93 €  12.018,93 €  13.228,34 €  14.895,90 €  2.292,62 €  2.292,62 €  2.292,62 €  10.7317,01 €  14,45%  14,45%  Id.45%  Datum der historischen S  Datum der historischen S
														B Ber.	B B E	Per Ben	Ben Ben	960,23 € 13.245,60 € 187,89 € 6.189,89 € 11.04.17   140,41 € 12.018,93 € 05.02.18   8.228,34 € 02.12.16   14.895,90 € 13.05.15   14.895,90 € 05.02.18   2.292,62 € 04.01.19   2.	960,23 € 13.245,60 € 187,89 € 1.104.17 [1.04.17] [1.04.17] [1.04.17] [1.04.17] [1.04.17] [1.04.17] [1.04.17] [1.04.17] [1.04.895,90 € 10.21.89 € 11.271,96 € 05.02.18] [1.05.0	960,23 € 13.245,60 € 1877,89 € 140,417 140,417 140,417 140,416 12.018,93 € 1287,78 € 02.12.16 14.895,90 € 02.12.16 14.895,90 € 03.02.13 14.895,90 € 04.01.19 12.292,62 € 04.01.19 2.292,62 € 04.01.19 12.819,50 11.271,016 11.808.01			13.245,60 €     13.245,60 €     13.245,60 €     13.245,60 €     140,417	13.245,60 €     13.245,60 €     13.245,60 €     13.245,60 €     140,417	13.245,60 €     13.245,60 €     13.245,60 €     13.245,60 €     140,417
	16.	16.						Teilve	Teilve	Teilve 12.05.	5 Teilverk. 6 6 10 12.05.14	9. Teilverk. 6. 6. 110. 12.05.14/	9. 3. Teilverk. 6. 6. 10. 12.05.14/	5. 9. Tellverk. 6. 6. 12.05.14/ 12.05.14/ 13.056 EUR	5. Teilverk. 6. 6. 10. 12.05.14/ 11. 11. 11. 11. 11. 11. 11. 11	5. Teilverk. 6. 6. 10. 12.05.14/ 11. 11. 11. 11. 11. 11. 11. 11	9. Teilverk. 6. 6. 10. 12.05.14/1. 145/6. 145/6. 8.55.	6 05.02.18 5.877,89 € 11.04.17 9.140,414 € 0.02.18 6.287,78 € 0.02.18 12.05.14/13.05.12 12.05.14/13.05.18 1.05.02.18 1.05.84% 1.05.02.18 04.01.19 940.56 EUR 8,51%	5.877,89 € 5.877,89 € 11.04.17 9.140,41 € 11.05.181,78 € 12.05.12.16 12.05.14/13.05.15 12.05.14/13.05.15 12.05.14/13.05.15 12.05.02.18 04.01.15 04.01.15 04.01.16 ler Portfoliowert in EURO	6 05.02.18 5.877,89 € 11.04.17 9.140,41 € 12.02.18 € 0.22.18 € 0.21.2.16 12.05.14/13.05.15 12.05.14/13.05.19 13.05.19 13.05.19 13.05.19 13.05.19 13.05.19 145.64% 8,51% Olioentwicklung mit   Olioen	6 05.02.18 5.877,89 € 11.04.17 9.140,41€ 11.04.17 6.287,78 € 0.22.18 12.05.14/13.05.15 12.05.14/13.05.15 12.05.14/13.05.19 12.05.14/13.05.19 13.05.10 14.39 USD 04.01.15 04.01.16 05.02.18 8,51%	6 05.02.18 5.877,89 € 11.04.17 6 11.04.17 6 12.778 € 6.287,78 € 6.287,78 € 6.287,78 € 0.213,71 € 0.431,71 € 0.431,71 € 0.401,13.05.13 € 0.5.02.18 € 0.5.02.18 € 0.5.02.18 € 0.5.02.18 € 0.401,11 €	5.877,89 11.04.1; 9.140,41 11.04.1; 9.140,41 11.05.1,78 6.28,78 6.28,78 6.24,78 6.24,78 12.05.14/13.05.11 11.028,89 05.02.18 99 USD 65.02.18 8,51% 8,51% 8,51% orfoliowert in EURO oliostartwert in EU	5.877,89 11.04.1; 9.140,41 11.04.1; 9.140,41 11.02.13.18 12.02.13 12.05.14/13.05.11 11.028,89 05.02.18 8,51% 8,51% 8,51% 8,51% 8,51% 145,64% 8,51% 8,51% 140,64% 141,0	5.877,89 11.04.11 9.140,41 11.04.11 9.140,41 11.02.12.12 10.02.12.12 11.02.13.71 11.028,899 05.02.18 8,51% 8,51% 8,51% 8,51% 145,64% 8,51% 8,51% 145,64% 145,64% 147,6
9,20%	-4,82%	-4,82%	26,98%		10,75%		5,31%							74,39 U	1 68 99		1 6 9 1	5,31% 31,49% Te 30,86% 42,79% 12,20% 2,20% 1.940,56 EU 1.940,56 EU Start am 25.04.08 Start p.a. Portfolioentw	5,31% 31,49% Te 30,86% 42,79% 1.2,20% 2,174,39 US 1.940,56 EU Start am 25.04.08 Start p.a. Aktueller Portfol	5,31% 31,49% Te 30,86% 42,79% 12,20% 2,20% 2,174,39 US 1.940,56 EU Rart am 25,04.08 Start am 25,04.08 Portfolioentw Aktueller Portfol Portfoliosta	31,49% Te 30,86% 42,79% 12,20% 2,20% 2,174,39 US 1.940,56 EU Start am 25,04,08 Start p.a. Portfolioentw Aktueller Portfol Portfoliosta Aktueller Portfol Portfoliosta Gewinn /	30,86% 42,79% 12.20% 2,20% 2,174,39 US 1.940,56 EU Start am 25.04.08 Start p.a. Portfolioentw Aktueller Portfolio Gewinn / Ve	31,49% Te 30,86% 42,79% 12,20% 2,20% 2,174,39 US 1.940,56 EU Start am 25.04.08 Portfolioentw Aktueller Portfol Gewinn / Ve	31,49% Te 30,86% 42,79% 12,20% 2,20% 2,174,39 US 1.940,56 EU Start am 25.04.08 Akueller Portfol Portfolioentw Akueller Portfol Gewinn / Ve Gewinn / Ve	31,49% Te 30,86% 42,79% 12 2,20% 2,20% 1.940,56 EU Start am 25.04.08 Akueller Portfol Portfolioentw Akueller Portfol Gewinn / Ve Gewinn / Ve
			Н		32,62 €	61 64 €	01,04 €							5,93 € 6,84 € 6,88 €	39,93 € 28,32 € 16,88 € 16,88 € Idusskurs	39,93 € 106,84 € 28,32 € 16,88 € 16,88 € rformance seit Start ar	106,84 € 31 28,32 € 42 16,88 € 2, 16,88 € 2, Performance seit Start am.	39,93 € 106,84 € 28,32 € 16,88 € 16,88 € riformance seit Start ar	39,93 € 28,32 € 16,88 € 16,88 € ricormance seit Start ar	39,93 € 28,32 € 16,88 € 16,88 € riformance seit Start ar	39,93 € 106,84 € 28,32 € 16,88 € Interest Start are reformance seit Start are seit Sta	39,93 € 106,84 € 28,32 € 16,88 € Industrial start are reformance seit Start are reformance seit Start are reformance seit Start are reformance seit Start present start st	39,93 € 28,32 € 28,32 € 16,88 € Iformance seit Start are reformance seit Start p.	39,93 € 28,32 € 16,88 € 16,88 € rformance seit Start ar	39,93 € 28,32 € 16,88 € 16,88 € rformance seit Start ar
35,14	35,14	35,14	30,47	23 66	32,02	61,64		39,93	39,93	106,84	39,93 106,84 28,32 16,88	39,93 106,84 28,32 16,88	39,93 106,84 28,32 16,88	39,93 106,84 28,32 28,32 16,88 16,88 Schlusskurs	39,93 106,84 28,32 16,88 Schlusskurs Schlusskurs	39,93 106,84 28,32 16,88 Schlusskurs Schlusskurs Performanc	39,93 106,84 28,32 16,88 schlusskurs Schlusskurs Performanc	39,93 106,84 28,32 16,88 16,88 Schlusskurs Schlusskurs Performanc	106,84 16,88 16,88 Schlusskurs Performanc	106,84 16,88 16,88 Schlusskurs Performanc	39,93 106,84 16,88 Schlusskurs Performanc	39,93 106,84 28,32 28,32 Schlusskurs Performanc Performanc	39,93 106,84 16,88 Schlusskurs Schlusskurs Performanc	39,93 106,84 16,88 Schlusskurs Schlusskurs Performanc	106,84 16,88 Schlusskurs Schlusskurs Performanc
235,21 € 36,92 € 24,00 €	36,92 € 24,00 € 29,45 €	36,92 € 24,00 € 29,45 €	24,00 € 29,45 €	29,45 €		58,53€		30,37 €	30,37 € 81,64 €	30,37 € 81,64 € 19,83 €	30,37 € 81,64 € 19,83 € 16,52 €	30,37 € 81,64 € 19,83 € 16,52 €	30,37 € 81,64 € 19,83 € 16,52 €		30,37 € 81,64 € 19,83 € 16,52 € MSClin €		30,37 € 81,64 € 19,83 € 16,52 € 16,52 € 32,00% 23,63%	30,37 € 81,64 € 19,83 € 16,52 € 16,52 € 32,00% 23,63% 17,46%	30,37 € 81,64 € 19,83 € 16,52 € 16,52 € 32,00% 23,63% 17,46% 4,72%	30,37 € 81,64 € 19,83 € 16,52 € 16,52 € 16,52 € 17,46% -4,72% 11,15%	30,37 € 81,64 € 19,83 € 16,52 € 16,52 € 32,00% 32,00% 17,46% -4,72% 11,15% 11,15%	30,37 € 81,64 € 19,83 € 16,52 € 16,52 € 32,00% 23,63% 17,46% 47,72% 11,15% 11,15% 11,29%	30,37 € 81,64 € 19,83 € 19,83 € 16,52 € 11,146% -4,72% 11,15% 11,15% 17,29% 8,30%	30,37 € 81,64 € 19,83 € 16,52 € 16,52 € 32,00% 23,63% 17,46% 4,72% 11,15% 18,77% 11,29% 8,30% 8,50%	30,37 € 81,64 € 19,83 € 16,52 € 16,52 € 11,15% 11,15% 11,15% 11,15% 18,77% 11,29% 8,30% 8,50% 5,38%
(2)	(4)		Н								Н			883,90 USD 645,04 EUR	883,90 USD 645,04 EUR	883,90 USD 645,04 EUR	883.90 USD 645,04 EUR	883,90 USD 645,04 EUR	883,90 USD 645,04 EUR	883,90 USD 645,04 EUR 7.5 8.8 8.8	883,90 USD 645,04 EUR 7.5 8.8 8.8 8.8 8.8	883,90 USD 645,04 EUR 7,8 8,8 8,8	883,90 USD 645,04 EUR 1,5 %	883.90 USD 645,04 EUR % % % % % % % % % % % % % % % % % % %	883.90 USD 645,04 EUR % % % % % % % % % % % % % % % % % % %
USA Verkauf A113FG @ 29,66144 Gewinn: 5,70% Europa MSCI World Energy	Verkauf A113FG @ Gewinn: 5,7C Europa MSCI World En	Europa MSCI World En	MSCI World En		MSCI World Industrials	MSCI Korea	Hong Kong		Russia	Russia MSCI World Health Care	Russia MSCI World Health Care	Russia MSCI World Healt	Russia MSCI World Healt MSCI World Fina	Russia MSCI World Heali MSCI World Fina MSCI World Fina	tussia id Heal	Russia World Heal World Fine	iussia id Heal	ussia id Heal	intd Fina	intd Fina	iussia Id Heat	iussia Id Heal	ussia	ussia	ussia
			ISHARES EURO STOXX50 UCITS	X MSCI WORLD ENERGY 6 A113FF	X MSCI WORLD INDUSTRIALS 10,78% A113FN	X MSCI KOREA 5,04% DBX1K2	COMSTAGE ETF HSI	o E1F0zz	6 ETFU2.2 ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR 6 A1C1HV		9,79% ETH022  1SHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR 6,70% ATC1HV 2,13% A113FD XWORLD HEALTH X MSCI WORLD FINANCIALS 9,18% A113FE	1 SHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR 6 A1CHV 6 A113FD A X MSCI WORLD FINANCIALS 6 A113FE Cash für Hedge	SH HUZZ ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR 6 A1CHN A TWORLD HEALTH A TWORLD FINANCIALS A THE CASH FÜR HEAGE	SET HUZZ  ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR  A A1CH  A A113FD  Cash für Hedge  Benchmark:  MSCI WORLD  A NSCI WORLD  A NSCI WORLD  A NSCI WORLD  Benchmark:	SH FUZZ ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR 6 A113FD X MSCI WORLD FINANCIALS 6 A113FE Cash für Hedge	SALCH PUZZ ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR 6A113FD X MSCI WORLD FINANCIALS 6A113FE Cash für Hedge MSCI WORLD Benchmark: MSCI WORLD	ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR 6 A1CHV AMORID HEALTH AMORID HEALTH AMORID FINANCIALS Cash für Hedge Cash für Hedge MSCI WORLD Performance in 2008 (ab 25.0 Performance in 2009	SATURE MACI RUSSIA ADR/GDR (A113FD X MSCI WORLD FINANCIALS (A113FE Cash für Hedge Cash für Hedge MSCI WORLD PROPERTIES (A113FE Cash für Hedge Performance in 2008 (ab 25.0 Performance in 2009 Performance in 2010	SET HUZZ  SATCHY  ANDRID HEALTH  ANDRID HEALTH  ANACHWORLD FINANCIALS  AA113FB  Cash für Hedge  Cash für Hedge  Cash für Medge  Performance in 2008 (ab 25.0  Performance in 2009  Performance in 2010	SET HU222  SA1CHY  ANORID HEALTH  ANORID HEALTH  ANASCI WORLD FINANCIALS  A 113FD  X MSCI WORLD FINANCIALS  Cash für Hedge  Cash für Hedge  Cash für Hedge  Performance in 2008 (ab 25.0  Performance in 2010  Performance in 2011	SET HUZZ  SATCHY  ANORID HEALTH  ANORID HEALTH  ANACHWORLD FINANCIALS  A A113FD  X MSCI WORLD FINANCIALS  Cash für Hedge  Cash für Hedge  Cash für Hedge  Cash für Macu Norl D  Performance in 2009  Performance in 2010  Performance in 2011  Performance in 2013	ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR   ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR   AA113FD     X MSCI WORLD FINANCIALS     AA113FE     Cash für Hedge     Cash für Hedge     Cash für Hedge     AT13FE     AT1	ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR (A1CHV XWORLD HEALTH A113FD X MSCI WORLD FINANCIALS (A113FE Cash für Hedge Cash für Hedge Benchmark: MSCI WORLD Performance in 2010 Performance in 2010 Performance in 2011 Performance in 2011 Performance in 2011 Performance in 2011 Performance in 2013 Performance in 2014 Performance in 2014	ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR AA13FD  XMORID HEALTH 6 A113FD  X MSCI WORLD FINANCIALS 6 A113FE Cash für Hedge  Benchmark: MSCI WORLD Performance in 2010 Performance in 2010 Performance in 2011 Performance in 2013 Performance in 2013 Performance in 2014 Performance in 2014 Performance in 2015	ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR AA1CHV  XWORLD HEALTH 6 A113FD  X MSCI WORLD FINANCIALS 6 A113FE Cash für Hedge 6 Cash für Hedge Performance in 2010 Performance in 2010 Performance in 2011 Performance in 2015
%58.	ĺ	10,02%	12,48%	9,18%	78%	,04%		%61,6	3,79%	3,79% 5,70% 2,13%	3,79% 5,70% 2,13%	79% 713% 718% 787%	,79% ,13% ,18%	9,79% 5,70% 2,13% 1,87%	9,79% 6,70% 2,13% 9,18%	9,79% 6,70% 2,13% 9,18% 1,87%	9,79% 2,13% 1,87%	,70% ,70% ,13% ,87%	,70% ,13% ,13% ,87%	,70% ,13% ,13% ,87%	,70% ,13% ,13%	,70% ,13% ,13% ,87%	,70%, ,13% ,18%,	5,70% 5,70% 1,18%	6,70% 6,70% 1,87%

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.



Grafik 9

### So sehen wir die Märkte:

<b>733</b>	111	

	7151		7 1
Globale Asset Allokation			
Aktien			
Anleihen			
Liquidität			
Aktien Global			
USA			•
Europa		•	3)
Japan		•	<b>D</b>
Schwellenländer	•	<b>→</b> Ø	
Kanada			
Australien	•		
ик	•		
Anleihen Global			
Staatsanleihen			
Investment Grade			•
High Yield			3)
Emerging Markets	•	<del>-</del>	<b>3</b>
Globale Sektoren			
Finanzen			
Informationstechnologie			
Gesundheitswesen			<b>3</b>
Kommunikation			
Industrie			3)
Basiskonsumgüter		<b>—</b>	
Langlebige Gebrauchsgüter (z.B. Autos)	•		
Energie			3)
Rohstoffe / Grundstoffe		)	
Immobilien			
Versorgung			

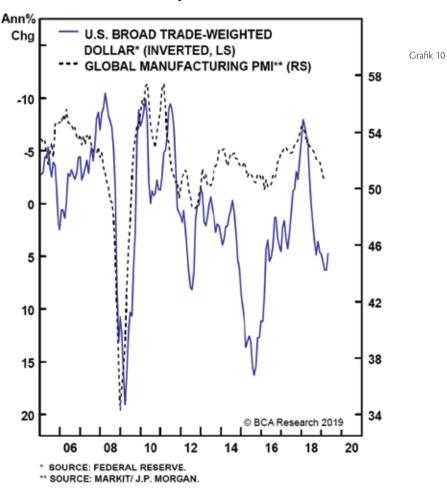


## Währungen: Dollar – Trendwende voraus

Die meisten Indikatoren wie Wachstum, Liquidität und Zinsniveau sprechen eine eindeutige Sprache für den USD. Auch ohne den bereits erwähnten möglichen Zinsschritt der Fed nach unten gibt es ausreichend Rückenwind für den USD. Hierfür sorgte bislang auch die steuerlich begünstigte Repatriierung von liquidem Firmenvermögen aus dem Ausland. Daten vom US-Treasury International Capital System zeigen, dass auf Basis der letzten zwölf Monate im-

merhin 400 Mrd. USD oder 2 % des BIP in die Staaten zurückflossen. Nur eine signifikante Erhöhung der Liquidität würde den Dollar schwächen. Für das genaue Gegenteil hat das Tapering-Programm der Fed gesorgt - und das trotz eines sich ausweitenden Leistungsbilanzdefizits. Nun wirft ein erwartetes Ende dieses Ausstiegs aus den alten QE-Positionen, was einem Ende der Verkürzung des Notenbankbilanz gleichkommt, seinen Schatten bald voraus.

#### Dollarkurve verläuft antizyklisch



<sup>9</sup> 

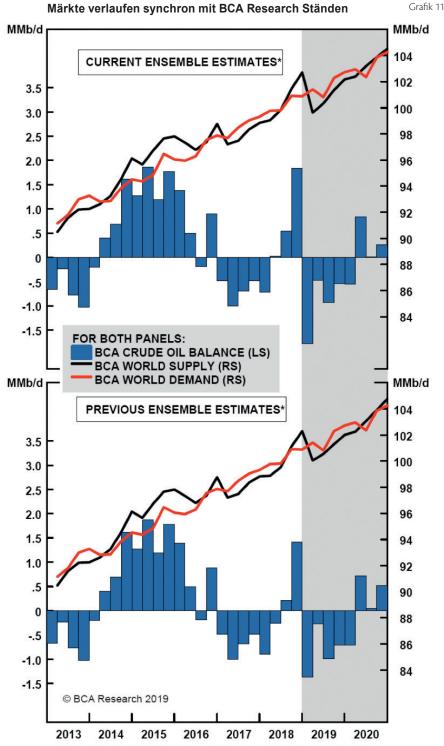


## Rohstoffe: Russland mischt Öl-Märkte auf

Das Preisgefüge hat beim Öl seit Mitte April einen neuen Einflussfaktor erhalten. Der russische Finanzminister Anton Siluanov empfahl einen neuen Kampf um Marktanteile über einen sinkenden Preis. Adressat dieses Manövers waren die US-amerikanischen Shale-Oil-Förderer, die bei Preisen von anvisierten 40 USD pro Barrel Brent aus dem Markt gedrängt würden. Der Weg dorthin ginge über die Aufhebung der im OPEC 2.0-Abkommen festgelegten Produktionskürzungen und wäre wohl beim regulären OPEC-Treffen im Juni auf die Tagesordnung zu setzen.

Grundsätzlich müsste der Nachfrageüberhang über Produktionsausweitungen im zweiten Halbjahr 2019 ausgeglichen werden, sollten sich die aktuellen Verwerfungen in der lybischen und venezolanischen Produktion nicht teilweise lösen. Denn auch die Lagerbestände sanken zuletzt ab. Dabei darf die Preiselastizität beim Öl nicht unterschätzt werden. Allein die Kürzung der Produktion im Rahmen von OPEC 2.0 um 1 Mio. Barrel pro Tag zog den Ölpreis von 50 auf 70 USD. Das sind gerade einmal 1,1 % der täglichen Weltproduktion!

Übersetzt auf Ölaktien wäre ein Kursrückgang – sollte Russland Ernst machen wollen - unausweichlich. Doch nachdem die russische Volkswirtschaft nahezu doppelt so stark vom Öl abhängig ist wie das Königreich Saudi Arabien, dürfte es sich bei den Aussagen Siluanovs eher um Planspiele gehandelt haben.



\*THESE REFLECT THE PROBABILITY WEIGHTING SCHEME (I.E. OUR UPDATED PRIORS FOR SUPPLY) OF OUR FORECAST. SOURCE: U.S. EIA, OPEC & BCA RESEARCH.

NOTE: SHADED AREA DENOTES PROJECTIONS.



# Ägypten: Neuer Star am Firmament der Frontier Markets

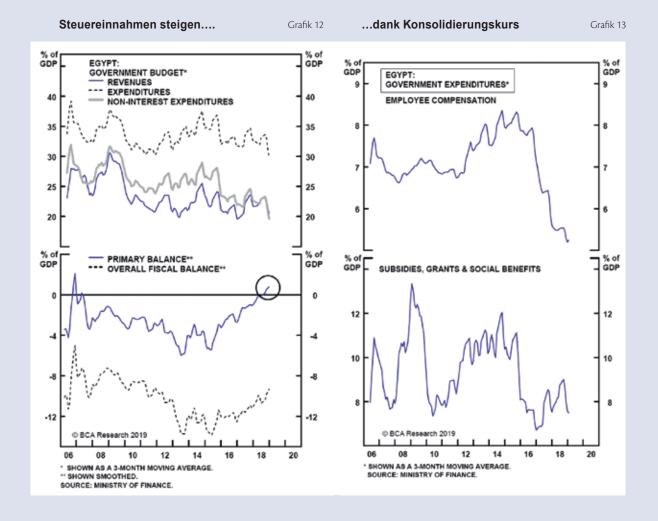
Über die Ostertage haben 62 Mio. Wahlberechtigte in Ägypten über eine Verfassungsänderung entschieden, die dem Präsidenten Abdel Fattah al-Sisi weitere Präsidentschaften bis 2030 ermöglichen könnte. Der ehemalige Armeechef, der 2013 den frei gewählten islamistischen Präsidenten Mohammed Mursi nach Massenprotesten absetzte, war bereits 2014 erstmals gewählt worden. Und vor einem Jahr im Amt bestätigt. Er will nun die Verfassung ändern, um die Amtszeiten um zwei Jahre auf sechs Jahre zu verlängern. Das mit über 97 Mio. Einwohnern bevölkerungsstärkste arabische Land ist auch auf-

grund seiner geopolitischen Lage von überragender globaler Bedeutung. In der ausländischen Presse wird das Referendum mit einer Einführung der Diktatur gleichgesetzt, die das Volk mit dem arabischen Frühling 2011 eigentlich beenden wollte. Aus Investorensicht hat sich die Regierungszeit Sisis bislang als Phase der Stabilität gezeigt. Mit erwarteten 6 % Wachstum zieht Ägypten nun die Früchte aus dem im November 2016 vom IWF gewährten Kredit, der für den Umbau der Wirtschaft damals nötig war. Zum gleichen Zeitpunkt gab die Notenbank den Wechselkurs des ägyptischen Pfunds

frei, worauf eine 50 %ige Abwertung folgte. Ziel war eine Konsolidierung des öffentlichen Haushalts, eine Freigabe des Wechselkurses und die Schaffung eines investmentfreundlichen Geschäftsklimas.

#### Sisi als Garant für Stabilität

Seitdem hat sich die Inflation auf 14,4 % verlangsamt und soll im kommenden Jahr einstellig werden. Die Perspektive führte zwischenzeitlich zu einer Stabilisierung des Wechselkurses. Geringere Subventionen für den Spritpreis und die Einführung einer Mehrwertsteuer von 13 % halfen seit 2016





der Entlastung des Staatshaushalts, obwohl Güter des täglichen Bedarfs und vergleichbare Dienstleistungen davon ausgenommen blieben. Auch die Subventionen für Versorger wurden gekürzt und sollen für die Elektrizitätsversorger bis 2021 abgeschafft sein. Doch damit nicht genug: auch die Subventionen für Wasser und Saatgut wurden beschnitten.

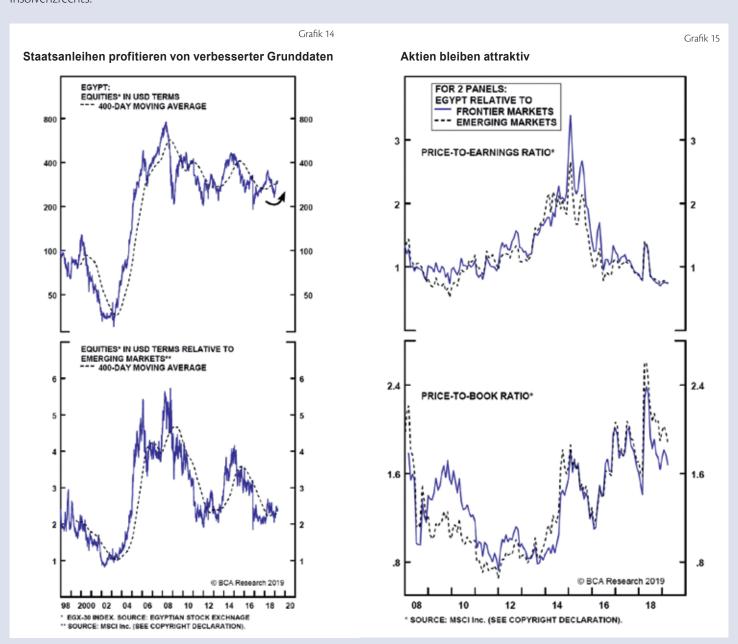
2017 wurde ein Gesetz beschlossen, das ausländische Direktinvestitionen durch Vergünstigungen ankurbeln soll und gleichzeitig die Bürokratie reduziert. Im Januar 2018 folgte eine wesentliche Vereinfachung des Insolvenzrechts.

Den Gesetzesänderungen und der Abschaffung von Subventionen, die viel sozialen Zündstoff beinhalteten, wurden Sozialprogramme für die unteren und mittleren Einkommensschichten gegenübergestellt.

Seit der Umsetzung des Programms hat sich der ägyptische Haushalt weiter verbessert und steht heute vor einem Primärüberschuss.

Nach wie vor drückt die hohe öffentliche Schuldenlast auf das Budget. Die zweistelligen Zinsen auf die Finanzierung in Landeswährung kosten die Hälfte der Staatseinnahmen (!). Daher kommt einer Kombination von steigendem BIP und fallenden nationalen Zinsen eine besondere Bedeutung zu. Tatsächlich hat die Notenbank den durch fallende Inflationsraten entstandenen Zinssenkungsspielraum genutzt und seit Anfang des letzten Jahres die Geldmarktzinsen um 3 % gesenkt. Es geht aber nicht nur um eine billigere Finanzierung öffentlicher Schulden, sondern auch um die Ermutigung des privaten Sektors, Kredite aufzunehmen und so Output und inländische Investitionen statt Kapitalflucht anzukurbeln.

Mit der Erschließung des größten Gasvorkommens im Mittelmeergebiet, dem Zohr-





Feld, kann Ägypten an seine LNG-Exporttradition anschließen, nachdem diese 2014 zugunsten eigenen Verbrauchs zum Stillstand kam. Ägyptens LNG-Exportplattformen in Damietta und Idku haben eine Kapazität von 19 Mrd. Kubikmeter jährlich und standen in den letzten Jahren daher still.

#### Tourismusbranche legt nach Durststrecke wieder zu

Vor allem aber ist es der Tourismus, der aufgrund der rückläufigen Zahl von Attentaten wieder zulegt und als wichtiger Devisenbringer den Dienstleistungssektor dominiert. Einige strukturelle Risiken dürfen nicht ignoriert werden. So ist Ägypten derzeit (noch) als Nettoimporteur von Energie Leidtragender steigender Energiepreise. Das schlägt auf

die Inflationsrate negativ durch. Das Verhältnis von Nicht-Erwerbstätigen zu Erwerbstätigen (Dependancy Ratio) dürfte sich aufgrund des Kinderreichtums weiter verschlechtern. Momentan steht sie bei rund 60 %. Parallel hierzu hinkt Ägypten mit den Staatsausgaben für Bildung dem Weltdurchschnitt weiter hinterher. Gleiches gilt für den Gesundheitssektor. Das manifestiert sich notgedrungen auch in einer geringen Produktivität. Strukturell kommt der hohe Anteil von Unternehmen, die sich in Händen des Militärs befinden, als weiteres Problem hinzu. Von Steuern befreit verbuchen sie gegenüber dem privaten Sektor einen unfairen Wettbewerbsvorteil für sich und spielen eine wesentliche Rolle bei Mega-Projekten für die Verbesserung der Infrastruktur wie die 8,2 Mrd. USD teure Verbreiterung des Suez-Kanals und den Bau eines neuen Verwaltungszentrums, etwa 45 km von Kairo entfernt.

Es ist davon auszugehen, dass sich die Kurse ägyptischer Staatanleihen (in USD) weiter nach oben bewegen. Gleiches gilt für den Aktienmarkt, der in seiner Bewertung zumindest zu den durchschnittlichen Bewertungen der Emerging Markets und der Frontier Markets aufschließen soll.

Derzeit halten wir in dem Mischfonds AvH Emerging Markets einen Anteil von 17,39 % an ägyptischen Aktien. Im Detail finden Sie die Aktien in Grafik 16. Wer den Fonds bereits im Depot hat, ist bereits bei der "Ägypten-Story" engagiert.

#### **AvH Emerging Markets Fonds**

Grafik 16

vpten	23.04	.19	Quelle: Blooi	mberg.		
NAME	aktueller Kurs	Kursziel 1 Jahr	Währung	Kurs / Gewinn	Kurs / Buchwert	Div- Rendite
MATE	RIALS					
ARABIAN CEMENT COMPANY AKTIE	5,00	7,81	EGP	16,4	1,4	10,6
•		•				
INDUS'	ΓRIALS					
RAYA CONTACT CENTER AKTIE	13,41	18,29	EGP	7,3	3,0	4,6
CONSUMER DISCRETIONARY	( Nicht-Bas	is-Konsum	güter )			
MISR DUTY FREE	9,31	./.	EGP	./.	3,6	9,8
FINAN	CIALS					
AL BARAKA EGYPT BANK AKTIE	12,03	18,95	EGP	2,6	0,7	5,8
FAISAL ISLAMIC BANK OF EGYPT AKTIE	15,23	20,95	EGP	2,6	0,5	9,1
	NAME  MATE  ARABIAN CEMENT COMPANY AKTIE  INDUST  RAYA CONTACT CENTER AKTIE  CONSUMER DISCRETIONARY  MISR DUTY FREE  FINAN  AL BARAKA EGYPT BANK AKTIE	NAME  MATERIALS  ARABIAN CEMENT COMPANY AKTIE  INDUSTRIALS  RAYA CONTACT CENTER AKTIE  CONSUMER DISCRETIONARY ( Nicht-Bas MISR DUTY FREE  9,31  FINANCIALS  AL BARAKA EGYPT BANK AKTIE  12,03	NAME         aktueller Kurs         Kursziel 1 Jahr           MATERIALS           ARABIAN CEMENT COMPANY AKTIE         5,00         7,81           INDUSTRIALS           RAYA CONTACT CENTER AKTIE         13,41         18,29           CONSUMER DISCRETIONARY ( Nicht-Basis-Konsum MISR DUTY FREE         9,31         J.           FINANCIALS           AL BARAKA EGYPT BANK AKTIE         12,03         18,95	NAME         aktueller Kurs         Kursziel 1 Jahr         Währung           MATERIALS           ARABIAN CEMENT COMPANY AKTIE         5,00         7,81         EGP           INDUSTRIALS           RAYA CONTACT CENTER AKTIE         13,41         18,29         EGP           CONSUMER DISCRETIONARY ( Nicht-Basis-Konsumgüter )           MISR DUTY FREE         9,31         ./.         EGP           FINANCIALS           AL BARAKA EGYPT BANK AKTIE         12,03         18,95         EGP	NAME         aktueller Kurs         Kursziel 1 Jahr         Währung         Kurs / Gewinn           MATERIALS           ARABIAN CEMENT COMPANY AKTIE         5,00         7,81         EGP         16,4           INDUSTRIALS           RAYA CONTACT CENTER AKTIE         13,41         18,29         EGP         7,3           CONSUMER DISCRETIONARY ( Nicht-Basis-Konsumgüter )           MISR DUTY FREE         9,31         ./.         EGP         ./.           FINANCIALS           AL BARAKA EGYPT BANK AKTIE         12,03         18,95         EGP         2,6	NAME   aktueller Kurs   1 Jahr   Währung   Kurs / Gewinn   Buchwert



## Aktien: Zykliker vorn

Das Aktienportfolio fokussiert sich weiterhin auf zyklische Titel und dort vor allem auf solche aus Europa und den Schwellenländern. Im Vergleich zu US-Titeln schnitten diese Werte seit Jahresbeginn tendenziell schlechter ab.

#### Aktienportfolio Grafik 17

	AKTIEN PORTFOL	.10	24.04	.2019		Quelle: Bl	loomber	g.
Reporting Datum	ISIN	NAME	aktueller Kurs	Kursziel 1 Jahr	Kauf Kurs	Währung	GuV%	Warnstufe Kurs
			ENERGY					
30.04.2019	US20825C1045	CONOCOPHILLIPS	66,45	79,33	69,53	USD	-4,4%	64,30
02.05.2019	GB00B03MLX29	ROYAL DUTCH SH-A	28,95	32,13	29,01	EUR	-0,2%	26,00
		N	//ATERIALS					
03.05.2019	DE000BASF111	BASF SE	73,93	72,61	81,50	EUR	-9,3%	62,50
07.08.2019	JE00B4T3BW64	GLENCORE PLC	335,65	363,01	331,12	GBp	1,4%	300,00
20.08.2019	ZAE000015228	HARMONY GOLD MNG	2.548,00	3.467,14	2.831,00	ZAr	-10,0%	2575,00
25.07.2019	GB00B1XZS820	ANGLO AMER PLC	2.127,50	2.147,59	1.673,60	GBp	27,1%	2000,00
08.05.2019	CA9628791027	WHEATON PRECIOUS	21,62	28,38	21,98	USD	-1,6%	22,00
		IN	DUSTRIAL	S				
02.08.2019	KYG217651051	CKH HOLDINGS	82,30	110,24	91,00	HKD	-9,6%	78,00
26.04.2019	JP3788600009	HITACHI LTD	3.599,00	5.030,00	3.795,00	JPY	-5,2%	3500,00
	C	ONSUMER DISCRETIO	NARY ( Nicl	nt-Basis-Ko	nsumgüter	)		
26.04.2019	DE0007100000	DAIMLER AG	58,39	58,61	65,42	EUR	-10,7%	52,50
02.05.2019	DE0007664039	VOLKSWAGEN-PREF	157,44	191,42	163,10	EUR	-3,5%	140,00
		CONSUMER STA	` `	iskonsumgi	,			
26.07.2019	CH0038863350	NESTLE SA-REG	96,53	99,78	76,52	CHF	26,2%	92,00
		HE	EALTH CAR	E				
06.05.2019	CA0717341071	BAUSCH HEALTH CO	23,47	30,64	97,19		-75,9%	23,80
26.04.2019	CH0038389992	BB BIOTECH -REG	70,00	74,13	60,20	CHF	16,3%	67,50
15.05.2019	HK1093012172	CSPC PHARMACEUTI	15,04	17,90	16,59	HKD	-9,3%	14,00
			INANCIALS					
09.05.2019	IT0005239360	UNICREDIT SPA	12,34	15,52	10,41	EUR	18,5%	11,50
14.08.2019	CNE1000003X6	PING AN	94,45	105,66	91,00	HKD	3,8%	85,00
			NFO TECH					
29.04.2019	US9581021055	WESTERN DIGITAL	54,45	56,79	86,50	USD	-37,1%	45,00
20.06.2019	US5951121038	MICRON TECH	42,77	48,24	55,00	USD	-22,2%	37,00
21.06.2019	ZAE000015889	NASPERS LTD-N	367.400,00	416.205,00	305.872,00	ZAr	20,1%	330000,00
		·	TELECOM					
		1	UTILITIES					
13.05.2019	DE000ENAG999	E.ON SE	9,57	10,03	9,62	EUR	-0,5%	9,60
29.08.2019	BMG0957L1090	BJ ENT WATER	4,92	5,83	4,79	HKD	2,7%	4,50



Aus geografischer Sicht laufen die Prognosen für die Ergebnisse des ersten Quartals ohnehin in fast allen Sektoren gravierend auseinander, wie die erste Tabelle zeigt. Am schlechtesten fallen sie für den europäischen Rohstoff- und Grundstoffsektor (Materials) aus. In Japan zeigt sich das umgekehrte Bild – und das zieht sich seltsamerweise mit Ausnahme von Finanztiteln durch alle Sektoren gleichermaßen.

Wie allgemein bekannt, fällt Gewinnwachstum leichter, wenn auch der Umsatz zulegt. Hier sticht ein weiteres Mal die japanische verarbeitende Industrie (industrials) heraus. Aber auch Unternehmen aus dem Gesundheitswesen dürften beim Umsatz generell zweistellig zulegen können.

Q1 Gewinne pro Aktie nach Regionen und Sektoren

Grafik 18

	elle.	Q1 '19e EP	S growth, %y/y	
	US	Europe	Eurozone	Japan
Energy	-21.8%	12.0%	16.6%	-8.7%
Materials	-15.7%	-35.3%	-36.7%	7.3%
Industrials	1.6%	8.4%	-0.3%	19.8%
Discretionary	-3.4%	-5.9%	-4.6%	7.0%
Staples	-2.4%	17.8%	22.2%	-7.7%
Financials	1.8%	-7.7%	-6.9%	-8.6%
Health Care	4.2%	7.5%	5.3%	-6.8%
IT	-6.1%	6.1%	-2.1%	0.3%
Com. Services	-5.7%	-1.7%	7.6%	-15.6%
Utilities	-0.5%	-6.2%	-1.8%	46.5%
Real Estate	2.6%	23.8%	14.0%	0.4%
Market	-2.5%	-1.8%	-4.0%	3.4%
Cyclicals	-4.4%	-9.5%	-15.0%	9.2%
Defensives	0.9%	4.6%	5.6%	-4.8%

Source: IBES, J.P. Morgan, \*Japanese numbers refer to Q4 '19

#### Q1 Umsatzerwartungen nach Regionen und Sektoren

Grafik 19

		Q1 '19e Sal	es growth, %y/y	
	US	Europe	Eurozone	Japan
Energy	-1.0%	6.1%	8.7%	-8.8%
Materials	3.5%	-3.4%	-3.7%	3.3%
Industrials	3.0%	7.6%	8.6%	16.5%
Discretionary	3.2%	1.6%	1.9%	1.0%
Staples	1.4%	1.5%	0.6%	2.7%
Financials	4.9%	-3.3%	-3.3%	-11.0%
Health Care	12.7%	11.3%	11.9%	18.8%
IT	-1.2%	7.9%	6.5%	-1.5%
Com. Services	12.9%	3.4%	3.4%	2.9%
Utilities	4.7%	-13.0%	-12.1%	0.6%
Real Estate	4.5%	14.9%	17.6%	5.0%
Market	4.9%	1.8%	1.0%	2.5%
Cyclicals	2.0%	3.8%	3.4%	4.9%
Defensives	9.0%	-0.7%	-2.2%	4.4%

Source: Bloomberg, Thompson-Reuters



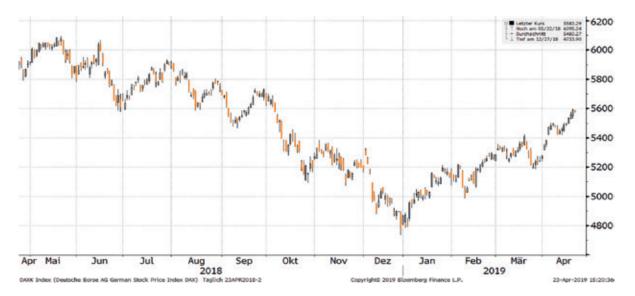
## Aktienindices

Zur besseren Vergleichbarkeit wurden ausschließlich Kursindices und keine Performanceindices, die auch die bezahlten Dividenden beinhalten, herangezogen

#### Grafik 20

#### DAX-30 (Kursindex)

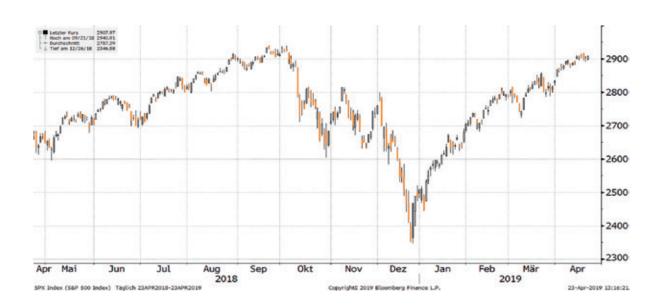
Der Index hat seinen zum Jahreswechsel begonnenen kurzfristigen Aufwärtstrend fortgesetzt. Die als Hindernis betrachtete Marke von 5.400 Punkten konnte er problemlos hinter sich lassen. Im Prinzip kann es bis 6.000 Punkte so weitergehen.



#### Standard&Poor's 500

müdungserscheinungen. Das alte Hoch lag bei 2.930 Punkten.

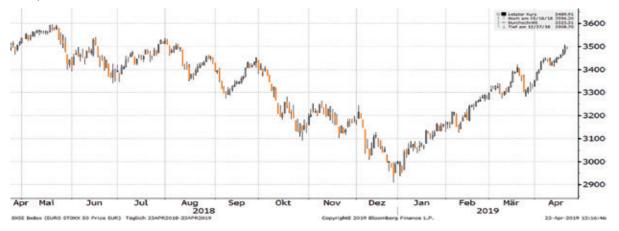
Grafik 21 Für ein neues All-Time-High hat es in den vergangenen Wochen nicht ganz gereicht. Außerdem zeigen sich erste Er-





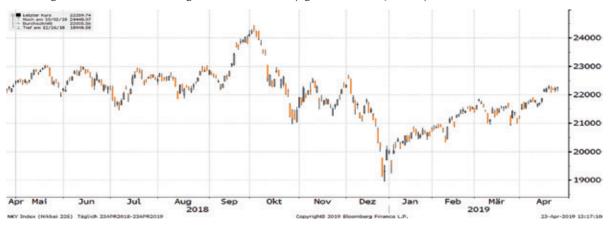
#### EuroStoxx50

Den Widerstand bei rund 3.450 Punkten konnte der Index erfolgreich knacken. Nun kommt eine Reihe von Widerständen in der Zone 3.600 bis 3.700 Punkten auf ihn zu. Da der Index viele Finanztitel beinhaltet, könnten diese zum Katalysator werden.



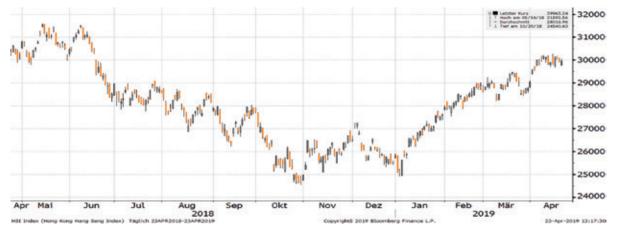
#### Nikkei 225

Auch der Nikkei-Index legte zu und steht nun vor Widerständen im Bereich von 23.000 Punkten. Man darf nicht vergessen, dass der Index noch Anfang Oktober des letzten Jahres bei knapp 24.500 Punkten stand und damit unter allen vorgestellten Indices am wenigsten von der Aufholjagd des ersten Quartals profitiert hat.



#### **Hang Seng Index**

Beim Hongkonger Hang Seng Index begann die Kursschwäche bereits im Juni 2018, von der er sich im ganzen Jahresverlauf dann nicht mehr erholen konnte. Die Stabilisierung startete hingegen schon im November. Inzwischen ist die Marke von 29.500 Punkten erfolgreich überwunden und das alte Hoch von 31.722 Punkten greifbar nahe.



Grafik 22

Grafik 23

Grafik 24



## Anleihen: Langfristzinsen vorerst weiter tief

In den vergangenen Wochen fiel die Langfristrendite in den USA unter die Rendite von Geldmarktanlagen. Eine solche Invertierung der Zinsstruktur hatte historisch in den meisten Fällen eine rezessive Phase in der Konjunktur angekündigt. Nun geht die Angst vor einer solchen Entwicklung um. Doch eine solche ist unbegründet, soweit in den kommenden Wochen ein neuer chinesischer Wachstumsimpuls das globale Wachstum anstößt und die Fed wie angekündigt von weiteren Zinsschritten nach oben erst einmal ablässt. Ohnehin fiel eine Invertierung der Renditestruktur in den Fällen, in denen historisch eine Rezession folgte, immer auch mit einem Rückgang der Frühindikatoren auf Jahresbasis und einer restriktiven Geldpolitik zusammen.

Die Tatsache, dass die Notenbanken weltweit wieder in eine expansive Geldpolitik einschwenkten, dürfte das globale Wachstum eher begünstigen. So kündigte die EZB im März ein neues TLTRO-Programm an, in

dem sie den Banken 30 % des bisherigen Kreditvolumens für 4 Jahre zu null Prozent zusätzlich zur Verfügung stellt.

Vieles haben die Unternehmensanleihen über alle Bonitäten hinweg bereits in die Kurse eingepreist. Die in der Osterwoche emittierte Anleihe des Emittenten Europcar konnte mit 450 Mio. Euro und 4,0 % Kupon trotz ihrer 7-jährigen Laufzeit bei einer Bonität von B3 bzw. B problemlos am Markt platziert werden. Geht man in der Bonität auf BBB nach oben (La Banque Postale) sinkt der Kupon auf 1,375 % bei 10-jähriger Laufzeit. Seit Jahresanfang verdiente man mit den Unternehmensanleihen von 4,05 %

(BBB) bis zu 8,57 % (CCC), womit weiteres Potenzial in den Kursen nur noch in sehr geringem Umfang stecken dürfte.

Da auf lange Sicht mit einer Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar zu rechnen ist, sind unten die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen dargestellt, wenn die Währung – soweit es nicht die eigene des Investors ist – zusätzlich auf drei Monate zum Ende des zweiten Quartals abgesichert wird. In dieser einfachen Matrix kann man beispielsweise sehen, dass ein US-Anleger mit einer abgesicherten Bundesanleihe mehr Rendite einfährt als mit dem Pendant in USD

#### Ertragskurve kann Rezession andeuten

Grafik 25

INVERSION DATE	RECESSION LEAD	S&P 500 RETURNS BETWEEN INVERSION DATE AND RECESSION
December '68	12 months	-11.36%
June '73	5 months	3.87%
November '78	14 months	20.55%
October '80	9 months	2.71%
March '89	16 months	20.78%
September '98	False signal	N/A
July '00	8 months	-18.91%
July '06	17 months	16.61%
Average	11.6 months	4.89%
Overall CAGR		3.99%

NOTE: CURVE INVERTS WHEN 3-MONTH YIELD EXCEEDS 10-YEAR YIELD; USING MONTHLY DATA.



#### Anleihenmärkte der führenden Wirtschaftsnationen

Grafik 26

10-YEAR GOVERNMENT	BOND YIELDS					
	YIELD		HEDGE	YIELD*		
REGION	MARCH 27, 2019	USD	GBP	EUR	JPY	CAD
U.S.	2.37	2.37	0.57	-0.75	-0.50	1.45
GERMANY	-0.08	2.94	1.20	-0.08	0.16	2.05
FRANCE	0.30	3.32	1.58	0.30	0.54	2.43
SPAIN	1.06	4.08	2.34	1.06	1.30	3.19
ITALY	2.45	5.47	3.73	2.45	2.69	4.59
JAPAN	-0.07	2.72	0.97	-0.31	-0.07	1.83
U.K.	1.01	2.78	1.01	-0.28	-0.04	1.88
CANADA	1.53	2.44	0.66	-0.65	-0.40	1.53
AUSTRALIA	1.77	2.40	0.62	-0.69	-0.45	1.49
NEW ZEALAND	1.76	2.42	0.64	-0.67	-0.42	1.51
SWEDEN	0.30	3.00	1.25	-0.03	0.21	2.11
SWITZERLAND	-0.43	2.95	1.21	-0.06	0.18	2.06
NORWAY	1.55	2.93	1.16	-0.15	0.10	2.02

<sup>\*</sup> HEDGED OVER 3-MONTH HORIZON USING 3-MONTH FORWARD EXCHANGE RATE

Das extreme Gegenbeispiel wäre eine zehnjährige US-Staatsanleihe in abgesicherter Form für einen Euro-Investor. Hier gäbe es eine negative Rendite von 0,75 % gegenüber einer Bundesanleihe mit nur 0,08 % negativer Rendite. Das ist zwar nur eine Momentaufnahme vom 27.3.2019, gibt aber einen Eindruck, was die Absicherung eines Wechselkursrisikos annualisiert kosten kann.

Anleihenportfolio Grafik 27

		KENNZAHLEN EINZELNER PORTI	FOLIOS								
Portfolios	Währungen	Rating	99%- VaR	YTM	Kupon	ASW	Duration	ASW/Duration	Anzahl der Positionen	aktuelle Mir	ndestanlagesumme*
All grade All Currencies 10	EUR, USD	keine Einschränkung	3,35%	10,81%	5,44%	602	2,4	247	10	ca.	87.738,95 €
All Grade All Currencies 20	EUR, USD	keine Einschränkung	1,92%	8,27%	5,33%	530	2,7	195	20	ca.	186.318,35 €
All Grade All Currencies 30	EUR, USD	keine Einschränkung	1,56%	8,21%	5,10%	488	2,9	168	30	ca.	276.516,55 €
All Grade EUR 10	EUR	keine Einschränkung	3,40%	11,10%	5,68%	802	2,8	282	10	ca.	87.540,00€
All Grade EUR 20	EUR	keine Einschränkung	1,80%	7,91%	5,10%	392	2,6	149	20	ca.	187.062,65 €
All Grade EUR 30	EUR	keine Einschränkung	1,38%	6,26%	4,72%	329	2,7	121	27	ca.	261.858,10 €
Mid Grade All Currencies 10	EUR, USD	AAA bis BB-	1,43%	4,27%	4,20%	352	3,1	112	10	ca.	99.820,65 €
Mid Grade All Currencies 20	EUR, USD	AAA bis BB-	1,17%	4,49%	4,48%	311	2,9	109	20	ca.	199.293,75€
Mid Grade All Currencies 30	EUR, USD	AAA bis BB-	1,07%	4,45%	4,39%	288	2,8	102	28	ca.	278.523,35 €
Mid Grade EUR 10	EUR	AAA bis BB-	1,43%	3,92%	3,42%	131	2,8	46	10	ca.	98.472,85 €
Mid Grade EUR 20	EUR	AAA bis BB-	0,87%	2,94%	3,49%	139	2,9	48	17	ca.	172.906,00€
ASW: Asset Swap Spread Quelle: Bloomberg, VWD.	VaR: Value at Risk YTM: Fälligkeitsren	ASW: Risikoaufschlag dite ASW/Duration: Risikoaufschlag/Du	ıration				24.04.	2019			minal pro Position. ungsbereinigt





#### 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

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

#### E-Mail: info@i-c-m.de www.i-c-m.de

Herausgeber: ICM InvestmentBank AG Erscheinungsdatum: 30.4.2019 Zuständige Aufsichtsbehörde: Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht Instituts-Nr. 117 810

Vorstand: Dr. Norbert Hagen, Tobias Zenker Vorsitzender des Aufsichtsrats: Dr. Dieter Wenzl

Sitz der Gesellschaft ist Berlin.