PERSPEKTIVEN

Der Monatsausblick der ICM InvestmentBank AG

FUND AWARD 2019
€uro
€uro AM SONNTAG
BÖRSE ONLINE

WirtschaftsWoche
BESTE Vermögens-verwalter
2019
ICM InvestmentBank AG
Kategorie: offensiv & flexibel (3 Jahre)
Im Test: 586 Fonds
Ausgabe 10/2019

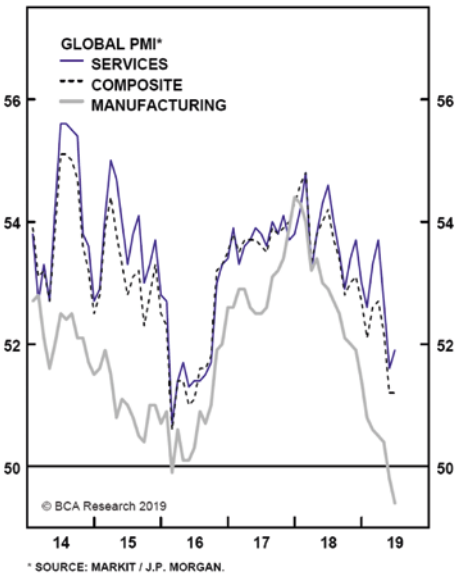
Ausgabe 7/2019

Lieber Leser,

die Rekordjagd an Wallstreet geht trotz aller Widrigkeiten auch im Juli weiter. Die US-Aktienindices klettern auf neue All-Time-Highs und haben dabei den Rest der Welt im Schlepptau. Den Grund lieferte US-Notenbankchef Jerome Powell mit der noch für den Juli in Aussicht gestellten Senkung der Fed Funds-Rate. Offensichtlich sieht man angesichts einer schwindenden Dynamik im globalen Wachstum und dementsprechend nachlassender Gewinndynamik bei den US-Unternehmen Handlungsbedarf, wenn eine Rezession vermieden werden soll. Im selben Kontext waren Inflationserwartungen international zurückgegangen und hatten die Rendite von Staatsanleihen weiter gedrückt. Bei den zehnjährigen deutschen Bundesanleihen und den Schweizer Staatsanleihen sind die Marktrenditen weiter in den Bereich der „irrationalen Zahlen" vorgestoßen. In der Spitze konnte man über minus 0,4 % Fälligkeitsrendite p.a. erzielen, was nichts anderes heißt, als am Anfang 100 Euro auf den Tisch zu legen und zehn Jahre später davon nur noch 96 Euro auf der Hand zu haben. Ein gutes Geschäft ? Wenn die Welt in eine tiefe Rezession abtaucht, vielleicht. Andererseits setzen sich die Aktionäre unter den Anlegern derzeit über die eine oder andere Gewinnenttäuschung hinweg und pokern auf eine konjunkturelle Besserung im zweiten Halbjahr. Sie haben sich dabei offensichtlich auf schwache Zahlen für das zweite Quartal bereits eingestellt. Dabei spielen Unternehmensgewinne langfristig die wichtigste Rolle für den Trend der Aktienkurse.

Dass die Laune immer noch so gut ist, liegt an der allseits bekannten These von den Übersprungeffekten der ultraexpansiven chinesischen Fiskal- und Notenbankpolitik. Dort hinterlässt der Handelsstreit immer größere Spuren. Die chinesischen Ausfuhren nach Amerika gingen von Januar bis Juni um 8 % zurück und stehen nun bei rund 200 Mrd. USD. Die Importe aus Amerika sanken um 30 % auf 59 Mrd. USD. Von Ankurbelung sieht man allerdings auch in Chinas Binnenmarkt noch nichts. Der Automobilabsatz ist - stellvertretend für die Konsumnachfrage - im ersten Halbjahr um 13 % gefallen.

Verarbeitende Industrie schwächelt Grafik 1



Alle Rezessionen beginnen mit Abschwächungen, aber nicht alle Abschwächungen enden in Rezessionen. Im Moment ist es vor allem das verarbeitende Gewerbe, das auf Kontraktionskurs läuft. Das ist beim in der Regel binnenmarktorientierten Dienstleistungssektor noch nicht der Fall.

Kommen wir zurück auf die Geldpolitik der US-Notenbank. Ob der Kapitalmarkt neben der einen Zinssenkung um 0,25 % auch die drei weiteren derzeit erwarteten Zinsschritte in den nächsten zwölf Monaten sehen wird, sei einmal dahingestellt. Die wichtigste Botschaft dürfte sein, dass für die Aktienmärkte von Gegen- auf Rückenwind umgestellt wird und Aktien weltweit ihre im Vergleich zu den (Staats-) Anleihen günstige Bewertung ein weiteres Mal ausspielen können.

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.
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) und des Mundus Classic Value Fonds (A114WE, A114WF). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: A1821X, A1ZY6H, A1ZLH5, A1895A.
6. Verantwortlich im Sinne des Presserechts: Dr. Norbert Hagen

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 .

Allokation: Globales Wachstum am Scheideweg

Historisch betrachtet entstanden Rezessionen regelmäßig aus drei Entwicklungen. Zuerst eine schnell zunehmende Kreditaufnahme des privaten Sektors in Kombination von zu großzügiger Kreditvergabe. Wir kennen das noch von der Finanzkrise. Dann ein nicht haltbares Niveau an Ausgaben für Anlageinvestitionen, für Wohnimmobilien und langlebige Konsumgüter. Und zuletzt eine hohe und weiter steigende Inflationsrate. Aktuell ist keines der drei Symptome in den großen Volkswirtschaften erkennbar. Im Gegenteil. Bleibt nunmehr die Frage, ob es eine Rezession neuen Stils geben kann und was hierfür ursächlich sein könnte.

Nachdem die Hälfte des internationalen Handels auf Zwischenprodukte entfällt, dürfte es über alle genannten Indizien hinweg der ausartende Handelskrieg sein, den US-Präsident Trump angezettelt hat. Allerdings würden seine Chancen für eine Wiederwahl in 2020 in sich zusammenbrechen, wenn die eigene Arbeitslosenquote steigen und der Aktienmarkt fallen würde. So erklärt sich, warum die Mehrheit einem versöhnlichen Ausgang der Verhandlungen entgegensieht. Eine massive Verschlechterung der globalen Handelsbeziehungen stellt damit das größte Risiko für steigende Kurse von Aktien dar. Die Tatsache, dass die Ungleichgewichte aktuell außerhalb der Vereinigten Staaten größer sind, macht den Rest der Welt anfälliger für wirtschaftliche Schocks. So ist die Verschuldung des privaten Sektors im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt mehr gestiegen als in den Vereinigten Staaten – allen voran in China auf mehr als 200 %.

Ungebremster Konsum?

Zuerst sei aber noch auf den Lagerabbau im zweiten Quartal verwiesen, der am Beispiel der Vereinigten Staaten mindestens ein Prozent Wachstum gekostet hat und sich in den kommenden Quartalen wieder ins Gegenteil verkehren wird. Außerdem scheint der Konsumsektor, der am Arbeitsmarkt hängt, global unverwüstlich.

So ist es nicht verwunderlich, dass das Allokationsmodell unseres Partners BCA Research aus Montreal wieder in den neutralen Status zurückgekehrt ist. Mit 65:27:8 (Aktien/Staatsanleihen/Cash) deckt sich die Gewichtung in etwa mit dem Normalniveau des quantitativen Modells von 60:30:10. Als Erklärung werden die sich lockernden finanziellen Rahmenbedingungen und eine sich verbesserndes Marktumfeld neben technischen Faktoren angeführt.

In der Tat fallen lediglich die Übergewichtung von US-Aktien und die Untergewichtung von Staatsanleihen des Euroraums auf. Im ETF-Portfolio, das tendenziell der Allokation des Modells innerhalb der Assetklasse Aktien folgt, wurde im Berichtszeitraum die Liquidität, die aus dem Verkauf des consumer staples – ETFs zur Verfügung stand, in ein ETF „Gold producers" investiert.

BCA Allokation

Grafik 2

	EQUITIES**			BONDS***			CASH		
	BENCHMARK WEIGHTING	ALLOCATION	DEVIATION FROM BENCHMARK	BENCHMARK WEIGHTING	ALLOCATION	DEVIATION FROM BENCHMARK	BENCHMARK WEIGHTING	ALLOCATION	DEVIATION FROM BENCHMARK
U.S.	33.1	38.7	+5.5	9.1	9.5	+0.3	10	8.0	-2.0
EURO AREA	5.7	6.4	+0.7	7.8	5.8	-2.0			
CORE	4.7	5.4	+0.7	4.8	3.8	-0.9			
PERIPHERY	1.0	1.0	+0.0	3.0	2.0	-1.1			
U.K.	3.0	2.2	-0.8	1.8	2.1	+0.3			
JAPAN	4.3	5.3	+1.0	8.6	7.1	-1.4			
CANADA	1.8	1.0	-0.9	0.4	0.3	-0.1			
AUSTRALIA	1.3	1.2	-0.1	0.4	0.5	+0.2			
OTHER DM	3.7	4.6	+0.9	0.4	0.5	+0.1			
EMERGING ASIA	5.1	3.9	-1.3	1.0	0.8	-0.2			
LATIN AMERICA	0.8	1.1	+0.3	0.1	0.1	-0.0			
OTHER EM	1.0	0.8	-0.2	0.3	0.2	-0.1			
TOTAL	60.0	65.1	+5.2	30.0	26.9	-3.0	10	8.0	-2.0

* MODEL RECOMMENDATIONS ARE BASED ON OUR *MACROQUANT* MODEL AND OTHER PROPRIETARY QUANTITATIVE INDICATORS.
** IN USD TERMS.
*** CURRENCY-HEDGED.
NOTE: NUMBERS MAY NOT ADD UP DUE TO ROUNDING.

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.

Grafik 3

18.07.19 — **Referenz-Portfolio Fonds und ETFs** — **12:17**

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)
61 13,03%	ISHARES CORE S&P A0YEDG	USA	235,21 €	261,52 €	11,18%	14.447,56 € 07.02.20019	16.063,32 €	11,18% 1.615,76 €	B
1.480 12,39%	ISHARES GOLD PRO A1JKQJ	GOLD PRODUCERS	9,86 €	10,32 €	4,71%	14.593,06 € 04.07.19	15.280,71 €	4,71% 687,65 €	
436 12,51%	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Europa	36,92 €	35,37 €	-4,20%	16.099,74 € 17.03.15	15.423,74 €	-4,20% -676,00 €	E
370 8,44%	X MSCI WORLD ENI A113FF	MSCI World Energy	24,00 €	28,14 €	17,25%	8.880,10 € 07.04.16 / 09.04.18	10.411,81 €	17,25% 1.531,70 €	B
406 10,58%	X MSCI WORLD INDUSTRIALS A113FN	MSCI World Industrials	29,45 €	32,12 €	9,05%	11.960,23 € 05.02.18	13.042,54 €	9,05% 1.082,31 €	B
61 4,45%	LYXOR IBEX35 DR LYX0A6	IBEX35	94,71 €	90,25 €	-4,71%	5.761,66 € 04.07.19	5.490,42 €	-4,71% -271,24 €	B
301 9,39%	COMSTAGE ETF HSI ETF022	Hong Kong	30,37 €	38,47 €	26,68%	9.140,41 € Teilverk. 05.02.18	11.579,47 €	26,68% 2.439,06 €	B
77 7,29%	ISHARES MSCI RUS A1C1HV	Russia	81,64 €	116,70 €	42,94%	6.287,78 € 02.12.16	8.987,71 €	42,94% 2.699,93 €	B
526,0 12,76%	XWORLD HEALTH A113FD	MSCI World Health Care	19,83 €	29,91 €	50,79%	10.431,71 € 12.05.14/13.05.15	15.729,59 €	50,79% 5.297,88 €	B
668 9,16%	X MSCI WORLD FIN A113FE	MSCI World Financials	16,52 €	16,91 €	2,41%	11.028,89 € 05.02.18	11.294,66 €	2,41% 265,77 €	B
0,00%	Cash für Hedge					04.07.19	0,00 €		

Benchmark:	Kurs am		letzter		Performance		
MSCI WORLD	29.12.17	1.883,90 USD 1.645,04 EUR	Schlusskurs	2.197,94 USD 1.956,85 EUR	Benchmark	16,67% 18,95%	B

	ETF Portfolio	MSCI in $	MSCI in €
Performance in 2	-15,70%	-39,24%	32,00%
Performance in 2	52,06%	26,98%	23,63%
Performance in 2	17,34%	9,55%	17,46%
Performance in 2	-12,03%	-7,62%	-4,72%
Performance in 2	4,41%	13,18%	11,15%
Performance in 2	18,81%	24,10%	18,77%
Performance in 2	12,70%	2,93%	17,29%
Performance in 2	8,65%	-2,74%	8,30%
Performance in 2	8,03%	5,32%	8,50%
Performance in 2	7,07%	20,11%	5,38%
Performance in 2	-7,68%	-10,44%	-5,98%
Performance in 2	14,90%	16,67%	18,95%

Performance seit Start am 25.04.08	146,61%
Performance seit Start p.a.	8,37%

Portfolioentwicklung mit Absicherung			RK
Aktueller Portfoliowert in EURO:	123.303,97 €	18.07.19	B
Portfoliostartwert in EURO:	107.317,01 €	31.01.18	
Gewinn / Verlust absolut:	15.986,96		
Gewinn / Verlust in Prozent:	14,90%		
Datenlänge der historischen Simulation:			260
Datum der historischen Simulation:			15.07.19

EUR in USD	1,1232	DAX30	12.239,02	S&P 500	2.984,42

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.

Bleibt China auf der Überholspur?

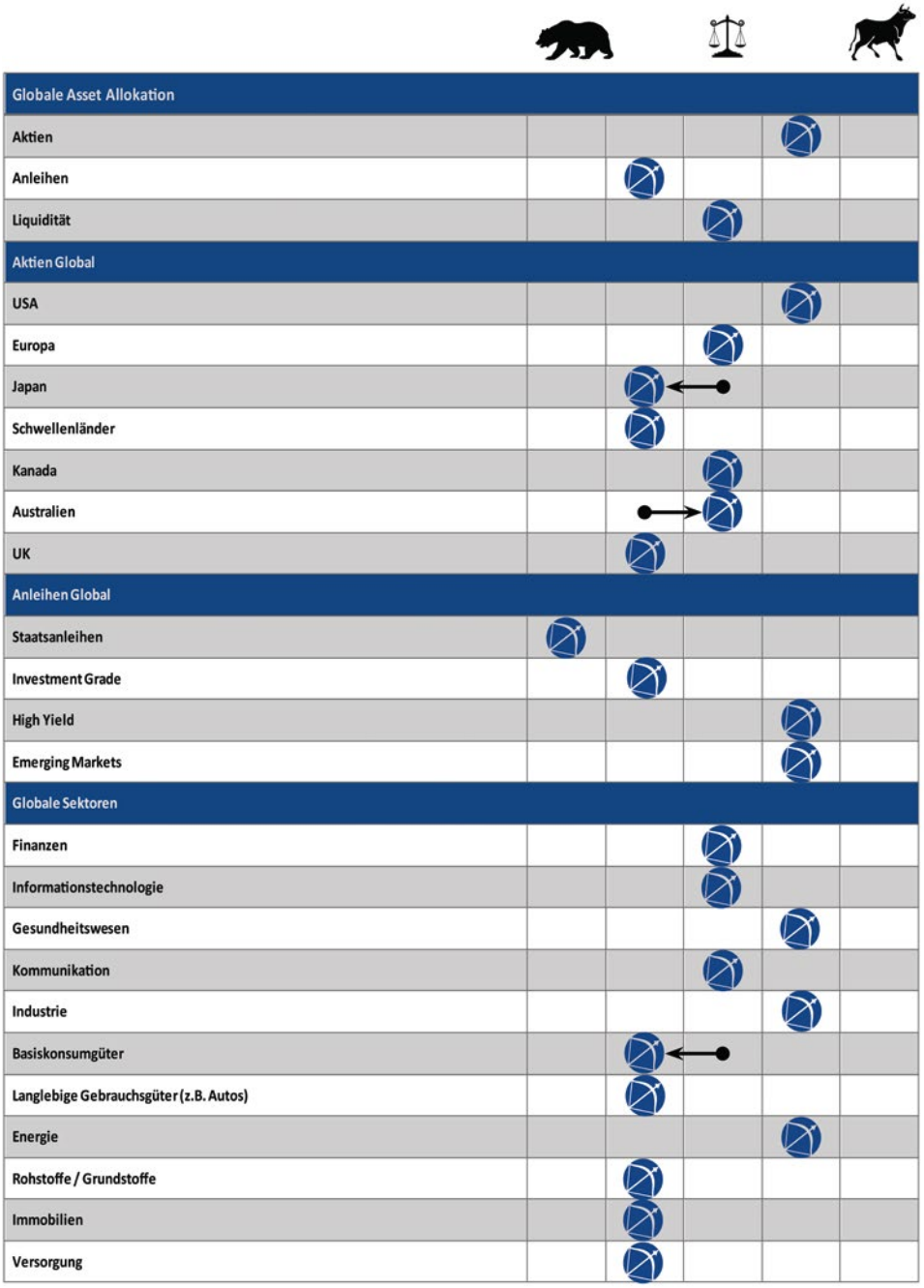
Im Moment sieht es auch fast so aus, als habe der US-Präsident sich mit dem Handelskrieg gegen die Chinesen selbst keinen Gefallen getan. Das Wachstum des Landes lag im zweiten Quartal des Jahres 2019 „nur" bei 6,2 % und damit zwar im Rahmen der Vorgaben, für die zweitgrößte Volkswirtschaft ist es jedoch das langsamste Wirtschaftswachstum seit 27 Jahren. Allerdings haben im Juni die Umsätze im Einzelhandel im Vergleich zum Vormonat knapp 10 % zugelegt, die Industrieproduktion stieg im selben Zeitraum um 6,3 % nach 5 % im Mai. Wie eingangs erwähnt haben Im- und Exporte im Juni hingegen abgenommen. Die Steuererleichterungen für kleine und mittelständische Unternehmen, die seit April gelten, sind nach herrschender Meinung ebenso wie das Kreditangebot zu gering ausgefallen. Hier müssten Regierung und Notenbank gleichermaßen noch eine „Schippe" drauflegen.

Sorge vor „externen" Risiken

Die Regierung in Peking teilte zudem mit, dass der Wirtschaft des Landes neue Abwärtsrisiken drohen. Große Unsicherheit ginge von externen Faktoren – wie eben dem Handelskrieg mit den USA – aus. Der Außenhandel ist seit Jahresanfang um zwei Prozent zurückgegangen und auch Industrieproduktion und Erzeugerpreise entwickeln sich nicht wie gewünscht. Steuermaßnahmen und eine lockere Geldpolitik sollen hier Abhilfe schaffen. Doch wenn die Regierungsmaßnahmen nicht greifen, könnte eine Krise der chinesischen Wirtschaft auch der Entwicklung in anderen Ländern, allen voran in Schwellenländern gefährlich werden und das Weltwirtschaftswachstum weiter verlangsamen.

So sehen wir die Märkte

Grafik 4



Gehen Klimawandel und Wirtschaftswachstum zusammen?

Das Klima verändert sich, daran gibt es keinen Zweifel. Auch daran, dass es sich nicht zum Besseren entwickelt, dürfte es wenig Zweifler geben. Ebenso ist die Relation zwischen der wachsenden Weltbevölkerung und der Notwendigkeit, zu deren Ernährung mehr Wirtschaftswachstum erzeugen zu müssen, hinlänglich bekannt. Stellt sich die Frage, ob Klimawandel zum Besseren und Wirtschaftswachstum überhaupt vereinbar sind.

JP Morgan hat diesen Themenkomplex unter die Lupe genommen und diverse Studien zu dem Thema verglichen. Fazit der Untersuchungen war, dass bei einer unveränderten Klimapolitik eine Temperaturanstieg von im Mittel von 3,5 % bis zum Ende des Jahrhunderts zu erwarten ist. Der Schaden, den der Temperaturanstieg dabei auf das Wirtschaftswachstum hätte, ist erwartungsgemäß von der Dimension desselben abhängig. Würde die Temperatur weniger als 2 Grad Celsius steigen, wäre der negative Einfluss auf die Wirtschaft mit bis zu 0,5 % Abschwächung denkbar gering. Die Skala der Schätzungen aus den verschiedenen Studien reicht sogar mit bis zu 2,3 % ins Positive. Bei nur 3 Grad Celsius mehr sähe der Effekt schon gravierender aus. Hier schwanken die Schätzungen von minus 5,1 bis minus 0,9 % des jährlichen globalen Bruttoinlandsprodukts, bleiben aber generell negativ.

Einfluss des Klimawandels auf die Wirtschaft Grafik 5

Global mean surface temperature increase °C	No. of estimates	Impact % on level of GDP	
		Average of estimates	Range of estimates
≤ 2.0	4	0.3	-0.5 to 2.3
2.5	11	-1.3	-3.0 to 0.1
3.0	9	-2.2	-5.1 to -0.9
5.4	1	-6.1	-6.1
6.0	1	-6.7	-6.7

Als grobe Richtschnur ergibt sich für die makroökonomischen Effekte des Klimawandels offensichtlich kein so großer Kostenblock, um sofort aktiv werden zu müssen. Der Druck resultiert aus vier anderen Aspekten.

Zuerst ist es der ganze Prozess, der zum Klimawandel führt. Der allgegenwärtige Zusammenhang von Weltwirtschaft und Treibhausgasen, dann von Treibhausgasen hin zur Konzentration von CO2 in der Atmosphäre und wiederum von dort zur globalen Erwärmung ist modellhaft noch nicht greifbar abgebildet – vor allem, wenn der Faden von der Temperaturänderung zum globalen Klima und weiter zur Konjunktur gesponnen wird. Spricht man hier von Wahrscheinlichkeiten in der Dimension der Auswirkungen, bleibt offen, welche Extreme diese annehmen können.

Als zweiter Aspekt sind Effekte außerhalb des messbaren Bruttosozialprodukts von großer Bedeutung. Man denke hier an Gesundheit, Sterblichkeitsrate, Wassermangel, Hungersnöte, Vertreibung, Konflikte, Biodiversität und Artenerhaltung.

Ebenfalls nicht zahlenmäßig erfassbar sind aus dem Klimawandel resultierende nichtlineare Auswirkungen, die nicht umkehrbar sind. Soll heißen, dass katastrophale lebensbedrohliche Effekte nicht auszuschließen sind.

Hinzu kommen zuletzt Fragen der Gerechtigkeit. So haben die aufstrebenden Volkswirtschaften den geringsten Anteil an der Erzeugung von Treibhausgasen und müssen die größte Last des Klimawandels tragen. Gleiches gilt für Kinder und Enkelkinder, wenn man einmal den Zeitaspekt zur Betrachtung hinzunimmt.

Der Intergovernmental Panel on Climate (IPCC) hat zu diesem Thema in einem Sonderbericht fünf Szenarien, beginnend mit 2011, erstellt (siehe Grafik). Diese Entwicklungsszenarien, die auf ökonomischen Modellen beruhen, gehen allerdings alle von der Annahme aus, dass es weltweit weiteres Wirtschaftswachstum geben wird bis zum Jahr 2100, weil der Wohlstand – verstanden als Konsum pro Kopf – gesteigert werden soll und muss. Unter dieser Annahme kann ein zumindest temporäres Überschießen – eine Überschreitung der kritischen Schwellen des CO2- Ausstoßes – nicht verhindert werden.

CO2-Emissionen in verschiedenen Szenarien Grafik 6

	%oya					$GtCO_2$
	Population	GDP per capita	Energy intensity of GDP	Carbon intensity of energy	CO_2 emissions	Cumulative emissions 2011-2100
Scenario 1	0.4	2.2	-1.4	-0.6	0.6	4426
Scenario 2	0.9	2.2	-1.4	-0.6	1.1	5440
Scenario 3	-0.1	2.2	-1.4	-0.6	0.1	3654
Scenario 4	0.4	2.4	-1.4	-0.6	0.8	4799
Scenario 5	0.4	2.2	-2.1	-0.9	-0.4	3062
Scenario 6	0.9	2.4	-2.1	-0.9	0.3	3938

Source: UN, OECD, IPCC, J.P. Morgan. Scenarios are from 2011 - 2100

Szenario 1 könnte man als Normalvariante mit einer BIP-Wachstumsrate von 2,2 % und einem Ansteigen von Kohlenstoffintensität und CO2-Intensität im rückläufigen Trend der letzten Dekade einstufen. Die Bevölkerung wächst in diesem Fall 0,4 % jährlich. Szenario 2 startet mit einer mehr als doppelt so hohen Rate im Bevölkerungswachstum und einem dementsprechend höheren CO2-Ausstoss. Im Szenario 3 schrumpft die Bevölkerung jährlich um 0,1%. Szenarien 5 und 6 gehen von einer um 50 % effizienteren Energieintensität aus. Das kumulative Emissionsvolumen, gemessen in Gigatonnen, ist noch nicht die direkte Verbindung zur Temperatur. Berücksichtigt werden müssen alle Kohlenstoffspeicher, die den jährlichen Ausstoß absorbieren können. Und genau hier stellt sich die Frage, inwieweit diese Speicherkapazität zu- oder sogar abnimmt.

Weltweiter CO2-Ausstoß und CO2-Speicher Grafik 7

	Fossil fuel emissions	Land use change emissions	Ocean sink	Land sink
1960-1969	11.29	5.38	3.74	4.39
1970-1979	17.12	4.30	4.87	7.57
1980-1989	19.95	4.39	6.31	6.60
1990-1999	22.99	4.96	7.20	8.68
2000-2009	28.41	4.69	7.76	9.92
2010-2017	35.04	5.42	9.10	11.50

Source: Boden, T. A., Marland, G., and Andres, R. J.: Global, Regional, and National Fossil-Fuel CO2 Emissions, Oak Ridge National Laboratory, U.S. Department of Energy, Oak Ridge, Tenn., U.S.A., doi 10.3334/CDIAC/00001_V2017, 2017; available at: http://cdiac.ess-dive.lbl.gov/trends/emis/overview_2014.html, average of two bookkeeping models: Houghton, R. A. and Nassikas, A. A.: Global and regional fluxes of carbon from land use and land cover change 1850-2015, Global Biogeochemical Cycles, 31, 456-472, 2017; Hansis, E., Davis, S. J., and Pongratz, J.: Relevance of methodological choices for accounting of land use change carbon fluxes, Global Biogeochemical Cycles, 29, 1230-1246, 2015, Le Quéré et al. 2018b, J.P. Morgan

Die Tabelle zeigt in der ersten Spalte die jährlichen Emissionen, sowie den Wegfall von Speicherkapazität durch veränderte Landnutzung in Spalte 2. Es folgen die Speicher „Ozeane" und „Natur".

Kommen wir zum Temperaturanstieg: der Einfluss der Verdopplung der CO2-Konzentration in der Atmosphäre im Vergleich zu vorindustrialisierten Zeiten bewegt sich laut aktuellster Studie der IPCC zwischen 1,5 und 4,5 Grad Celsius im Jahr 2100. Die Forscher heben allerdings hervor, dass es eine Vielzahl von Interdependenzen gibt, die die Prognose verfälschen können. Denn Klimawandel ist wie schon erwähnt, bekanntlich mehr als nur steigende Temperaturen. Diese bringen weitere Veränderungen in Form von Eisschmelze, Tornados, Dürre usw. mit sich, welche wiederum große Effekte auf Temperatur und Wirtschaftsleistung gleichermaßen haben können.

Variiert man mit der CO2-Konzentration im Jahr 2100 pro Kilogramm Luft von 390 Milligramm Kohlenstoffoxid bis zu 975 Milligramm, ergibt sich eine Wahrscheinlichkeitsverteilung für das Überschreiten des in der Pariser Klimakonferenz festgelegten Temperaturanstieg-Ziels von 2 Grad Celsius in 2100 sowie eine Bandbreite für die zukünftige Temperatur.

CO2-Ausstoß und Temperaturanstieg Grafik 8

Cumulative CO_2 emissions 2011 - 2100 $GtCO_2$	CO_2 concentrations in 2100 ppm	Temperature in 2100 relative to 1850 - 1900 °C*	Probability of exceeding 2°C gain in temperature %
630 - 1180	390 - 435	1.6 (1.0 - 2.8)	25
960 - 1550	425 - 460	1.9 (1.2 - 3.3)	47
1720 - 2240	425 - 520	2.2 (1.4 - 3.6)	69
1870 - 2440	500 - 545	2.5 (1.5 - 4.2)	84
2570 - 3340	565 - 615	2.8 (1.8 - 4.5)	92
3620 - 4990	645 - 780	3.4 (2.1 - 5.8)	99
5350 - 7010	810 - 975	4.5 (2.8 - 7.8)	100

Source: IPCC (see footnote) *10th to 90th percentile in parentheses

Ein Faktor bleibt allerdings immer noch unberücksichtigt: Was passiert, wenn der mit Wirtschaftswachstum bislang unvermeidlich einhergehende wachsende CO2-Ausstoß zu extremen Ereignissen führt, wie zum Beispiel einem Temperaturanstieg von über 12 Grad bis zum Ende des Jahrhunderts? Die berechnete Wirtschaftsleistung würde bei -26 % liegen, dabei dürfte aber das Überleben der Menschen in Frage gestellt werden und zumindest große Teile der Erde unbewohnbar werden. Der Ökonom Martin Weitzman hatte daher bereits 2012 darauf hingewiesen, dass es eben diese unberechenbaren katastrophalen Auswirkungen des Klimawandels sind, die es zu vermeiden gilt.

Aktien: Wohin geht die Reise?

Summiert man die anfangs genannten Faktoren, ergibt sich als Momentaufnahme ein eher negatives Bild für die globalen Aktienmärkte. Die Gewinndynamik und Margen der US-Unternehmen erreichten bereits Ende 2018 ihr temporäres Hoch und sind seitdem zusammen mit der Weltkonjunktur rückläufig. Man erwartet zudem von der laufenden Berichtssaison für das zweite Quartal im Schnitt zwei Prozent unter Vorjahr liegende Gewinne und etliche Gewinnenttäuschungen. 70 % sollen negativer und nur 19 % positiver ausfallen als erwartet. Demgemäß sind auch die Investoren eher zurückhaltend positioniert. Wenn überhaupt favorisieren sie eher die defensiven Werte vor den Zyklikern. Bleibt die Perspektive, die von den Unternehmenslenkern für das zweite Halbjahr zusammen mit den Zahlen publiziert wird. Insofern erklärt sich auch, wie wichtig die aktuelle Berichtssaison im Kontext monatelang rückläufiger Einkaufsmanagerindizes für die weitere Kursentwicklung sein wird.

Aktien-Portfolio

Grafik 9

15er Aktien Portfolio	Bestand	Währung	Kaufkurs	Kurs	Kursdatum	Dev.- Kurs Verkauf	Kurswert	Wert-anteil %	Erfolg nicht real.	Erfolg % nicht real.
BASF SE	125	EUR	81,5	60,43	18.07.19	1	7.553,75	4,30%	-2.633,75	-25,85%
Bausch Health Companies Inc.	107	USD	23,1	23,1	18.07.19	1,1216	2.203,73	1,25%	74,97	3,52%
CK HUTCHISON HLDGS	1.050,00	HKD	91	76,85	18.07.19	8,76572	9.205,46	5,24%	-1.123,34	-10,88%
ConocoPhillips	170	USD	69,53	60,25	18.07.19	1,1216	9.132,04	5,20%	-1.333,78	-12,74%
Continental AG	80	EUR	126,63	116,9	18.07.19	1	9.352,00	5,33%	-778,4	-7,68%
CSPC Pharmaceutical Group Ltd.	7.000,00	HKD	13,53	13,34	18.07.19	8,76572	10.652,86	6,07%	-100,75	-0,94%
E.ON SE	1.100,00	EUR	9,62	9,42	18.07.19	1	10.357,60	5,90%	-220,44	-2,08%
Glencore PLC	2.700,00	GBP	3,31	2,7	18.07.19	0,89367	8.146,80	4,64%	-1.906,23	-18,96%
Harmony Gold Mining Co. Ltd.	5.800,00	ZAR	28,31	34,23	18.07.19	15,52001	12.792,13	7,28%	2.603,66	25,55%
Hitachi Ltd.	320	JPY	3.795,00	3.882,00	18.07.19	120,34335	10.322,47	5,88%	631,47	6,52%
Tullow Oil PLC	4.450,00	GBP	2,04	1,98	18.07.19	0,89367	9.856,86	5,61%	-317,85	-3,12%
UniCredit S.p.A. Azioni nom. o.N.	750	EUR	10,41	11,67	18.07.19	1	8.752,50	4,98%	945	12,10%
United Microelectronics Corp. (ADRs)	5.000,00	USD	2,25	2,18	18.07.19	1,1216	9.718,26	5,53%	-386,83	-3,83%
							118.046,47	67,23%	-4.546,26	-3,71%
Liquidität	1	EUR	0	0		1	57.550,79	32,77%	0	0%
Erfolg seit 01.01.2019							175.597,26	100,00%	-4.546,26	-3,71%

Die Berichterstattung für das zweite Quartal hat sich schon in den ersten Tagen als wahres Minenfeld offenbart. Nicht nur zwischen den Branchen differiert die Lage erwartungsgemäß, sondern auch innerhalb der Sektoren selbst. Hierzu einige Beispiele:
So öffneten die US-Großbanken JPMorgan Chase, Citigroup, Goldman Sachs und Wells Fargo die Bücher - durchweg mit Problemen beim Investmentbanking. Dieser Geschäftsbereich ist also nicht nur bei der Deutschen Bank zum Mühlstein geworden.

Überraschungen aus der Chip-Industrie

Anders bei den Halbleitern: Offensichtlich geht es der europäischen Chip-Industrie doch nicht so schlecht wie allgemein erwartet. Das niederländische Unternehmen ASML, weltweit der größte Anbieter von Lithographiesystemen für die Halbleiterindustrie, übertraf in Q2 mit Umsatz und Ertrag alle Erwartungen. Die überaus komplexen Maschinen spielen eine wichtige Rolle bei der Herstellung von integrierten Schaltkreisen. 80 % aller Chiphersteller sind Kunden von ASML und der weltweite Marktanteil beträgt 65 %.

Der deutsch-britische Chip-Entwickler Dialog Semiconductor hat den operativen Gewinn im zweiten Quartal fast verdoppelt und die eigene Umsatzprognose übertroffen. Das bereinigte Betriebsergebnis stieg auf rund 82 (Vorjahr: 42) Millionen Dollar, wie der Apple-Zulieferer mitteilte. Grund dafür sei ein bereinigter Umsatz, der mit 336 Millionen Dollar über den erwarteten 293 bis 333 Millionen Dollar lag. Das sind 13 Prozent mehr als ein Jahr zuvor. Wir nehmen das als erstes Indiz, dass es der Branche nicht so schlecht geht wie erwartet.

SAP leidet unter Handelskrieg

Die Enttäuschung schlechthin kam von SAP. Nach einem starken ersten Quartal hat sich das Wachstum im zweiten Quartal abgekühlt. Die Einnahmen aus Software-Lizenzen in Asien in Folge der Handelsstreitigkeiten waren der Hauptgrund für das Verfehlen der Markterwartungen gewesen. SAP reduzierte auch den Ausblick für das eigene Cloudgeschäft. Dort erwartet man nun 15 % Zuwachs nach ursprünglich 18 %. Man hält aber das gesteckte Jahresziel für erreichbar, sollte sich das wirtschaftliche Umfeld nicht noch mehr abschwächen. Die Aktie wurde quasi vom Sockel gestoßen. Ein florierendes Cloud-Geschäft hingegen hat Microsoft Schwung gegeben. Der Umsatz

stieg im vierten Quartal um zwölf Prozent auf 33,72 Milliarden Dollar, wie der weltgrößte Softwareanbieter mitteilte. Der Gewinn erhöhte sich auf 13,19 Milliarden Dollar von 8,87 Milliarden Dollar im gleichen Vorjahreszeitraum. Beide Kennzahlen lagen über den Erwartungen der Analysten.

Wirecard: Es bleibt spannend

Spannend dürften die am 7. August erwarteten Quartalszahlen von Wirecard werden. Bislang nützte die Meldung, dass die Zusammenarbeit von Wirecard mit dem japanischen Technologie-Investor Softbank vorankommt, dem Kurs der Aktie herzlich wenig. Der Zahlungsdienstleister entwickelt für den Online-Gebrauchtwagenhändler Auto1 („wirkaufendeinauto.de") Finanzierungsangebote für Händler und Verbraucher. Softbank hatte vor eineinhalb Jahren 460 Millionen Euro in Auto1 gesteckt. Das sieben Jahre alte Start-up wird inzwischen mit 2,9 Milliarden Euro bewertet. Im Frühjahr sorgte die damals unter Beschuss von Investoren geratene Wirecard mit dem 900 Millionen Euro schweren Einstieg von Softbank für Aufsehen. Er soll die Grundlage für eine strategische Partnerschaft mit den Japanern und Kooperationen mit zahlreichen Beteiligungen des Investors bilden.

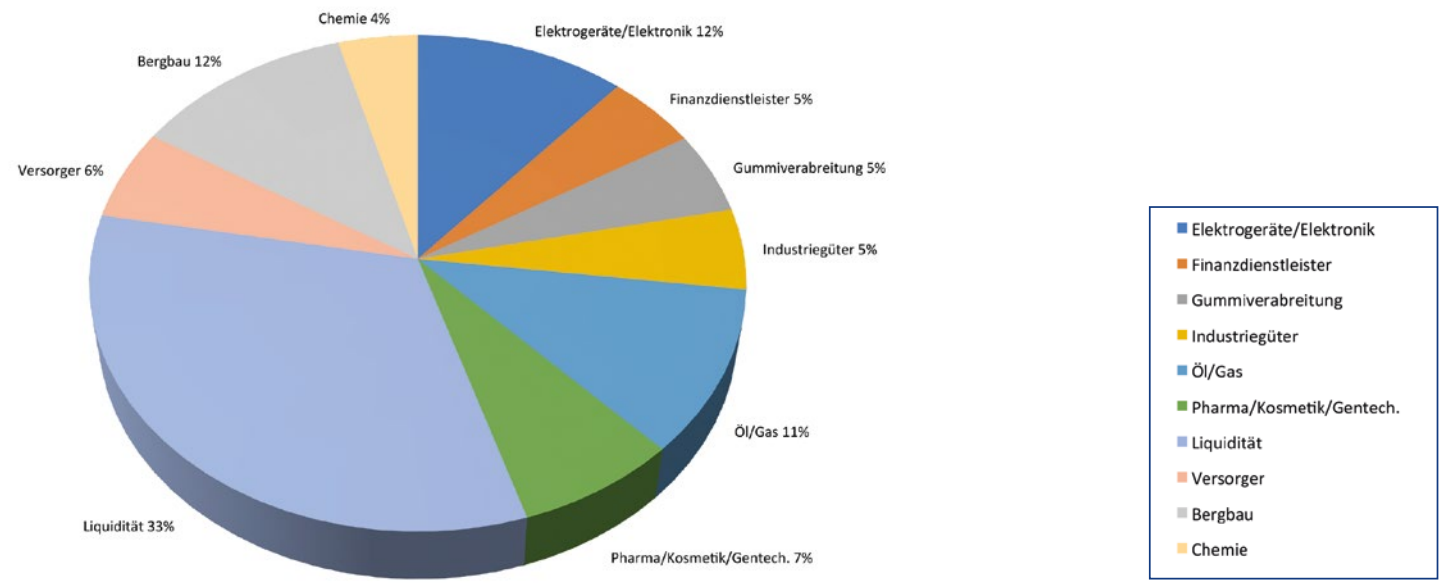
Die Aktienmärkte sind im Hinblick auf die Quartalsberichterstattung also für einige Überraschungen in den kommenden Wochen gut. Wir halten es allerdings für sehr wahrscheinlich, dass gerade die verarbeitende Industrie sich global in der Phase der Bodenbildung befindet – die Zahlen also in den nächsten Monaten keine weitere Verschlechterung erfahren sollten. Das gilt auch für die langlebigen Konsumgüter wie Autohersteller und ihre Zulieferer. Abzuleiten ist das aus dem mehrjährigen Nachfragezyklus, der sich seit rund 18 Monaten abschwächt und von Hoch zu Hoch üblicherweise 36 Monate dauert. Also müssen wir in der Nähe des Tiefs sein. Und noch eine Erkenntnis ist wichtig: historisch liefen Frühindikatoren eben nicht den Aktienkursen nach, sondern parallel mit den Einkaufsmanagerindices. Die erste Verbesserung leitet also einen Kursanstieg ein.

Gesundheitswesen: Mega-Fusionen stehen an

Zuletzt kam wiederholt der eigentlich defensive Sektor Gesundheitswesen unter Druck. Grund hierfür waren vor allem übertriebene Befürchtungen Republikaner wie Demokraten würden durch gesetzliche Neuregulierungen die Margen wegfegen. Daneben muss bei der Auswahl natürlich die Entwicklung von Neuzulassungen ebenso beachtet werden wie das Auslaufen der am Markt befindlichen Medikamente, die dann für Generikahersteller frei sind. Zuletzt hatte die geplante Übernahme des Botox-Herstellers Allergan durch den Pharmariesen AbbVie Schlagzeilen gemacht. Hier könnten weitere Mega-Übernahmen folgen.

Grafik 10

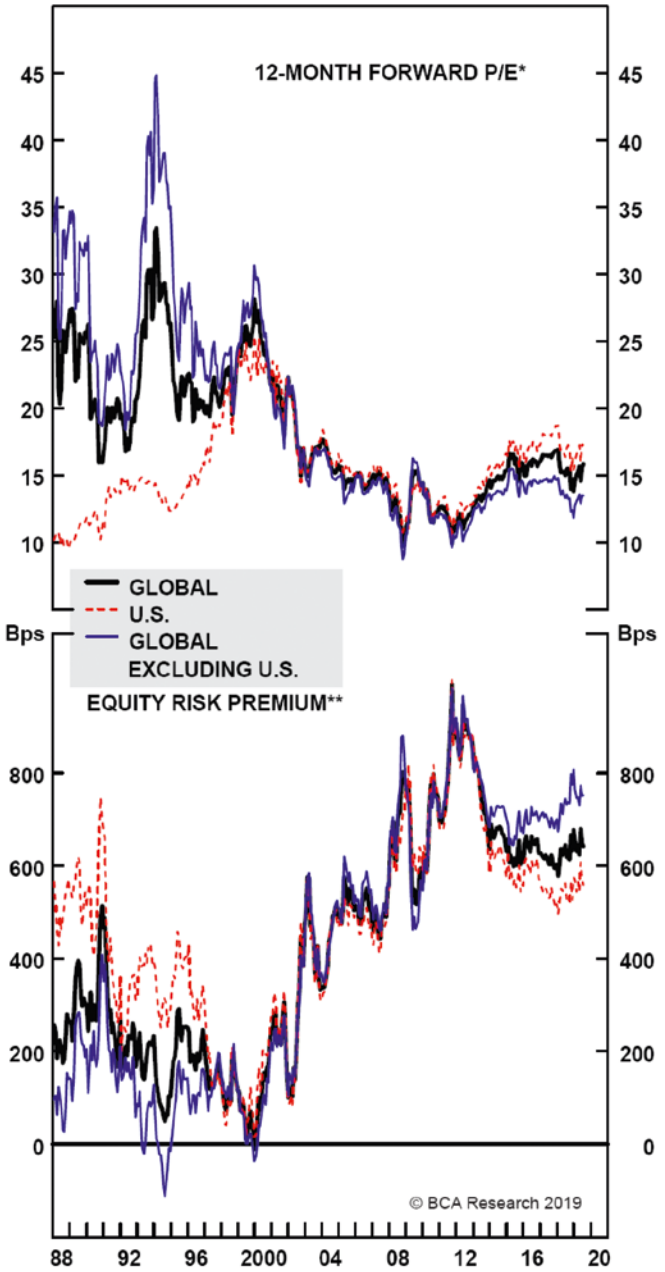
Aktien-Portfolio



Daneben warten die Aktienmärkte auf die globalen Auswirkungen des chinesischen Investitionsprogramms, das in den kommenden Monaten nicht nur die Wirtschaft des Reichs der Mitte sondern der ganzen Welt stützen sollte. Sie sind derzeit noch nicht sichtbar. Gerade die Zykliker unter den Aktien sind in jüngster Vergangenheit weit zurückgekommen. Die Risikoprämie (ERP) für Aktien liegt derzeit generell weit über dem historischen Mittel. Diese Prämie definiert die Differenz zwischen der erwarteten Rendite (oder KGV) und der Verzinsung risikoloser Anlagen. Aus Allokationssicht gilt es Aktien bei hoher ERP gegenüber Anleihen zu bevorzugen.

Hohe Risikoprämien für Aktien

Grafik 11



* SOURCE: MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION).
** 12-MONTH FORWARD EARNINGS YIELD MINUS REAL 10-YEAR GOVERNMENT BOND YIELD.
BOND YIELD DEFLATED USING HEADLINE CONSUMER PRICES AND 10-YEAR CPI SWAPS.
NOTE: GLOBAL IS THE MARKET CAPITALIZATION-WEIGHTED AVERAGE OF THE U.S., EURO AREA, JAPAN, U.K., CANADA, AUSTRALIA, SWITZERLAND, SWEDEN, AND EMERGING MARKETS.

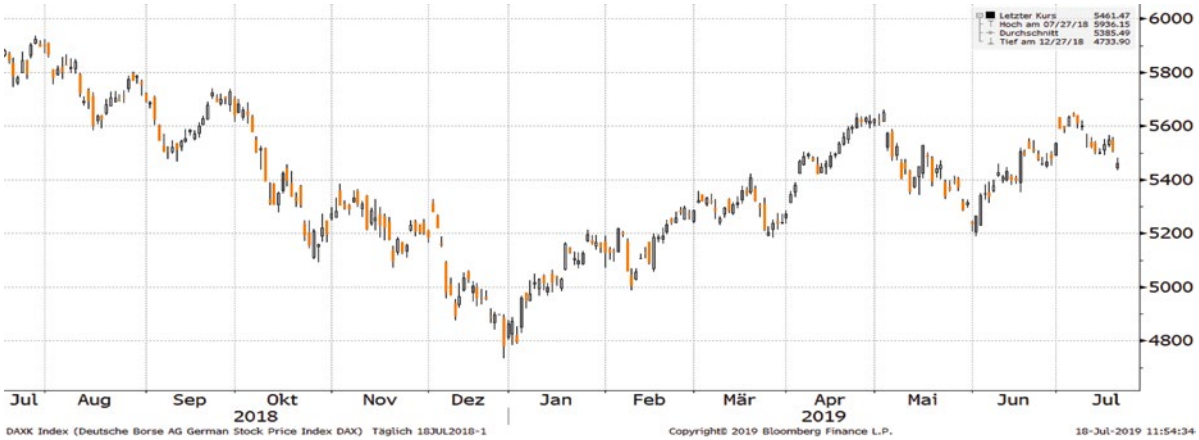
Aktienindices

Zur besseren Vergleichbarkeit sind im Folgenden ausschließlich Kursindices anstelle von Performance-Indices abgebildet. Dies beinhalten keine Dividendenzahlungen.

DAXK (+12,89 % seit Jahresbeginn)

Anfang Juli erreichte der Dax-Kursindex wieder das Hoch von Anfang Mai, bis er wieder nach unten abdrehte. Wie weit sich die Korrekturbewegung fortsetzen wird, bleibt noch offen. Erste relevante Unterstützungen befinden sich bei 5.200 Punkten. Eine sofortige Wiederaufnahme der Aufwärtsbewegung könnte erst dann erfolgen, wenn sich der Index über 5.350 Punkten wieder stabilisiert hat.

Grafik 12



S&P 500 (+19,48 % seit Jahresbeginn)

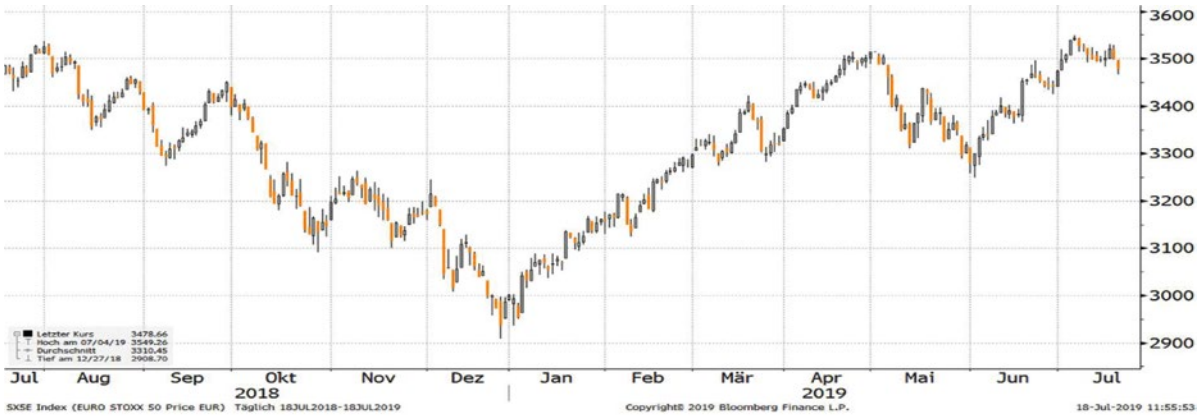
Wesentlich attraktiver sieht das Kursbild beim breiten US-Index aus. Dort konnte zu Monatsbeginn das alte Hoch vom Oktober 2018 bei 2.930 Punkten, an dem der Index noch Anfang Mai gescheitert war, herausgenommen werden und gilt nun als erste Unterstützung. Der Index befindet sich derzeit noch klar im Aufwärtstrend.

Grafik 13

EuroStoxx 50 (+ 16,68 % seit Jahresbeginn)

Das Chart des Index der größten 50 Titel in Euroland hatte zwar Anfang Juli ein neues Jahreshoch ausgebildet. Doch der Stand von rund 3.550 Punkten konnte nicht verteidigt werden. Der Index fiel wieder unter die Marke von 3.500 Punkten zurück. Erste Unterstützung sieht man bei 3.430 Punkten, eine zweite massivere Zone liegt dann bei kurz unter 3.300 Punkten. Aufgrund der letzten Stärke von Versicherungs- und Bankaktien hat der Index allerdings eine gute Chance neue Jahreshöchststände zu erklimmen.

Grafik 14



Nikkei 225 (+7,26 % seit Jahresbeginn)

Der japanische Nikkei-Index ist bereits auf die Unterstützungszone von 21.000 Punkten zurückgekehrt, nachdem er im Juli in einem engen Band von 21.500 bis 21.800 Punkten seitwärts gelaufen war. Das gesamte Kursbild zeigt bestenfalls einen Seitwärtstrend. Aufhellen kann sich die Situation erst, wenn das Aprilhoch von 22.250 Punkten überschritten werden kann. Angesichts des über 5 % entfernten Niveaus ist das Auskommen kurzfristig sehr unwahrscheinlich.

Grafik 15

Hang Seng Index (+11,31 % seit Jahresbeginn)

Neue Perspektiven für den Hongkonger Index ergeben sich, sobald dieser die Marke von 29.000 Punkten überschritten hat oder - man muss es erwähnen – unter die 27.000er Marke fällt. Dort liegt eine erste Unterstützung, eine zweite ist das Tief Anfang Jan. bei 25.000 Punkten.

Grafik 16

Anleihen: Warten auf Kurseinbruch bei besten Bonitäten

Die Topstände zum Quartalsende konnten die Staatsanleihen dann doch nicht halten. Gewinnmitnahmen und etwas besser als erwartet ausgefallene Konjunkturdaten beendeten den Run vorerst. Die herrschende Meinung manifestiert sich derzeit in der Annahme von zwei Zinsschritten der US-Fed – einer im Juli und im September der nächste um je 0,25 %.

Im Euroraum hatte die EZB signalisiert, dass man weiter für günstiges Geld sorgen will. Zusammen mit Yen-Emissionen liegt nun der Gegenwert von 12 Billionen Euro an Anleihen in ihrer Rendite unter Null. Eine solche Rendite impliziert normalerweise ein extrem negatives Konjunkturszenario, wären die Notenbanken nicht die Verursacher.

Inzwischen sind alle Sub-Assetklassen US High Grade, Euro High Grade und Emerging Markets Corporates in den Risikoprämien auf ihre Jahrestiefs zurückgekehrt. Anders die spekulativeren Non-Investmentgrade-Emissionen in Euro und USD. Im Hinblick auf die Erwartungen für die Aktienseite gäbe es keinen Grund, warum nicht auch diese Assetklassen im zweiten Halbjahr mit geringeren Risikoprämien gehandelt werden sollten. Denn Aktien und schlechtere Bonitäten bei den Anleihen folgen der Gewinndynamik der Unternehmen.

Anleihenportfolios

Grafik 17

KENNZAHLEN EINZELNER PORTFOLIOS

Portfolios	Währungen	Rating	99%- VaR	YTM	Kupon	ASW	Duration	ASW/Duration	Anzahl der Positionen	aktuelle Mindestanlagesumme*
All Grade All Currencies 20	EUR, USD	keine Einschränkung	2,78%	13,39%	5,69%	895	2,8	322	19	ca. 165.417,35 €
All Grade All Currencies 30	EUR, USD	keine Einschränkung	2,02%	12,64%	5,32%	663	2,8	239	29	ca. 254.395,80 €
All Grade EUR 20	EUR	keine Einschränkung	2,80%	12,61%	5,06%	655	2,7	240	20	ca. 174.184,55 €
All Grade EUR 30	EUR	keine Einschränkung	2,01%	9,44%	4,66%	505	2,7	184	28	ca. 259.451,10 €
Mid Grade All Currencies 10	EUR, USD	AAA bis BB-	1,61%	5,12%	4,32%	404	3,1	131	10	ca. 97.533,30 €
Mid Grade All Currencies 20	EUR, USD	AAA bis BB-	1,32%	4,62%	4,49%	295	2,7	110	19	ca. 187.329,60 €
Mid Grade All Currencies 30	EUR, USD	AAA bis BB-	1,14%	4,59%	4,48%	296	2,7	109	26	ca. 256.777,45 €
Mid Grade EUR 10	EUR	AAA bis BB-	1,57%	4,68%	3,67%	381	2,8	134	10	ca. 97.006,85 €
Mid Grade EUR 20	EUR	AAA bis BB-	0,92%	3,48%	3,67%	301	2,8	106	17	ca. 170.612,35 €

ASW: Asset Swap Spread; VaR: Value at Risk; ASW: Risikoaufschlag; * 10.000 nominal pro Position.
Quelle: Bloomberg, VWD. YTM: Fälligkeitsrendite; ASW/Duration: Risikoaufschlag/Duration; 18.07.19; * nicht währungsbereinigt

Thomas Cook – Rettung aus China?

Im letzten Quartal hatte die Berichtserstattung vor allem bei einem Emittenten zu massiven Kursverlusten geführt – dem englischen Reisekonzern Thomas Cook. Mitten in der Sommersaison gewinnt eine Rettungsaktion des defizitären Konzerns an Profil, an deren Ende die Neuausrichtung steht. Die Flugsparte soll vom Reisegeschäft getrennt werden. Retter in der Not ist der schon mit 18% an Thomas Cook beteiligte chinesische Mischkonzern Fosun, der 750 Millionen Pfund Sterling in das Unternehmen einschießt. Damit soll Fosun die Mehrheit am zukünftigen Reiseanbieter und eine Minderheit an der Fluglinie erhalten. Weitere Aktien aus der Kapitalerhöhung gehen an Banken für die Umwandlung von ausstehenden Krediten. Damit dürfte das Unternehmen weitgehend schuldenfrei werden. Inwieweit nun die Anleihegläubiger bei der Transaktion über einen Teilverzicht des Nominalwerts mit zur Sanierung beitragen müssen, steht noch offen. Wohl nicht ganz unbegründet notiert daher die 22iger Emission bei Kursen unter 30 %. Das müsste jedoch vor der Transaktion mit Fosun verkündet werden. Die Altaktionäre jedenfalls haben binnen nur eines Jahres schon 90 % des Kurswerts eingebüßt.

Boparan – positive Zahlen, Zweifel bleiben

Ein weiteres Sorgenkind, das sich aus einer dramatischen Lage in nunmehr ruhigeres Fahrwasser bewegt ist der in Birmingham beheimatete Convenience-Food-Hersteller Boparan. Unter dem Label 2 Sisters Food Group hatte der Selfmademan Ranjit Singh Boparan 1993 aus einem Zerlegebetrieb für Geflügel durch Zukäufe den umsatzstärksten englischen Nahrungsmittelproduzenten gebaut, der zusätzlich Kühlkost, Private-Label-Fertigprodukte, Backwaren herstellt und vertreibt. Um die hohe Verschuldung in dem wachstums- und margenschwachen

Segment abzubauen, hatte Boparan begonnen sich auf das Kerngeschäft zu konzentrieren und eine Reihe von Produktstrecken mit eigener Marke wie Sandwiches und Pizzas zu verkaufen und andere nicht profitable zu schließen. Mitte Juli wurde eine der ausstehenden drei Anleihen fällig, die mit den Verkaufserlösen bedient wurde. Der Markt zweifelt offensichtlich an der langfristigen Schuldendienstfähigkeit von Boparan. Die Zahlen des Konzerns, die für das letzte Quartal Ende Juni präsentiert wurden, waren jedoch relativ positiv. So konnten bei Geflügel die Margen durch Kosteneinsparungen leicht erhöht werden. Kreditlinien, die bankenseits an bestimmte Mindestmargen in den Geschäftsfeldern gebunden sind, dürften weiterhin im Volumen von 80 Mio Pfund Sterling die durch die Anleiherückzahlung leergeräumte Kasse im Bedarfsfall wieder befüllen können. In der neuen Struktur wird für das kommende Geschäftsjahr mit einem Umsatz von 2,6 Mrd. Pfund bei einer Bruttomarge von 87 Mio Pfund gerechnet. Das ist im Verhältnis zur Nettoverschuldung von 659 Mio Pfund wenig. So muss man auf weitere Margenverbesserungen hoffen, wenn die Anleihen wieder anziehen sollen. Eine Refinanzierung am Ende der Laufzeit der anderen Anleihen in 2021 ist zu den aufgerufenen Renditen von knapp 40 % p.a. jedenfalls unmöglich.

Obrascon Huarte Lain – Neustrukturierung läuft

Etwas weiter auf dem Weg zur Gesundung befindet sich der spanische Baukonzern Obrascon Huarte Lain, kurz OHL. Nach der Neustrukturierung des Geschäfts hat sich OHL auf Infrastrukturprojekte in den USA (37 %), in Lateinamerika (32%) und im Heimatland Spanien konzentriert. Die Verschuldung wurde durch den Verkauf von Mautstraßen massiv reduziert. Gleichzeitig konnten die Gemeinkosten innerhalb der vergangenen nahezu halbiert werden. Mit rund 2,8 Mrd. Jahresumsatz verbleiben heute nach Abzug der Overheadkosten von rund 5 % etwa 140 Mio Euro operatives Ergebnis. Zum Jahresschluss 2018 standen noch 670 Mio EUR an Anleihen und 592 Mio EUR an Bankkrediten in den Büchern. Das Eigenkapital belief sich auf 950 Mio EUR. Im März 2020 wird die erste der drei ausstehenden Anleihen endfällig. Sie dürfte unproblematisch getilgt werden. Ob die beiden 2022er und 2023er Emissionen ähnlich erfolgreich enden, wird sich noch herausstellen. Vieles deutet darauf hin. Zum Geschäftsverlauf dürfte der am 31.07.19 anberaumte Conference-Call mehr hergeben.

Tereos – Zucker allein reicht nicht

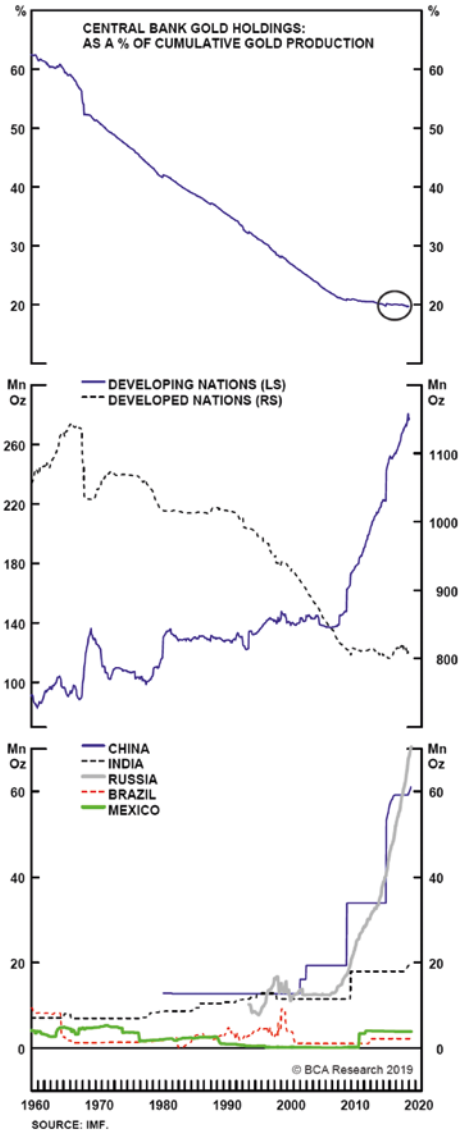
Seit Freigabe der Preisbindung beim europäischen Zucker hatte die französische Agrargenossenschaft Tereos mit ihrem Hauptprodukt Schwierigkeiten. Dem Hersteller von Rohzucker, Stärke und Bioethanol ging es genauso wie seinem deutschen Konkurrenten Südzucker, nachdem der Rohzuckerpreis im Verlauf der letzten Jahre rund 50 % auf 240 EUR pro Tonne nachgab. Heute hofft Tereos wie Südzucker wieder auf Licht am Ende des Tunnels. Das ist allerdings durch das Freihandelsabkommen mit den Staaten des Mercosur eher zweifelhaft, denn dort kann Rohrzucker zu unschlagbar niedrigen Kosten produziert werden. Durch die internationale Struktur der Produktionsstätten und einen veränderten Produktmix könnte Tereos hier etwas entgegensetzen. Mit dem zum 31.03. endenden Geschäftsjahr halbierte sich die EBITDA auf 275 Mio EUR bei 4,4 Mrd. EUR Umsatz. Die Liquidität der Genossenschaft konnte durch Verkauf von Anteilen an einem Joint Venture um 220 Mio EUR verbessert werden. Allerdings wird für das kommende Jahr weltweit ein Zuckerdefizit erwartet, das zu entsprechenden Preissteigerungen führen sollte. Die beiden ausstehenden Euro-Anleihen mit Fälligkeit 2020 und 2023 wären dann auf der sicheren Seite.

Rohstoffe: Gold und Öl weiter im Fokus

Gold – taktischer Trade für die nächsten Monate

Es ist die Notenbankpolitik, die schon im Juni zu einem Ausbruch des Kurses von Gold über 1.350 USD pro Unze geführt hatte. Nachdem es im Handelskrieg mit China kein absehbares Ende zu geben scheint, rutschte bis zuletzt auch der Index der Einkaufsmanager (ISM) immer weiter nach Süden und ließ die Inflationserwartungen sinken. Damit wird Gold im Umfeld anderer zinsloser Anlagen relativ attraktiver. Die immerhin 100 Basispunkte Rückgang im Realzins werden weiter durch die Goldnachfrage der chinesischen Notenbank unterstützt, die nach dem Vorbild Russlands 2014 nun ebenfalls vom Dollar die eigenen Währungsreserven wegdiversifiziert. Derzeit hat China nur 2,8 % aller Währungsreserven in Gold, aber knapp 53 % in USD. Unser bevorzugtes Investment sind Goldminenaktien, die wir in der letzten Perspektiven-Ausgabe Juni 2019 auf Seite 15 zusammengestellt hatten.

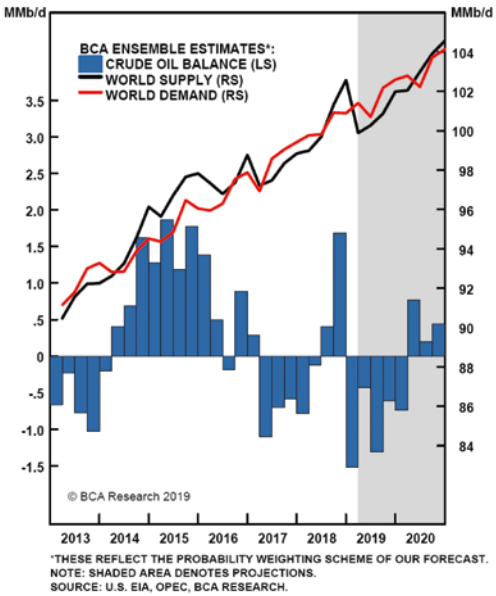
Notenbanken setzen auf Gold Grafik 18



Öl ab 2020 im Überangebot

Nach den jüngsten Berichten der internationalen Ölagentur IEA soll die Nachfrage nach Rohöl 2019 unverändert um 1,14 Mio Barrel pro Tag wachsen. 2020 sollen es 1,4 Mio Barrel pro Tag werden.

Öl-Markt hart umkämpft Grafik 19



Auf Seiten des Angebots wirken die Produktionskürzungen der OPEC+ Gruppe weiter fort, auch wenn die Produktion der großen US-Multis zusammen mit den Shale-Öl-Förderern in Amerikas Süden mit 10 bis 15 % weiter zulegt. Das zeigen deren Investitionen in Ausrüstung seit 2016, die allein 2019 um 17,3 % steigen werden. Während das laufende Jahr für den Preis pro Barrel WTI noch kein Problem darstellen dürfte, könnte sich das Bild im Verlauf des kommenden Jahres durchaus verändern. Das zeigt gerade auch die wieder zunehmende Zahl von neu erschlossenen Ölquellen im Golf von Mexiko. Damit würde es auch wieder enger werden für die Shale-Öl-Produzenten, denn deren Einstandspreis pro Barrel lag zuletzt auf Vollkostenbasis immerhin noch bei knapp über 50 USD gegenüber der „normalen" Förderung der Ölmultis von nur rund 40 USD. Dies vor Augen sollten krisenbedingte Preisanstiege, wie zuletzt durch den Irankonflikt hervorgerufen, eher zum Ausstieg bei den Ölaktien genutzt werden.

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

E-Mail: info@i-c-m.de
www.i-c-m.de
Herausgeber:
ICM InvestmentBank AG
Erscheinungsdatum: 21.6.2019

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.