PERSPEKTIVEN

Der Monatsausblick der ICM InvestmentBank AG

Ausgabe 10/2019

FUND AWARD 2019
€uro
€uro AM SONNTAG
BÖRSE ONLINE

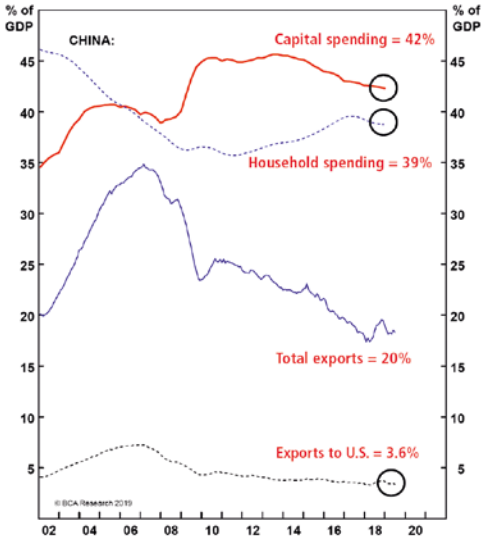
WirtschaftsWoche
BESTE Vermögens-verwalter
2019
ICM InvestmentBank AG
Kategorie: offensiv & flexibel (3 Jahre)
Im Test: 586 Fonds
Ausgabe 10/2019

Lieber Leser,

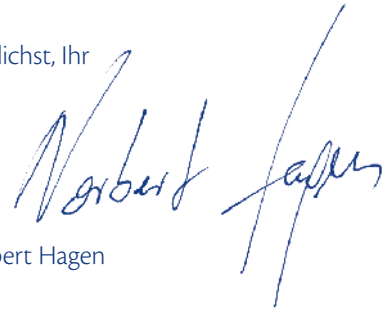
September und Oktober sollen an den Aktienmärkten zu den gefährlichsten Monaten im Jahresverlauf zählen. Während dieses Mal der September sogar positiv überraschte, sah es in den ersten Oktoberwochen verdrießlich aus. Erst als politisches Tauwetter einsetzte – Premier Johnson und die EU entwickelten einen neue Variante des Brexitvertrags und Donald Trump vermeldete ein erstes endverhandeltes Teilabkommen mit China -, holten die Aktienmärkte zuvor verlorenes Terrain wieder auf. Dabei sendet die globale konjunkturelle Lage weiterhin negative Signale. Vor allem die chinesische Nachfrage nach Investitionsgütern lässt nach. Die nebenstehende Grafik offenbart den ausnehmend hohen Anteil von Anlageinvestitionen am chinesischen Bruttoinlandsprodukt und widerlegt den allgemeinen Irrglauben, dass das eigentliche Problem im von US-Präsidenten Trump wieder eingeführten Protektionismus liegt. Chinas Baubeginne und Fertigstellungen befinden sich mit minus 5 % bis minus 10 % im Vorjahresvergleich in einer Rezession. Dementsprechend schwächer fällt damit auch die Rohstoffnachfrage des weltweit größten Abnehmers aus. Offensichtlich ist der chinesische Konsument derzeit mit Ausgaben vorsichtig und demzufolge üben sich die Unternehmer in Zurückhaltung, wenn es um neue Investitionen geht. Damit reduziert sich notgedrungen auch die Umschlagshäufigkeit der Geldmenge, was die Notenbank nur mit einer Ausweitung derselben wieder abfedern kann. Kurz gesagt: Die globale Konjunkturlokomotive China dürfte sich angesichts einer Wachstumsrate von nur mehr 6,0 % im dritten Quartal wahrscheinlich bereits am Ende der Konsolidierungsphase befinden. Im Hinblick auf ähnliche Perioden der Vergangenheit dauert es noch mindestens sechs Monate, bis ein neuer Aufschwung im Reich der Mitte sichtbar wird. Ob der Rest der Welt damit klarkommt, werden die nächsten Wochen zeigen.

Grafik 1

China: Zölle nicht das Problem



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, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die ICM InvestmentBank AG Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die ICM InvestmentBank AG sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.
5. Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Mundus Classic Value Fonds (A114WE, A114WF) und des VAA Value Strategie PLUS Fonds (A2AEWA, A2N4ME). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: keine.

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

Allokation: Politisches Tauwetter versus weiter schwacher Konjunktur

Die seit Monaten schwächelnde Weltwirtschaft befindet sich zu Beginn des vierten Quartals am Wendepunkt: verlangsamt sich das Wachstum weiter, stünde am Ende eine längere rezessive Phase ins Haus. Doch die Zeichen mehren sich, dass die globale Wirtschaft eine Trendwende zum Positiven in letzter Sekunde vor allem dank der Unterstützung der Notenbanken schaffen könnte. Eine lockere Zinspolitik unterstützt Wachstum, diese einfache Formel hat bislang stets gegriffen. Unterstützt wird diese Hoffnung von positiven Ausschlägen der wichtigen Wirtschaftsindikatoren. Deren Anstieg ist vor allem einem leichten Aufschwung in den Entwicklungsländern geschuldet.

Viel wird in der näheren Zukunft allerdings davon abhängen, ob der Abschwung des verarbeitenden Gewerbes doch noch den bedeutend größeren Dienstleistungssektor erfasst. Die einschlägigen Indizes weisen darauf hin, doch insgesamt blieb der Rückgang des Dienstleistungssektors bislang limitiert, selbst in Deutschland verweilt der Sektor trotz Rückgängen weiterhin im positiven Bereich. Hier liegt der große Unterschied zu den Rezessionen der Jahre 2001/2 und 2008/9 – damals brach der Dienstleistungsbereich im Einklang mit dem verarbeitenden Gewerbe ein.

Automobilabsatz im Rückwärtsgang

Als Hauptgründe für die Schwäche der verarbeitenden Industrie werden oft der Abbau des Schattenbanksystems in China sowie der Handelskrieg zwischen den beiden Wirtschaftsschwergewichten USA und China genannt. Doch es gibt einen weiteren Schuldigen: Autos. Gemäß der Statistiken der Agentur WardsAuto fiel der Absatz in diesem Bereich allein im ersten Halbjahr des Jahres um 5 %, der signifikanteste Rückgang seit der großen Rezession.

Strenge Umweltauflagen, auslaufende Steuervorteile, striktere Kreditvergabe sowie der oben genannten Handelsstreit begünstigten diese Entwicklung. Einziger Lichtblick ist derzeit, dass die Produktion stärker sinkt als der Umsatz, was bedeutet, dass momentan Lagerbestände abgebaut werden können.

Mit 14 % sind die Automobil-Verkaufszahlen in China besonders stark rückläufig, doch auch hier gibt es Hoffnung. Die Anzahl der Einwohner, die ein Auto besitzen ist deutlich geringer als in den USA, Japan oder Korea, was darauf hoffen lässt, dass die Absatzzahlen langfristig wieder deutlich steigen dürften, da es Nachholbedarf in diesem Sektor gibt.

Handelsstreit – nur Verlierer

Auch in Sachen Handelsstreit darf auf Entspannung gehofft werden: Sowohl China als auch die USA haben derzeit durch einen Streit deutlich mehr zu verlieren als zu gewinnen. Für US-Präsident Donald Trump steht seine Wiederwahl auf dem Spiel, die Wähler zeigen sich bislang allein von seiner Wirtschaftspolitik beeindruckt, in allen anderen Bereichen schwächelt er in den Umfragen. Ein ausufernder Handelskrieg würde die US-Wirtschaft aber ebenso treffen wie die chinesische und eine schwache Wirtschaft kann Trump im Wahljahr nicht gebrauchen.

Die Chinesen auf der anderen Seite werden sich bewusst sein, dass die Verhandlungen mit Trump vor den Wahlen aus genau diesen Gründen für sie leichter werden dürften als Gespräche mit einem wiedergewählten Trump. Und sollte der Republikaner die Wahlen tatsächlich verlieren, würde die ultra-linke Demokratin Elizabeth Warren, die derzeit in den Umfragen Boden gegen ihren Parteigenossen Joe Biden gutmacht, wohl keine einfachere Verhandlungspartnerin werden.

China bleibt Zünglein an der Waage

Auch insgesamt liegt der Fokus, wenn es um die weitere Entwicklung der Weltwirtschaft geht, darauf, was die chinesische Regierung plant. Bislang ist das Ausmaß der geld- und kreditpolitischen Maßnahmen der Pekinger Führung weit von den Maßnahmen entfernt, die 2015/16 und 2008/9 noch ergriffen wurden. Die hohe Verschuldung bereitet derzeit die größeren Sorgen, zudem befindet sich die chinesische Wirtschaft momentan in einem bedeutend besseren Zustand als damals. Auch der Schock des von Donald Trump angezettelten Handelskrieges ist nicht annähernd so bedeutend wie die große Rezession Ende der letzten Dekade, die chinesischen Exporte in die USA machen schließlich am Ende des Tages wie eingangs erwähnt nur 2,7 % des Bruttoinlandproduktes des asiatischen Landes aus.

Offensichtlich liegt es an etwas anderem, dass China nicht ausreichend floriert. Dem Konsumenten fehlt es schlicht an der „Lust am Kaufen". Dasselbe gilt nachfolgend auch für das verarbeitende Gewerbe. Denn wozu investieren, wenn der Abnehmer fürs Produkt fehlt?

Lichtblick Europa?

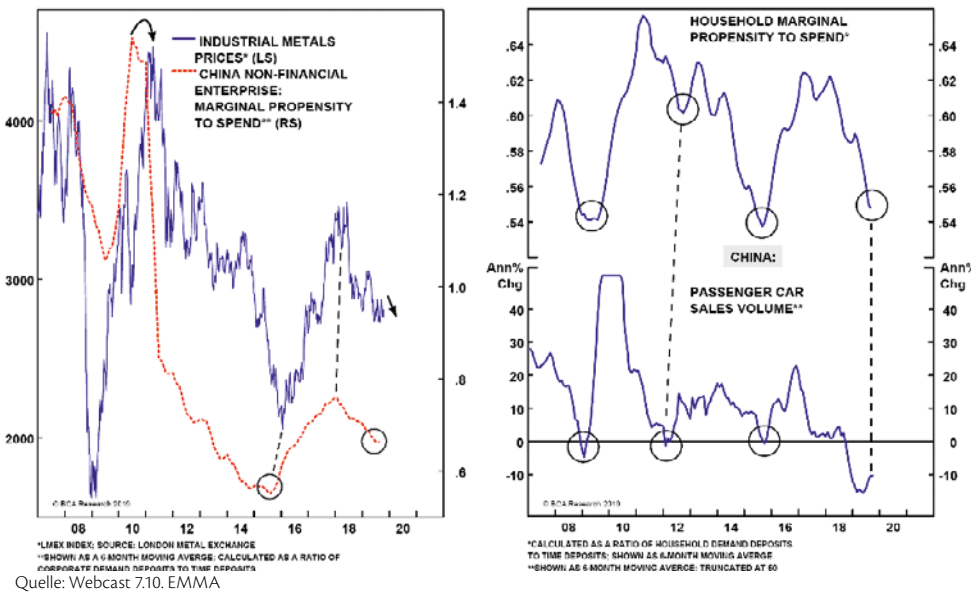
Vorsichtig hoffnungsvoll ist die Stimmung derweil in Europa. Zwar sind die unter dem scheidenden EZB-Präsidenten Mario Draghi wieder aufgenommenen Anleihenankäufe bei den Ratsmitgliedern nicht unumstritten, doch dürften sie einen Aufschwung der Wirtschaft der Euro-Zone gegen Ende des Jahres unterstützen. Das Geldwachstum ist bereits angestiegen - und das zieht für gewöhnlich ein Wachstum des Bruttoinlandsprodukts nach sich.

Positiv, vor allem auf die britische Wirtschaft und das britische Pfund, dürfte sich der nach langem Ringen endlich gefundene Brexit-Deal auswirken, sofern dieser genügend Zustimmung im britischen Parlament findet. Wenn nicht, muss sich auch Boris Johnson an die Gesetzeslage halten. Und die schreibt einen geregelten Brexit vor.

Japan: Krise hält an

Auf dem Papier sieht es für die japanische Wirtschaft deutlich schlechter aus als für andere führende Wirtschaftsnationen. So ist der Auftragseingang bei den Werkzeugmaschinen im 12-Monats-Vergleich um 37 % gesunken, Exporte gingen um 8 % und Importe gar um 12 % zurück. Der Einkaufsmanagerindex der verarbeitenden Industrie gab weiter nach und fiel auf 48.9 Punkte, nachdem er im August noch bei 49.3 Punkten gelegen hatte. Die aus dem Handelskrieg zwischen den USA und China resultierenden Unsicherheiten belasteten die japanische Wirtschaft ebenso wie die Spannungen des Landes mit seinem Nachbarn Korea.

Konsum in China rückläufig Grafik 2



Quelle: Webcast 7.10. EMMA

Zwar ist davon auszugehen, dass die japanische Industrieproduktion am Ende des Jahres nach einem Rückgang von 5 % in den vergangenen zwölf Monaten wieder zulegen kann, doch hat die japanische Regierung mit einer Erhöhung der Umsatzsteuer der eigenen Wirtschaftsentwicklung keinen Gefallen getan. Seit Beginn der 90er Jahre ist das japanische Bruttoinlandsprodukt (BIP) kaum gewachsen, ein Anstieg dürfte erst wieder erreicht werden, wenn es der japanischen Regierung gelingt, die Nominallöhne zu steigern. Nur so kann die bereits weltweit unvergleichlich hohe Verschuldungsquote im Verhältnis zum BIP (237,1 %, Stand 2018) im Zaum gehalten werden.

US-Wirtschaft wächst gegen den Trend

Die größte Volkswirtschaft der Welt hat sich dem derzeitigen globalen Wirtschaftsabschwung weitestgehend entziehen können, vor allem da das verarbeitende Gewerbe der USA einen geringeren Anteil am Bruttoinlandsprodukt als in anderen Ländern hat.
Die aktuellen Wirtschaftszahlen zeigen sich auch weiterhin robust: Das BIP dürfte mit einem Anstieg von 1,8 % im dritten Quartal auf Kurs bleiben, der private Konsum um 2,5 % nach starken 4,5 % im zweiten Quartal steigen. Der private Wohnungsmarkt hat offenbar die Trendwende geschafft, sowohl Hausverkäufe ,als auch die Vergabe von Baugenehmigungen haben angezogen.

Im Gegensatz zum privaten Hausmarkt fielen die Investitionsindices der Wirtschaft allerdings aufgrund des schwachen verarbeitenden Gewerbes, dem starken Dollar und den Unsicherheiten resultierend aus dem Handelsstreit – von den Tiefstständen zu Rezessionszeiten sind sie jedoch noch weit entfernt.

Zusammengefasst darf in den USA gegen Ende des laufenden Jahres sogar mit einem etwas stärkeren Wirtschaftswachstum gerechnet werden, welches insbesondere vom privaten Konsum und dem verbesserten Immobiliensektor unterstützt wird.

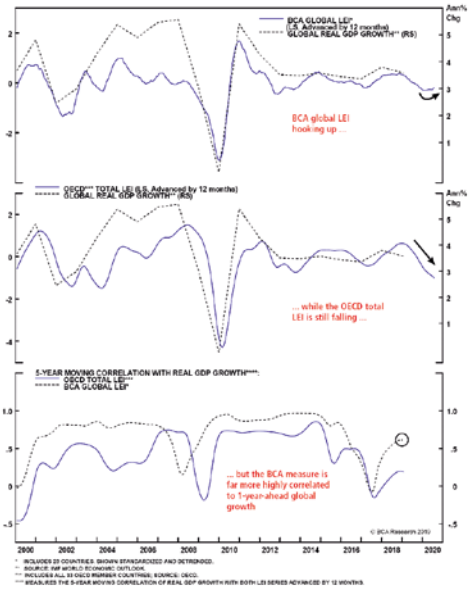
Frühindikatoren geben Anlass zur Hoffnung

Zu Zeiten großer Unsicherheit über die chinesisch-amerikanischen Handelsbeziehungen und anderer pessimistischer Frühindikatoren wie z.B. dem PMI des verarbeitenden Gewerbes, gibt es doch einen vielversprechenden Hoffnungsschimmer: der globale LEI hat gedreht – all dem weltpolitischen Drama zum Trotz.

Die Abkürzung LEI steht für Leading Economic Index. Der Index ist ein volkswirtschaftlicher Indikator, der versucht, künftige wirtschaftliche Entwicklungen vorherzusehen. Wir orientieren uns am LEI unseres kanadischen Partners BCA Research.

Dieser LEI unterscheidet sich in seiner Komponenten-Gewichtung deutlich von dem allgemein bekannten globalen Frühindikatoren-Index der OECD, der noch immer einem Abwärtstrend folgt. Mit einem Blick auf den BCA-LEI lassen sich, trotz der schwierigen wirtschaftlichen Lage in vielen Ländern, die dennoch steigenden Aktienmärkte erklären. Der Grund: Die OECD verarbeitet zwar Daten aus 33 Ländern, allerdings mit einer hohen Gewichtung der Industrienationen (DM), den sogenannten „developed markets", exportstarke Schwellenländer, „emerging markets" (EM), wie Taiwan und Singapur werden außer Acht gelassen. Nach Berechnungen des IWF stammen seit der globalen Wirtschaftskrise 2009 allerdings 58 % des globalen Wachstums aus eben diesen Schwellenländern. Bis 2024 sollen es sogar 64 % werden. Damit ist der Gewichtungsansatz der OECD mit 13 % überholt. Basierend auf dem BIP müssten Schwellenländer einen Anteil von 33 % ausweisen. In der Tabelle unten sind beide Ansätze gegenübergestellt.

BCA-LEI: Aufschwung in Sicht Grafik 4



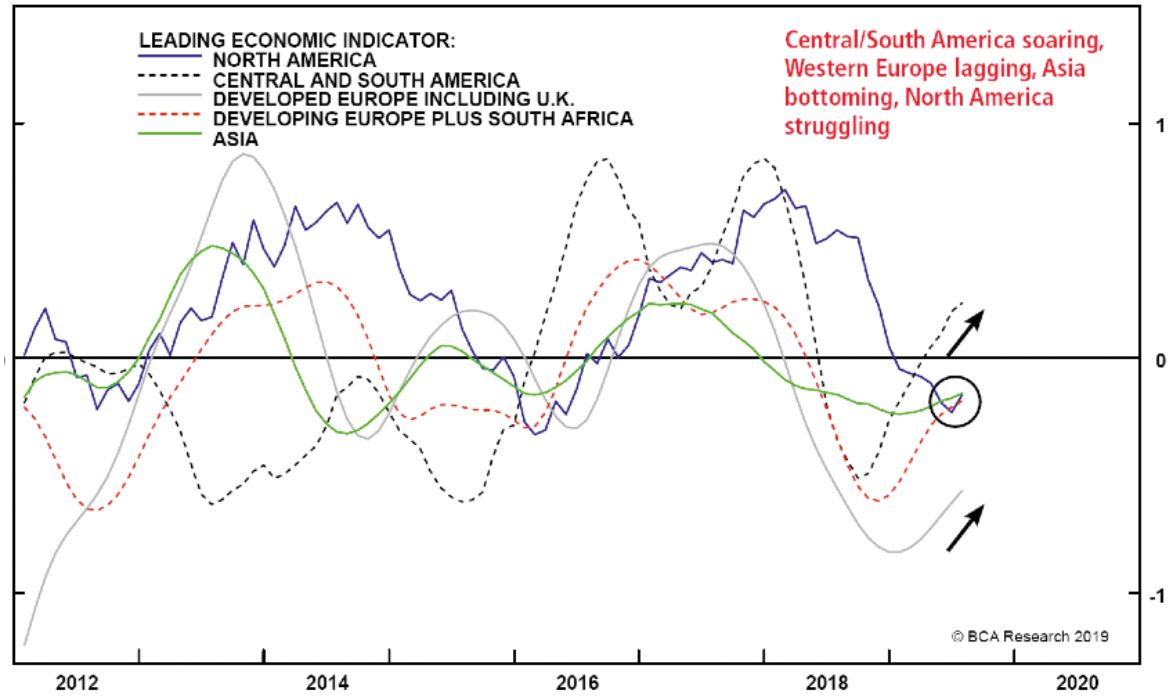
Unterschiedliche Gewichtungen verändern das Bild Grafik 3

BCA GLOBAL LEADING ECONOMIC INDICATOR		OECD GLOBAL LEADING ECONOMIC INDICATOR	
U.S.	32%	U.S.	35%
CHINA	20%	JAPAN	9%
JAPAN	9%	GERMANY	8%
GERMANY	6%	FRANCE	5%
U.K.	5%	U.K.	5%
FRANCE	5%	ITALY	4%
CANADA	4%	MEXICO	4%
ITALY	3%	TURKEY	4%
BRAZIL	3%	KOREA	3%
KOREA	2%	SPAIN	3%
RUSSIA	2%	CANADA	3%
MEXICO	2%	AUSTRALIA	2%
TURKEY	1%	POLAND	2%
TAIWAN	1%	NETHERLANDS	2%
POLAND	1%	BELGIUM	1%
OTHER COUNTRIES	4%	OTHER COUNTRIES	10%
DEVELOPED MARKETS	**67%**	**DEVELOPED MARKETS**	**87%**
EMERGING MARKETS	**33%**	**EMERGING MARKETS**	**13%**

Woraus resultiert der Aufschwung?

Extrahiert man aus dem globalen LEI die Daten für DM (Industrienationen) und EM (Schwellenländer) wird deutlich, dass der Aufschwung ausschließlich aus den EM-Wirtschaften stammt. Weiterhin lässt sich der globale LEI nach regionalen Frühindikatoren aufschlüsseln. Dabei ergibt sich ein optimistisches Bild für Südamerika und Osteuropa, während Asien und Westeuropa zumindest die Tiefststände hinter sich gelassen haben. Am schwächsten präsentiert sich der LEI für Nordamerika, allerdings geben auch hier die aktuellsten Daten Anlass zur Hoffnung.

Unterschiedliche Regionen – unterschiedliche Entwicklung Grafik 5



SOURCE: OECD, NATIONAL SOURCES, THE CONFERENCE BOARD, AND BCA CALCULATIONS.

Die Datenauswahl der regionalen LEIs setzt sich unterschiedlich zusammen, Grundlage der Berechnungen bilden aber immer die Daten von Aktienmärkten, Geldmengenwachstum, Exportaufträgen, Firmen/Konsumentenvertrauen, Inventuren, kurzfristigem Zins und in manchen EM Ländern auch Verbraucherpreisinflation.

Auch die Frühindikatoren der einzelnen Länder, die ebenfalls in einem LEI erfasst werden, lassen wertvolle Rückschlüsse zu, die im Folgenden zusammengefasst sind:

Asiatische Schlüsselmärkte wie Malaysia, Thailand und Taiwan profitieren von einer Geldmengenausweitung, die Zahlen über Exporte und inländische Nachfrage bleiben allerdings durchwachsen.

Der chinesische LEI, standardisiert und Trend bereinigt, hat sich wieder erholt. Trotz Handelsstreitigkeiten wächst die chinesische Wirtschaft weiter, getrieben vor allem von der Düngemittel- und Motorproduktion, während die Rohstahlproduktion weiterhin eine 9% Wachstumsrate verfolgt.

In den entwickelten asiatischen Volkswirtschaften ist die Situation eher durchwachsen. Japan und Korea leiden unter einem Rückgang von mittelständischen Unternehmen und Verbrauchervertrauen, respektive. Japanische Aktienkurse bleiben unverändert, während sie in Korea sogar sanken. Singapurs Wirtschaft, ein wichtiges Barometer für globales Wachstum, kämpft gleichzeitig mit sinkenden Importen und Geschäftserwartungen.

In Lateinamerika zeigen Umfragen zum Unternehmervertrauen vor allem im Fertigungssektor positive Ergebnisse. Eine Geldmengenausweitung befördert sowohl Chile als auch Argentinien wieder in den grünen Bereich. Eine Verringerung der Renditedifferenzen zwischen mexikanischer und US-amerikanischer Staatsverschuldung und positiver Entwicklungstendenzen des Produktionssektors haben dem mexikanischen LEI zu einem 10-Jahres Hoch verholfen.

Sorgenkinder USA und Deutschland?

Wo also liegen die Schwächen der Weltwirtschaft, wenn die Indikatoren für die meisten Länder wieder positiver ausfallen? Betrachtet man ausschließlich die Frühindikatoren scheinen ausgerechnet die USA und Deutschland die Problemkandidaten darzustellen.

Der US-LEI driftet seit 2019 kontinuierlich in negatives Territorium, Schuld an diesem Rückgang sind die durchschnittlichen Produktionsstunden pro Woche, die Neuaufträge für Konsumgüter und Werksstoffe und die inverse Zinsstruktur. Dennoch, die Aktienkurse und das M2-Geldmengen-Wachstum bedeuten einen Hoffnungsschimmer.

Ein Blick auf die deutsche Wirtschaft ergibt ein aussichtsloseres Bild. „Weiche" Daten deuten auf tiefen Pessimismus bei deutschen Unternehmen der verarbeitenden Industrie hin. Der IFO Geschäftsklimaindex und die Erwartungen der Unternehmen bezüglich Exportaufträgen haben dieses Jahr einen starken Rückgang verzeichnet und im September nur vorsichtige Aufschwünge gezeigt. Diese negative Einschätzung teilt inzwischen auch der Dienstleistungssektor. Der zuletzt leichte Zuwachs an Neuaufträgen im verarbeitenden Gewerbe lässt zwar auf Erholung hoffen, noch ist die Entwicklung allerdings zu frisch, um auf eine anhaltende Verbesserung hinzudeuten.

Sowohl die US- als auch die deutsche Wirtschaft werden von Investoren allein schon aufgrund ihrer Größe als ausschlaggebend betrachtet. Die Angst vor einer globalen Rezession erscheint greifbar, schwächelt auch nur eine dieser beiden Nationen. Es ist dennoch nicht zu vergessen, dass beide Volkswirtschaften typischerweise dem globalen Wirtschaftszyklus hinterherhinken. In den asiatischen Schwellenländern zeigen Frühindikatoren, dass der Tiefpunkt durchschritten ist oder man sich bereits in einem Aufschwung befindet, auch wenn dieser noch zu frisch ist, um endgültig Entwarnung zu geben.

Die größten Risiken im Fokus

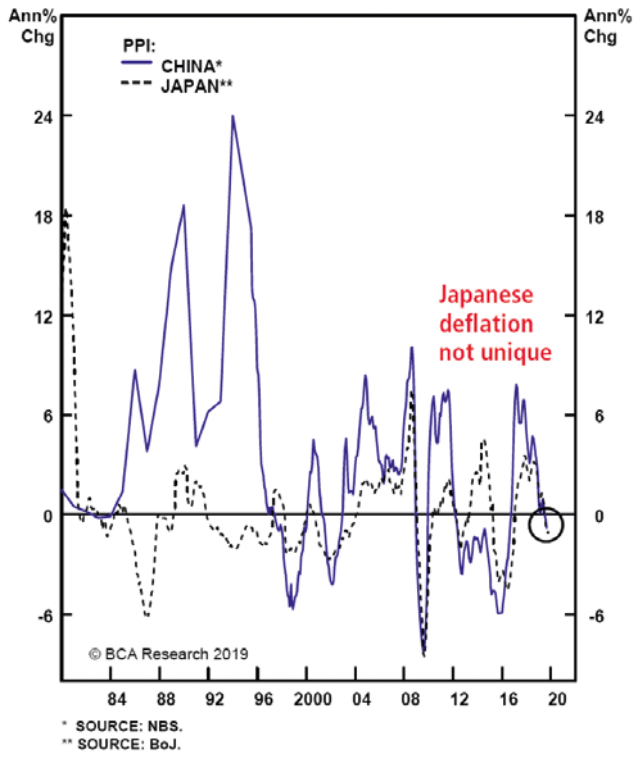
In der Systemtheorie geht man davon aus, dass begrenzende Faktoren die Leistungsfähigkeit eines Systems bedingen. Dies ist im Welthandel nicht anders. Für das kommende Quartal lassen sich vier potenzielle Engpässe prognostizieren, welche die globalen Handelsströme trotz der positiven Vorzeichen zum Stocken bringen könnten.

Risiko Eins: Deflationsspirale in China

Der chinesische Staatspräsident Xi Jinping hat beim Versuch die chinesische Wirtschaft mit möglichst niedriger Staatsverschuldung anzukurbeln in 2019 bislang eine bemerkenswerte Ausdauer bewiesen. Dabei muss er allerdings eine Deflationsspirale verhindern. Diese entsteht, wenn mangels Stimuli Haushalte und Unternehmen ihre Ausgaben und ihre Verschuldung zurückschrauben und infolgedessen das Preisniveau ebenso wie das Vermögen des privaten Sektors sinkt.

Im Verlauf der folgenden Wirtschaftszyklen werden bei einer solchen Entwicklung Stützungsmaßnahmen erforderlich, wie z.B. in

Sorge um Deflationsspirale in China Grafik 6

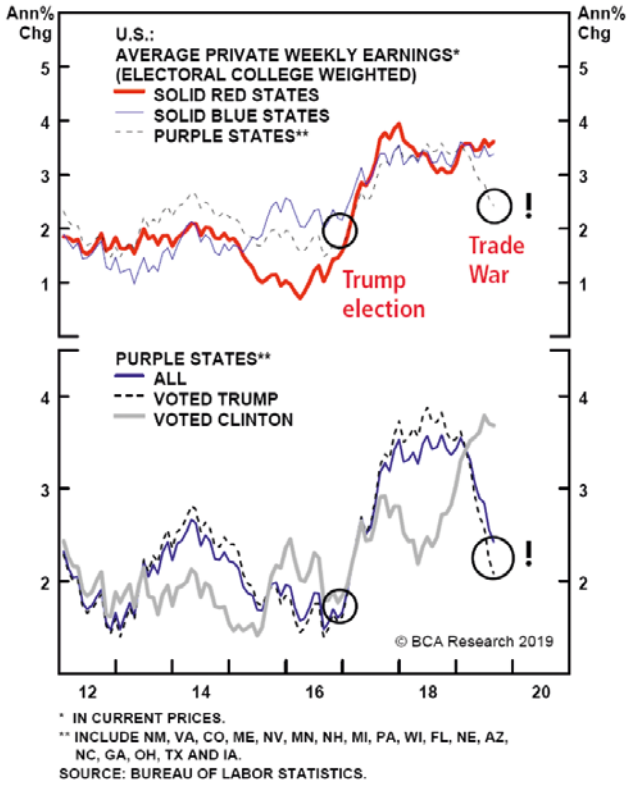


Japan nach dem Platzen der Immobilienblase mit den sogenannten „Abenomics" geschehen. Hierunter versteht man ein Wirtschaftsförderungsprogramm, das nach dem Premierminister Shinzō Abe benannt wurde. Noch gibt es in China kein Äquivalent für eine Immobilienblase, die lockere Geld- und Fiskalpolitik erhält das fragile Gleichgewicht aufrecht. Im oben genannten Kontext ist allerdings bereits die negative Entwicklung des Produzenten-Preisindex zu sehen, der erneut unter die Null-Linie gefallen ist. Im Laufe der nächsten zwölf Monate wird sich entscheiden, ob die chinesische Wirtschaft weiter auf die Stimuli der Regierung anspringt. Positiv dürfte sich unabhängig davon auch eine Entspannung im Handelskrieg mit den USA auswirken.

Risiko Zwei: Handelsstreit vs. US Wahlen

Trumps größte Sorge in Bezug auf den Handelsstreit ist ökonomischer Natur und nicht politisch. Der Großteil der Bevölkerung steht seiner Kampagne gegen China grundsätzlich befürwortend gegenüber, obwohl der Handelskonflikt hauptsächlich von den Endverbrauchern getragen wird. Dies könnte sich allerdings ändern, sobald diese Last zu hoch wird. Das als Folge des globalen Konjunkturabschwungs gerade in der verarbeitenden Industrie sinkende Lohnwachstum trifft vor allem die sogenannten Swing-Staaten, die für Trump bei den kommenden Wahlen besonders wichtig werden. Trump kann also den Handelsstreit nicht eskalieren lassen, ohne seinen Wahlerfolg zu riskieren. Dazu müsste zuerst eine Stabilisierung der amerikanischen Wirtschaft in Sicht sein.

Trump unter Druck Handelsstreit zu beenden Grafik 7



* IN CURRENT PRICES.
** INCLUDE NM, VA, CO, ME, NV, MN, NH, MI, PA, WI, FL, NE, AZ, NC, GA, OH, TX AND IA.
SOURCE: BUREAU OF LABOR STATISTICS.

Risiko Drei: Irans Macht über den Ölpreis

Mit dem Truppenabzug aus Syrien, beziehungsweise aus der mit der Türkei abgesprochenen Sicherheitszone, hat Trump seine kurdischen Verbündeten gewissermaßen Ankaras militärischer Großoffensive ausgeliefert. Dem NATO Partner wurde ausschließlich mit wirtschaftlichen Sanktionen gedroht, falls Beweise für ethnische Säuberungen vorlägen. Dieses Manöver stellt einen weiteren Schritt im Rückzug der USA aus dem Nahen Osten dar, eine zwangsläufige Konsequenz der Umorientierung in den asiatisch-pazifischen Raum. Als Gewinner geht vor allem der Iran hervor. Zwar bestehen die USA auf den maximalen Sanktionen gegen das Land, doch eine klare Abneigung vor kriegerischer Eskalation wurde spätestens deutlich, als Irans Angriff auf Saudi-Arabische Ölförderungsanlagen militärisch ungeahndet blieb.

Der wirtschaftliche Druck auf den Iran wurde unterdessen von China verstärkt, welches sich Berichten zufolge aus dem South-Pars-Gasfeld Projekt zurückziehen will. Das ist ein Schlag für den Iran, jedoch förderlich für die sino-amerikanische Beziehung. Dennoch, 18% des globalen Ölhandels fließt durch die Straße von Hormuz – Irans Ass im Ärmel und gleichzeitig der größte begrenzende Faktor für Trumps Außenpolitik in der Region, der einen Engpass in der Ölversorgung als weitere Belastung für die ohnehin schon strapazierte US-amerikanische Wirtschaft nicht verantworten kann.
Ein derartiger Ölschock muss allerdings nicht von Hormuz oder Angriffen auf die regionale Ölförderung ausgehen. Der Iran kann die regimekritischen Proteste im Südirak für sich nutzen. Ca 2 Millionen Barrel Öl strömen pro Tag aus dem Irak in den Weltmarkt. Erneute Instabilität könnte den Ölpreise nach oben treiben – und das zu einem ungünstigen Zeitpunkt, da sich die Weltwirtschaft in einer Fertigungsrezession befindet.

Risiko Vier: Brexit or no Brexit?

Das Problem: Man kann aktuell keines der Risikoszenarien ausschließen. Und das trotz eines vor kurzem verabschiedeten Gesetzeswerks, in dem ein Brexit ohne Vertrag als „No Go" festgelegt wird. Johnsons neue Vereinbarung verankert nun effektiv eine Zollgrenze entlang der Irischen See zwischen Nordirland und Großbritannien, d.h. dem Rest des Vereinigten Königreichs.

Der Zollkodex der EU gilt für alle Waren, die nach Nordirland gelangen in Verbindung mit vielen anderen Binnenmarktbestimmungen. Damit steigt die Wahrscheinlichkeit, dass sich Nordirland im Laufe der Zeit wirtschaftlich nach Süden ausrichten wird. Gefährdend aus der Perspektive der langfristigen Wahrung der Einheit des Vereinigten Königreichs ist der für Nordirland vereinbarte Zustimmungsmechanismus. Vier Jahre nach Ablauf der Übergangszeit kann die Nordirische Versammlung ihre Zustimmung zur weiteren Anwendung des einschlägigen EU-Rechts widerrufen. Das ist aus heutiger Sicht unwahrscheinlich, denn die meisten anderen großen Parteien neben der DUP sind für den Verbleib in der EU, oder für eine möglichst enge Anbindung Nordirlands. Das spiegelt auch die Präferenzen der Mehrheit der Wähler in Nordirland wider. Gleiches gilt für Schottland, wo eine derartige Ausnahmeregelung unterbleiben wird. Allerdings dürften sich die Schottischen Nationalisten (SNP) zukünftig um eine solche bemühen.

Die komplexen Mechanismen, die für die Lösung des Nordirland-Problems gewählt wurden, schaffen auf jeden Fall nicht nur für die britischen Unternehmen viel Bürokratie. Auch bei so komplexen Themen wie Zöllen und Mehrwertsteuererhebung ist das aktuelle Abkommen mit heißer Nadel gestrickt. Es ist daher sehr wahrscheinlich, dass während des Abstimmungsprozesses im britischen und europäischen Parlament in den kommenden Tagen und Wochen noch viele technische Probleme aufgedeckt werden.

Umgekehrt sieht das Abkommen aus Sicht der EU besser aus als der ursprüngliche britische Backstop, der zuvor von Theresa May ausgehandelt worden war, gerade um eine Grenze entlang der Irischen See zu vermeiden. Zudem wird jegliche Festlegung über die Ausgestaltung der zukünftigen Beziehung vermieden. Es bleibt trotz aller Regelungen immer noch ungewiss, ob die EU tatsächlich eine möglicherweise doch noch nötige Verlängerung ablehnen würde, um beispielsweise ein zweites, bestätigendes Referendum oder Neuwahlen zu ermöglichen. Einen vertragslosen Ausstieg der Briten aus der EU kann man allerdings wohl zu den Akten legen.

BCA Allokation: Staatsanleihen einen weiteren Monat vorn

Die Börsen befinden sich derzeit in einer abwartenden Haltung, erst wenn bessere Wirtschaftsdaten und ein Ende des Handelsstreits auf dem Tisch liegen, dürfte es zu signifikanten Aufwärtsbewegungen kommen. Für Investoren bietet es sich daher derzeit an, ihre Liquidität höher als gewöhnlich zu halten, um kurzfristige Kursrückgänge abzufedern. Diese dürften allerdings tatsächlich nur von kurzer Dauer sein, auf zwölf Monate gesehen sollten Aktien und Anleihen schwacher Bonität die Staatsanleihen deutlich abhängen. Einen ersten Vorgeschmack konnte man mit dem Anstieg der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen um 0,25 % binnen der letzten Wochen erhalten. Dass es Risiken für dieses Szenario gibt liegt auf der Hand: das weltweite Wachstum könnte trotz positiver Signale sinken, Handelskrieg und Brexit bleiben ebenso Gefahrenbereiche, der Ölpreis könnte nach weiteren Angriffen auf Raffinerien steigen und nicht zuletzt könnte mit Elizabeth Warren eine am äußeren linken Rand stehende Demokratin nächste Präsidentin der USA werden.

Die Schlüsselfrage ist, ob diese Risiken bereits eingepreist sind und wir gehen davon aus, dass dies so ist, denn Aktien sehen im Vergleich zu Anleihen dank eines hohen ERP (Risikoprämie) derzeit günstig aus.

Gegen diese Analyse könnte sprechen, dass gerade die Gewinne der US-Unternehmen durch hohe Profitmargen aufgebläht werden. Dabei ist zu berücksichtigen, dass diese Gewinne im Bereich der S&P 500-Firmen alle in einem einzigen Sektor eingefahren wurden: Technologie. Außerhalb dieses Sektors liegen die Profitmargen nicht weit von ihrem historischen Mittel entfernt. Dies könnte einen weltweiten Strukturwandel hin zu mächtigen IT-Unternehmen mit fast monopolistischer Preisgestaltung andeuten. In diesem Fall dürften die Profitmargen noch für einige Zeit hoch bleiben.

Das taktische Allokationsmodell von BCA Research war im September zu früh dran, als die Aktienquote auf „unterirdische“ 14,3 Prozent gesenkt und im Gegenzug die Quote an Staatsanleihen auf lange Zeit unerreichte 70,4 Prozent angehoben wurde. Anfang Oktober fiel das Urteil der Indikatoren schon deutlich milder aus. Die Aktienquote stieg auf 34,7 %, was noch immer gegenüber der neutralen Allokation von 60 % eine erhebliche Untergewichtung darstellt. Kurz: das Modell blieb Anfang Oktober weiterhin vorsichtig.

In unserem ETF-Portfolio, das wir seit 2008 analog der Länderallokation des BCA-Modells in Kombination mit verschiedenen anderen Publikationen von BCA Research strukturieren, stand in den vergangenen Monaten die Vorsicht im Vordergrund. So lässt sich die Performance-Abweichung zur Benchmark MSCI-Welt (in US-Dollar) leicht erklären. Mit einem Plus von knapp 17 % dürften Anleger dennoch zufriedengestellt sein

BCA Allokation

Grafik 8

	EQUITIES**			BONDS***			CASH		
	BENCHMARK WEIGHTING	ALLOCATION	DEVIATION FROM BENCHMARK	BENCHMARK WEIGHTING	ALLOCATION	DEVIATION FROM BENCHMARK	BENCHMARK WEIGHTING	ALLOCATION	DEVIATION FROM BENCHMARK
U.S.	33.3	18.3	-15.0	9.3	15.5	+6.2	1.4	2.4	+1.0
EURO AREA	5.7	3.4	-2.2	7.7	10.8	+3.1	1.4	2.5	+1.1
CORE	4.7	3.0	-1.7	4.6	7.3	+2.7			
PERIPHERY	1.0	0.4	-0.5	3.1	3.4	+0.4			
U.K.	2.9	1.0	-1.9	1.8	5.4	+3.6	1.4	1.4	-0.0
JAPAN	4.5	3.0	-1.5	8.5	10.4	+2.0	1.4	1.8	+0.4
CANADA	1.9	1.1	-0.8	0.4	0.4	+0.0	1.4	3.5	+2.1
AUSTRALIA	1.3	1.0	-0.3	0.4	0.6	+0.2	1.4	2.6	+1.2
OTHER DM	3.6	2.6	-1.0	0.4	1.1	+0.6	1.4	4.3	+2.8
EMERGING ASIA	5.0	3.2	-1.8	1.0	1.7	+0.7			
LATIN AMERICA	0.8	0.5	-0.3	0.2	0.3	+0.1			
OTHER EM	0.9	0.6	-0.3	0.3	0.5	+0.2			
TOTAL	60.0	34.7	-25.1	30.0	46.7	+16.7	10.0	18.6	+8.6

* 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.

18.10.19 — **Referenz-Portfolio Fonds und ETFs** — **12:30**

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 / 13,04%	ISHARES CORE S&P 500 / A0YEDG	USA	235,21 €	266,90 €	13,47%	14.447,56 € / 07.02.20019	16.393,78 €	13,47% / 1.946,22 €	B
13,72%	CASH POSITION	VERKAUF GOLD PRODUCERS @ 11,65 am 02.09.2019					17.255,56 €	17.255,56 €	C
436 / 12,48%	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE / 593395	Europa	36,92 €	35,97 €	-2,56%	16.099,74 € / 17.03.15	15.687,60 €	-2,56% / -412,14 €	C
370 / 7,90%	X MSCI WORLD ENERGY / A113FF	MSCI World Energy	24,00 €	26,85 €	11,89%	8.880,10 € / 07.04.16 / 09.04.18	9.936,27 €	11,89% / 1.056,17 €	B
406 / 10,60%	X MSCI WORLD INDUSTRIALS / A113FN	MSCI World Industrials	29,45 €	32,82 €	11,43%	11.960,23 € / 05.02.18	13.326,82 €	11,43% / 1.366,59 €	B
61 / 4,45%	LYXOR IBEX35 DR / LYX0A6	IBEX35	94,71 €	91,95 €	-2,91%	5.761,66 € / 04.07.19	5.593,84 €	-2,91% / -167,82 €	B
301 / 8,52%	COMSTAGE ETF HSI / ETF022	Hong Kong	30,37 €	35,57 €	17,13%	9.140,41 € / Teilverk. 05.02.18	10.706,57 €	17,13% / 1.566,16 €	C
77 / 7,35%	ISHARES MSCI RUSSIA ADR/GDR / A1C1HV	Russia	81,64 €	119,94 €	46,91%	6.287,78 € / 02.12.16	9.237,24 €	46,91% / 2.949,46 €	E
526,0 / 12,80%	XWORLD HEALTH / A113FD	MSCI World Health Care	19,83 €	30,60 €	54,29%	10.431,71 € / 12.05.14/13.05.15	16.095,15 €	54,29% / 5.663,44 €	B
668 / 9,14%	X MSCI WORLD FINANCIALS / A113FE	MSCI World Financials	16,52 €	17,22 €	4,24%	11.028,89 € / 05.02.18	11.496,33 €	4,24% / 467,44 €	B
0,00%	Cash für Hedge					04.07.19	0,00 €		
	Benchmark: MSCI WORLD	Kurs am 31.12.18	1.883,90 USD / 1.645,04 EUR	letzter Schlusskurs	2.201,92 USD / 1.979,07 EUR	Performance Benchmark	16,88% / 20,31%		B

	ETF Portfolio	MSCI in $	MSCI in €
Performance in 2008 (ab 25.04.08)	-15,70%	-39,24%	-32,00%
Performance in 2009	52,06%	26,98%	23,63%
Performance in 2010	17,34%	9,55%	17,46%
Performance in 2011	-12,03%	-7,62%	-4,72%
Performance in 2012	4,41%	13,18%	11,15%
Performance in 2013	18,81%	24,10%	18,77%
Performance in 2014	12,70%	2,93%	17,29%
Performance in 2015	8,65%	-2,74%	8,30%
Performance in 2016	8,03%	5,32%	8,50%
Performance in 2017	7,07%	20,11%	5,38%
Performance in 2018	-7,68%	-10,44%	-5,98%
Performance in 2019 (YTD)	17,16%	16,88%	20,31%

Performance seit Start am 25.04.08	151,46%
Performance seit Start p.a.	8,36%

Portfolioentwicklung mit Absicherung			RK
Aktueller Portfoliowert in EURO:	125.729,17 €	18.10.19	B
Portfoliostartwert in EURO:	107.317,01 €	31.01.18	
Gewinn / Verlust absolut:	18.412,16		
Gewinn / Verlust in Prozent:	17,16%		
Datenlänge der historischen Simulation:			260
Datum der historischen Simulation:			14.10.19

EUR in USD	1,1126	DAX30	12.665,28	S&P 500	2.997,95

Die in diesem Dokument enthaltenen Zahlen, Daten und sonstige Informationen sind nach Auffassung der ICM InvestmentBank AG verlässlich und/oder wurden aus verlässlichen Quellen bezogen. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt allerdings keine Gewähr.

Aktien: Kann die Berichtsaison die Börsen stabilisieren?

In diesen Tagen hängt einiges von der Berichterstattung der Unternehmen über den Geschäftsgang des dritten Quartals ab. Zwar sind die Gewinnerwartungen am Beispiel des S&P 500 Index mit minus 4,6% zum Vorjahresvergleichsquartal weit unten angesiedelt. Doch dieses Mal dürfte es auch bei den US-Unternehmen einen Patt zwischen Erwartung und Realität geben. Die Stimmung retten könnte wie schon so oft der Ausblick der Unternehmen. Und der dürfte tendenziell besser aussehen als im Vorquartal.

Mitte Oktober veröffentlichten die großen US-Banken ihre mit Spannung erwarteten Quartalszahlen. Die fielen aufgrund steigender Kosten, sinkender Zinsen, der Strafzölle und der Abkühlung der Weltwirtschaft unterm Strich nur „neutral" aus. Das reichte aber schon für einen Kursanstieg. Begleitet wurde die positive Tendenz an den US-Börsen von einer überraschend verbesserten Stimmung der US-Verbraucher im September. Das entsprechende Barometer der Universität Michigan stieg auf 96 Zähler. Doch wo Licht ist, gibt es auch Schatten. Der war dieses Mal IBM, der weltgrößte IT-Dienstleister. IBM hat im abgelaufenen Quartal weniger verdient und umgesetzt. Der Nettogewinn ging auf 1,67 Mrd. USD von 2,69 Mrd. USD im gleichen Vorjahreszeitraum zurück. Insgesamt schrumpften die Erlöse um 3,9 % auf 18,03 Mrd. USD. Im Cloud-Geschäft steigerte IBM den Umsatz allerdings um 11 %. Und auch der Aluminiumproduzent Alcoa hat wegen geringeren Preisen für Aluminium im dritten Quartal einen höheren Verlust verzeichnet als am Markt erwartet. Außerdem gab Alcoa ein trübes Bild für die kommenden Monate ab, die Nachfrage nach dem Leichtmetall werde angesichts des schwierigen Umfelds schwächer sein als bisher angenommen. Alcoa will nun Randgeschäfte im Wert von 500 Mio. bis 1 Mrd. USD verkaufen und möglicherweise Werke schließen.

Netflix auch an den Börsen gern „gesehen"

Das US-Filmportal Netflix hingegen konnte mit seinen Abonnentenzahlen die Anleger überraschen. Das Unternehmen gewann nach eigenen Angaben im dritten Quartal weltweit 6,77 Mio. neue Nutzer hinzu. Im Berichtsquartal stieg der Nettogewinn auf 665 Mio. USD von 403 Mio. USD im Vorjahreszeitraum. Der Umsatz verbesserte sich auf 5,25 Mrd. USD von rund 4 Mrd. USD. Das Filmportal profierte nach eigenen Angaben unter anderem vom Start der dritten Staffel der Mystery-Serie „Stranger Things". Die Netflix-Aktie hob daraufhin regelrecht ab.

An den europäischen Börsen fielen die Autowerte positiv auf. Hier konnte der Absatzrückgang aller Automarken am chinesischen Markt um 10 % offensichtlich ebenso wenig schocken wie neue Rückrufe bei Daimler in Sachen Abgastechnik. Das Kraftfahrt-Bundesamt hat dem Stuttgarter Autoriesen einen entsprechenden Rückruf-Bescheid für Europa zugestellt. Der französische Autobauer Renault hatte zuletzt wegen des schwierigen wirtschaftlichen Umfeldes seine Umsatzprognose erneut gesenkt. Die Erlöse fielen im dritten Quartal um 1,6 % auf 11,3 Mrd. EUR, für das Gesamtjahr wird mit einem Umsatzrückgang zwischen 3 % und 4 % gerechnet. Die Anleger fanden die Zahlen alles andere als berauschend und schickten die Aktie auf Talfahrt. Mit 12 % Minus steht sie nun in der Nähe eines Fünfjahres-Tiefs.

Zykliker unter den Aktien bleiben die Wahl der Stunde

Wenn Aktien - abweichend vom monatlich allokierenden Modell - auf Sicht von 12 Monaten noch immer das Investment der Stunde sind, welchen Sektor sollte man wählen? Hier sehen zyklische Werte derzeit attraktiver aus als defensive. Ein Anstieg des Wirtschaftswachstums, ein stärkerer Dollar und steigende Rohstoffpreise dürften Zykliker in den nächsten Monaten unterstützen und somit die stark mit diesen Werten durchsetzten europäischen Aktienmärkte und die der Schwellenländer die US-Börse abhängen.

Ebenfalls zu den Gewinnern sollten Finanztitel gehören, deren Profite bislang von fallenden Anleiheerträgen gedrückt wurden, Besonders hervorzuheben sind hier europäische Titel, die derzeit deutlich unterbewertet sind. US-Notenbankpräsident Jerome Powell hat eine weitere Lockerung der Geldpolitik der Federal Reserve (Fed) angedeutet. Angesichts der eingetrübten Wirtschaftsaussichten werde die Fed angemessen handeln, um die Wirtschaft zu stützen. Powell verglich die aktuelle Situation in den USA mit der Lage in den 1990er Jahren. Damals hatte die Notenbank die Leitzinsen drei Mal gesenkt, um die Wirtschaft anzukurbeln. Experten werten die Aussagen Powells als Hinweis auf eine mögliche dritte Zinssenkung in diesem Jahr. Der Notenbankchef signalisierte zudem, dass die Notenbank mit dem Kauf von Geldmarktpapieren mit kurzer Laufzeit Spannungen auf

dem US-Geldmarkt verhindern will. Man werde schon bald Maßnahmen zur Aufstockung des Angebots an Liquidität auf den Weg bringen.

Beim Aktienportfolio, das typischerweise 15 Titel beinhaltet, hat Vorsicht in den vergangenen Wochen im Fokus gestanden. So finden sich immerhin 4 von 15 Positionen unbesetzt. Leider kam es bei Wirecard zu einer Neuauflage der Vorwürfe der Londoner Financial Times wegen Bilanzfälschung. Und seltsamerweise fiel der eigentlich schon im Sommer durch eine Sonderprüfung ausgeräumte Verdacht erneut auf fruchtbaren Boden. Im Augenblick halten wir an dem Highflyer aus der Finanzdienstleistungsbranche noch fest. Auch beim Öl lief es in den vergangenen Wochen anders als geplant. Trotz der ungeklärten Krisensituation im Persischen Golf wurde der Ölpreis von der Konjunkturschwäche dominiert. Der Wiedereinstieg beim Ölförderer Tullow Oil und das Festhalten an der US-amerikanischen Conoco Phillips lief erst einmal gegen das Portfolio. Wiederauferstehung feierten unterdesssen die beiden Bankwerte Unicredit und Deutsche Bank. Diesen Titeln hätte man das am wenigsten zugetraut. Genauso wenig hätte man angesichts der Gemengelage mit einem Anstieg der Staatsanleiherenditen gerechnet. Aber es passierte doch. Auf eine konjunkturelle Besserung setzen wir auch mit dem Rohstofftitel Glencore, der aktuell einen breiten Seitwärtstrend eingeschlagen hat, und dem japanischen Maschinenbauer Hitachi, dessen deutsches Pendant „Siemens" heißt.

Aktienportfolio

Grafik 10

ICM InvestmentBank AG
UNABHÄNGIGE VERMÖGENSVERWALTER

15er Aktienportfolio I — Auslastung: 73% — 18.10.19 — 8:32

No.	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2019 YTD	P/L total
1	ABBVIE Inc.	Healthcare	US00287Y1091	USD	NYSE	26.07.19	68,39	75,14	11,43%	11,43%
2	0	0 0		0	0	00.01.00	0,00	0,00	0,00%	0,00%
3	BASF AG	Materials	DE000BASF111	EUR	DE	25.06.18	81,50	66,13	14,78%	-14,93%
4	Bausch Health Co.	Health Care	CA0717341071	USD	NYSE	18.07.18	23,10	22,77	23,28%	-1,43%
5	ConocoPhillips	Energy	US20825C1045	USD	NYSE	20.02.19	69,53	54,54	-20,21%	-20,21%
6	Deutsche Bank AG	Financials	DE0005140008	EUR	DE	24.09.19	7,04	7,14	1,34%	1,34%
7	Glencore	Materials	JE00B4T3BW64	GBp	LON	02.10.18	331,1	228,6	-21,50%	-30,93%
8	Hitachi Ltd.	Industrials	JP3788600009	JPY	T	04.04.19	3795,00	4135,00	10,01%	10,01%
9	Tullow Oil Plc.	Energy	GB0001500809	GBp	LON	27.09.19	216,00	207,20	-4,07%	-4,07%
10	UniCredit SPA	Financials	IT0005239360	EUR	MI	06.02.19	10,41	11,44	12,40%	12,40%
11	United Microelectronics	Info Tech	US9108734057	USD	NYSE	26.04.19	2,25	2,20	1,95%	1,95%
12	Wirecard AG	Financials	DE0007472060	EUR	DE	13.09.19	150,40	119,15	-20,78%	-20,78%
13							0,00	0,00	0,00%	0,00%
14							0,00	0,00	0,00%	0,00%
15							0,00	0,00	0,00%	0,00%
								Performance seit 01.01.16		25,16%

	Aktiendepot in €	MSCI in $
Performance in 2016	-3,37%	8,77%
Performance in 2017	24,84%	5,57%
Performance in 2018	-9,56%	-6,19%
Performance in 2019 (YTD)	**14,89%**	**21,02%**

Grafik 11

Empfehlungstabelle

Globale Asset Allokation					
Aktien				●	
Anleihen		●			
Liquidität				●	
Aktien Global					
USA				●	
Europa			●		
Japan		●			
Schwellenländer		●			
Kanada			●		
Australien			●		
UK		●			
Anleihen Global					
Staatsanleihen	●	●			
Investment Grade				●	
High Yield				●	
Emerging Markets		●			
Globale Sektoren					
Finanzen				●	
Informationstechnologie			●		
Gesundheitswesen				●	
Kommunikation			●		
Industrie				●	
Basiskonsumgüter			●		
Langlebige Gebrauchsgüter (z.B. Autos)		●			
Energie				●	
Rohstoffe / Grundstoffe		●			
Immobilien		●			
Versorgung		●			

Zurück ins 20. Jahrhundert

Geschichte wiederholt sich nicht. Dennoch erscheint der Handelskonflikt zwischen China und den USA wie ein Déjà-vu aus dem letzten Jahrhundert. Die politiktheoretischen Ähnlichkeiten zum Kalten Krieg sind unverkennbar und für Anlageentscheidungen hoch relevant.

Kennen Sie Thucydides?

Die Machtpolitik des 21. Jahrhunderts ist keine andere als die des griechischen Historikers Thucydides. In Anbetracht des peloponnesischen Krieges hielt er als Erster am Konzept der gegenseitigen Aufrüstung fest: Der militärische Schutz des Einen ist die Bedrohung des Anderen. Die sogenannte Thucydides Falle führte in der Vergangenheit nahezu immer zu einer kriegerischen Auseinandersetzung, die Ausnahme darunter: der Kalte Krieg. Im sino-amerikanischen Konflikt sehen wir eine ähnliche Dynamik.

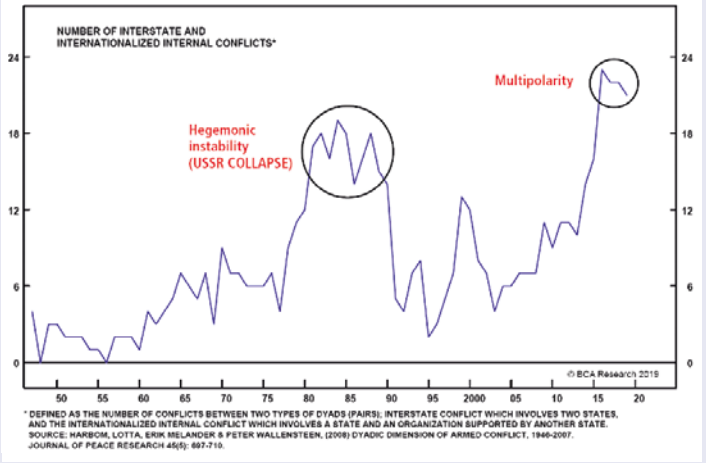
Politische Turbulenzen stehen unweigerlich bevor, doch droht eine erneute Zweiteilung der Weltwirtschaft?

In der realistischen Politiktheorie stehen relative Gewinne an erster Stelle – auch im Handel, da der erwirtschaftete Wohlstand unter anderem in Rüstung, Forschung und Entwicklung investiert werden kann. So ist das Mittel der ersten Wahl, Zölle zu erheben. Relative Gewinne sind in diesem Fall per se ein Nullsummenspiel und mangelnde Kooperation führt zu sub-optimalen wirtschaftlichen Resultaten. Duale Konkurrenz lässt sich in der Spieltheorie einfach modellieren, schwieriger wird es hingegen bei einer multipolaren Machtverteilung, wie sie tatsächlich in unserer heutigen Welt zu finden ist. In multipolarer Rivalität wird Kooperation so zur besten Verteidigungs- und Angriffsstrategie. Denn kooperierende Dritte profitieren von den neugewonnenen Markt-/Machtanteilen, während Kooperationsverweigerer relativ verlieren. Im sino-amerikanischen Kontext nehmen diesen Platz Europa und Japan ein. Beide verfügen über eine beachtliche Wirtschaftskraft und funktionelles Militär. Auch Russland besitzt ein starkes Militär, wobei Indiens geopolitische Poleposition letzteres in den Schatten stellt.

Multipolarität gilt jedoch nicht ohne Grund als instabilstes Ordnungssystem. Die Komplexität der international verflochtenen diplomatischen und wirtschaftlichen Dynamiken führt zu einer unvorhersehbaren Reaktivität. Allianzsysteme verändern sich stetig und schaffen so kontinuierlich neue Konfliktherde. Die zahlreichen Akteure fungieren als Vetospieler und behindern globale Koordinationsstränge. Alles in allem korreliert Multipolarität mit steigenden internationalisierten inner- und zwischenstaatlichen Konflikten.

Das muss jedoch nicht heißen, dass der Handel darunter leidet. Die

Multipolare Weltordnung gestaltet sich schwierig Grafik 12



Geschichte beweist, dass trotz schwerwiegender Konflikte der Handel nahezu nie lahmlag. London tauschte noch bis kurz vor Ausbruch des 1. Weltkriegs mit steigender Frequenz Waren mit Deutschland aus, ebenso wie Russland und Frankreich. Auch Japan und Amerika stellten den Handel erst im Juli 1941 ein, wenige Monate vor Pearl Harbour.

Der Grund liegt abermals in der politischen Theorie: relative Gewinne sind in einer multipolaren Weltordnung nur kollektiv zu erreichen und Allianzsysteme bzw. deren Loyalität alles andere als stabil. In Bezug auf China und Amerika wurde ein loyales Verhalten durch Trump im Keim erstickt, indem er statt multilateraler Diplomatie auf merkantilistische Machtmechanismen (Obsession mit dem Handelsbilanzdefizit) setzte. Eine „Koalition der Willigen" wird sich nach zwei Jahren von Zollanhebungen und Drohungen gegen die EU, Japan und Kanada wohl nicht finden. Das dürfte das Weiße Haus auch wissen. Es bleibt daher bei fortgesetztem Handel mit China – unter Auflagen und Einschränkungen.

Wirtschaftliche Rivalität wird es also weiter geben, auch wenn eine Zweiteilung des Weltmarktes ausbleibt. Chinas Wirtschaft hängt noch immer zu knapp 20 % von Waren aus dem Ausland ab und sorgt sich dementsprechend um den dortigen Zugang. Deshalb wird massiv in den Aufbau einer modernen Marine investiert und die aggressive Strategie bleiben, die China im süd- und ostchinesischen Meer verfolgt. Konfliktpotential mit der US-Marine inklusive. Dies wirkt sich zwangsläufig auf die Rüstungsausgaben aus. Eine Entspannung der Beziehungen zwischen den beiden Großmächten ist also nicht in Sicht, genauso wenig wie eine militärische Eskalation des Konflikts, da Trump dies nicht gegenüber der Bevölkerung verantworten kann. Der Kalte Krieg ist also nur insofern eine gute Analogie für den sino-amerikanischen Konflikt, als dass die ver-

gleichbaren militärischen Fähigkeiten die beiden Großmächte davon abhalten, es in einem Krieg auszutragen – Stellvertreterkriege natürlich ausgenommen.

Globalisierung auf dem Rückzug?

Multipolarität mag vielleicht auf Protektionismus dämpfend wirken, allerdings gehört zur Globalisierung mehr als der Handel zwischen Rivalen. Zu den Grundvoraussetzungen zählt eben auch eine große Kooperationsleistung zwischen Großmächten, welche von Hegemonie profitiert. Die zunächst britische im 19. Jahrhundert, dann amerikanische Hegemonieepisode des letzten Jahrhunderts zeigte sich als der Globalisierungstreiber der letzten zweihundert Jahre.

Doch die Hegemonie der USA schwindet bereits seit einer Dekade - und das zunehmend rapide. Der Scheitelpunkt der Globalisierung ist überschritten. Aber keine Angst: der Außenhandel wird nicht komplett versiegen.

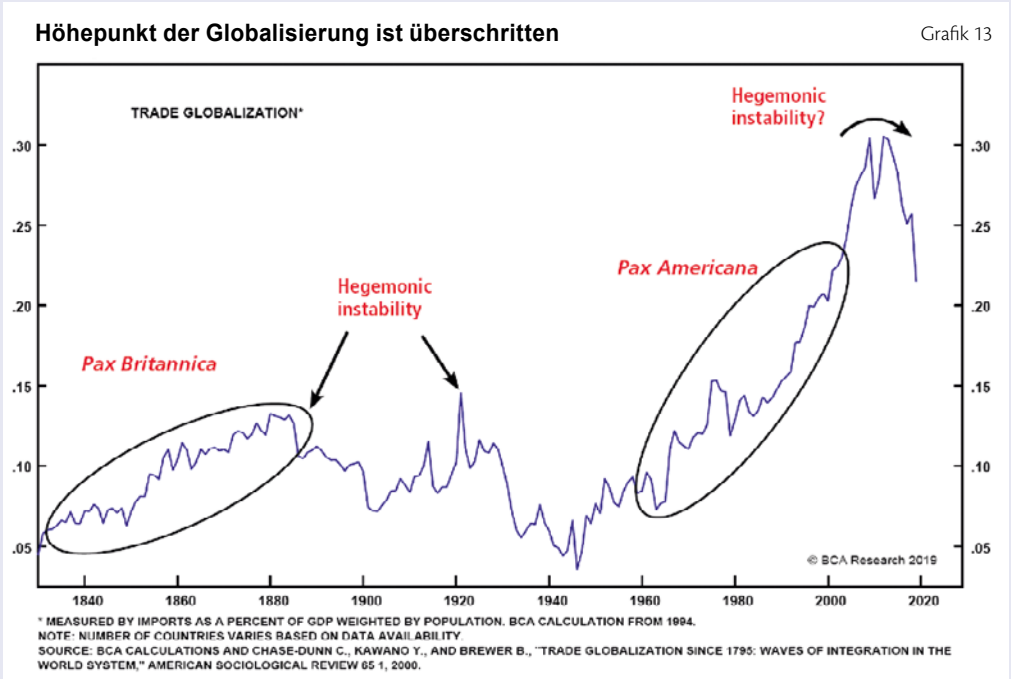
Davon profitiert Europa. Während China und die USA ihre Feindschaft vertiefen, treten europäische Unternehmen in den Vordergrund. Die Anlegergemeinschaft (mit Ausnahme der Engländer) scheint davon bereits Wind bekommen zu haben: Europäische Aktien outperformten ihre amerikanischen Gegenstücke zaghaft, wann immer 2019 Handelsstreitigkeiten laut wurden. Trotzdem scheint es unwahrscheinlich, dass der amerikanische Marktanteil im chinesischen Binnenmarkt komplett an die Europäer geht, vor allem in der Tech-Branche. Hier wird erwartet, dass die USA und China nichttarifliche Handelshemmnisse bevorzugen werden, um ungeachtet systembedingter Konkurrenz weiterzumachen.

Die Outperformance des US-Aktienmarkts dürfte in dieser Gemengelage keinen Bestand haben. Ein Handelskrieg ist eine disruptive Art und Weise eine Handelsbeziehung zu adjustieren und nicht selten mit Konterschlägen verbunden. Man darf also damit rechnen, dass der USD gegenüber anderen Währungen an Wert verliert und auch seine Rolle als Leitwährung mit der Zeit einbüßt. Das sollte dem Euro Aufwind bieten.

Eine Neuordnung globaler Produktionsketten wird sich zwar negativ auf die Gewinne multinationaler Unternehmen auswirken, sie aber zwingen, sich der neuen geopolitischen Realität via Anlageinvestitionen anzupassen. Man denke hier stellvertretend an die Riesen der US-Halbleiterindustrie wie Applied Materiials, Lam Research, KLA-Tencor, MKSI Instruments, Advanced Energy Industries und Teradyne. Das heißt auch, dass neue Investitionsströme in Frontier-Märkte fließen werden. Indien und Chinas Nachbarn positionieren sich hier bereits als interessante Alternativen, vor allem weil deren Regierungen alles tun, um bei dieser Neuverteilung dabei zu sein. Die Kapitalmärkte dürften dadurch kaum Verwerfungen erleben. Mit Zinsen an der Null-Linie im Großteil der Industrienationen und dem demographischen Druck Pensionsfonds lukrativ zu machen, bleibt die Jagd nach Rendite die treibende Kraft, die den globalisierten Kapitalmarkt aufrechterhält. Restriktionen werden dennoch zunehmen, vor allem in Bezug auf grenzüberschreitende Privatinvestitionen in Technologien, die gegebenenfalls auch militärische Einsatzoptionen aufweisen.

Das Bonmot „politische Börsen haben kurze Beine" gilt nicht mehr. Weltpolitik, nicht nur die reinen Zahlen, ist in dieser neuen Weltordnung entscheidungsgebend für Investoren. Die kommenden Jahre werden so dynamisch wie das Ende des letzten Jahrhunderts – eine Zeit geprägt von Turbulenzen, die einen interdisziplinären Investitionsansatz erforderten.

Höhepunkt der Globalisierung ist überschritten Grafik 13



* MEASURED BY IMPORTS AS A PERCENT OF GDP WEIGHTED BY POPULATION. BCA CALCULATION FROM 1994.
NOTE: NUMBER OF COUNTRIES VARIES BASED ON DATA AVAILABILITY
SOURCE: BCA CALCULATIONS AND CHASE-DUNN C., KAWANO Y., AND BREWER B., "TRADE GLOBALIZATION SINCE 1795: WAVES OF INTEGRATION IN THE WORLD SYSTEM," AMERICAN SOCIOLOGICAL REVIEW 65 1, 2000.

Aktienindices

Eine Reihe von Indices versuchen derzeit die Seitwärtsbewegung, die uns seit Ende des ersten Quartals begleitet, nach oben aufzulösen. Im Folgenden sind zur besseren Vergleichbarkeit Preisindices herangezogen worden. Diese beinhalten anders als der gemeinhin beobachtete Dax-Performance-Index keine Dividenden und Spin-Offs.

DAX Kursindex (+16,13 % seit Jahresanfang)

In dieser Ausgabe haben wir wieder einmal eine längere Periode für die Darstellung gewählt. Nach wie vor konnte sich der Index nicht aus dem mehrjährigen Seitwärtstrend befreien. Für die kommenden Monate steht er allerdings in einer aussichtsreichen Ausgangslage. Sollten die Hochs vom Frühjahr und Sommer bei rund 5.600 Punkten überschritten werden, steht einem Jahresende bei 6.000 Punkten nichts mehr im Wege. Alternativ würde ein Scheitern an dieser wichtigen Marke einen erneuten Rücksetzer bis in den Bereich von 5.350 Punkte nach sich ziehen.

Grafik 14

EuroStoxx50- Kursindex (+ 19,39 % seit Jahresanfang)

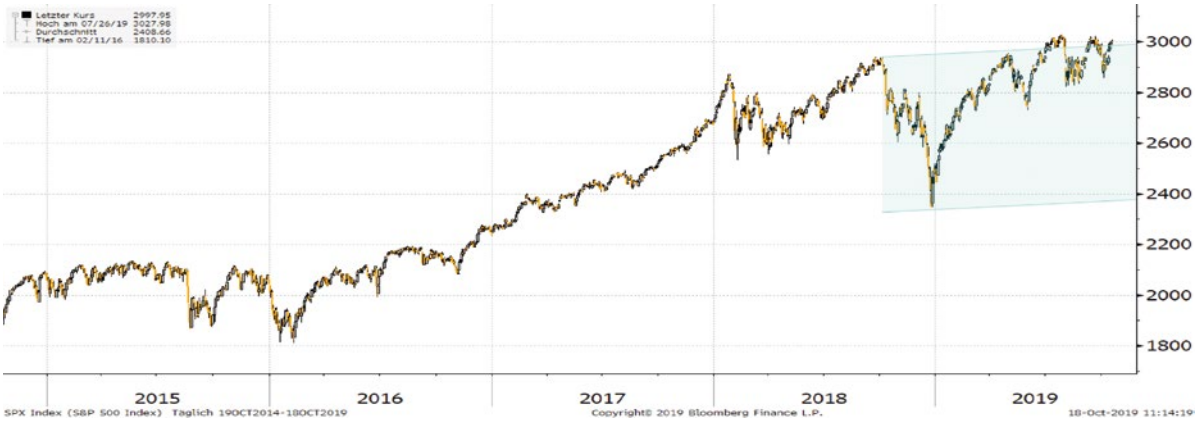
Ein noch besseres Bild gibt der Index der 50 größten börsennotierten Aktiengesellschaften von Euroland ab. Hier ist der Ausbruch nach oben über das Hoch vom späten Frühjahr 2018 bereits geschafft. Die nächste Marke sind die alten Hochs aus 2017 und 2018 bei rund 3.700 Punkten und darauf folgend das Hoch aus dem Jahr 2015 bei rund 3.800 Punkten.

Grafik 15

Standard&Poor´s 500 Kursindex (+19,59 % seit Jahresanfang)

Bislang war der S+P 500 der Beste der aufgeführten Indices. Aber auch er kämpft mit seinen im Frühjahr und Sommer gesetzten Höchstmarken bei kurz über 3.000 Indexpunkten. Überzeugend dabei ist die Tatsache, dass die im Jahresverlauf gesetzten Tiefststände immer höher ausfielen als das vorherige. Damit wird auch hier eine kurzfristige Fortsetzung des Aufwärtstrends zunehmend wahrscheinlicher.

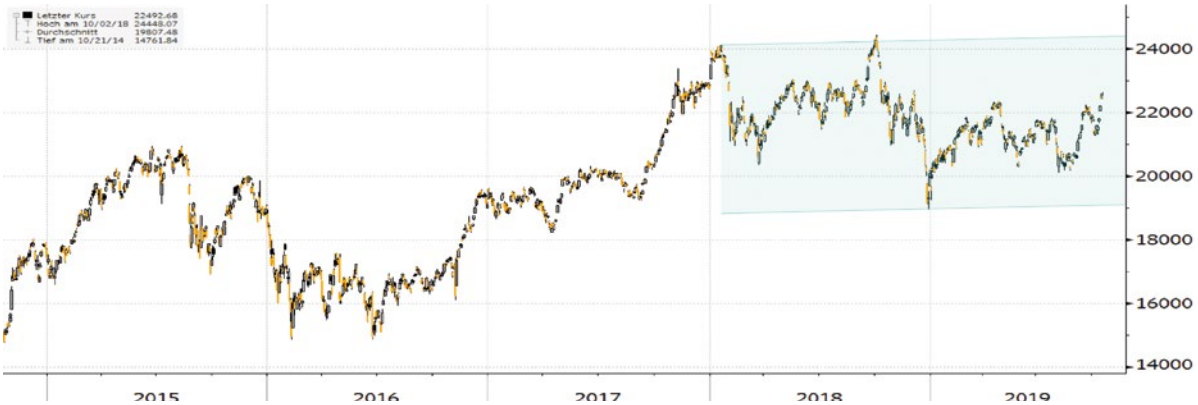
Grafik 16



Nikkei 225-Kursindex (12,38 % seit Jahresanfang)

Der japanische Nikkei-Index konnte sich in den vergangenen Wochen erfolgreich über das Hoch aus dem Frühjahr hinwegsetzen. Damit eröffnet sich Potenzial bis hin zu den 2017er und 2018er Tops bei 24.000 Punkten. Das Risiko eines Kursrückgangs ist allerdings noch nicht ganz gebannt. Erste Unterstützungszonen liegen bereits bei 21.500 Punken.

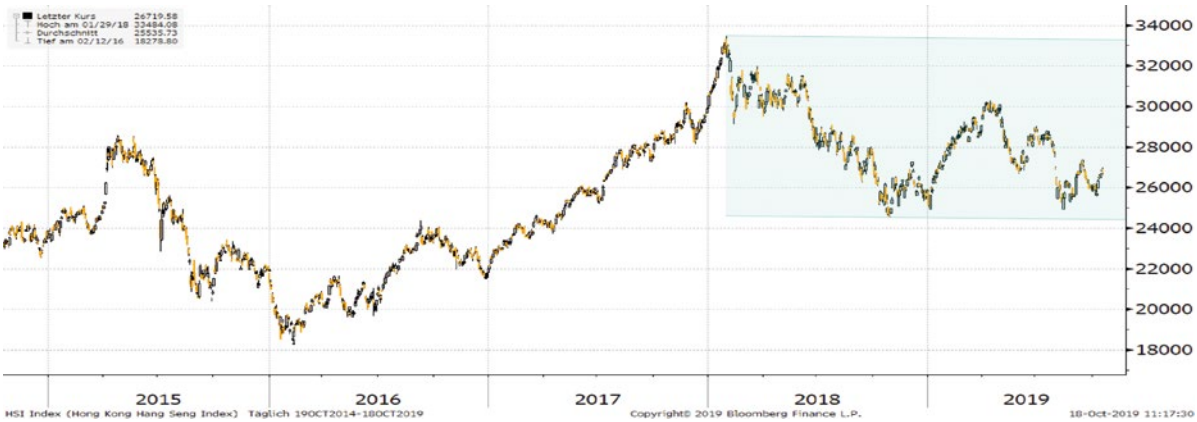
Grafik 17



Hang Seng Kursindex (+ 3,38 % seit Jahresanfang)

Das Schlusslicht bildet der Hongkonger Hang Seng Index. Hier hat sich seit dem dritten Quartal lediglich die Bodenbildung fortgesetzt. Perspektivisch besteht auch noch der Abwärtstrend, der im Frühjahr bei 30.000 Punkten begonnen hat. Wichtig bleibt die Unterstützungszone bei rund 24.200 Punkten, die der Aktienindex nicht unterschreiten darf, wenn die Erholungschance weiter bestehen soll. Der Index ist im Vergleich am weitesten von seinem Anfang 2018 erreichten Kursniveau entfernt.

Grafik 18



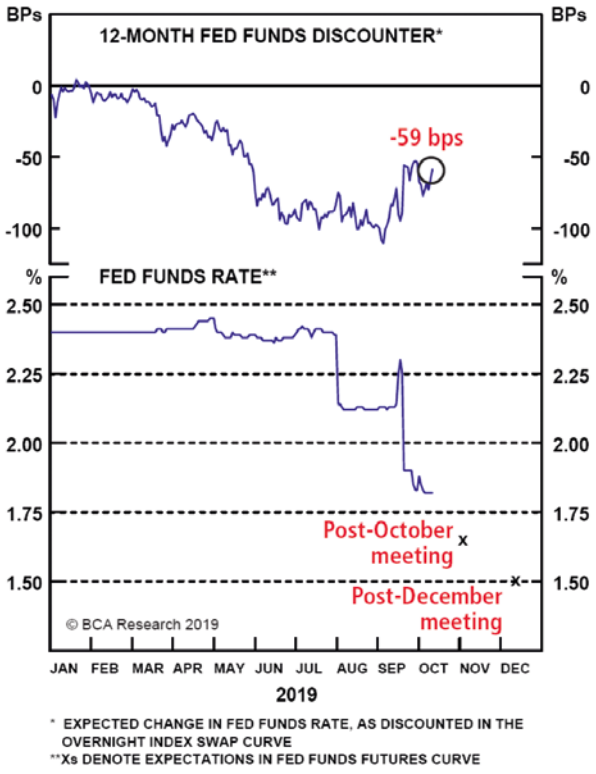
Anleihen: EZB-Ankaufprogramm im Fokus

Eine lockere Geldpolitik und gemäßigte Inflation könnten die Entwicklung von Staatsanleihen in den kommenden zwölf Monaten unter Kontrolle halten, auch wenn der anstehende Wirtschaftsaufschwung die Papiere aus ihren derzeitigen Tiefen befreien sollte. Anleihen reagieren sensibel auf Zinserhöhungen der Zentralbanken, insbesondere wenn diese stärker oder schwächer ausfallen als erwartet. So könnte die generelle Erwartung, dass die US-Notenbank die Fed-Funds-Zinsen in den kommenden zwölf Monaten um weitere 80 Basispunkte senken wird, enttäuscht werden und damit Anleihen weiter unter Druck geraten. Insbesondere gilt dies für US-Anleihen, die über ein hohes Beta gegenüber den Anleihen anderer Länder verfügen, was nichts anderes bedeutet, als dass sie im Vergleich höher steigen aber auch tiefer fallen.

Mit dem 1. November beginnt nicht nur die Amtsperiode der neuen EZB-Chefin, Christine Lagarde, sondern auch das neue Anleihenkaufprogramm der Notenbank, das zunächst als unbefristet angekündigt wurde. Es soll andauern, bis die Inflationsrate auf das Zielniveau der EZB gestiegen ist. Die fehlende Limitierung dürfte im kommenden Jahr allerdings an ihre Grenzen gelangen, denn die Vorräte an Staatsanleihen aus der Bundesrepublik, Irland, Finnland und den Niederlanden stehen dann nicht mehr in auseichendem Umfang zur Verfügung. Die Spielregeln des Programms sagen außerdem, dass nicht mehr als 33 % des Nominalvolumens eines Landes der Euroregion erworben werden dürfen und auch nicht mehr als 33 % einer einzelnen Emission. Und bei den Restlaufzeiten soll eine Bandbreite von 1 und 31 Jahren eingehalten werden. Hier könnte es also zu Nachjustierungen kommen, die sich auch in andere Gruppen wie Unternehmensanleihen ausweiten.

Unsere Positionierung hat sich seit dem Vormonat nicht geändert. Während bei den Restlaufzeiten die Gewichtung unterhalb der Benchmark bleibt, meiden wir bessere Bonitäten wegen des höheren negativen Einflusses steigender Kapitalmarktzinsen.

Zinssenkung im Oktober wahrscheinlich Grafik 19



Anleihenportfolio Grafik 20

KENNZAHLEN 24.10.19

Portfolios	Währungen	Rating	99%- VaR	YTM	Kupon	ASW	Duration	ASW/Duration	YTD	Anzahl der Positionen	aktuelle Mindestanlagesumme*
All Grade All Currencies 20	EUR, USD	keine Einschränkung	3,26%	10,60%	5,86%	801	2,9	278	5,86%	19	ca. 172.665,10 €
All Grade All Currencies 30	EUR, USD	keine Einschränkung	2,35%	10,97%	5,66%	724	3,0	238	8,43%	28	ca. 251.255,05 €
All Grade EUR 20	EUR	keine Einschränkung	3,29%	10,23%	5,06%	833	3,3	254	4,86%	19	ca. 170.359,35 €
All Grade EUR 30	EUR	keine Einschränkung	2,30%	7,85%	4,72%	662	3,2	204	6,97%	26	ca. 245.770,25 €
Mid Grade All Currencies 10	EUR, USD	AAA bis BB-	2,72%	6,28%	4,67%	546	3,8	143	5,75%	10	ca. 95.703,10 €
Mid Grade All Currencies 20	EUR, USD	AAA bis BB-	2,19%	5,50%	5,03%	445	3,1	144	8,99%	19	ca. 187.410,60 €
Mid Grade All Currencies 30	EUR, USD	AAA bis BB-	1,43%	5,23%	4,87%	404	3,0	136	8,37%	26	ca. 257.424,20 €
Mid Grade EUR 10	EUR	AAA bis BB-	2,88%	5,72%	4,35%	501	3,7	136	5,30%	9	ca. 86.500,00 €
Mid Grade EUR 20	EUR	AAA bis BB-	1,49%	4,40%	4,33%	399	3,4	117	6,16%	16	ca. 159.774,95 €

ASW: Asset Swap Spread | VaR: Value at Risk | ASW: Risikoaufschlag | YTD: Performance im laufenden Kalenderjahr | * 10.000 nominal pro Position.
Quelle: Bloomberg, VWD. | YTM: Fälligkeitsrendite | ASW/Duration: Risikoaufschlag/Duration | * nicht währungsbereinigt

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:
25.10.2019

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.