PERSPEKTIVEN

Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG

FUND AWARD 2021
€uro
€uro AM SONNTAG
BÖRSE ONLINE

WirtschaftsWoche
BESTE Vermögens-verwalter
2020
ICM InvestmentBank AG
Kategorie: offensiv & flexibel (3 Jahre)
Im Test: 583 Fonds
Ausgabe 11/2020

Ausgabe 5-6/2021

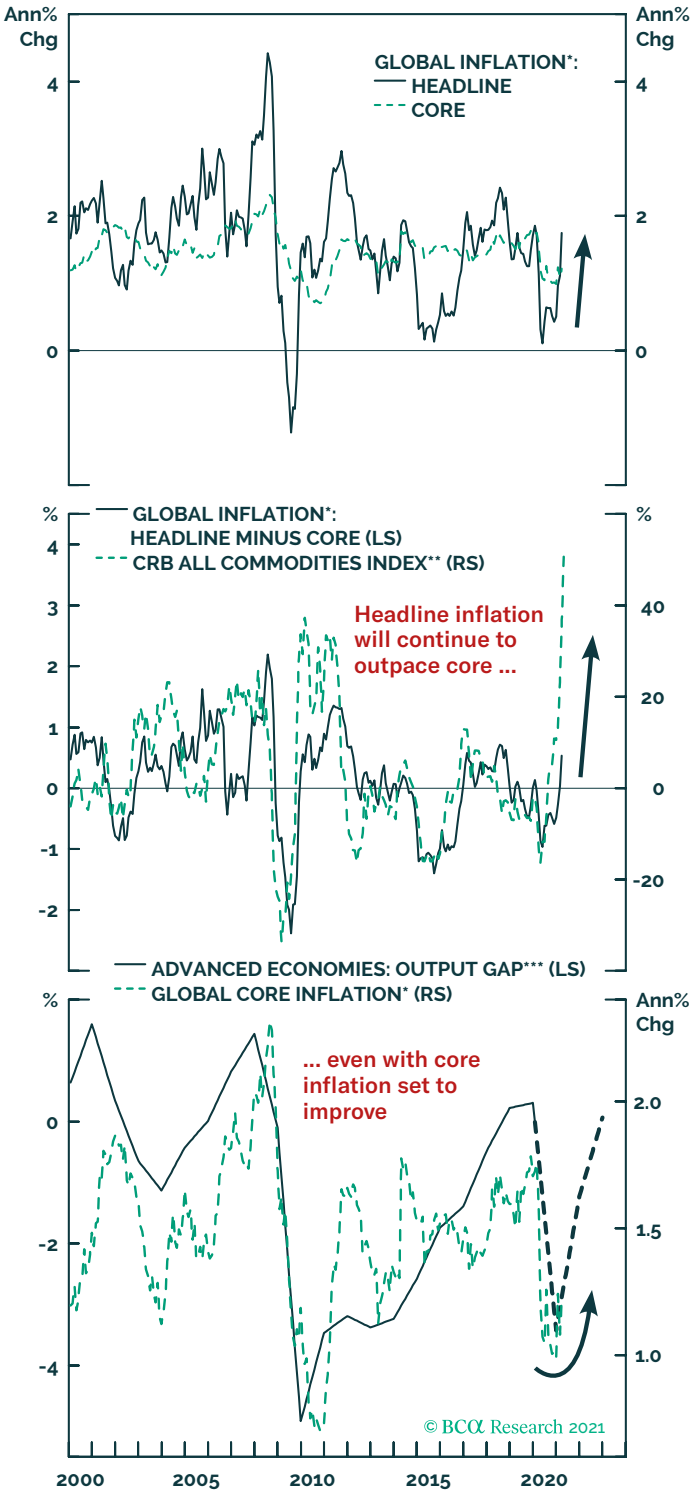
Lieber Leser/-in,

war es bis vor kurzem noch der Mangel an qualitativ hochwertigem Impfstoff, werden an den Kapitalmärkten seit April neue Themen gehandelt – allen voran die Inflation. Lieferengpässe, steigende Auftragsbestände, sinkende Lagerbestände und steigende Materialkosten stehen für die Begründung von kräftigen Preissteigerungen an vorderster Stelle. Seit den 1990er Jahren haben wirtschaftliche Rezessionen immer zu einem Rückgang auf der Angebotsseite geführt und damit die Voraussetzungen für Preissteigerungen in den nachfolgenden Erholungsphasen geschaffen. In diesem Sinne ist es nichts Neues oder Überraschendes, hier und da steigende Preise zu sehen. Im Großen und Ganzen gibt es allerdings zwei Arten von Inflation. Bei der einen handelt es sich um steigende allgemeine Preisniveaus und bei der anderen um einen relativen Preisschock. Ersterer bezieht sich auf eine Situation, in der die Preise für die meisten Waren und Dienstleistungen steigen, während letzterer den Zustand steigender Preise für eine Teilmenge von Waren oder Dienstleistungen beschreibt.

Steigende allgemeine Preisniveaus sind in der Regel auf einen Überschuss der Gesamtnachfrage zurückzuführen, während ein relativer Preisschock durch lokale Störungen z.B. auf der Angebotsseite, einen plötzlichen Nachfrageschub für eine bestimmte Gruppe von Produkten oder relative Preisverschiebungen infolge großer Währungsschwankungen verursacht wird. Wichtig ist, dass diese beiden Arten von Inflation unterschiedliche Effekte nach sich ziehen. Handelt es sich um einen allgemeinen Anstieg des Preisniveaus als Folge einer übermäßigen Gesamtnachfrage, ist eine straffe Geld- und Fiskalpolitik erforderlich, um die Gesamtnachfrage zu drosseln. Aber bei einem relativen Preisschock ist politisch nicht viel auszurichten. Er gleicht sich dann wieder aus, wenn Angebotslücken wieder ausgeglichen werden.

Derzeit glauben wir nicht, dass die Welt mit einem Überschuss an gesamtwirtschaftlicher Nachfrage zu kämpfen hat, da immer noch viele Arbeitnehmer ohne Arbeit bzw. in Kurzarbeit sind. Ja, die Haushaltsdefizite sind seit der Pandemie in die Höhe geschnellt. Aber Fiskalpakete, wie sie vor allem die US-Regierung geschnürt hat, sind größtenteils Einkommenstransfers an die Haushalte, die im Durchschnitt 75% hiervon für Investitionen oder Schuldentilgung gespart haben, doch nur 25% für den Konsum ausgeben.

Rohstoffe heizen die Gesamtinflation an, bevor die Kerninflation nachzieht. Grafik 1

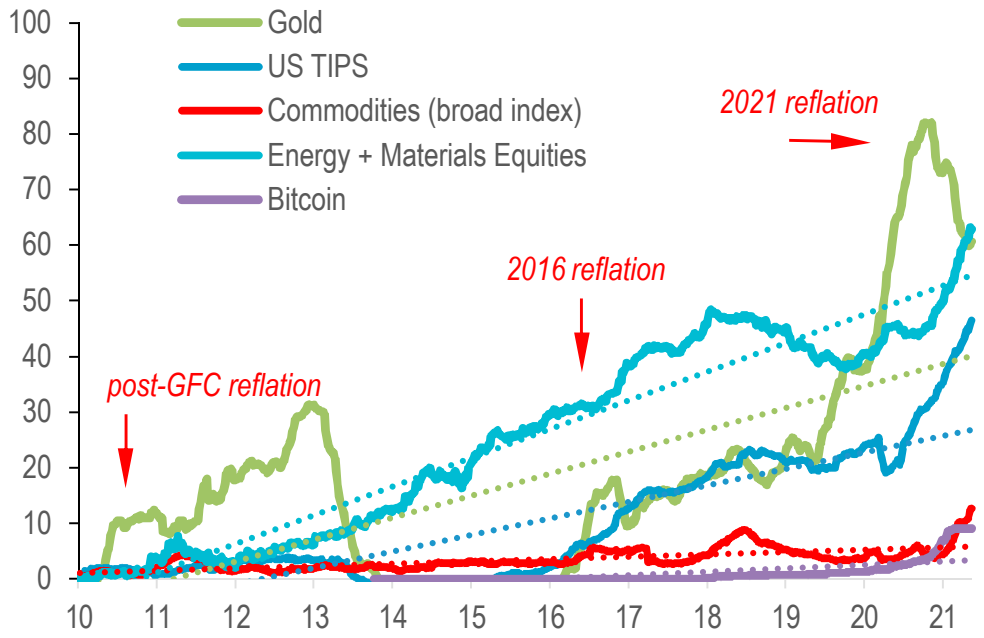


* GDP-WEIGHTED AVERAGE OF U.S., U.K, JAPAN, GERNANY, FRANCE, ITALY, SPAIN, PORTUGAL, SWEDEN, SWITZERLAND, NORWAY, AUSTRALIA, CANADA, AND NEW ZEALAND.
** SOURCE: COMMODITY RESEARCH BUREAU.
*** THICK DOTTED LINE DENOTES IMF FORECAST; SOURCE: IMF.

Die Zuflüsse haben in jeder traditionellen Absicherung gegen Inflation zugenommen, außer bei Gold.

Grafik 2

Cumulative flows into ETFs focusing on Gold, a Commodities index, US TIPS, Bitcoin and Energy plus Materials Equities. USD billions



Source: J.P. Morgan

Dies spiegelt sich am Beispiel der Vereinigten Staaten darin wider, dass das Nettovermögen der privaten Haushalte im Vergleich zum Vorjahr um mehr als 20 Billionen US-$ gestiegen ist, die Gesamtausgaben bzw. das BIP jedoch weiterhin 4-5% unter ihrem eigentlichen Potenzial liegen.

Die Natur der Pandemie hatte einen sehr einseitigen Erholungsprozess geschaffen. Dieses Verhalten trug zum Abbau der Lagerbestände bei und hatte einen vorübergehenden Anstieg der Warenpreise ausgelöst. Möglicherweise hat dies auch zu einem Anstieg der Rohstoffpreise beigetragen. Verschärft wurde das Problem durch die sich ausbreitende Knappheit bei Halbleiterchips. Die Nachfrage nach Chips ist in die Höhe geschnellt, da die Verbraucher während der Pandemie mehr Geld für elektronische Geräte ausgegeben haben. Der Tech-Krieg zwischen China und den USA hat außerdem zu einer übermäßigen Hortung von Chips geführt, da eine ernsthafte Versorgungsunterbrechung befürchtet wird. All dies hat zu einem plötzlichen Anstieg der Chipnachfrage beigetragen, obwohl die Kapazitätsauslastung der wichtigsten Hersteller bereits auf einem sehr hohen Niveau lag.

Keiner dieser relativen Schocks dürfte zu einem anhaltend starken Anstieg der Gesamtpreisinflation führen. Die Weltwirtschaft gleicht sich im Zuge des Erholungsprozesses schnell wieder aus, wobei die zu stark belasteten Sektoren aufholen. Die Massenimpfung wird auch die Reaktion der Angebotsseite beschleunigen und den Preisanstieg mit der Zeit dämpfen.

Beliebte Anlagen für diejenigen, die eine steigende bzw. bleibend hohe Inflationsrate erwarten, waren zuletzt US-Staatsanleihen mit inflationsindexiertem Zins (sog. „TIPS"), Rohstoffe, Energie- und Rohstoffaktien, natürlich Gold und zuletzt der Bitcoin. Die Grafik zeigt die Zuflüsse in Mrd. US-$ seit 2010, dem Ende der großen Finanzkrise. Gold schnitt am schlechtesten ab. Wenn man nur die Phase April/Mai ´21 nimmt, waren es allerdings die Krypto-Währungen, die am meisten abgaben.

Herzlichst,
Ihr

Norbert Hagen

Normalisierung voraus.

Die Anleiherenditen sind im April und Mai viel weniger gestiegen als in den ersten drei Monaten und konnten daher nicht die Ursache dafür sein, dass einige Bereiche des Aktienmarkts unter die Räder kamen. So fielen die Werte der Kategorien Innovation/ Clean Energy, SPACs, traditionelle IPOs und vor allem die Kryptowährungen um jeweils mehr als 20 %. Die Inflation beschleunigt sich zwar schneller, als man sich vorstellen kann, aber auch das Wachstum und die Unternehmensgewinne ebenso.

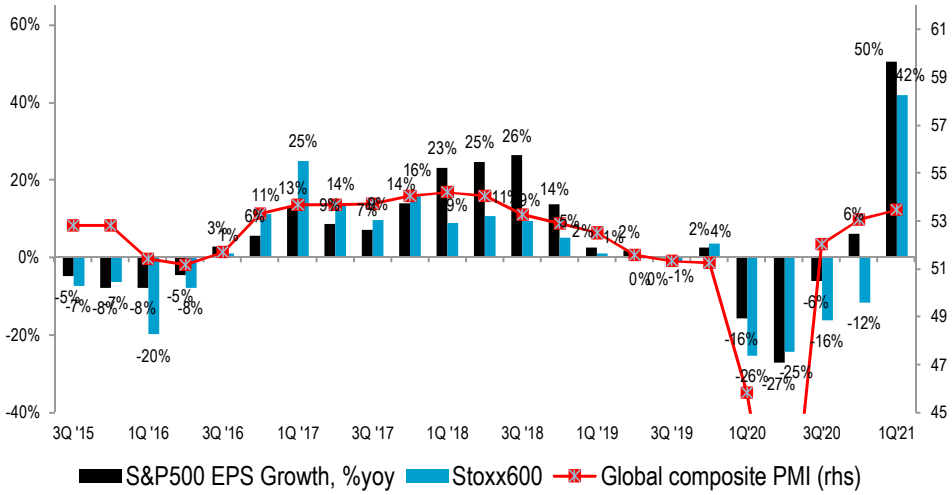
Die Berichtssaison für das erste Quartal steht an ihrem Ende. In der Tat wurde mit 50 % Gewinnwachstum zum Vorjahreszeitraum in den USA und 42 % in Europa ordentlich abgeliefert.

Der Anteil der Unternehmen, die die Gewinnschätzungen toppten, war übrigens der höchste in den letzten zehn Jahren. Darunter erlebten gerade die Gewinne der Zykliker eine Renaissance. Gerade langlebige Konsumgüter und Finanztitel brachten außergewöhnlich gute Zahlen, während die defensiven Titel hinterherhinkten. Das zeigen die Zahlen der Europäer in besonders beeindruckender Weise. Beim Umsatzwachstum fiel der Unterschied zwischen Zyklikern und defensiven Titeln nicht signifikant aus oder existierte gar nicht (USA).

Generell konnten die Kurse von positiven Überraschungen kaum profitieren. Negative führten hingegen zu größeren Kursverlusten. Das zeigt wiederum, dass die Marktteilnehmer von Euphorie eher zu Ernüchterung schwenken und zu neuen Engagements derzeit nicht wirklich bereit sind. Im Gegenteil. Allerdings haben wir mit Ausnahme von China und Nasdaq keinen größeren Kursrückgang in den Aktienindizes verzeichnen können. Jeder Rückgang wird bislang gekauft.

All diese Bewegungen stehen im Einklang mit einer Kettenreaktion, die auftritt, wenn die Märkte teuer sind und die Inflation heiß genug läuft, um die Geldpolitik, die sie unterstützt hat, in Frage zu stellen. Aber das Ökosystem, das die Wirtschaft, die Märkte und die Fed verbindet, ist kein Atomkraft-

USA und Europa: Gewinnwachstum und globale Einkaufsmanager-Indices Grafik 3



Source: Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan, Markit

Q1-Ergebnisse von zyklischen und defensiven Unternehmen Grafik 4

	% cos beating EPS estimates	%yoy EPS growth	% cos beating Sales estimates	%yoy Sales growth
Europe				
Cyclicals	72%	68%	65%	6%
Defensives	64%	0%	57%	7%
US				
Cyclicals	89%	44%	73%	11%
Defensives	80%	31%	69%	11%
Japan				
Cyclicals	67%	31%	67%	5%
Defensives	61%	45%	49%	3%

Source: J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P.

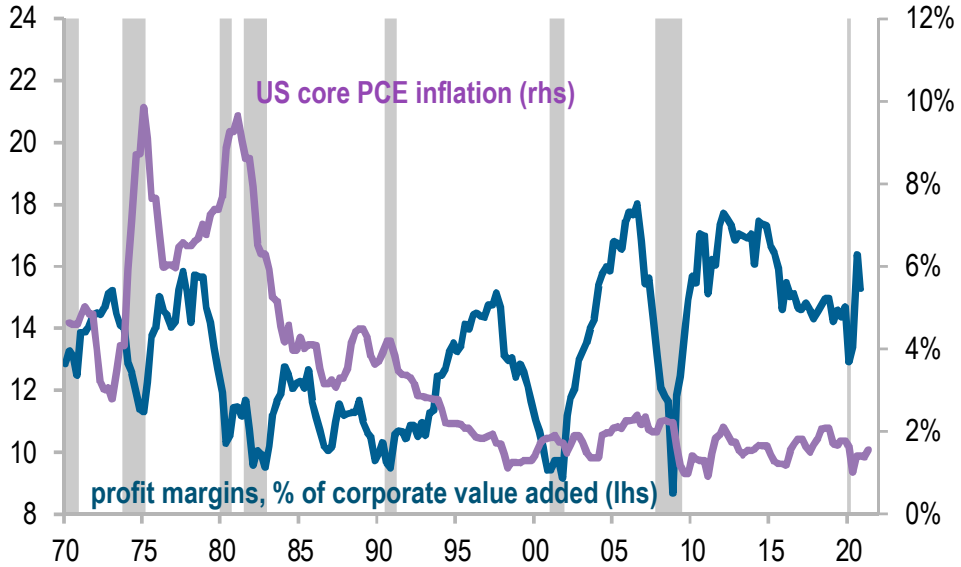
werk, das zur Kernschmelze bestimmt ist. Stattdessen gibt es Grenzen, wie weit ein Prozess laufen kann, selbst wenn er einmal begonnen hat, als Funktion von Bewertungen, Positionen, dem Zustand der Wirtschaft und politischen Entscheidungen. Die Inflation sollte im Jahresverlauf erst einmal ansteigen (Q2/Q3 2021), um dann wieder zu fallen (Q4). Ökonomen hatten immer erwartet, dass sich die globale Kerninflation kurz- und mittelfristig erratisch bewegen wird, was für die Anlagestrategie bedeutet, dass Anleihen bester Bonität mehr Verluste aufbauen als andere Anlagen. Die US-Prognosen sind für die globale Liquidität von Bedeutung und zeigen, dass die PCE-Kerninflation[1] in diesem Frühjahr und Sommer aufgrund von Engpässen bei etwa 2,4 % liegt, dann aber im vierten Quartal aufgrund von Angebotssteigerungen plus Nachfragemäßigung auf 2,2 % sinkt und im Jahr 2022 durchschnittlich bei etwa 2,2 % liegt. Obwohl der US-Fall der prominenteste ist, weist ein Großteil der Industrieländer ähnliche Merkmale und politische Präferenzen auf.

Weder die US-Wirtschaft noch eine andere große Volkswirtschaft befindet sich derzeit in einer Stagflation. Hohe Inflation und schwaches Wachstum sind für fast alle Vermögenspreise negativ, da Inflation in der Regel höhere Zinsen bedeutet und viel höhere Zinsen und schnell steigende Inputkosten in der Regel sinkende Gewinnmargen implizieren (siehe Grafik). Dies war der Hintergrund in den 1970er und frühen 1980er Jahren. Rohstoffe bieten anfangs zwar eine gewisse Portfolio-Versicherung gegen dieses Szenario, da Ressourcenknappheit durch einen Angebotsschock Stagflation erzeugt. Aber letztendlich treibt der Nachfrageeinbruch auch die Rohstoffpreise nach unten. Das aktuelle Szenario unterscheidet sich in zahlreichen Aspekten von den 1970er und 1980er Jahren, aber einige der wichtigsten sind zu beachten: Die Ausgangsrate des Wachstums ist aufgrund von Wiedereröffnungseffekten und Stimulierungsmaßnahmen viel höher; die Ausgangsrate der Inflation ist aufgrund der gewachsenen Glaubwürdigkeit der Zentralbanken viel niedriger (1,5 % Kern-PCE statt 6 %); und im systemisch wichtigen Sektor Energie gibt es keinen Versorgungsstress bei Rohstoffen.

Die US-Politik, die erforderlich ist, um eine höhere Inflation zu erreichen, erfordert höhere Risikoprämien an den Anleihemärkten, aber nicht alles auf einmal. Politische Experimente sind riskant, weil Volkswirtschaften keine kontrollierten Umgebungen sind, weshalb die Märkte eine Risikoprämie für Fehler verlangen. Beispiele für diese Risikoprämien sind höhere Inflations-Breakeven; höhere 10-Jahres-Renditen, um die Inflation auszugleichen; eine steilere Geldmarktkurve, um die Möglichkeit eines schnelleren Straffungszyklus widerzuspiegeln; ein höherer Endsatz, um die Möglichkeit einer Fed widerzuspiegeln, die in einigen Jahren restriktiv werden muss, um sicherzustellen, dass die Überschreitung des Kern-PCE von 2 % mild ausfällt (also unter 3 % bleibt); und ein niedrigerer Aktienmultiplikator plus breitere Kreditspreads, um die Unsicherheit über Margen und Finanzierungssätze widerzuspiegeln, da die Inputkosten und Renditen steigen.

Stagflation bedeutet höhere Inflation, schwaches Wachstum und geringe Gewinnmargen. Nichts davon gibt es 2021. Grafik 5

US corporate profit margins based on (NIPA profits) versus US core PCE inflation. Grey bars indicate recessions.



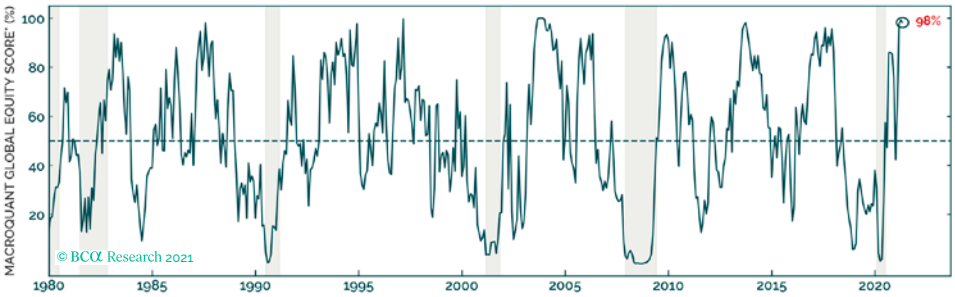
Source: J.P. Morgan

1 PCE steht für „personal consumption expenditures". Die nachfrageseitige Kerninflationsrate beinhaltet keine Preissteigerungen von Energie und Nahrungsmittel.

Asset Allocation: Aktien weiter auf Maximal-Niveau.

Aktuelles MakroQuant Modell globale Aktien

Grafik 6



Das MacroQuant-Modell des kanadischen Analysehauses BCA Research, das mit den drei Assetklassen „Aktien", „Anleihen" und „Cash" jongliert, blieb im Juni der Übergewichtung von Aktien treu. Allerdings gab es einige Besonderheiten. So wurde die Gewichtung der US-Aktien von 29,2 % für den März auf 36,4 % erhöht. Das geschah zulasten aller anderen Regionen. Bei den Staatsanleihen wurde die Gewichtung mit 28,7 % insgesamt beibehalten. Nur Japan und Australien liegen über der Benchmark. Dafür wurde die Gewichtung in US-Treasuries weiter reduziert.

Im MacroQuant-Modell gibt es allerdings Minimal- und Maximalquoten für die einzelnen Assetklassen, z. B. bei Aktien 70 %. Die Basisallokation besteht aus 60 % Aktien, 37,5 % Staatsanleihen und 2,5 % Cash. Aktuell sind es 68,9 % Aktien zu 28,7 % Staatsanleihen und 2,4 % Cash. Wer die Gewichtungen aus der letzten Ausgabe neben diese Zahlen legt, wird feststellen, dass sich in den Summen sogar hinter dem Komma nichts verändert hat.

Die Frage nach dem „Was wäre, wenn es keine Begrenzung für die Aktienquote geben würde?" können wir auch beantworten.

Mit 98 % schlägt das Modell auf einen über Jahre nicht mehr gesehenen Extremwert aus.

ETF-Portfolio

Im seit April 2008 laufenden ETF-Portfolio, das sich aus der Länderallokation des MacroQuant-Modells und der Sektorengewichtung der Global Asset Allocation, die ebenfalls von BCA Research auf monatlicher Basis herausgegeben wird, speist, war das Jahr 2021 mit einer Outperformance der Benchmark MSCI Welt mit knapp 50 % bislang sehr erfolgreich. Damit ist die der Vorsicht geschuldete Underperformance im Jahr 2020 nahezu aufgeholt. Das Portfolio besteht i.d.R. aus zehn Long-Positionen und kann in Sondersituationen eine mehrfach gehebelte auf fallende Kurse gerichtete Position hinzunehmen. Seit der letzten Berichterstattung wurde das Portfolio um eine Position erweitert. Anfang April wurde ein FTSE 100 ETF gekauft und damit ein Exposure im Vereinigten Königreich aufgebaut. Die Liquidität des Portfolios ist auf knapp 8% gesunken.

Taktische monatliche Aktien-Allokation per Juni

Grafik 7

	Equities**			Bonds***			Cash		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	34.9	36.4	+1.5	10.8	6.6	-4.2	0.4	0.2	-0.1
EURO AREA	5.3	7.5	+2.2	10.4	5.8	-4.6	0.4	0.4	+0.0
CORE	4.5	6.5	+2.0	6.3	2.9	-3.4			
PERIPHERY	0.8	0.9	+0.1	4.1	2.9	-1.1			
U.K.	2.3	2.6	+0.3	2.8	1.8	-1.0	0.4	0.5	+0.1
JAPAN	3.7	2.7	-1.0	9.6	11.4	+1.8	0.4	0.3	-0.1
CANADA	1.8	3.2	+1.4	0.7	0.6	-0.1	0.4	0.5	+0.1
AUSTRALIA	1.1	2.1	+1.0	0.7	0.8	+0.1	0.4	0.4	+0.1
OTHER DM	3.4	4.6	+1.2	0.6	0.5	-0.1	0.4	0.2	-0.2
EMERGING ASIA	6.1	8.0	+1.9	1.3	0.8	-0.5			
LATIN AMERICA	0.6	0.8	+0.2	0.2	0.1	-0.1			
OTHER EM	0.8	1.0	+0.2	0.5	0.3	-0.2			
TOTAL	60.0	68.9	+8.9	37.5	28.7	-8.8	2.5	2.4	-0.1

* 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.

Grafik 8

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.

27.05.21 — **Referenz-Portfolio Fonds und ETFs** — **16:42**

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)
313,97 7,54%	ISHARES MSCI AUSTRALIA A0YJ80	MSCI Australia	32,850 €	38,21 €	16,30%	10.313,91 € 11.11.20	11.995,22 €	16,30% 1.681,31 €	E
7,71%	LIQUIDITÄT						12.258,96 €		
436,00 11,32%	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	41,31 €	21,93%	14.769,50 € 28.02.20	18.008,98 €	21,93% 3.239,48 €	B
740,13 10,89%	X MSCI WORLD ENERGY A113FF	MSCI World Energy (Nachkauf am 27.04.20)	20,946 €	23,41 €	11,74%	15.502,81 € 07.04.16 / 09.04.18	17.322,79 €	11,74% 1.819,98 €	E
406,12 10,37%	X MSCI WORLD INDUSTRIALS A113FN	MSCI World Industrials	29,450 €	40,64 €	38,00%	11.960,23 € 05.02.18	16.504,71 €	38,00% 4.544,48 €	B
126,16 7,29%	LYXOR IBEX35 DR LYX0A6	IBEX35 (Nachkauf am 23.11.2020)	86,549 €	91,91 €	6,19%	10.919,08 € 04.07.19	11.595,37 €	6,19% 676,28 €	E
90,18 7,95%	ISHARES CORE FTSE 100 ACC A0YEDM	FTSE 100	135,920 €	140,22 €	3,16%	12.257,27 € 07.04.21	12.645,04 €	3,16% 387,77 €	E
92,44 5,77%	ISHARES FTSE MIB ACC A0YEDP	Italien	72,77 €	99,29 €	36,44%	6.727,08 € 09.03.20	9.178,67 €	36,44% 2.451,59 €	B
525,98 12,41%	XWORLD HEALTH A113FD	MSCI World Health Care	28,156 €	37,53 €	33,29%	14.809,68 € 2014/2015/2021	19.740,03 €	33,29% 4.930,35 €	E
667,77 8,61%	X MSCI WORLD FINANCIALS A113FE	MSCI World Financials	16,516 €	20,51 €	24,15%	11.028,89 € 05.02.18	13.692,62 €	24,15% 2.663,73 €	E
1.152,48 10,15%	ISHR GOLD PROD A1JKQJ	iShares Gold Producers UCITS ETF USD	12,734 €	14,01 €	9,99%	14.675,70 € 03.12.20 / 08.02.21	16.141,67 €	9,99% 1.465,98 €	E

Benchmark:	Kurs am	2.690,04 USD	letzter	2.969,51 USD	Performance	10,39%	B
MSCI WORLD	31.12.20	2.200,45 EUR	Schlusskurs	2.434,22 EUR	Benchmark	10,62%	

	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	24,95%	25,19%	27,68%
Performance in 2020	2,43%	14,06%	4,77%
Performance in 2021 (YTD)	15,82%	10,39%	10,62%

Performance seit Start am 25.04.08	218,17%
Performance seit Start p.a.	9,24%

Portfolioentwicklung mit Absicherung			RK
Aktueller Portfoliowert in EURO:	159.084,07 €	27.05.21	B
Portfoliostartwert in EURO:	137.357,09 €	31.12.20	
Gewinn / Verlust absolut:	21.726,98		
Gewinn / Verlust in Prozent:	15,82%		
Datenlänge der historischen Simulation:			260
Datum der historischen Simulation:			23.05.21

EUR in USD	1,2199	DAX30	15.467,10	**S&P 500**	**4.207,88**

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: Phase 2 voraus.

Wir könnten bald in eine neue Phase der Hausse eintreten, oder haben dies bereits getan. Diese neue Phase wird durch höhere Preisvolatilität, aber eine geringe oder keine Expansion des Kurs-/Gewinnverhältnisses (KGV) gekennzeichnet sein. Mit anderen Worten: Der aufregendste Teil des Bullenmarktes liegt hinter uns, und der vor uns liegende Weg zu höheren Kursen wird von den zugrunde liegenden Unternehmensgewinnen getrieben und von zunehmenden Risiken und häufigeren Erschütterungen begleitet sein.

Konzeptionell kann jede Aktienhausse in drei unterschiedliche Phasen unterteilt werden: Phase 1 beginnt oft in den Tiefen einer Rezession und wird in erster Linie durch steigende Liquidität, sinkende Zinsen und zunehmende politische Stimuli angetrieben. Diese Phase ist durch eine Ausweitung des KGVs gekennzeichnet, die Skepsis der Anleger ist in diesem Zeitfenster groß.

Phase 2 entwickelt sich, wenn der geld- und fiskalpolitische Schub nachlässt, die Wirtschaft aber weiter stark bleibt. In dieser Phase werden die Anleger optimistischer. Die KGVs expandieren allerdings nicht mehr, weil der Markt die wirtschaftliche Erholung vollständig eingepreist hat. Der Anstieg der Aktienkurse wird in erster Linie durch das zugrunde liegende Gewinnwachstum angetrieben.

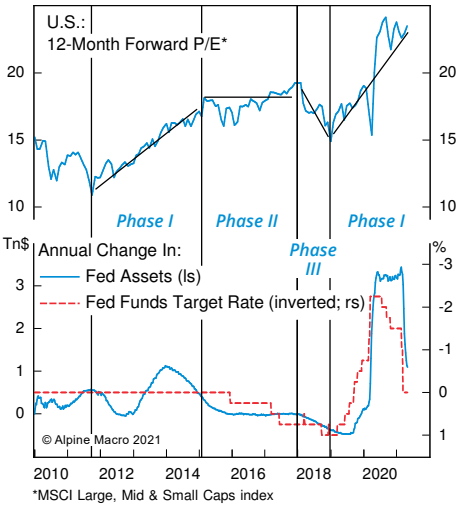
Die letzte Phase tritt ein, wenn der Optimismus in Euphorie umschlägt und eine boomende Wirtschaft beginnt, eine geldpolitische Straffung herbeizuführen. Dies ist eine Phase, in der die Kursbewegungen parabolisch werden können und eine Hausse von einer Baisse oder einem größeren Einbruch abgelöst wird.

Die Grafik veranschaulicht die Hausse nach der globalen Finanzkrise. Grob gesagt begann die Phase 1 der Hausse im Jahr 2011, als die Schuldenkrise/Double-Dip-Rezession in der Eurozone ausbrach.

Diese Phase endete 2015, als die Fed begann, eine Normalisierung der Politik zu signalisieren. In diesem Zeitraum stiegen die Aktienkurse um 90 %, während die Multiplikatoren um 65 % stiegen, sodass über 70 % der Kursgewinne durch steigende Multiplikatoren getrieben wurden.

Phase 2 begann im Jahr 2015 und endete im Jahr 2017. Während dieses Zeitraums stiegen die Aktienkurse um etwa 45 %, während das KGV praktisch unverändert blieb, so dass der Kursanstieg vollständig durch das Gewinnwachstum getrieben wurde. Die letzte Phase begann 2018, als das Streben der US-Notenbank nach höheren Zinsen bis zum Jahresende einen Einbruch der Aktienkurse verursachte, was wiederum zu einem starken Rückgang der Multiplikatoren führte.

typischer Verlauf eines Aktienmarktzyklus Grafik 9



Man könnte argumentieren, dass die aktuelle Hausse eigentlich Anfang 2019 begann, als die Fed damit startete, die Politik wieder zu lockern. Dieser Kursanstieg wurde durch eine stark komprimierte Baisse aufgrund der Covid-19-Pandemie Anfang 2020 entscheidend unterbrochen.

Nichtsdestotrotz haben die beispiellosen politischen Stimuli auch zu einer extrem komprimierten und starken Erholung geführt. Bis Juli 2020 hatte der US-Aktienindex S&P 500 den gesamten Boden, den er während der Pandemiekrise verloren hatte, zurückerobert und die Hausse wieder auf Kurs gebracht. Heute liegt der S&P 500 Index 25% über den Höchstständen vor der Pandemie.

Die Fed begann 2019 die Geldpolitik zu lockern. Seitdem hat die KGV-Expansion die Hausse geprägt. Von 2019 bis jetzt hat die KGV-Expansion 80 % der Kursgewinne des S&P 500-Index erklärt.

Da die US-Wirtschaft zu boomen begonnen hat, könnte der Bullenmarkt still und leise in eine neue Phase übergehen, in der Gewinnwachstum und nicht steigende KGVs der Haupttreiber für Kurssteigerungen sein werden, und zwar aus folgenden Gründen:

Die KGV-Multiplikatoren sind hoch. Mit einem geschätzten 22er KGV von 23 ist die eingebettete Wachstumsannahme in den Finanzmärkten sehr hoch. Derzeit ist das Verhältnis zwischen Aktien und Anleihen konsistent mit einem BIP-Wachstum von 6-7%. Es ist sehr schwierig bzw. nahezu unmöglich, die Gewinn-Multiplikatoren von den aktuellen Niveaus deutlich nach oben zu treiben.

Die maximale Wirkung der geldpolitischen Lockerung wurde von der Fed erreicht. Daher wird die Geldpolitik nicht weiter expansiv bleiben. Stattdessen verlangsamt sich der monetäre Impuls, gemessen als Veränderungsrate der Fed-Bilanz.

Die politische Unsicherheit nimmt zu. Angesichts der boomenden Wirtschaft ist nicht klar, ob der Fed-Vorsitzende Jerome Powell von seinem Versprechen, geduldig zu sein, abrückt oder nicht. Wir vermuten, dass der Druck auf Powell, etwas zu unternehmen, zunimmt.

Lieferengpässe, die Halbleiterknappheit, steigende Rohstoffpreise und die sehr einseitige wirtschaftliche Erholung sind allesamt potenzielle Bedrohungen für die zukünftigen Unternehmensgewinne.

Unterm Strich könnten die erwarteten Kapitalerträge für Aktienanleger bei höherer Preisvolatilität nach unten driften. Der Markt könnte mit zunehmender politischer Ungewissheit, hohen Multiplikatoren und sehr hohen Konjunkturerwartungen bei gleichzeitig moderatem Wachstum zu kämpfen haben.

Von Beta zu Alpha.

In Phase 1 der Hausse stammen die Kapitalerträge in erster Linie aus steigenden Multiplikatoren. Daher bestand die Anlagestrategie darin, das Beta des Portfolios zu maximieren, wo die KGV-Expansion am stärksten ausgeprägt ist. In dieser neuen Phase sollte der Fokus auf Alpha verlagert werden.

Mit anderen Worten: Phase 2 ist ein echter Stockpicker-Markt, wo aktive Manager beginnen, passive Strategien, Indexfonds und ETFs zu übertreffen. Aus der Makro-Perspektive ist die sektorale Streuung in den Bewertungen immer noch sehr breit, sodass aus der Sektorrotation einiges an Mehrwert gezogen werden kann.

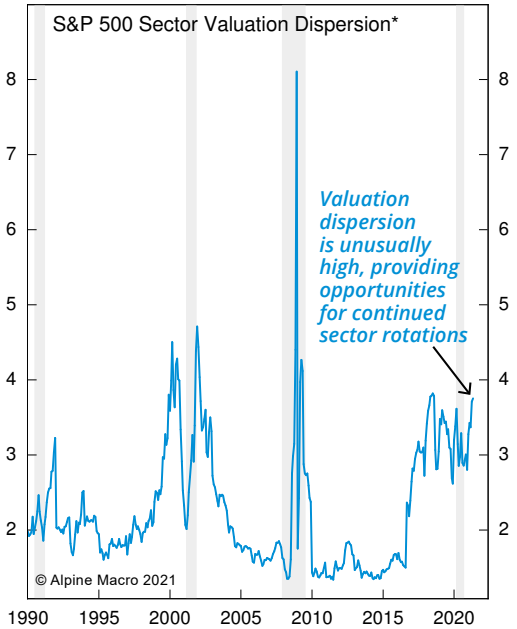
Zyklische und Value-Aktien sind immer noch eine gute Wette. Aus wirtschaftlicher Sicht sprechen eine anziehende Weltwirtschaft, ein schwächerer Dollar und ein Unterinvestment im Bergbausektor für Rohstoffaktien. In einem Wirtschaftsboom sind ohnehin zyklische Werte eine günstigere Möglichkeit auf Wachstum zu setzen als defensivere Sektoren, deren Multiplikatoren oft durch höhere Zinsen unter Druck geraten.

Zweitens könnten die Sektoren, obwohl sie sich kräftig erholt haben, noch einen weiteren Aufschwung erleben, wenn sich die Wirtschaft wieder ins Gleichgewicht bringt. Zum Beispiel hat der Subindex für Fluggesellschaften zwar einen Großteil des Bodens wiedergewonnen, den er während der Covid-Krise verloren hatte, aber die Erholung im Fluggeschäft ist sehr uneinheitlich.

Ein typisches Beispiel: Das Frachtgeschäft hat sich seit März letzten Jahres erholt, während der Passagierverkehr nach wie vor stark rückläufig ist. Sobald die Menschen in den USA, Europa und Asien weitgehend geimpft sind, dürfte es einen Boom im Passagierverkehr geben, denn der Nachholbedarf an Reisen wird enorm sein.

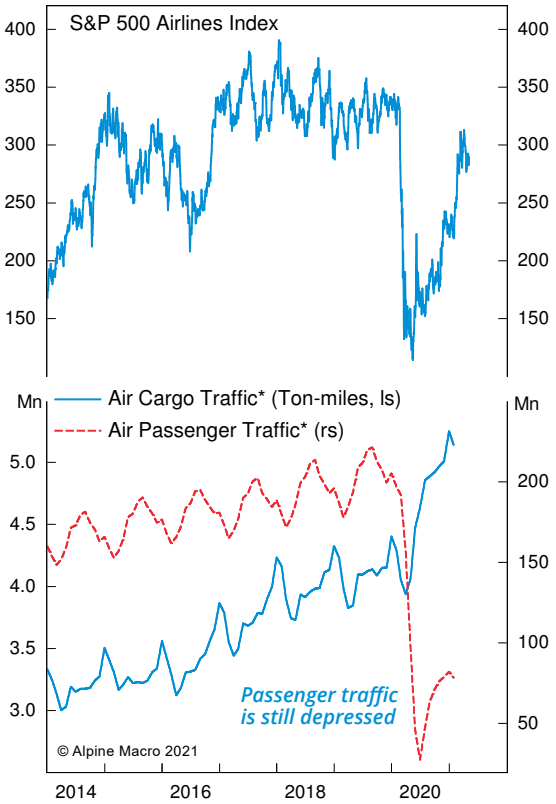
Drittens besteht eine gute Chance, dass sich internationale Aktien besser als die US-Indizes entwickeln werden. Europäische Aktien zum Beispiel sind billiger als US-Aktien, stärker auf zyklische Sektoren konzentriert und werden von einem schwächeren Dollar profitieren.

Streuung der Bewertungen ist zu breit: Gelegenheiten in der Sektorrotation. Grafik 10



Note: shading denotes U.S. recession
*The highest divided by the lowest forward P/E among 10 S&P 500 sectors (excluding Energy)

Sektoren für die Wiederöffnung Grafik 11



*Shown as 3-month moving sum

Halbleiter: Teil des Problems

Es ist wichtig zu wissen, dass Chips nicht nur für High-End-Industrieanlagen, Autos und Telekommunikationsinfrastrukturen unverzichtbar sind, sondern auch in einer breiten Palette von Unterhaltungselektronik, PCs, anderer intelligenter und in mobilen Geräten eingesetzt werden. Mit anderen Worten: Halbleiter sind der Kernbestandteil, der für das Funktionieren der modernen Wirtschaft benötigt wird.

Die Struktur des Halbleitermarktes ist sehr komplex und heterogen. Vertikal erstreckt sich die Halbleiterproduktion in vielen Schritten über mehrere Länder hinweg, die durch eine Produktionskette miteinander verbunden sind (Grafik 12). In jedem dieser Schritte beherrschen nur eine Handvoll Unternehmen ein bestimmtes Know-how, was sie anfällig für Engpässe und Störungen macht. Kein einzelnes Land kann High-End-Chips alleine produzieren.

Halbleiterproduktion – komplex und arbeitsteilig. Grafik 12

	Segment Value Add	Market Share						
		U.S.	South Korea	Japan	Taiwan	Europe	China	Others
EDA	2%	96%	<1%	3%	0%	0%	<1%	0%
Core IP	1%	52%	0%	0%	1%	43%	2%	2%
Wafers	3%	0%	10%	56%	16%	14%	4%	0%
Fab Tools	15%	44%	2%	29%	<1%	23%	1%	1%
ATP Tools	2%	23%	9%	44%	3%	6%	9%	7%
Design	30%	47%	19%	10%	6%	10%	5%	3%
Fab	38%	33%	22%	10%	19%	8%	7%	1%
ATP	10%	28%	13%	7%	29%	5%	14%	4%
Total Value Add		39%	16%	14%	12%	11%	6%	5%

Source: Center For Security And Emerging Technology

Legende[2]

Zum Beispiel würde die Herstellung eines 5nm A14 Chips, der für das neueste iPhone verwendet wird, folgendes erfordern: Apples (USA) Chipdesign, ASMLs (Niederlande) EUV-Ausrüstung, ARMs (Großbritannien) Befehlssatz und TSMCs (Taiwan) Fertigungskapazität.

Es gibt es viele Arten von Halbleiterprodukten mit differenzierten Lieferketten auf Basis der Endanwendungen. Dieses einzigartige Merkmal bedeutet, dass Störungen in einem Segment des Halbleitermarktes auf andere Segmente übertragen werden können oder auch nicht.

Die jüngste Halbleiterknappheit resultiert eher aus einer starken Nachfrage und ist nicht auf Störungen innerhalb eines bestimmten Segments der Halbleiterlieferkette zurückzuführen. Wichtig ist, dass die Knappheit in der zweiten Hälfte dieses Jahres oder Anfang nächsten Jahres behoben werden könnte, wenn das Angebot die Nachfrage wieder einholt. Mehrere Entwicklungen haben zu einem Anstieg der Halbleiternachfrage geführt. Erstens hat die Pandemiekrise zu einem starken Anstieg der Halbleiternachfrage geführt, da die Unternehmen auf Heimarbeit umgestellt haben, was zu einem großen Nachfrageschub nach elektronischen Geräten geführt hat.

Da der Dienstleistungssektor weitgehend lahmgelegt wurde, haben die Verbraucher einen Großteil ihrer Ausgaben auf verschiedene Güter, insbesondere Unterhaltungselektronik, umgelenkt. So stieg der Absatz von Smart-Home-Geräten, die miteinander vernetzt sind und intelligente Anwendungen steuern, im Jahr 2020 um 4,5 %, während der Absatz von Mobilgeräten um satte 28 % zunahm.

In der Zwischenzeit haben die eskalierenden Spannungen zwischen China und den USA in Bezug auf Halbleiter zu einem Anstieg der Nachfrage nach Halbleitern geführt, da sowohl Unternehmen als auch Länder versuchen, ihre Lagerbestände zu erhöhen. Halbleiter haben starke Auswirkungen auf die nationale Sicherheit. Dies hat zusätzlich zu den üblichen zyklischen Schwankungen zu einer vorsorglichen Nachfrage nach Halbleitern geführt.

Ein typisches Beispiel ist die Entscheidung der US-Regierung, die zahlreichen Versuche Chinas, Unternehmen der Halbleiterindustrie zu übernehmen, aus Gründen der nationalen Sicherheit zu blockieren. Dass die Trump-Administration wegen Sicherheitsbedenken auch Chinas Nummer Eins in IT-Hardware, Huawei, auf die schwarze Liste setzte, hat das Problem verstärkt. Huawei und andere chinesische Unternehmen haben darauf reagiert, indem sie im vergangenen

2 *EDA: Electronic Design Automation, Core IP: Chip-Basisdesign, Wafers: Halbleiterscheiben, FAB Tools Produktionswerkzeuge, ATP Tools: autom. Prüfwerkzeuge; FAB: Produktion, ATP: autom. Prüfung*

Jahr große Mengen an Chips bestellt haben, um die eigenen Lagerbestände zu erhöhen.

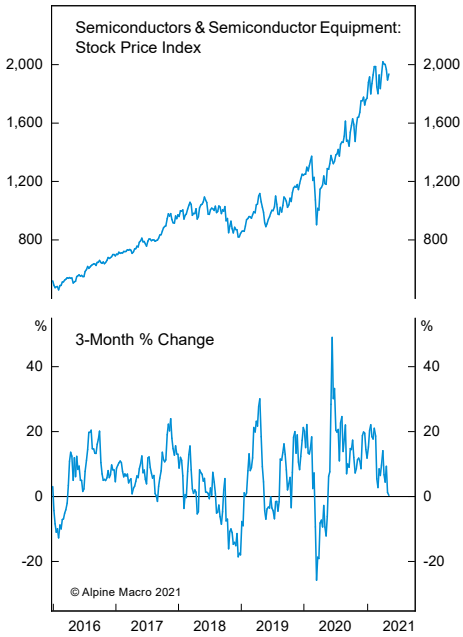
Halbleiter-Lagerbestände sind heutzutage für jede Wirtschaft und die meisten Unternehmen vergleichbar mit strategischen Ölreserven. Ein Beispiel dafür ist der japanische Autohersteller Toyota. Toyota hat trotz der weit verbreiteten Chip-Knappheit durch das Horten von Halbleitern größere Unterbrechungen seiner Produktion vermieden.

Schließlich gibt es einen starken Rückenwind für die strukturelle Nachfrage nach Halbleitern. Die Weltwirtschaft hat sich schnell digitalisiert und über die traditionellen PCs und Smartphones hinaus sind Haushaltsgeräte und Elektrofahrzeuge mit fortschrittlichen Fahrerassistenzsystemen zu Großverbrauchern von Chips geworden. Auch die explosionsartige Nachfrage nach Datenspeicherung und -verarbeitung hat zu einer stärkeren Chipnachfrage geführt.

Das Umsatzwachstum (in Dollar) für Halbleiter wuchs in den letzten zehn Jahren um 50%. Diese Zahl unterschätzt allerdings das tatsächliche Wachstum der Halbleiternachfrage, denn es ignoriert die Vergrößerung der Rechenleistung im Chip selbst. So besagt das Mooresche Gesetz, dass sich die Anzahl der Transistoren in einem integrierten Schaltkreis etwa alle zwei Jahre verdoppelt. Selbst wenn das Gesamtwachstum in Dollar konstant bleibt, wächst die Nachfrage nach Rechenleistung exponentiell.

Während die Nachfrage nach Chips seit der Pandemie sprunghaft angestiegen ist, hat die Angebotsseite Probleme, mit der Produktion Schritt zu halten. Die Kapazitätsauslastung der Halbleiterhersteller in den USA hat bereits 81 % erreicht, den höchsten Wert seit einem Jahrzehnt. Dies ist deutlich höher als der Durchschnitt der US-Industrie von 74%. Dennoch kann die Chip-Nachfrage immer noch nicht befriedigt werden.

Halbleiterpreise verlieren an Dynamik. Grafik 13



Nicht vergessen werden sollte, dass die Halbleiterindustrie extrem kapitalintensiv ist. Allein in den USA werden jährlich über 70 Mrd. $ investiert, um mit der unersättlichen und schnell wechselnden Nachfrage Schritt zu halten. Darüber hinaus dauert es lange, bis neue Investitionen die Produktionskapazitäten erhöhen. Der Herstellungsprozess von Halbleitern ist selbst komplex und langwierig. Industrien, die Halbleiter als Vorprodukte verwenden, haben weitgehend „Just-in-Time"-Fertigungsmodelle übernommen. Anstatt hohe Lagerbestände für die eigene Produktion zu halten, erhalten Unternehmen ihre Inputs nun „just in time", um sie in ihrem Fertigungsprozess zu verwenden. Dieses Produktionsmodell steigert die Effizienz, allerdings auf Kosten einer größeren Anfälligkeit der Lieferkette.

Allgemein bekannt ist, dass die zyklischen Schwankungen in der Halbleiterindustrie dem klassischen „Schweinezyklus" in der landwirtschaftlichen Produktion sehr ähnlich sind. Wenn die Nachfrage steigt, ist die Produktion nicht in der Lage, schnell zu reagieren, was zu einem starken Preisanstieg führt. Wenn die Produktion aufholt, hat die Nachfrage möglicherweise bereits ihren Höhepunkt überschritten, was zu einem starken Preisverfall führt. Daher kommt es in dieser Branche häufig zu Preissteigerungen und -einbrüchen. Längerfristig sorgen die extrem hohe Effizienzsteigerung des Halbleitersektors und das Mooresche Gesetz dafür, dass die Halbleiterpreise weiterhin langfristig sinken. Daher sind Preissprünge oder Lieferengpässe fast immer zyklischer Natur und drehen sich zwangsläufig im Laufe der Zeit zum Gegenteil um.

Die akute Verknappung von Halbleitern für den Automobilsektor ist nicht ganz repräsentativ für die allgemeine Verknappung der gesamten industriellen Nachfrage. Auf dem Höhepunkt der Pandemiekrise im letzten Jahr rechnete der Automobilsektor mit einem Einbruch der Nachfrage und stornierte daher einen Großteil seiner Halbleiteraufträge. Dies zwang die Halbleiterhersteller, ihre Ressourcen und Produktion auf andere Auftraggeber umzustellen. Die US-Wirtschaft hat sich jedoch unerwartet schnell erholt und die Nachfrage nach Autos ist wieder stark angestiegen - und damit auch die Nachfrage nach Chips.

Die Arten von Halbleitern, die in der Automobilbranche verwendet werden, unterscheiden sich von denen, die in elektronischen High-End-Geräten zum Einsatz kommen. Autos verwenden viele analoge Halbleiter, die Sensormesswerte in digitale Signale umwandeln, während High-End-Elektronik Halbleiter mit hoher Rechenleistung verwendet. Analoge Halbleiter sind zwar für die Autoindustrie von entscheidender Bedeutung, aber in der Herstellung viel günstiger. Zum Beispiel ist der Ford F-150 ein teurer Pickup-Truck, aber seine Produktion wird von einer Halbleiterkomponente im Wert von etwa $50 bis $60 aufgehalten, so Lopez Research. Unabhängig davon ist der wichtigste Punkt hier, dass sich die Chip-

Knappheit in der Autoindustrie als ein vorübergehendes Phänomen erweisen wird und es unwahrscheinlich ist, dass sie sich direkt auf andere Industriesektoren auswirken wird.

Der Anstieg der Halbleiterpreise ist ein klassischer relativer Preisschock, der aus einem plötzlichen Anstieg der Nachfrage nach einer bestimmten Produktgruppe resultiert. Er hat nichts mit einer allgemeinen Preisinflation zu tun und kann daher weder durch Geld- noch durch Fiskalpolitik bekämpft werden. Ein relativer Preisschock löst sich in der Regel von selbst auf, wenn die Angebotsseite reagiert, während ein vorübergehender Nachfrageschub abklingt. In der Tat sehen wir in bestimmten Segmenten bereits Anzeichen für einen Aufschwung. Die DRAM-Preise scheinen einen Höchststand zu erreichen. Die Aktienkurse von Halbleitern sind auf neue Höchststände gestiegen, verlieren aber an Schwung, wie in der Grafik 13 zu sehen ist.

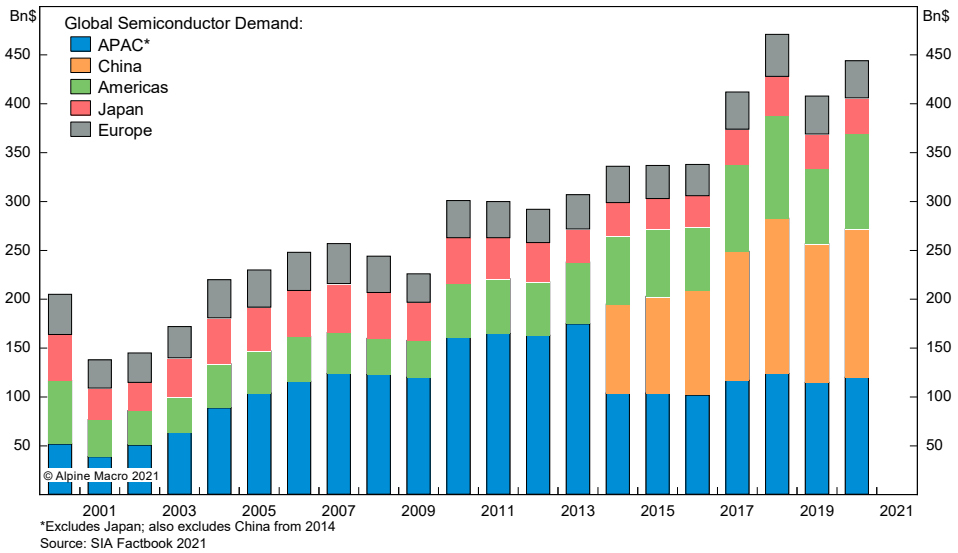
Wir gehen davon aus, dass der Halbleitermarkt in der zweiten Hälfte dieses Jahres wieder ins Gleichgewicht kommt, wenn die Weltwirtschaft wieder voll in Schwung kommt und die Lieferkapazitäten die Angebotslücke schließen können.

Unsere Aktienportfolios

Nachdem die Märkte zwar auf hohem Niveau konsolidierten, aber sich daraus in den vergangenen Wochen keine klare Korrektur entwickelt hat, haben wir das Portfolio weiter aufgestockt. Im Depot befinden sich zurzeit dreizehn von maximal fünfzehn möglichen Titeln. Aktuell setzen wir weiter auf Pharma-, Energie- (Öl), Tech- und Finanz-Werte.

Ein Technologiewert, TENCENT MUSIC ENTERTAINMENT und ein Minenwert, TECK RESOURCES wurden neu aufgenommen.

China ist weltweit der größte Käufer. Grafik 14



Zu den Neuzugängen:

Die **TENCENT MUSIC ENTERTAINMENT GROUP** betreibt eine Online-Musikunterhaltungsplattform und Musikanwendungen in China. Die Plattform des Unternehmens umfasst Online-Musik, Online-Karaoke und musikorientierte Live-Streaming-Dienste. TME durchdringt ca. 88% des chinesischen Online-Musikmarktes und ist damit absoluter Marktführer. Im Jahr 2020 wuchs die Zahl der Abonennten um 42,6% auf 60,9 Millionen und der Umsatz stieg um 34,5%. Die Hauptplattform des Unternehmens umfasst QQ Music, Kugou Music, Kuwo Music, WeSing, Kugou Live, Kuwo Live und andere.

Die Aktie verlor deutlich an Wert nachdem der chinesische Staat dem Mutterkonzern TENCENT massive Strafzahlungen (im Gespräch sind ca. 1,5 Mrd.$) wegen kartellrechtlicher Verstöße abverlangt. Weiteren Druck verursachte die Liquidation des in Schieflage geratenen Hedgefunds ARCHEGOS, der einen großen Bestand an TME Aktien verkaufen musste. Wir waren mit dem Einstieg sicherlich etwas zu früh, aber wir glauben an das Investment, denn selbst Marktgrößen wie George Soros haben sich auf diesem Niveau mit der Aktie eingedeckt.

TECK RESOURCES LTD ist ein in Kanada ansässiges Minenunternehmen, das die Segmente Stahl, Kohle, Kupfer, Zink und Energie umfasst. Das Unternehmen verfügt über ungefähr vier in Betrieb befindliche Minen in Kanada, Chile und Peru sowie Kupferentwicklungsprojekte in Nord- und Südamerika. Zusätzlich produziert es Zink mit ungefähr drei in Betrieb befindlichen Minen in den USA und Peru.

Wir erwarten weiter eine starke Nachfrage nach Metallen und Mineralien; angetrieben durch die wachsende Dekarbonisierung, weiteres Bevölkerungswachstum und eine aufstrebende Mittelschicht in den Schwellenländern. Durch massive Verwendung der TECK Produkte bei der Herstellung von grüner Technologie (Batterien, Korrosionsschutz usw.) erwartet man bis 2050 weltweit eine 2,3 fache Nachfrage nach Kupfer und eine 2,1 fache Nachfrage nach Zink. Steigende Inflation, starke fiskalische Anreize (Ziel der Klimaneutralität in den Industrienationen) und die z.Zt. historisch niedrigen Lagerbestände sprechen auch weiterhin für steigende Rohstoffpreise.

Bereits zuvor im Portfolio waren die folgenden Titel:

AbbVie steht bei einem Plus von 9% YTD. Die Diskussion in den USA über zu hohe Medikamentenpreises belastet Abbvies Humira/Immunologiemedikament und Imbruvica/Blutkrebsmedikament dennoch kaum. **Abbvie** wurde 2013 als Abspaltung von Abbott Laboratories gegründet. Tätig ist das in North Chicago im US-Bundesstaat Illinois ansässige Unternehmen unter anderem in den Bereichen Immunologie, Onkologie und Virologie. Es beschäftigt sich mit der Entdeckung, Entwicklung, Herstellung und dem Verkauf einer Reihe von pharmazeutischen Produkten. Die Produkte konzentrieren sich auf die Behandlung von Erkrankungen, wie chronische Autoimmunerkrankungen in der Rheumatologie, Gastroenterologie und Dermatologie; Onkologie, einschließlich Blutkrebs; Virologie, einschließlich Hepatitis-C und HIV. Der weltweite Umsatz betrug 2020 45,8 Milliarden US-Dollar.

Nicht so gut steht z.Zt. **Alibaba** da. Der chinesische Internetriese wurde wegen Kartellverstößen zu einer Strafzahlung von 2,8Mrd.$ verurteilt. Das sorgt für einen Verlust von 9,5% YTD. Alibaba Group Holding Limited, ist ein Unternehmen mit Sitz in Hangzhou, China. Es wurde von dem ehemaligen Englischlehrer Jack Ma im Jahr 1999 gegründet und betreibt u. a. die gleichnamige B2B-Plattform Alibaba.com sowie das Online-Auktionshaus Taobao und ist nach eigenen Angaben die größte IT-Firmengruppe Chinas.

Konsolidiert auf hohem Niveau mit einem Ergebnis von +50% YTD hat **Bausch Health Companies**. Die Abspaltung der Augensparte Bausch+Lomb will der Pharmahersteller im 3Q21 abgeschlossen haben. Bausch Health Companies Inc, ist ein in Kanada ansässiges Pharma-Unternehmen, das eine Reihe von Marken- und Generika, Medizinprodukten und rezeptfreien Produkten entwickelt, herstellt und vermarktet. Es entwickelt hauptsächlich Produkte in den therapeutischen Bereichen Augengesundheit, Gastroenterologie und Dermatologie. Im Gespräch ist seit längerem eine Aufspaltung in zwei börsennotierte Gesellschaften, um die dominante Sparte Augengesundheit – weltweit bekannt unter der Marke Bausch&Lomb – auszugliedern. Das würde zu einer Neubewertung der ohnehin günstigen Aktie führen.

Weiter aufwärts ging es mit den Ölwerten. **BP plc**. profitierte vom steigenden Ölpreis und der hohen Nachfrage mit einem Plus von 23.5% YTD. **BP plc** ist im globalen Energiegeschäft tätig. Das Unternehmen produziert Treibstoff für den Transport, Energie für die Industrie und petrochemischen Produkten, aus denen Alltagsgegenstände wie Farben, Kleidung und Verpackungen hergestellt werden. BP profitiert vom wieder erstarkenden Ölpreis. **Petrobras (Petróleo Brasileiro S.A.)** ist ein brasilianisches halbstaatliches Mineralölunternehmen mit Sitz in Rio de Janeiro. Das Unternehmen betreibt Ölfelder und Raffinerien sowie petrochemische Anlagen und unterhält ein Tankstellennetz in Lateinamerika. Ein Gewinner auf Jahresbasis ist weiterhin die englische Tullow Oil; sie konnte sich über ein Plus von 72% YTD freuen. **Tullow Oil plc** ist ein unabhängiges Öl- und Gasexplorations- und -produktionsunternehmen mit Sitz in London. Die Haupttätigkeit des Unternehmens ist die Entdeckung und Förderung von Öl und Gas, zum großen Teil in Westafrika; Ostafrika und Südamerika.

Auf der Stelle tritt China Everbright, die jetzt nur noch ein Plus von 3,6% YTD vorweisen können. **China Everbright Environment Group Ltd** ist eine Investmentholding, die in China hauptsächlich im Energie- und Infrastrukturgeschäft tätig ist. Das Unternehmen betreibt seine Geschäfte in 4 Segmenten: 1. Bau und Betrieb von Abfallverbrennungsanlagen 2. integrierte Biomasse 3. Umweltwasserprojekte 4. allg. Umweltschutztechnologie.

12,6% verloren hat der chinesische Versicherungskonzern **Ping An** seit Anfang des Jahres. JP Morgan hält aber immer noch ca. 10,5% an **Ping An. Ping An Insurance (Group) Company** aus China bietet Versicherungen, Banking, Vermögensverwaltung und Internetfinanzierungen an. Der Konzern ist doppelt so groß wie der deutsche Allianz-Konzern.

Die niederländische Beteiligungsgesellschaft Prosus NV mit Ihrem großen Anteil an chinesischen Techwerten (u.a. Tencent) ist zwar weiter ein Favorit der Analysten, kommt aber durch die Kartellstrafen bei chinesischen Internetkonzernen mit einem Minus von 3% YTD nicht weiter. **Prosus NV** ist eine Beteiligungsgesellschaft, die 2019 von der südafrikanischen Naspers gegründet wurde und auf Unternehmensbeteiligungen im Technologiesektor spezialisiert ist. Der über 100 Jahre alte Naspers-Konzern mit Sitz in Kapstadt ist das mit Abstand größte Medienunternehmen in ganz Afrika und ist hauptsächlich in den Bereichen Fernsehen, Internet, Telekommunikation und Printmedien tätig.

Bei **SAP SE** hat sich die Geduld ausgezahlt. Die Aktie hat die Kurse aus dem vergangenen Oktober fast wieder erreicht und steht bei einem Plus von 7,7% YTD. **SAP SE** ist ein in Deutschland ansässiges Unternehmen für Unternehmensanwendungssoftware. Das Unternehmen bietet unter anderem Softwarelizenzen, Support-Services und Cloud-Anwendungen.

Auch ein erfreuliches Ergebnis kann die **UniCredit SpA** dieses Jahr vorweisen mit einem Plus von 35,7% YTD. Zwar hat die Bank gerade eine Kuponzahlung für eine

nachrangige Wandelanleihe ausgesetzt, aber eine mögliche Übernahme von Banca Monte Die Paschi und Banco BPM könnte neue Phantasie in der Aktie auslösen. **UniCredit SpA** ist eine in Italien ansässige Finanzholding und bietet Bank- und Finanzdienstleistungen für Privatpersonen und Firmenkunden an, darunter Konten, Kredite, Hypotheken, Vermögensverwaltung sowie Finanzberatungs- und Versicherungsprodukte (in Italien, Deutschland, Österreich und CEE).

Grafik 15

ICM InvestmentBank AG
UNABHÄNGIGE VERMÖGENSVERWALTER

15er Aktienportfolio | Auslastung: 87% | 27.05.21 | 14:47

No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2021 YTD	P/L total	ESG Grade
1	ABBV.K	**ABBVIE/d**	Healthcare	US00287Y1091	USD	NYQ	17.02.21	106,20	**114,7**	7,05%	**8,00%**	A-
2	BABA.N	**ALIBABA GRP AD/d**	Technology	US01609W1027	USD	NYS	26.01.21	264,00	**211,78**	-9,00%	**-19,78%**	C-
3	BHC	**BAUSCH HEALTH /d**	Healthcare	CA0717341071	USD	NYQ	18.07.18	23,10	**31,96**	53,65%	**38,35%**	B
4	BP.L	**BP/d**	Energy	GB0007980591	GBp	LSE	02.06.20	326,30	**305,9**	20,07%	**-6,25%**	A
5	0257.HK	**EB ENVIRONMENT/d**	Utilities	HK0257001336	HKD	HKG	13.12.19	6,19	**4,6**	5,02%	**-25,70%**	B-
6	PBR	**PETROLEO BRASI/d**	Energy	US71654V4086	USD	NYQ	05.02.21	11,27	**9,55**	-14,96%	**-15,26%**	B+
7	2318.HK	**PING AN/d**	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	**84,75**	-10,79%	**-10,03%**	B
8	PRX.AS	**PROSUS/d**	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	85,10	**83,69**	-5,29%	**-1,66%**	B-
9	SAPG.DE	**SAP SE**	Technology	DE0007164600	EUR	GER	26.10.20	103,00	**114,62**	6,90%	**11,28%**	A+
10	TECK.K	**TECK RECS B/d**	Basic Materials	CA8787422044	USD	NYQ	05.05.21	23,95	**23,48**	29,37%	**-1,97%**	A-
11	TME	**TENCENT MUSIC/d**	Technology	US88034P1093	USD	NYQ	06.04.21	20,07	**15,49**	-19,49%	**-22,82%**	D+
12	TLW.L	**TULLOW OIL/d**	Energy	GB0001500809	GBp	LSE	27.09.19	83,59	**50,62**	71,13%	**-39,44%**	B
13	CRDI.MI	**UNICREDIT/d**	Financials	IT0005239360	EUR	MIL	10.03.20	8,75	**10,332**	34,99%	**18,03%**	A
14												
15												

	Aktiendepot in €	MSCI in €
Performance in 2017	24,84%	5,50%
Performance in 2018	-9,56%	-5,92%
Performance in 2019	16,53%	27,49%
Performance in 2020	-3,15%	11,86%
Performance in 2021 (YTD)	**6,69%**	**10,83%**

ICM Green Strategy

Das Portfolio besteht aus 20 gleichgewichten Aktien, die ein Kriterienraster mit Fokus auf „Nachhaltigkeit" zu erfüllen haben. Die Auswahl erfolgt aus einem globalen Universum, die Aktien werden auf ihre 5 %-Quote monatlich readjustiert. Viele Aktien der ICM Green Strategy haben innerhalb der letzten Tage ihre Quartalsergebnisse bekanntgegeben. Darunter waren Unternehmen wie beispielsweise:

Verizon Communications Inc. ist ein weltweit führender Telekommunikationsanbieter in den Bereichen Mobilfunk, Internet und Festnetz. Das Unternehmen zählt zu einem der größten US-amerikanischen Mobilfunkanbieter, mit über 100 Millionen Kunden allein auf dem amerikanischen Mobilfunkmarkt. Am Mittwoch, den 21.04.2021 gab das Unternehmen einen Gewinn von 1,31 $ (geschätzt 1.29$) pro Aktie bekannt. Der Umsatz lag bei 32.87 Mrd. USD, wogegen die Schätzungen im Vorfeld nur bei 32.44 Mrd. USD lagen. Somit konnte Verizon die Erwartungen bei Gewinn und Umsatz übertreffen. Aktuell gibt es die Meldung das Verizon seine Mediengeschäfte für 4-5 Mrd. USD verkaufen könnte. Das berichtet das Wall Street Journal und beruft sich auf mit der Angelegenheit vertraute Personen. Zu den Mediengeschäften gehören AOL und Yahoo sowie die Online Zeitung Huff Posts, die Technologienachrichtenseiten Techcrunch und Engadget und die Blogging-Plattform Tumble.

Das US-Unternehmen **Potlatch Deltic** zeichnet sich durch eine besonders nachhaltige Waldbewirtschaftung aus. In den Bundesstaaten Arkansas, Idaho und Minnesota besitzt das Unternehmen Waldflächen in der Größe von 600.000 Hektar, die nach dem strengen Standard des Forest Stewardship Council (FSC) bewirtschaftet werden. Der bereits 1993 von der Naturschutzstiftung WWF initiierte FSC will nicht nur den Schutz der Wälder und der in ihnen lebenden Arten sicherstellen, sondern garantiert auch, dass soziale Standards für die Waldarbeiter eingehalten und die Rechte von Waldbewohnern gewahrt werden. Schon Ende April meldete das Unternehmen einen Gewinn von 1,94 USD pro Aktie und einen Quartalsumsatz von 354,2 Millionen USD. Damit wurden nicht nur die Zahlen vom Vorjahresquartal deutlich übertroffen, sondern auch die Analystenschätzungen. Die momentan extrem starke Nachfrage nach Rohstoffen sollte unvermindert anhalten und sich eventuell sogar steigern, wenn die Corona Lockerungen die Wirtschaft noch stärker anheizen. Speziell Holz ist ein gefragter Rohstoff und aktuell sehr schwer erhältlich. Es kommt weltweit zu Lieferengpässen und der Preis ist in den vergangenen Wochen kräftig gestiegen.

Thermo Fischer Scientific Inc. ist ein international tätiger Hersteller von industriellen und wissenschaftlichen Messsystemen. Des Weiteren entwickelt und vertreibt das Unternehmen Informations-Management-Software und Geräteausstattungen für verschiedene Branchen. Das Portfolio umspannt eine Bandbreite von Produkten wie Laborzubehör, Pipetten, Zentrifugen, Heizgeräte, Waagen, Spektroskope, DANN-Sequenzierungssysteme, Massenspektrometer und vielem mehr. Der Konzern präsentierte für das erste Quartal einen Gewinn pro Aktie von 7,21 USD. Im Vorjahresquartal hatte Thermo Fisher Scientific lediglich 2,94 USD pro Aktie verdient. Auf der Umsatzseite hat Thermo Fisher Scientific im vergangenen Quartal 9,91 Milliarden USD verbucht. Das entspricht einer Umsatzsteigerung von 59% gegenüber dem Vorjahresergebnis. Analysten hatten für das Quartal einen Gewinn je Aktie von 6,67 USD sowie einen Umsatz von 9,72 Milliarden USD prognostiziert. Somit konnte der Konzern sämtliche Erwartungen übertreffen. Thermo Fischer will das Unternehmen PPD für 21 Milliarden USD kaufen. PPD, das im vergangenen Jahr an die Börse ging, Es unterstützt Unternehmen bei der Arzneimittelentwicklung durch Beratung, Konzeption und Durchführung klinischer Studien sowie auch durch eine Unterstützung der Patienten. Das Unternehmen wurde von Moderna beauftragt, die Covid-19-Studienstandorte des US-Konzerns zu betreuen. 2020 setzte PPD mit mehr als 26.000 Mitarbeitern rund 4,7 Milliarden Dollar um. Den Abschluss der Übernahme erwartet Thermo Fisher Ende dieses Jahres.

www.i-c-m.de/green

Grafik 16

ICM InvestmentBank AG
UNABHÄNGIGE VERMÖGENSVERWALTER

ICM GREEN STRATEGY

Auslastung: 100% 27.05.21 14:58

No.		Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2021 YTD	P/L total
1	BIFF.L	**BIFFA/d**	Industrials	GB00BD8DR117	GBp	LSE	06.04.21	279,00	**291**	26,93%	**4,30%**
2	CMG	**CHIPOTLE MX GR/d**	Consumer Cyclicals	US1696561059	USD	NYQ	04.05.21	1471,04	**1345,81**	-2,95%	**-8,51%**
3	CEN.NZ	**CONTACT ENERGY/d**	Utilities	NZCENE0001S6	NZD	NZC	01.03.21	8,45	**7,84**	-12,01%	**-7,22%**
4	DBG.PA	**DERICHEBOURG/d**	Industrials	FR0000053381	EUR	PAR	01.03.21	5,85	**8,48**	44,22%	**44,96%**
5	FIEG.DE	**FIELMANN**	Consumer Cyclicals	DE0005772206	EUR	GER	04.05.21	62,95	**65,65**	-1,20%	**4,29%**
6	KEMIRA.HE	**KEMIRA OY/d**	Basic Materials	FI0009004824	EUR	HEX	01.03.21	13,43	**13,51**	4,40%	**0,60%**
7	6370.T	**KURITA WATER I/d**	Industrials	JP3270000007	JPY	TYO	01.03.21	4385,30	**5120**	29,78%	**16,75%**
8	MMKV.VI	**MAYR MELNHOF/d**	Basic Materials	AT0000938204	EUR	VIE	01.03.21	146,20	**164**	-0,61%	**12,18%**
9	MOH	**MOLINA HLTHCAR/d**	Healthcare	US60855R1005	USD	NYQ	04.05.21	256,23	**251,62**	18,31%	**-1,80%**
10	6752.T	**PANASONIC/d**	Technology	JP3866800000	JPY	TYO	01.03.21	1373,89	**1241,5**	4,28%	**-9,64%**
11	2318.HK	**PING AN/d**	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	01.03.21	95,70	**84,75**	-10,79%	**-11,44%**
12	PCH.O	**POTLATCHDLTC C/d**	Real Estate	US7376301039	USD	NSQ	01.03.21	52,67	**60,11**	20,17%	**14,13%**
13	PG	**PROCTER & GAMB/d**	Consumer Non-Cyclicals	US7427181091	USD	NYQ	01.03.21	128,21	**138,12**	-0,73%	**7,73%**
14	SCAb.ST	**SCA B/d**	Basic Materials	SE0000112724	SEK	STO	06.04.21	157,25	**139,05**	-2,97%	**-11,57%**
15	CCHE.PA	**SECHE ENVIRONN/d**	Industrials	FR0000039109	EUR	PAR	01.03.21	43,40	**52,2**	31,16%	**20,28%**
16	SGM.AX	**SIMS METAL FPO/d**	Basic Materials	AU000000SGM7	AUD	ASX	06.04.21	15,44	**15,6**	15,99%	**1,04%**
17	TMO	**THERMO FISHER /d**	Healthcare	US8835561023	USD	NYQ	04.05.21	467,38	**459,69**	-1,31%	**-1,65%**
18	UBKG.DE	**UMWELTBANK AG**	Financials	DE0005570808	EUR	GER	01.03.21	14,25	**17,15**	22,94%	**20,35%**
19	VERB.VI	**VERBUND/d**	Utilities	AT0000746409	EUR	VIE	01.03.21	63,45	**75,35**	7,87%	**18,75%**
20	VZ	**VERIZON COMMS/d**	Technology	US92343V1044	USD	NYQ	06.04.21	58,87	**56,36**	-4,07%	**-4,26%**

	Aktiendepot in €	MSCI in €
Performance in 2020	18,70%	11,86%
Performance in 2021 (YTD)	**3,87%**	**10,83%**

Aktienindices aus technischer Sicht

Wie immer haben wir uns die Kursbewegungen in den relevanten Aktienindices genauer angesehen – und zwar unter Verwendung verschiedener Indikatoren, die das Kursverhalten aus unterschiedlichen Blickwinkeln auffächern.

Es geht um die folgenden fünf Indikatoren, die auf einen Zeitraum von drei Monaten betrachtet werden:

1) **ADX:** Der ADX (Average Directional Movement) zeigt ausschließlich die Stärke eines Trends und nicht die Richtung. So deutet ein steigender ADX auf eine Trendphase und ein fallender ADX auf eine trendlose Phase hin. Werte über 15 zeigen das Vorhandensein einer Trendphase, darunter spricht man von einer trendlosen Periode.

2) **Money Flow Index:** Dieser Volumenindex zeigt in einer Skala von 0 bis 100, ob der Zufluss oder Abfluss von Geldern am Markt stattfindet.

3) **Commodity Channel Index:** Der „CCI" misst den Abstand der Kurse von ihrem „gleitenden Durchschnitt" und erlaubt damit ein Messen der Trendstärke bzw. Trendintensität. Zwischen Werten von +100 bis -100 ist der Markt trendlos, darüber und darunter gibt es entsprechende Signale.

4) **MACD:** Der Moving Average Convergence/Divergence Indikator zeigt das Zusammen- bzw. Auseinanderlaufen zweier unterschiedlich langer gleitender Durchschnitte. Schneidet der kurze den langen Durschnitt von unten nach oben, gibt es ein Kaufsignal – umgekehrt ein Verkaufssignal.

5) **Williams %R:** Der Williams %R gehört zu den Oszillatoren, mittels denen man ermitteln kann, ob Märkte überverkauft oder überkauft sind. Das Ergebnis schwankt von 0 bis -100 Punkte. Bei Werten von 0 bis -20 entsteht ein Verkaufssignal, bei -80 bis –100 ein Kaufsignal. Die nebenstehende Tabelle gibt Ihnen für die beiden Aktienindices einen Überblick. Wir haben zum besseren Verständnis eine Skalierung von --/-/0/+/++ zugrunde gelegt.

Grafik 17

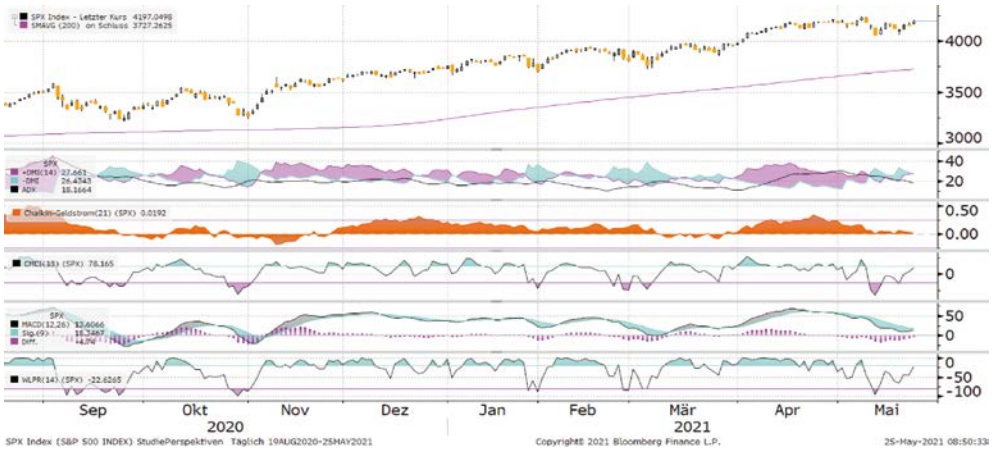
	AKTIENINDICES				
Indikatoren	**S&P500**	**EuroStoxx50**	**DAX30**	**Nikkei225**	**Hang Seng**
ADX	neutral	negativ	negativ	neutral	neutral
MFI - Money Flow Index	neutral	positiv	positiv	positiv	positiv
Ci - Commodity Channel Index	neutral	neutral	neutral	neutral	neutral
MACD	neutral	neutral	neutral	positiv	positiv
Williams %R	positiv	negativ	neutral	positiv	positiv
Gesamttendenz	**neutral**	**neutral/negativ**	**neutral**	**neutral/positiv**	**neutral/positiv**

Die Hilfsgelder der einzelnen Staaten/Notenbanken und die guten Unternehmensergebnisse des ersten Quartals 2021 haben die Märkte, bei gelegentlichen Gewinnmitnahmen, auf breiter Front unterstützt.

Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S+P 500 Index erreichte Anfang Mai neue Höchststände und bewegt sich seitdem auf hohem Niveau seitwärts. Der ADX Indikator zeigt weiter ein neutrales Bild, was auf ein Ende der Aufwärtsbewegung hindeuten könnte. Der Geldstromindex zeigt sich neutral, d.h. nach massiven Geldzuflüssen im April sieht man z.Zt. keine neuen Käufe, aber auch keine größeren Abflüsse. Der Commodity-Channel-Index gab Anfang Mai ein Kaufsignal und ist jetzt wieder im neutralen Bereich. Der MACD zeigte Ende April ein Ende des Aufwärtstrends an und gibt jetzt neutrale Signale. Der William %R Oszillator gab Anfang Mai ein klares Kaufsignal und bewegt sich jetzt in Richtung überkaufte Zone. **Ergebnis: neutral**

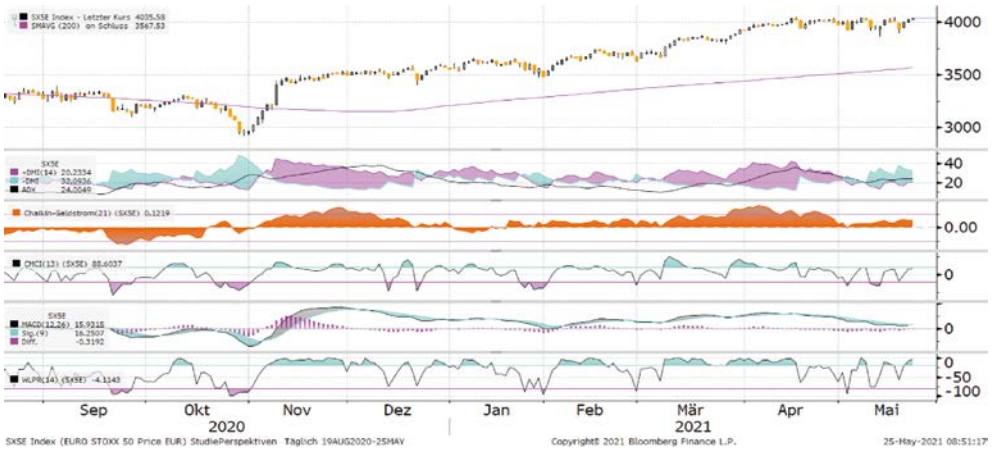
S&P500 Aktienindex Grafik 18



EuroStoxx 50 - Kursindex

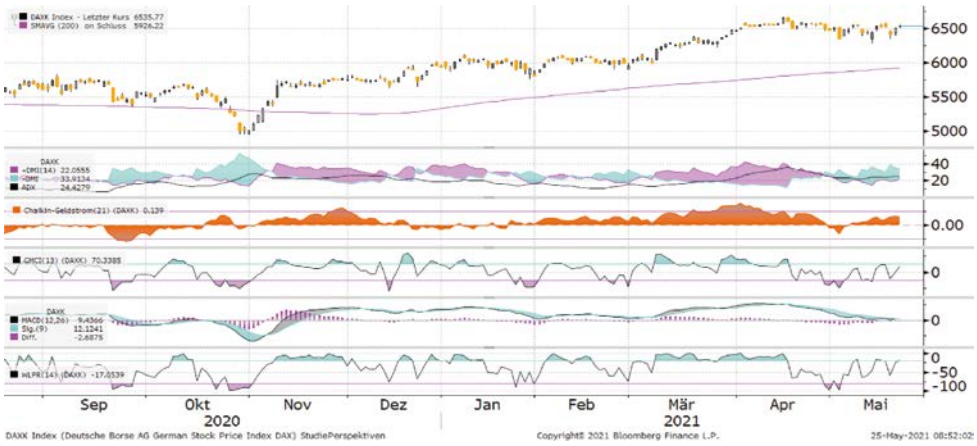
Der EuroStoxx50-Index konsolidiert seit Anfang April auf hohem Niveau. Der ADX Indikator ist neutral. Die Geldzuflüsse haben sich in den letzten Wochen langsam abgeschwächt, bleiben aber positiv. Der Commodity-Channel-Index oszilliert in der neutralen Zone. Der MACD ist neutral und ohne Aussagekraft. Der William %R Oszillator hat ein überkauftes Niveau, zeigt aber weiterhin noch kein Signal für eine Trendumkehr. **Ergebnis: neutral/ negativ**

EuroStoxx50-Aktienindex Grafik 19



DAX30-Kursindex

Grafik 20

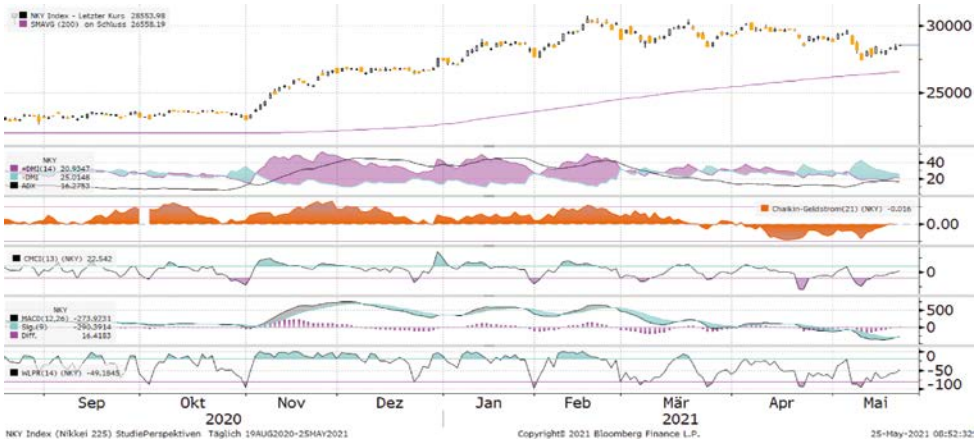


DAX30 - Kursindex

Der deutsche Leitindex zeigt ein ähnlich neutrales technisches Bild wie der EuroStoxx50. Nach Gewinnmitnahmen Anfang Mai haben die Geldzuflüsse wieder zugenommen und sind positiv zu werten. Der Commodity-Channel-Index gab in der kurzen Marktkorrektur ein Kaufsignal und bewegt sich in der neutralen Zone. Der MACD ist ohne Aussage um die Nulllinie. Der William %R Oszillator könnte bald ein überkauftes Niveau anzeigen, dennoch gibt es noch kein Anzeichen einer Trendumkehr. **Ergebnis: neutral**

Nikkei225-Aktienindex

Grafik 21



Nikkei 225 - Kursindex

Japan hat die Höchststände von Februar nicht durchbrechen können. Der ADX Indikator hat sich entsprechend abgeschwächt, bleibt aber noch neutral. Mit der Korrektur Anfang April hat der Markt deutliche Mittelabflüsse erleiden müssen, der Money-Flow-Index ist jetzt aber wieder neutral. Der Commodity-Channel-Index ist auch neutral, der MACD gibt aus der überverkauften Zone ein Kaufsignal. Der William %R Oszillator hat ebenfalls ein Kaufsignal gegeben. **Ergebnis: positiv**

Hang Seng - Aktienindex

Grafik 22

Hang Seng - Kursindex

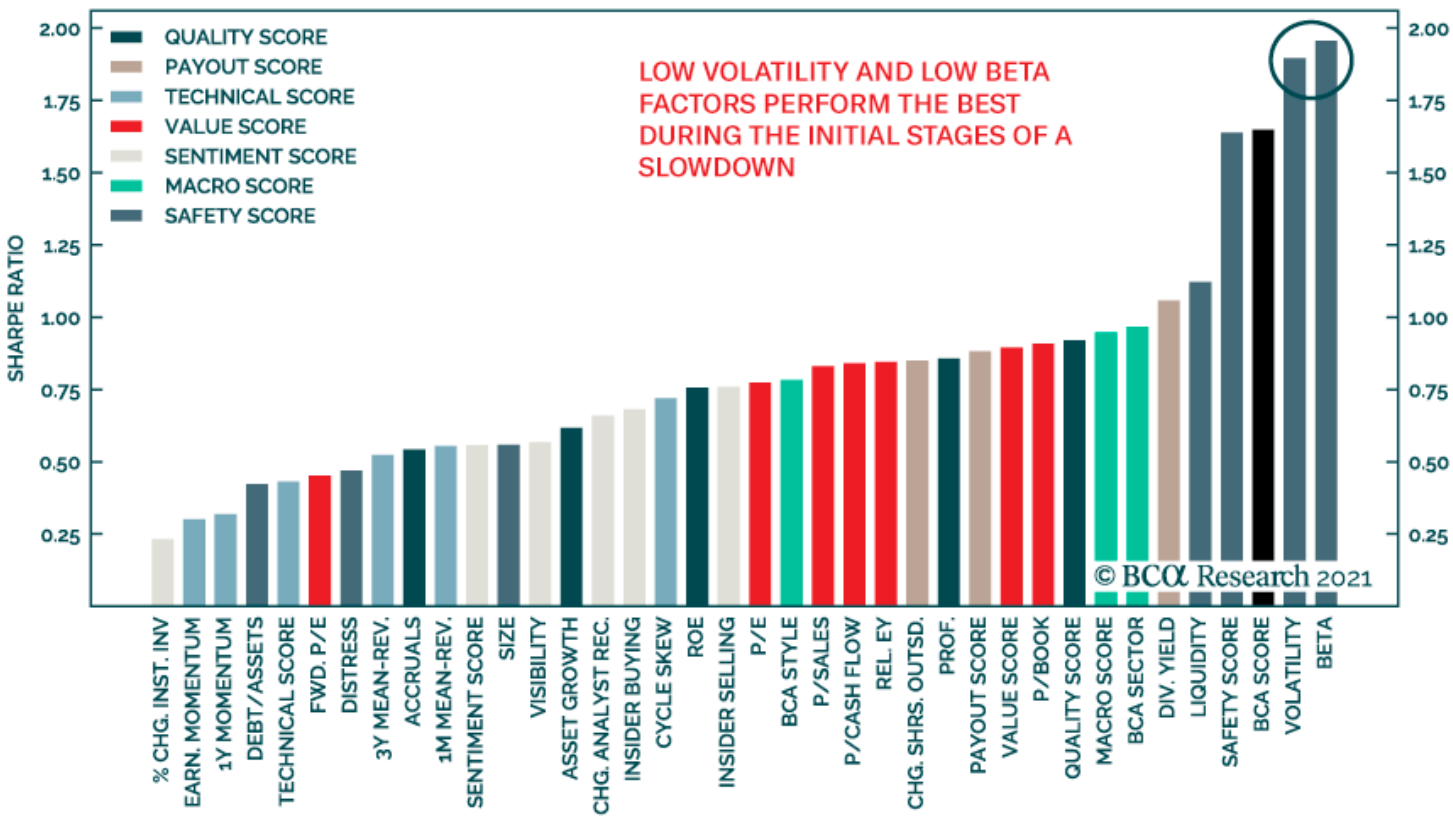
Hongkong hat die Indexhöchststände aus dem Februar nicht wieder erreichen können und zeigt ein zunehmend neutales Bild. Der ADX Indikator läuft seitwärts und gibt keine Signale. Der Money-Flow-Index zeigt zwar seit Mitte April wieder Mittelzuflüsse, aber ohne den Markt sonderlich zu unterstützen. Der Commodity-Channel-Index, der MACD und der William %R Oszillator haben sich alle aus der überverkauften Zone bewegt und geben durchaus positive Signale. **Ergebnis: neutral/positiv**

Aktienauswahl: auf welche Faktoren soll man aktuell abstellen ?

Unbestritten wird in diesen Tagen eine Phase relativer Verlangsamung in der Gewinndynamik in diesen Tagen eingeläutet, denn die Dynamik im Wirtschaftswachstum wird sich in den kommenden Quartalen nach den aktuellen Basiseffekten nicht mehr aufrechterhalten lassen. Da die Verlangsamung jedoch nicht gravierend ausfallen dürfte, bleibt es bei einem für Aktien nach wie vor positiven Umfeld.

Vor diesem Hintergrund fragt sich, welche Faktoren nun in ihrer Bedeutung für die Auswahl der Investments an Stellenwert gewinnen werden. Unser Partner BCA Research hat ausgewertet, wie sich die Faktoren in der Anfangsphase einer Verlangsamung verhalten. Die vor uns liegende Phase charakterisieren sie mit von hohem Niveau rückläufigen Wachstums und definieren „hoch und fallend" als ein Sinken des gleitenden 3-Monats-Durchschnitts des ISM im Monatsvergleich unter seinem gleitenden 12-Monats-Durchschnitt. Der ungeglättete Wert soll aber über 50 liegen (=Wachstumsschwelle). Es überrascht nicht, dass Faktoren mit niedriger Volatilität und niedrigem Beta am besten abschneiden. Als Maßstab gilt die Sharpe-Ratio[3], die Im Ergebnis möglichst hoch ausfallen soll. Ergo schneiden derzeit Sentiment und technische Faktoren (z.B. Veränderung der Anzahl institutioneller Investoren und Ein-Jahres-Momentum) am schlechtesten ab. **Am besten laufen nun „low volatility" und „low beta".**

Grafik 23



BASED ON EQUAL-WEIGHTED PORTFOLIOS OF TOP DECILE STOCKS BASED ON FACTOR SCORES WHEN THE ISM IS HIGH AND FALLING. BASED ON A UNIVERSE OF STOCKS WITH A MARKET CAP GREATER THAN ONE-BILLION US DOLLARS. DIAGONAL PATTERNS REPRESENT COMPOSITE FACTOR SCORES.

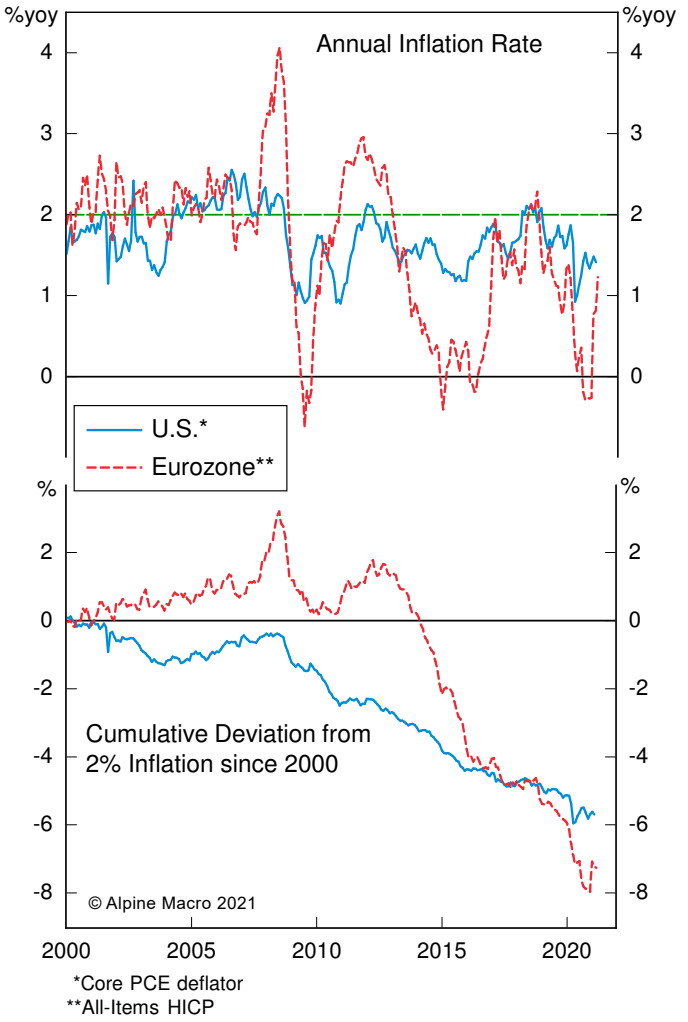
3 Die Sharpe-Ratio (Englisch: Reward-to-Variability-Ratio) ist das geläufigste Maß für das Rendite-Risiko-Profil einer Anlage. Sie betrachtet die Überrendite, also die Rendite, die ein risikoloses Investment abwirft, und setzt sie ins Verhältnis zum Risiko dieser Geldanlage. Um die Sharpe-Ratio zu berechnen, wird zuerst die Überrendite des Investments gegenüber dem risikolosen Zins ermittelt. Das Ergebnis setzt man ins Verhältnis zum Risiko des Investments. Dieses Risiko wird mittels der Volatilität ausgedrückt, einer Größe, die beschreibt, wie stark die Renditen des Investments schwanken. Mathematisch wird sie durch die Standardabweichung beschrieben. Letztlich ergibt sich also die Formel: Sharpe-Ratio = (r – rf) / σ, wobei r = Anlagerendite, rf = risikoloser Zinssatz und σ = Standardabweichung der Anlagerendite ist.

Kryptos vor der Regulierung

Digitale Währungen sind nichts anderes als der natürliche und erwartbare Evolutionsprozess des Geldes. Mit Central Bank Digital Currencies (CBDCs), also der „old-school" Digitalisierung von fiat Währungen[4] unter Kontrolle der Zentralbanken, im Kommen, stellt sich die Frage: was steckt hinter der Überzeugung, dass gerade Kryptowährungen und vor allem deren Vorreiter mit größter Marktkapitalisierung, Bitcoin (BTC), fiat-Währungen[5] ersetzen werden?

Krypto-Enthusiasten berufen sich immer wieder auf die Grundannahme, dass die Zentralbanken seit der globalen Finanzkrise aggressiv Geld drucken, was zu starker Inflation und permanentem Wohlstandsverlust für den Mittelstand führen wird. Gepaart mit der Annahme, dass Fiat-Geld seit Jahrzehnten kontinuierlich an Kaufkraft verliert, drängt sich nur eine Lösung auf, um die Kaufkraft zu erhalten. Diese besteht darin, staatliche Einflüsse zu umgehen und eine „unabhängige Währung" zuzulassen. Kryptowährungen sind dafür perfekt geeignet, da sie in ihrem Angebot begrenzt und frei von staatlicher Einmischung agieren.

USA und Europa – bislang zu niedrige Inflation Grafik 24



Das Problem daran? Die Annahmen sind nicht kohärent mit der Realität. Seit der großen Finanzkrise 2008 hat keine massive Währungsentwertung stattgefunden. Ganz im Gegenteil. Das größte Problem der meisten Zentralbanken der Industrieländer war eine zu niedrige Inflationsrate. Die PCE-Kerninflation in den USA hat das Ziel der US-Notenbank um kumulativ 6 % unterschritten wurde. In Europa lag die Inflation im gleichen Zeitraum bei durchschnittlich 1,2 %, was einer kumulativen Unterschreitung von 8 Prozentpunkten gegenüber dem Ziel der Europäischen Zentralbank entspricht. Die Argumentation basierend auf unaufhaltsamer Inflation und Quantitive Easing[6] hinkt also.

Auch nicht ganz richtig ist die Aussage, dass Papiergeld immer an Kaufkraft verliert. Die Kaufkraft des japanischen Yen ist seit fast 25 Jahren (1998 bis 2014) um 5%, während das allgemeine Preisniveau während des gleichen Zeitraums sank. Das bedeutet, dass BTC nicht notwendig ist, um die Kaufkraft zu schützen. Man muss nur eine sehr schlechte Geldpolitik betreiben, um eine Preisdeflation zu erzeugen, so wie es die Bank of Japan von 1990 bis 2015 getan hat. In ihrer Gesamtheit ist die Preisinflation seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems 1971, tatsächlich gestiegen. Allerdings geschah dies im Austausch für einen enormen Anstieg der wirtschaftlichen und finanziellen Stabilität.

Schließlich hat die Welt eine viel längere Geschichte von rohstoffbasierten Währungen als Papiergeld. Für die USA endete der Goldstandard erst im Jahr 1971, als Präsident Nixon den Dollar vom Gold abkoppelte. Während der langen Geschichte des Goldstandards stiegen und fielen die Preise in Abhängigkeit vom Wachstum der Goldproduktion relativ zum BIP-Wachstum. Der eigentliche Grund, warum die Welt den Goldstandard längst verlassen hat, ist die Starrheit der Goldversorgung, die oft in endlose Paniken und Rezessio-

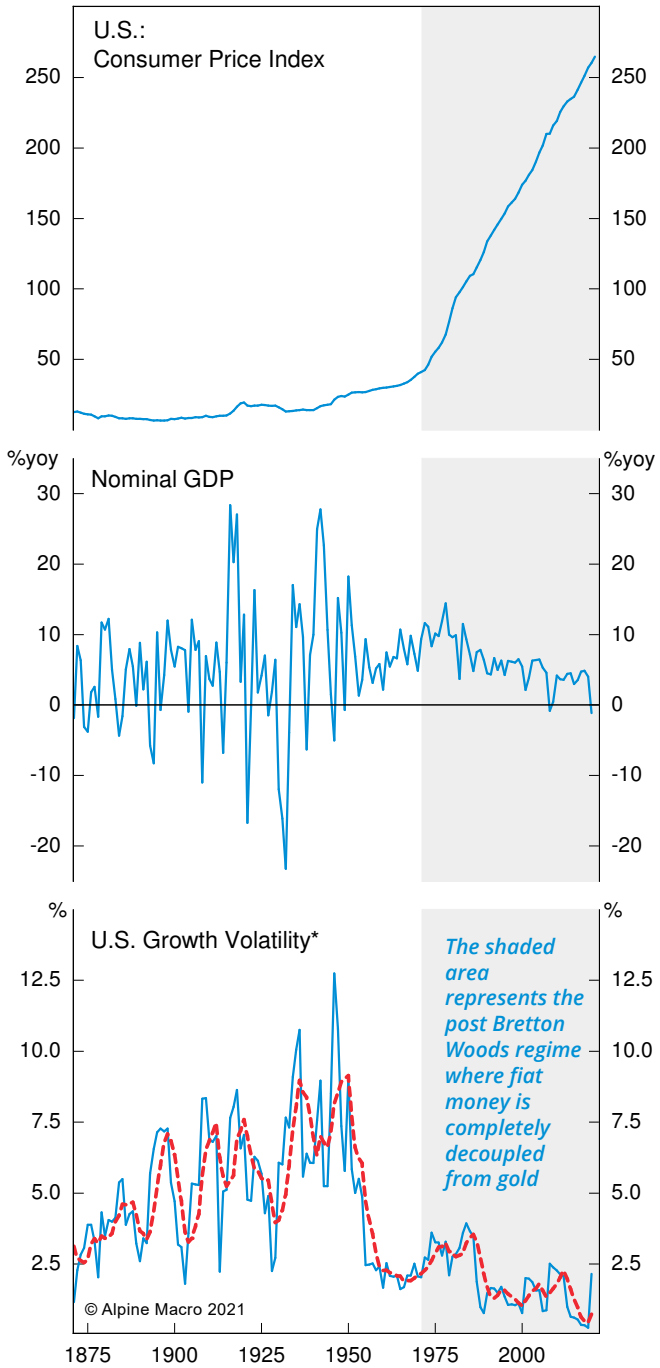
4 Fiatgeld aus dem lateinischen Wort fiat („Es sei getan! Es geschehe! Es werde!", auch englisch Fiat money, ist ein Wirtschaftsobjekt ohne inneren Wert, das als Tauschmittel dient.

5 Fiat Währung = Fiatgeld; vgl. Fußnote 4

6 Die Zentralbank kauft meist langfristige private oder öffentliche Wertpapiere, zum Beispiel Staatsanleihen, von den Geschäftsbanken auf. Durch diese Käufe wird die Geldbasis erhöht.

nen mündete. Allein im 19. Jahrhundert, gab es 16 große Finanzpaniken, Depressionen und eine anhaltende Preisdeflation. Das spiegelt sich in den Kryptomärkten wider. Krypto-Befürworter scheinen offensichtlich nicht zu verstehen, dass ein Währungssystem mit starrer Geldmenge historisch die Hauptursache für große wirtschaftliche Schwankungen, Finanzpaniken, häufige Wirtschaftskrisen und enorme Preisdeflation.

Fiatgeld bewirkt höhere Inflation und niedrigere wirtschaftliche Aktivität. Grafik 25



*5-year moving standard deviation of nominal GDP growth; dotted line is 5-year moving average

Braucht die Welt Krypto-Währungen? Im Großen und Ganzen gibt es zwei primäre Rechtfertigungen für Kryptowährungen, die sich auf eine Transaktionsbasis konzentrieren: Geschwindigkeit und Privatsphäre/Anonymität. Die Geschwindigkeit von Kryptowährungen ergibt sich aus ihrer Fähigkeit, die Effizienz lokaler und globaler Zahlungssysteme zu erhöhen, indem sie Finanztransaktionen ohne die Notwendigkeit einer dritten Partei (z. B. eines Finanzinstituts) erleichtern. Die grenzüberschreitende Abwicklung traditioneller (Fiat-) Währungstransaktionen, die über das Standard-SWIFT-Kommunikationssystem abgewickelt werden, dauert bis zu zwei Geschäftstage. Die meisten Transaktionen mit Kryptowährungen über ein Blockchain[7]-Netzwerk werden in weniger als einer Stunde abgewickelt, ob grenzüberschreitend oder nicht. Die Gebühren, die bei Zahlungen durch Dritte anfallen, sind oft teurer als bei Transaktionen mit Kryptowährungen. Einfach ausgedrückt kann das Ausschalten des „Zwischenhändlers" Geld sparen. Dies ist ein Verkaufsargument in einem globalen Markt, der erwartet, dass grenzüberschreitende Transaktionen im Einzelhandel bis Ende 2021 3,5 Billionen US-Dollar erreichen werden, von denen bis zu 5 % mit transaktionsbasierten Gebühren verbunden sind. So sehr dieser Durchbruch in der Zahlungssystemtechnologie geschätzt wird, ist er leider nicht der Hauptgrund für die Verwendung von Kryptowährungen. Gerade die Spekulation treibt die derzeitige Nutzung an, zumal es selbst unter denjenigen, die Kryptos für sichere Anlagen oder vielversprechende langfristige Investitionen halten, spekulatives Verhalten gibt.

Wenn eine Person einen Artikel von einem Unternehmen in einem fernen Land kaufen möchte, könnte diese Person eine Kryptowährung verwenden, genauso wie sie eine Kreditkarte verwenden könnte. Beide Parteien hätten ein sicheres Tauschmittel, aber anders als bei einer Kreditkarte würden beide vermeiden, Fiat-Währungen zu verwenden. Die entscheidende Prämisse ist die Existenz einer Online-Gemeinschaft von Einzelpersonen und Firmen, die aus dem einen oder anderen Grund Fiat-Währungen vermeiden wollen. Von einem beschreibenden Standpunkt aus betrachtet, impliziert das Kryptowährungsphänomen einen Mangel an Vertrauen in moderne Regierungen, oder zumindest deren Geldsysteme, und eine Behauptung individueller Eigentumsrechte.

Die Liste der Kryptowährungen wächst ständig. Bis heute gibt es etwa 9.800 von ihnen. Einige versuchen, ihren wirtschaftlichen Wert oder Nutzen zu beweisen, während andere ohne einen bestimmten

7 Die Blockchain gewährleistet die Wahrheit der Daten, wo ansonsten auf die Korrektheit der Geschäftspartner oder einen Mittelsmann vertraut werden muss. Mit der Blockchain-Technik wird mit den Daten eine Prüfzeichenfolge (Hash) erzeugt. Werden die Daten geändert, ändert sich auch der Hash – und die Änderung ist dokumentiert. Da bei der Blockchain nun alle Beteiligten auf dieselben Daten (nicht auf Kopien) zugreifen, sind unbemerkte Änderungen ausgeschlossen.

Zweck oder ein zu lösendes Problem geschaffen wurden. Trotzdem hat es bisher noch keine Kryptowährung gegeben, die die Verwendung von langsamerem Fiatgeld verdrängt. Während Kryptowährungen Anzeichen einer deutlichen Verbesserung als Tauschmittel zeigen, sind sie als Wertaufbewahrungsmittel und Rechnungseinheiten immer noch unzureichend. Denn dass Preise im Supermarkt in Zukunft nicht in BTC ausgegeben werden, liegt hauptsächlich an der Volatilität und damit Preisunsicherheit für sowohl den Konsumierenden als auch Verkaufenden. Diese ist nämlich 15 mal höher für Bitcoin als für den Dollar Index (DXY) als Äquivalent für den Außenwert des US-$. Obwohl mit Kryptowährungen bezahlt wird, ist für das Unternehmen noch immer der Umsatz in Dollar relevant. Damit ist Bitcoin oder jede andere Kryptowährung mitnichten unabhängig und fällt als Rechnungseinheit aus.

Warum entscheidet man sich dennoch dafür, eine Kryptowährung zu halten, wenn die Löhne und Preise in Fiat-Währungen wie US Dollar oder Euro lauten? Die einzig mögliche Antwort darauf heißt, dass Kryptowährungen ein geeignetes Wertaufbewahrungsmittel darstellen. Dies wäre nur dann der Fall, wenn sich die Preise dieser Währungen generell seitwärts bewegen würden. Das ist zu bezweifeln. Kryptowährungen sind riskant. Kryptowährungskonten unterliegen nicht der Einlagensicherung. Kryptopreise sind außerdem extrem volatil. Während der Pandemie, fiel der S&P 500 um 34%, aber der Preis von Bitcoin sank um einen noch 53%. Anderen Kryptowährungen erging es noch schlechter. Im Gegensatz dazu stieg der handelsgewichtete US-Dollar um etwa 4%, während der Goldpreise nur geringfügig fielen (Grafik 4).

Um also einen Anreiz zu schaffen, Kryptos zu halten, muss der voraussichtliche Kapitalgewinn groß genug sein, um die inhärente Volatilität auszugleichen. Im Gegensatz zu Dividenden zahlenden Aktien, bieten Kryptowährungen ihren Besitzern kein Einkommen. Das heißt, selbst wenn Kryptos genauso riskant wären wie Aktien, müsste der Preis von Kryptowährungen noch stärker steigen als der von Aktien, um ein Gleichgewicht zwischen den beiden Anlageklassen für Investoren zu garantieren. Wie die Erfahrung der Pandemie zeigt, sind Kryptowährungen sogar risikoreicher als Aktien. Das bedeutet für die erwartete Rendite einer Kryptowährung, dass diese den erwarteten Anstieg der Aktienkurse um mehr als die Dividendenrendite übersteigen müsste. Das Problem für Krypto-Inhaber ist, dass dies mathematisch nicht möglich ist. Aktienrenditen übertreffen im Allgemeinen das nominale BIP-Wachstum.

Das andere Hauptargument für Kryptowährungen ist die Privatsphäre oder Anonymität. Die Umgehung von Zwischenhändlern impliziert eine größere Kontrolle der Gelder durch die beiden Parteien einer Transaktion. Kryptowährungen gelten im Vergleich zu Fiat-Geld als „privater". Fiat-Geld hingegen wird von Regierungen und Banken kontrolliert, während Krypto-Währungen nur „Besitzer" haben. Kryptowährungen sind anonym, weil sie in digitalen Geldbörsen mit alphanumerischen Sequenzen gespeichert werden - es gibt eine begrenzte persönliche Datenspur, die Kryptowährungen im Vergleich zu denen von elektronischen Fiat-Währungstransaktionen folgt. Allerdings ist Privatsphäre nicht gleichbedeutend mit Sicherheit. Hacking und Betrug können Kryptos ebenso betreffen wie andere Formen von Geld, und die Angriffe werden mit dem Wert der Währungen zunehmen.

Wenn also Kryptowährungen bessere Renditen als Aktien bieten müssen und wenn die Rendite von Aktien mindestens dem nominalen BIP-Wachstum entspricht, dann müsste die Marktkapitalisierung von Kryptowährungen am Ende nicht nur schneller steigen als bei Aktien, sondern sogar schneller als das Volkseinkommen. In einer digitalen Welt, in der Menschen immer weniger Geld benötigen, um Transaktionen zu ermöglichen, gibt es keinen Grund dies zu erwarten.

Aktienrenditen und Wirtschaftswachstum

Grafik 26

	S&P EARNINGS* (ANNUALIZED GROWTH)	S&P DIVIDEND YIELD* (AVERAGE)	S&P EARNINGS* (ANNUALIZED GROWTH) + S&P DIVIDEND YIELD* (AVERAGE)	S&P TOTAL RETURN* (ANNUALIZED GROWTH)	US NOMINAL GDP (ANNUALIZED GROWTH)
1950-2000	6.3%	3.7%	10.0%	13.5%	7.5%
1950-1980	6.4%	4.0%	10.4%	10.8%	8.0%
1980-2000	6.1%	3.3%	9.4%	17.6%	6.7%
2000-2020	3.2%	2.0%	5.2%	6.6%	3.8%

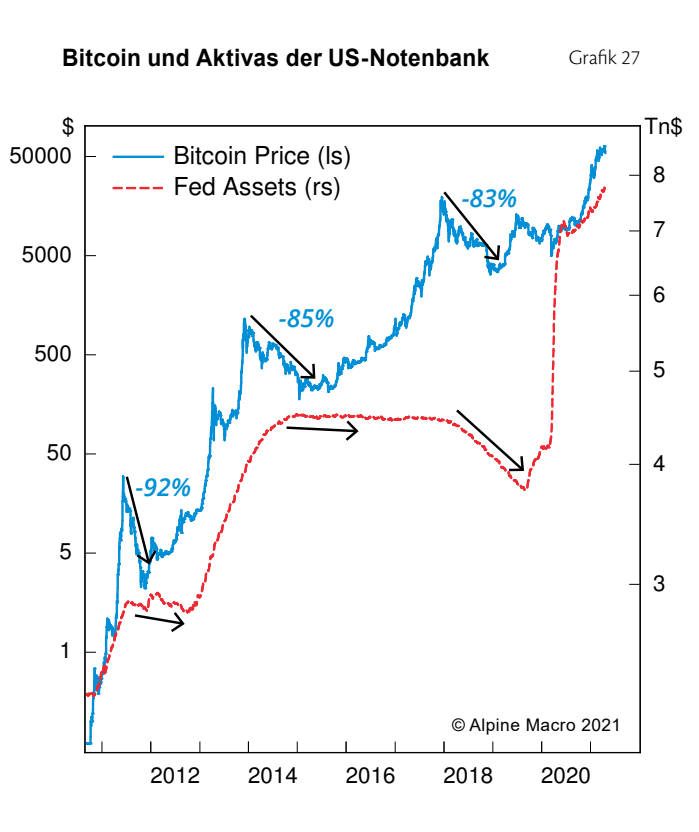
* SOURCE: ROBERT SHILLER.

Eine neue Spekulationsblase

Während Aktien ihren Wert von den Fundamentaldaten eines Unternehmens beziehen, haben Kryptowährungen keinen intrinsischen Wert. Dabei ist es wichtig zwischen Kryptowährungen wie Bitcoin, der ein reines Währungsversprechen hält, und Ethereum oder anderen anwendungsnahen Coins zu differenzieren. Letztere haben eine realwirtschaftliche Verbindung und bieten in vielen Fällen eine neue konsumentenzentrierte Marktstruktur, bei der die Coins selbst die Finanzierungs- und Partizipationsgrundlage für und in den Unternehmungen darstellen. Im Gegensatz dazu ist der Wert von Kryptocoins mit einem reinen Währungsauftrag schlicht das, was andere bereit sind, für sie zu zahlen. Das macht Kryptowährungen nicht nur von Natur aus riskanter als Aktien.

Dieses Schneeballsystem – nicht nur die Energiebelastung[8] – ist das eigentliche Dilemma. In erster Linie sind die meisten Investoren nicht daran interessiert, tatsächliche Krypotwährungen zu besitzen. Sie kaufen und besitzen sie einfach, weil sie glauben, dass ihre Preise in Fiatgeld steigen werden.

Ist Bitcoin stellvertretend für die Kryptos eine neue Anlageklasse? Ganz und gar nicht. Niemand hat jemals eine Bewertungsmöglichkeit für BTC artikuliert. Der fundamentale Wert eines finanziellen Vermögenswertes wird durch seinen zukünftigen Einkommensstrom und die Höhe des Abzinsungsfaktors bestimmt. Was gilt für den Wert eines Bitcoins? Die einzige bekannte Formel zur Bewertung von BTC lautet: Kaufen, um dann zu höheren Preisen an jemand anderen zu verkaufen. Damit ist BTC ein reines fiktives Spekulationsobjekt, bei dem die Gewinne für Anleger aus einem Schneeballsystem generiert werden. Die einzige Unsicherheit ist, wann das Schneeballsystem aufgedeckt wird und bei welchen Preisniveaus BTC abstürzen wird. Die Grafik kann einige Anhaltspunkte liefern. Es zeigt sich, dass Schwankungen der Fed-Bilanz mit dem Anstieg und Fall der BTC-Preise korrelieren. Zum Beispiel fiel der Absturz der BTC-Preise 2017/18 mit einer schrumpfenden Fed-Bilanz zusammen. Dies scheint eine historische Regelmäßigkeit zu bestätigen: Knappes Geld sticht immer Vermögensblasen. Wenn dem so ist, könnte ein weiterer Crash drohen, sobald die Fed beginnt ihre Politik zu renormalisieren.



Der letzte Kurssturz von Bitcoin und Ethereum am 19. Mai war eher die panische Reaktion auf Chinas Verbot der Nutzung von Krypto Währungen als Transaktionsmittel für Unternehmen. Tatsächlich handelte es sich dabei lediglich um eine Stellungnahme mehrerer chinesischer Finanzorganisationen, welche das bereits seit 2013 und 2017 existierende Transaktionsverbot von Kryptowährungen für gewerbliche Akteure bekräftigt hat. Doch China ist damit nicht allein. Die extremen Preisabstürze haben gezeigt, wie sensibel der Kryptomarkt auf staatliche Eingriffe reagiert. Damit wird Regulation und staatliche Kontrolle zu einem ernstzunehmenden Risiko für Anleger. Zwar werden sich die Richtlinien von Zentralbanken hinsichtlich des Umgangs mit Kryptowährungen nicht schlagartig ändern, was ein weiteres Wachstum dieser Preisblase ermöglichen könnte. Ein anhaltender Krypto-Kollaps würde andere spekulative Anlagen wie z.B. Tech-Aktien mit sich reißen. Für die Gesamtwirtschaft werden die Auswirkungen eines Krypto-Bärenmarktes begrenzt sein. Das Bankensystem hat sehr wenig Engagement in Kryptowährungen.

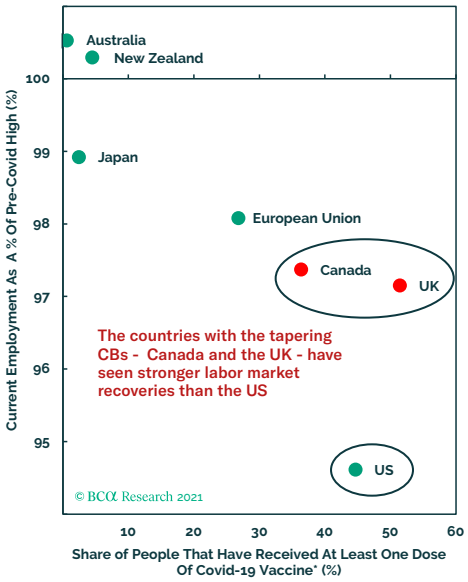
8 Letztere ist nämlich nur BTC hauseigenes Problem, resultierend aus dem notwendigen Ressourcen Input – Zeit und Energie – um den Proof of Work-Mechanismus umzusetzen. Diese Problematik dem ganzen Kryptomarkt zu attestieren, ist allerdings falsch. Dort ist längst der energiearme und höchst effiziente Proof of Stake- Mechanismus und seine Derivate wie Proof of Authority viel weiter verbreitet.

Anleihen: Richtungsänderung in den Kursen hat begonnen.

Zu Beginn des Jahres 2021 war die Mehrheit der Analysten noch der Meinung, dass keine große Zentralbank vor der US-Notenbank zu einem weniger expansiven geldpolitischen Kurs übergehen würde. Nach nicht einmal fünf Monaten hat sich diese These bereits als falsch erwiesen. Im Mai kündigte die Bank of England (BoE) eine Verlangsamung ihrer Wertpapierkäufe an, nachdem die Bank of Canada (BoC) im letzten Monat eine ähnliche Entscheidung getroffen hatte.

schleppende Erholung am US-Arbeitsmarkt trotz Impferfolgen

Grafik 28



* SOURCE: OXFORD UNIVERSITY "OUR WORLD IN DATA".

Das blieb natürlich nicht ohne Konsequenzen für die jeweiligen Währungen. Zuletzt war man noch davon ausgegangen, dass keine Zentralbank eine Währungsstärke tolerieren könnte, die durch eine Reduzierung eigener Wertpapieraufkäufe (= Tapering) noch vor der Fed unweigerlich eintreten würde. Nicht nur der kanadische Dollar, auch das britische Pfund erholte sich unmittelbar nach der Ankündigung einer Reduzierung der Aufkäufe gegenüber dem US-Dollar und dem Euro. Die Anleger hatten bislang darauf spekuliert, dass die Fed irgendwann in der zweiten Jahreshälfte 2021 mit der Einschränkung eigener Aufkäufe beginnen könnte, vor allem basierend auf einer bisher erfolgreichen US-Impfkampagne. Doch während es zu Optimismus führte, dass die US-Wirtschaft schnell wieder auf die Beine kommen und zur Normalität zurückkehren könnte, bleibt die Tatsache, dass die Erholung der US-Beschäftigung nach dem COVID-19-Schock hinter anderen großen Volkswirtschaften zurückgeblieben ist. Der große Fehlschlag beim US-Arbeitsmarktbericht für April zeigt, dass die Fed mit entsprechenden Schritten noch warten muss.

Die Rendite der US-Staatsanleihen wird wahrscheinlich solange seitwärts tendieren (zu Lasten des US-$), bis die Märkte den wahren Zustand der US-Arbeitsnachfrage gegenüber dem Angebot klären können. Der Haupttrend der US-Treasury-Kurve war schon über weite Strecken des vergangenen Jahres mit steigenden Renditen bei den Langläufern unter den Staatsanleihen gekennzeichnet. Sie haben die Hauptlast des Aufwärtsdrucks getragen, der von der raschen Erholung des US-Wirtschaftswachstums (und des Weltwirtschaftswachstums) von den Tiefen der COVID-19-Rezession 2020 herrührte.

Für die geldpolitische Sitzung im nächsten Monat plant die Präsidentin der Europäischen Zentralbank, Christine Lagarde, Berichten zufolge, die Mitglieder des EZB-Rats zum ersten Mal seit dem Beginn der Pandemie zu einem persönlichen Treffen einzuladen. Das bietet einen interessanten Untertitel für ein Treffen, das sicherlich eine Debatte darüber beinhalten wird, wie viel monetäre Unterstützung für ein zunehmend geimpftes Europa, das aus den Tiefen von COVID-19 auftaucht, noch notwendig ist. Einige EZB-Vertreter haben bereits festgestellt, dass die Risiken für das Wirtschaftswachstum und die Inflationserwartungen nun „nach oben geneigt" seien, wie es im Protokoll der letzten EZB-Sitzung heißt. Da sich das Vertrauen in die europäische Wirtschaft verbessert hat, sind die europäischen Anleiherenditen als Reaktion darauf schon gestiegen. Die Rendite 10-jähriger deutscher Bundesanleihen liegt nun bei -0,11 %, was einem Anstieg von 0,46 % seit Jahresbeginn entspricht. Die Hälfte dieses Anstiegs war übrigens im letzten Monat zu verzeichnen. Der Anstieg der Renditen blieb nicht auf die Kernländer Deutschland und Frankreich beschränkt - die Rendite 10-jähriger italienischer Staatsanleihen liegt nun bei 1,11 % und damit mehr als doppelt so hoch wie zu Beginn des Jahres 2021 (0,52 %).

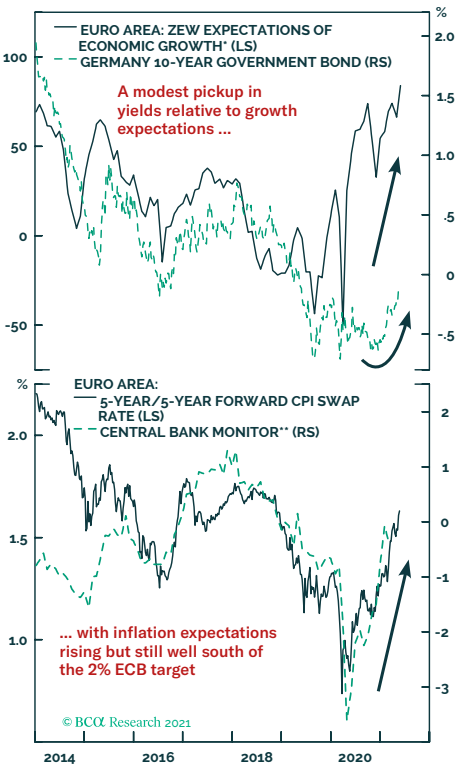
Diese Renditeanstiege sind hinter den großen Bewegungen in anderen Ländern zurückgeblieben; die Renditen 10-jähriger Staatsanleihen in den USA und Kanada sind seit Jahresbeginn um 0,72 % bzw. 0,90 % gestiegen. In diesen Ländern zogen die Renditen aufgrund steigender Inflationserwartungen und teilweise berechtigter Sorgen über eine Reduzierung der Anleihekäufe durch die Zentralbanken an.

Unserer Ansicht nach ist es für die EZB hingegen noch zu früh einen solchen Wechsel zu einer weniger expansiven Politik in Erwägung zu ziehen. Daher sieht der Ausverkauf von Anleihen in Europa eher nach einem Fall von „zu viel, zu schnell" aus.

Die jüngsten Konjunkturdaten für den Euroraum haben nicht nur zu der früheren Stärke in den USA aufgeschlossen, sondern sind in einigen Fällen auf ein Niveau zurückgekehrt, das seit vielen Jahren nicht mehr gesehen wurde. Die Erwartungskomponente der deutschen ZEW-Umfrage ist im Mai um fast 14 Punkte gestiegen und liegt nun auf einem Niveau, das zuletzt im Jahr 2000 gesehen wurde. Der Markit PMI für das verarbeitende Gewerbe erreichte im April mit 62,9 Punkten ein Allzeithoch. Der von der Europäischen Kommission ermittelte Index des Verbrauchervertrauens für den Euroraum hat fast wieder das Niveau von vor der Pandemie erreicht, was auf eine weitere Erholung des Markit PMI für den Dienstleistungssektor hindeutet. Weitere positive Nachrichten über die Pandemie treiben den Anstieg der Wachstumserwartungen an. Die Zahl der neuen COVID-19-Fälle ist stetig gesunken, wobei Italien - eine der am stärksten betroffenen Regionen in den ersten Monaten der Pandemie - nun die niedrigste Rate an neuen Fällen seit Oktober verzeichnet (auf rollierender 7-Tage-Basis). In der Zwischenzeit hat sich das Tempo der Impfungen nach einer anfänglich langsamen Einführung beschleunigt; die Zahl der täglich verabreichten Impfungen (pro 100 Personen) ist jetzt in Deutschland, Frankreich und Italien höher als in den USA. Der rasche Anstieg der Impfungen bereitet Europa auf eine solide Erholung von der durch Abschottung verursachten Double-Dip-Rezession in Q4/2020 und Q1/2021 vor.

bescheidener Anstieg der Anleiherendite im Euroraum

Grafik 29

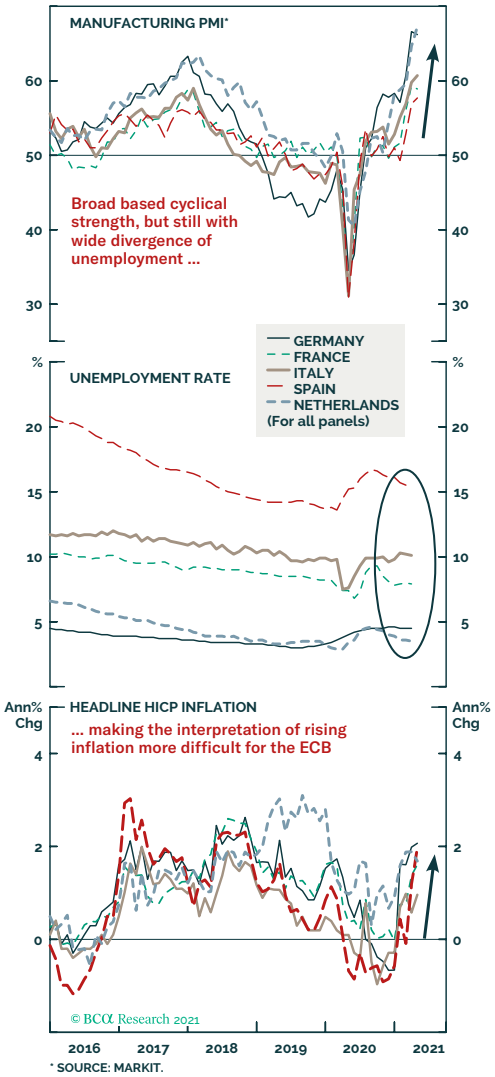


* SOURCE: CENTER FOR EUROPEAN ECONOMIC RESEARCH.
** BCA PROPRIETARY INDICATOR. READINGS BELOW ZERO INDICATE EASIER MONETARY POLICY IS REQUIRED, AND READINGS ABOVE ZERO INDICATE TIGHTER POLICY IS NEEDED.

Die Europäische Kommission hat in der vergangenen Woche ihre Wachstumsprognosen für den Euroraum nach oben korrigiert: Das reale BIP soll nun 2021 um 4,3 % und 2022 um 4,4 % expandieren, nachdem zuvor 3,8 % in beiden Jahren prognostiziert worden waren. Es wird nun erwartet, dass alle Länder des Euroraums bis Ende 2022 wieder auf das Niveau vor der Pandemie zurückkehren werden - eine Zahl, die durch eine Belebung der öffentlichen Investitionen im Rahmen des EU-Pakets der nächsten Generation (NGEU), das voraussichtlich im Spätsommer dieses Jahres mit der Auszahlung von Geldern beginnen wird, gefördert wird. Die EZB wird bei der Juni-Sitzung sicherlich ihre eigenen Prognosen anheben, sowohl für das Wirtschaftswachstum als auch für die Inflation. Der Ausblick für letztere wird wahrscheinlich zum größten Streitpunkt im EZB-Rat werden. Trotz der recht koordinierten Erholung umfragebasierter Daten wie der Einkaufsmanagerindizes des verarbeitenden Gewerbes gibt es innerhalb des Euroraums nach wie vor große

Wieviel freie Kapazität hat Europa ?

Grafik 30



* SOURCE: MARKIT.

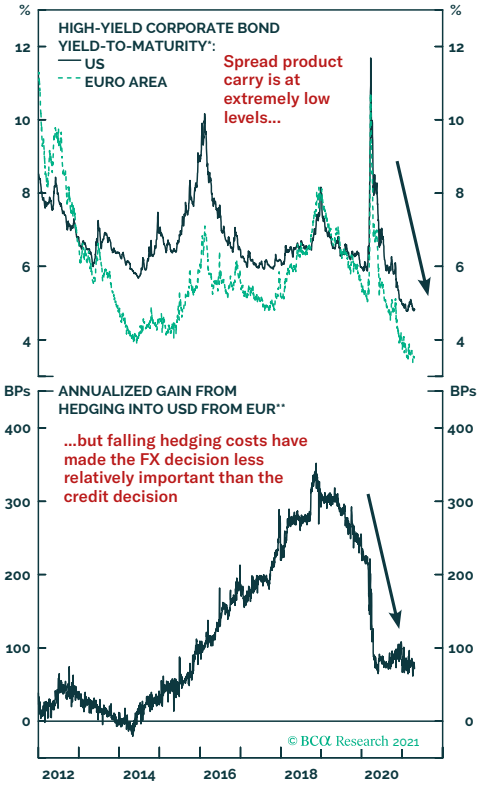
Unterschiede bei den Arbeitslosenquoten - und allgemeiner bei den Messgrößen für die Kapazitätsreserven. Dies wird es der EZB erschweren, festzustellen, ob der derzeitige Anstieg der realisierten Inflation, der das jährliche Wachstum der HVPI-Inflation[9] in vielen Ländern der Eurozone in Richtung der 2 %-Marke getrieben hat, anhalten kann, wenn Länder wie Italien und Spanien immer noch unter einer sehr hohen Arbeitslosigkeit leiden. Auch die große Streuung der Arbeitslosenquoten innerhalb der Eurozone deutet darauf hin, dass das derzeitige Niveau der Leitzinsen bei oder unter 0 % angemessen ist.

9 HVPI: harmonisierte Verbraucherpreisindezes

Ein einfacher Maßstab zur Messung der „Breite" der europäischen Arbeitsmarktstärke ist die Betrachtung des prozentualen Anteils der Länder des Euroraums, deren Arbeitslosenquote unter der von der OECD geschätzten Vollbeschäftigungs-NAIRU[10] liegt. Dieser Maßstab korreliert gut mit einer Schätzung des angemessenen Niveaus der kurzfristigen Zinssätze im Euroraum, die durch eine einfache Taylor-Regel generiert wird. Derzeit befinden sich nur 43 % der Länder des Euroraums jenseits der Vollbeschäftigung, was mit einem EZB-Leitzins von rund 0 % vereinbar ist. Ein etwas größerer Anteil der Länder (47 %) erlebt eine Beschleunigung des Lohnwachstums. Dies könnte bedeuten, dass einige der NAIRU-Schätzungen für die einzelnen Länder zu niedrig sind, was zu der seit 2015 beobachteten Beschleunigung des Lohnwachstums im Euroraum insgesamt passen würde. Da so viele Länder des Euroraums immer noch den durch die Pandemie verursachten Anstieg der Arbeitslosigkeit verarbeiten, wird es jedoch einige Zeit dauern, bis die EZB die Arbeitsmarktdynamik klar genug einschätzen kann, um zu entscheiden, ob eine geldpolitische Maßnahme erforderlich ist.

Tatsächliche geldpolitische Entscheidungen der EZB werden durch das Ausmaß motiviert, in dem höheres Wachstum und höhere Inflation im gesamten Euroraum zu beobachten sind. Betrachtet man alle bisherigen Perioden der geldpolitischen Straffung der EZB seit der Einführung des Euro im Jahr 1998 - in Form von tatsächlichen Leitzinserhöhungen oder einem flachen bis rückläufigen Trend in der EZB-Bilanz - wird deutlich, dass die EZB keine Straffung vornimmt, ohne dass in mindestens 75 % der Länder des Euroraums sowohl das Wirtschaftswachstum als auch die Inflation anziehen. Tatsächliche Zinserhöhungen finden statt, wenn mindestens 75 % der Länder eine Inflation von über 2 % aufweisen, wie es während der Zinserhöhungszyklen 2000, 2005-2007 und 2011 der Fall war. In jüngerer Zeit pausierte die EZB die Ausweitung ihrer Bilanz im Jahr 2017, als sich das Wachstum und die Inflation beschleunigten, nahm aber keine Leitzinsanpassungen vor, da nur 50 % der Länder eine Inflation von über 2 % aufwiesen. Heute verzeichnen im Wesentlichen alle Länder des Euroraums eine sich beschleunigende Wachstumsdynamik im Vergleich zu den pandemischen Tiefstständen von vor einem Jahr. 59% des Euroraums verzeichnen eine schnellere Inflation, eine Zahl, die sich wahrscheinlich noch weiter erhöhen wird, wenn sich mehr Teile Europas angesichts des Anstiegs der globalen Rohstoffpreise aus der Abriegelung zurückziehen. Dennoch haben nur 12% der Länder des Euroraums eine Gesamtinflation über 2 %, was darauf hindeutet, dass die realisierte Inflation noch nicht stark genug ist, um sogar eine Anpassung der EZB-Bilanzaktiva auszulösen, basierend auf den Erfahrungen des Jahres 2017.

High Yield: Fälligkeitsrenditen auf Allzeit-Tief Grafik 31



* SOURCE: BLOOMBERG BARCLAYS INDICES.
** HEDGED BY USING THE 3-MONTH CURRENCY FORWARD RATE.

Gut aufgehoben war man jedenfalls in den letzten zwölf Monaten mit Investments in High-Yield-Anleihen. Wer zudem die Chance genutzt hatte, die sich während des Ausverkaufs an den Aktienmärkten Ende des ersten und im zweiten Quartal 2020 bot, blickt heute auf weit zweistellige Renditen seiner Bonds. Wie das nebenstehende Chart zeigt, sind die Fälligkeitsrenditen sogar unter die Tiefs des Jahres 2013 gefallen. Das gilt für auf Euro und auf US-Dollar lautende Emissionen gleichermaßen. Durch die Annäherung der kurzen Zinsniveaus haben sich die Kosten einer Währungsabsicherung zusätzlich verbilligt, sodass unisono eine Fälligkeitsrendite von rund 4 % zu erreichen ist. Wie in unseren Teil-Portfolios der Tabelle dargestellt, sollte die gewichtete Restlaufzeit der Engagements nicht über drei Jahre hinausgehen.

Grafik 32

KENNZAHLEN 27.05.21

Portfolios	Währungen	Rating	99%- VaR	YTM	Kupon	ASW	Duration	YTD
Short Duration EUR 10	EUR	keine Einschränkung	0,51%	0,50%	1,73%	65	1,2	0,72%
All Grade All Currencies 20	EUR, USD	keine Einschränkung	3,19%	6,06%	5,17%	532	2,4	10,37%
All Grade All Currencies 30	EUR, USD	keine Einschränkung	2,56%	8,25%	5,22%	516	2,7	8,42%
All Grade EUR 20	EUR	keine Einschränkung	3,51%	4,72%	4,52%	428	2,8	9,42%
All Grade EUR 30	EUR	keine Einschränkung	2,48%	4,19%	4,30%	392	2,8	6,51%
Mid Grade All Currencies 10	EUR, USD	AAA bis BB-	3,52%	4,98%	4,63%	489	2,6	4,89%
Mid Grade All Currencies 20	EUR, USD	AAA bis BB-	1,99%	4,61%	4,93%	442	2,7	3,79%
Mid Grade All Currencies 30	EUR, USD	AAA bis BB-	1,51%	6,89%	4,83%	414	2,8	3,74%
Mid Grade EUR 10	EUR	AAA bis BB-	3,44%	4,42%	4,12%	449	2,8	4,34%
Mid Grade EUR 20	EUR	AAA bis BB-	2,13%	4,28%	4,26%	414	2,9	3,36%

ASW: Asset Swap Spread VaR: Value at Risk ASW: Risikoaufschlag YTD: Performance im laufenden Kalenderjahr
Quelle: Bloomberg, VWD. YTM: Fälligkeitsrendite

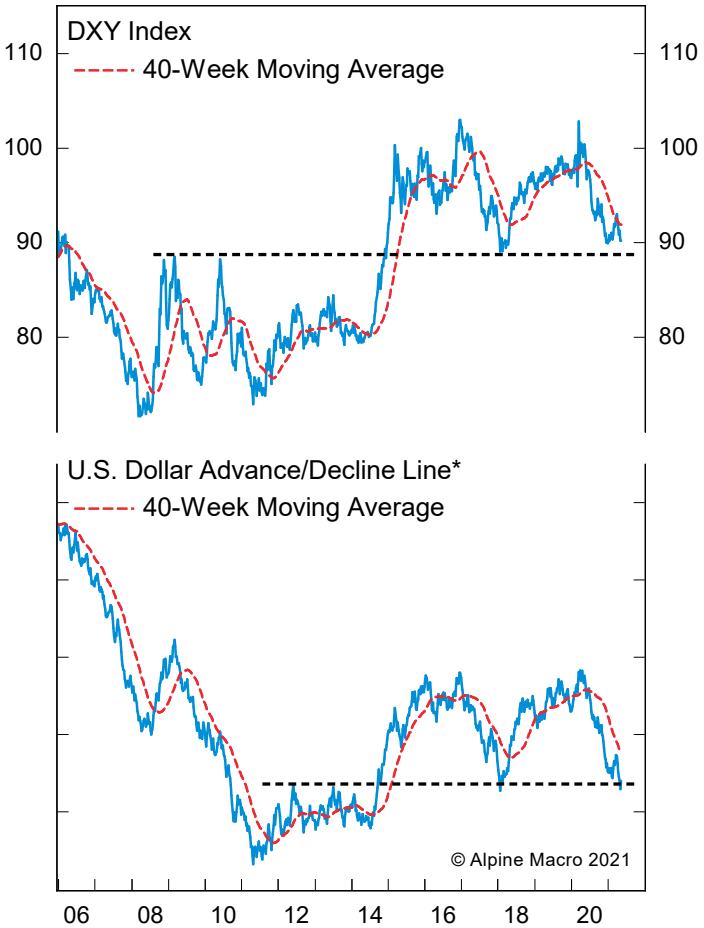
10 NAIRU: Inflationsneutrale Arbeitslosenquote. Sie ist die niedrigste Arbeitslosenquote, die vorherrschen kann, ohne die Inflation anzutreiben.

Währungen: Dollar fällt.

Nach einer technischen Erholung von überverkauften Niveaus zu Beginn des Jahres hat der Dollar seinen zyklischen Rückgang wieder aufgenommen. Aus technischer Sicht nähern sich sowohl der DXY-Index als auch die Advance/Decline-Linie des Dollars wichtigen Unterstützungsniveaus (Grafik 33). Ein Durchbruch nach unten wäre natürlich ein negatives Signal. Da der Dollar wieder schwächer wird, wächst die Sorge um seinen Status als Reservewährung. Unserer Ansicht nach bedeutet ein Rückgang des Dollars nicht, dass der Greenback seinen Reservestatus verliert. Der Dollar könnte die wichtigste Reservewährung der Welt bleiben, aber dennoch einen zyklischen Bärenmarkt erleben.

US-$ nahe wichtiger Unterstützungsniveaus

Grafik 33



*Calculated against 27 currencies

Wird der Dollar seine Vormachtstellung als Reservewährung einbüßen?

Der Aufstieg des Dollars zur dominierenden Reservewährung begann vor einem Jahrhundert und wurde durch das Bretton-Woods-Abkommen im Jahr 1944 zementiert. Im Rahmen von Bretton Woods wurde der Wert des Dollars an Gold gekoppelt, und alle anderen wichtigen Währungen waren an den Dollar gebunden. Somit bildete der Dollar das Fundament des globalen Finanzsystems.

Angesichts des aktuellen Kurses der US-amerikanischen Geld- und Fiskalpolitik werden wir von Anlegern häufig gefragt, ob der Dollar kurz davor steht, seinen Reservestatus zu verlieren. Eine Folgefrage ist, ob der Dollar am Rande eines Zusammenbruchs steht.

Um Mark Twain zu paraphrasieren: Berichte über den Untergang des Dollars sind stark übertrieben. Die dominante Rolle des Dollars wurde erstmals in den 1960er Jahren von Valéry Giscard d'Estaing, dem französischen Finanzminister, in Frage gestellt. Er warf den USA vor, das „exorbitante Privileg" des Dollars zu missbrauchen. In jüngerer Zeit sollte die Einführung des Euro im Jahr 1999 den endgültigen Niedergang des Dollars einläuten.

Trotz dreier großer Bärenmärkte in den letzten 50 Jahren bleibt der Dollar die wichtigste Reservewährung der Welt. In den letzten zwei Jahrzehnten ist der Anteil des Dollars an den weltweiten Reserven von 72 % auf 59 % gesunken (nächste Grafik 34, oberes Feld). Es kam jedoch nicht zu einem massiven Dumping des Dollars (Grafik 34, unten). In diesem Zeitraum wuchsen die Dollarreserven einfach langsamer als die anderer Währungen.

Einer der Hauptgründe für die anhaltende Dominanz des Dollars ist, dass es keine anderen Alternativen gibt. Die USA sind immer noch die größte Volkswirtschaft der Welt mit den tiefsten Kapitalmärkten. Aufgrund von d'Estaings Bedenken wurde 1969 das SZR[11] geschaffen, das sich jedoch nie als wichtiges Reservewährungsinstrument durchsetzen konnte. Der Euro war am nächsten dran, den Dollar zu verdrängen. Die Wirtschaft der Eurozone hat eine ähnliche Größe wie die der USA und verfügt über ausgereifte Kapitalmärkte.

11 SZR: Sonderziehungsrecht

Die europäische Schuldenkrise hat jedoch die Schwächen der Währungsunion offengelegt. Der Anteil des Euro an den Währungsreserven erreichte 2010 einen Spitzenwert von 28 % und liegt seit 2015 stabil bei rund 20 %. Dennoch sind die gesamten Euro-Bestände weiter gestiegen und befinden sich derzeit auf einem Rekordhoch. Der Euro ist da, um zu bleiben, aber er bleibt ein unfertiges Gebilde. Ohne eine größere politische und fiskalische Einigkeit könnte es für den Euro schwierig werden, als Reservewährung weitere bedeutende Fortschritte zu machen.

Die einzige andere Währung, die mit dem Dollar konkurrieren könnte, ist der chinesische Renminbi. China hat eine Wirtschaft, die bald die USA an Größe übertreffen wird. Außerdem ist China eine aufstrebende globale Supermacht.

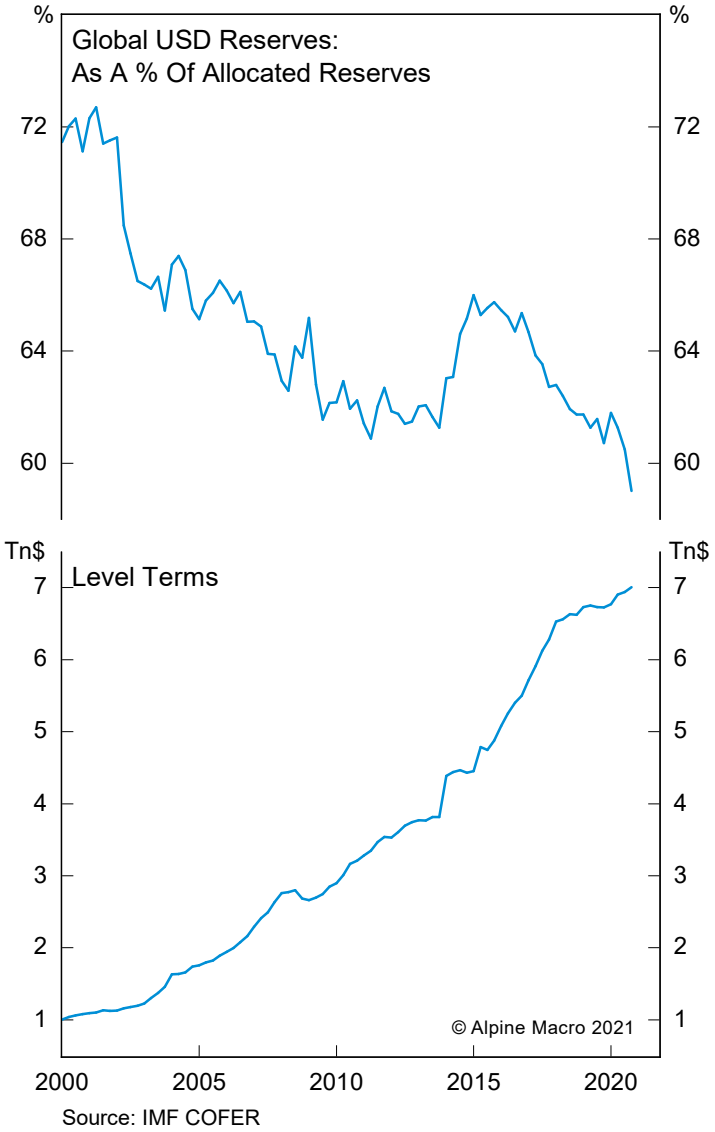
Allerdings hat der Renminbi immer noch Defizite. So ist Chinas Kapitalkonto nicht vollständig geöffnet und die Finanzmärkte sind noch nicht ausgereift. Es könnte Jahre und möglicherweise Jahrzehnte dauern, bis die chinesischen Kapitalmärkte frei zugänglich und voll entwickelt sind, um mit den USA zu konkurrieren.

Auch wenn China den Dollar in nächster Zeit nicht verdrängen wird, so wird die Bedeutung des Renminbi dennoch wachsen. Die Währungsreserven des Renminbi belaufen sich auf gerade einmal $270 Mrd. oder 2 % der allokierten Reserven. Von einem sehr niedrigen Niveau aus können diese Bestände weiter ansteigen, ohne die Dominanz des Dollars zu gefährden.
Darüber hinaus sind ausländische Investoren in der Regel in chinesischen Vermögenswerten untergewichtet. Neben den Reservemanagern werden auch Privatanleger ihre Allokation in China in den kommenden Jahren erhöhen.

Unterm Strich: Der Dollar steht nicht kurz davor, seinen herausragenden Reservestatus zu verlieren. Allerdings kann der Greenback immer noch einen Bärenmarkt erleben, wie in den 1970er, 1985-1995 und den 2000er Jahren, selbst wenn er die dominierende Reservewährung bleibt.

dominanter Status des US-$ als Reservewährung rückläufig

Grafik 34

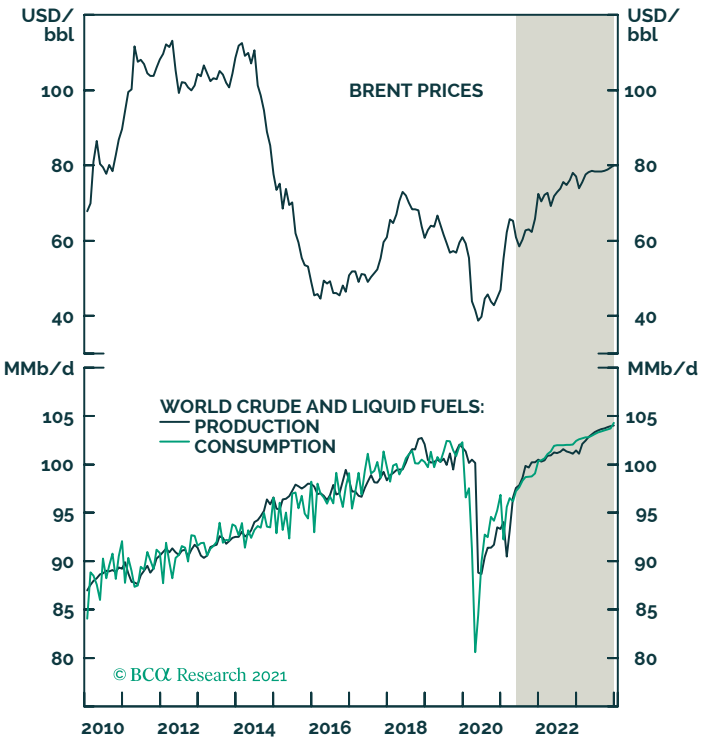


Source: IMF COFER

Rohstoffe: Öl-Update.

Die globalen Ölmärkte werden in diesem Jahr ausgeglichen bleiben, da die OPEC 2.0-Strategie zur Produktionssteuerung darauf ausgerichtet ist, das Angebot knapp unter der Nachfrage zu halten. Dies wird die Lagerbestände weiter fallen lassen trotz kurzfristiger Anstiege aufgrund von COVID-19-induzierten Nachfrageschlägen in den Schwellenländern und Volkswirtschaften und geringfügigen Angebotszuwächsen aus dem Iran und Libyen in naher Zukunft. Der Verlauf der Nachfrageerholung in den Schwellenländern wird unsicher bleiben, bis die Impfstoffe breiter verteilt sind. Das Angebot aus dem Iran und Libyen wird in diesem Jahr wahrscheinlich steigen. Dies wird in diesem Jahr zu einem leichten Anstieg der Lagerbestände führen, was Saudi-Arabien und Russland dazu veranlassen dürfte, den Status quo auf der Angebotsseite beizubehalten.

Brent: erst Korrektur, dann Anstieg. Grafik 35



NOTE:SHADED AREA DENOTES FORECAST.
SOURCE: US EIA, OPEC, IMF, BCA RESEARCH CALCULATIONS.

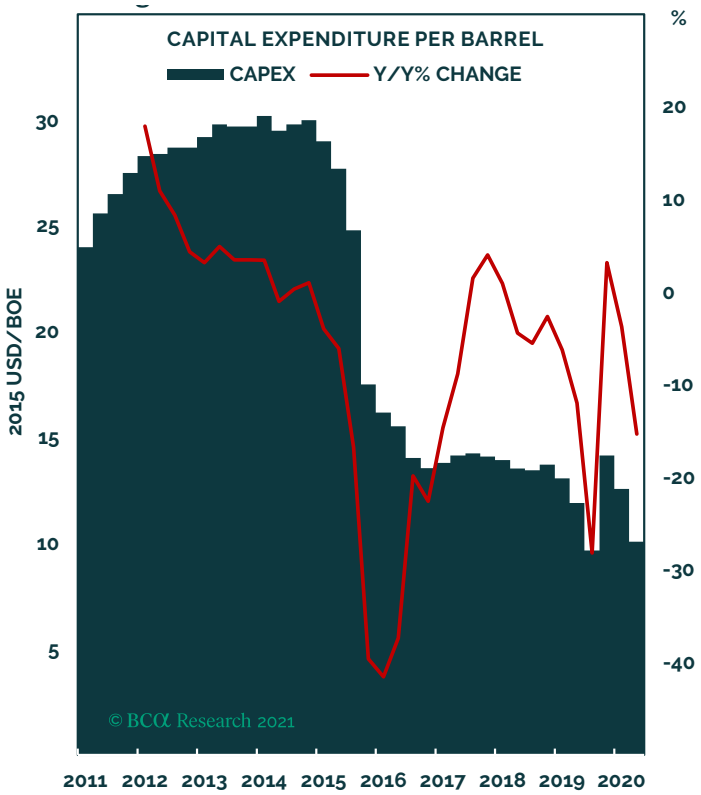
Eine Reihe von fundamentalen Faktoren auf beiden Seiten des Ölmarktes - d.h. die anhaltende Unsicherheit über die Rückkehr iranischer und libyscher Exporte und die Stärke der globalen Nachfrageerholung - werden die Produktionsmanagementstrategie der OPEC 2.0 in den nächsten Monaten auf den Prüfstand stellen. OPEC 2.0 wird als der dominierende Anbieter auf dem globalen Ölmarkt weiterhin ihren überwältigenden Vorteil bei den Kapazitätsreserven, die durchschnittlich mehr als 7 Mio. b/d betragen, ins Spiel bringen. Beachtliche Lagerbestände auf der ganzen Welt - in oder in der Nähe von Raffineriezentren - und gut entwickelte Transportinfrastrukturen unterstützen diese Position ebenfalls. Wir schätzen, dass die Kernproduktion der OPEC 2.0 in diesem Jahr durchschnittlich 26,58 mm b/d und im Jahr 2022 29,43 mm b/d betragen wird. Dabei haben die beiden Führer der OPEC-2.0-Koalition - das Königreich Saudi-Arabien (KSA) und Russland - deutlich unterschiedliche Ziele. Das KSA bevorzugt höhere Preise - $70-$75/bbl (Basis Brent) bis Ende 2022. Höhere Preise werden benötigt, um die Diversifizierung des Königreichs weg vom Öl zu finanzieren. Russlands Ziel ist es hingegen, die Preise näher an den Grenzkosten der US-amerikanischen Schieferölproduzenten zu halten, die man als Musterbeispiel für die preistreibende Kohorte außerhalb der OPEC 2.0 bezeichnet. Sie produziert, was der Markt zulässt. Diese Spanne liegt bei $50-$55/bbl. Der Sweet Spot, der diesen unterschiedlichen Zielen gerecht wird, liegt für dieses Jahr auf beiden Seiten bei 65 $/bbl.

Die globale Produktion dürfte im nächsten und übernächsten Jahr langsam ansteigen mit einem durchschnittlichen Angebot von 101,07 mm b/d im Jahr 2022 und 103 mm b/d im Jahr 2023. Wir erwarten, dass sich die Verlangsamung der Industrieländer-Nachfrage in der zweiten Jahreshälfte umkehren wird und dass sich die Ölnachfrage weiter erholt. Der geringfügige Rückgang der Lagerbestände im April könnte auch bedeuten, dass der weltgrößte Ölimporteur, China, angesichts der gestiegenen Rohölpreise auf die Bremse getreten ist. Die COVID-19-induzierte Reduzierung der Nachfrage bleibt ein anhaltendes Risiko, insbesondere in Indien, Brasilien und Japan. Dies zeigt sich in der anhaltenden Unterschreitung der realisierten Nachfrage im Vergleich zur Erwartung im bisherigen Jahresverlauf. Angesichts der anhaltenden Schwäche des realisierten Verbrauchs um 800.000 bbl beträgt die Schätzung für das Wachstum der Ölnachfrage im Jahr 2021 nun 5,3 mm b/d. Demgegenüber sollte die

Nachfrage für 2022 und 2023 höher ausfallen, wenn ein stärkeres BIP-Wachstum in den Schwellenländern die Outperformance der Industrieländer in diesem Jahr ausgleicht. Da wir davon ausgehen, dass die OPEC 2.0-Strategie zur Produktionssteuerung wirksam bleibt, erwarten wir, dass die Lagerbestände weiter sinken werden und dass Brent im Jahr 2023 an die Marke von 80 $/bbl heranreichen wird. Das liegt auch an der anhaltenden Investitionsschwäche im Zeitraum 2015-2022 in der Öl- und Gasexploration, sowie –produktion und der Tatsache, dass die Ölnachfrage preisunsensitiv reagiert. Längerfristig dürften sparsame Investitionsentscheidungen dazu führen, dass ein knapperes Angebot auf eine langsam wachsende Nachfrage trifft. Derzeit scheinen die Märkte in hohem Maße auf den Ausbau der Stromerzeugung aus erneuerbaren Energien und Elektrofahrzeuge zu setzen. Sollte dies nicht in dem Maße geschehen, wie es die Märkte offenbar einpreisen, steigt die Nachfrage nach Öl steigt weiter, wenn auch langsam.

niedrige Anlageinvestitionen führen nach 2023 zu höheren Preisen.

Grafik 36



SOURCE: US EIA
NOTE: BOE=BARREL OF OIL EQUIVALENT, DATA FOR Q4 2015 WAS NOT PROVIDED.

Disclaimer

1. Die vorliegenden Empfehlungen können je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Sie sind grundsätzlich auf eine mittelfristige Anlagestrategie – also einem Zeithorizont von mindestens sechs Monaten – ausgerichtet und für Anleger geeignet, die ein höheres Verlustrisiko in ihrer Anlagestrategie in Kauf nehmen. Genannte Kursziele sind dagegen an keinen Zeitraum für deren Erreichen geknüpft. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen wurden von der ICM InvestmentBank AG nach bestem Urteilsvermögen abgegeben und entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können sich aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen jederzeit ändern.
2. Dieses Dokument darf in anderen Ländern nur in Einklang mit dort geltendem Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und befolgen.
3. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung durch die ICM InvestmentBank AG dar, soweit nicht andere Quellen angegeben sind. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen dritter Parteien überein. Die ICM InvestmentBank AG hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend gibt die ICM InvestmentBank AG keine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Alle verwendeten und zitierten Quellen können auf Anfrage gerne zur Verfügung gestellt werden.
4. Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkauf- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die ICM InvestmentBank AG Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die ICM InvestmentBank AG sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.
5. Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des BKZ Euro Premium Income Fonds (A14XNT). 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/ , https://www.alpinemacro.com, http://www.jpmorgan.com , https://www.goldman360.com , https://www.research.unicredit.eu .

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

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

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

Niederlassung 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:
28.5.2021

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.