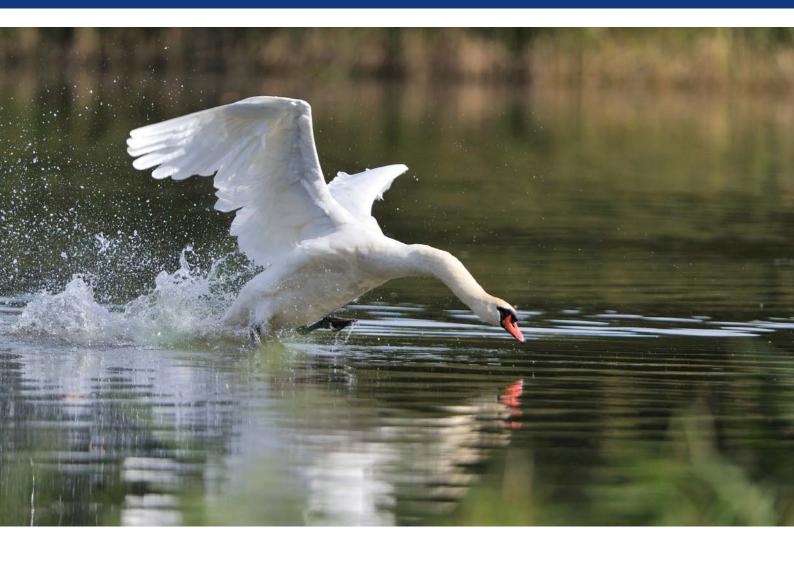
## PERSPEKTIVEN



### Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 01-02/2023







### Liebe(r) Leser/-in,

seit dem Jahresanfang haben sich die Aktienmärkte weiter stabilisieren können. Stimmen werden allerdings derzeit laut, die von einer "Bärenmarkt-Rally" sprechen, die kurz vor ihrem Ende stünde. Danach sollten die Aktien weltweit im Lauf des ersten Halbjahrs sogar unter die Tiefs von 2022 fallen. Begründet wird die Aussage mit einer bevorstehenden Umsatz- und Gewinnrezession bei den Unternehmen, die von einer Zurückhaltung bei der Nachfrage herrühre

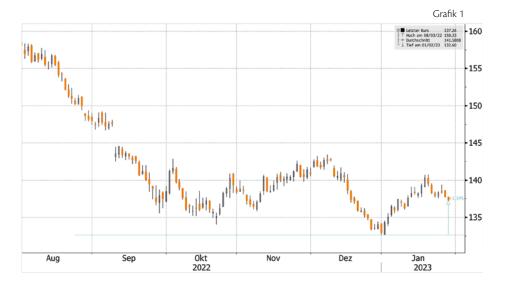
und von einer nach wie vor restriktiven Notenbankpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks zusätzlich befeuert würde. Es sei schließlich noch offen, inwieweit sich die Inflationsrate im Zeitablauf so weit zurückbilden würde, dass die Notenbanken einlenken. Das ist auch der Grund, warum wir fast überall inverse Zinsstrukturkurven sehen, bei denen das von den Notenbanken beeinflusste Zeitfenster bis zu drei Monaten (Rest-)laufzeit eine höhere Rendite aufweist

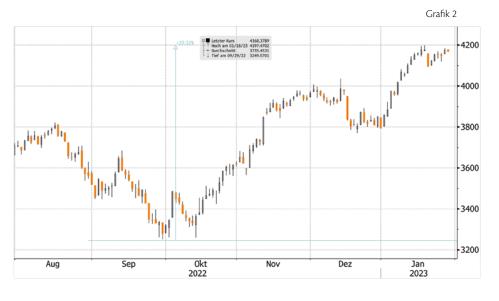
als die zehnjährige Anleihe. Der Zinsanstieg als solcher scheint allerdings vorbei zu sein, denn die langen Zinsen sind – wenn auch nur leicht - gefallen. Das ist übrigens in den USA nicht anders, obwohl dort eine andere Gemengelage als in Europa vorherrscht. Dort dreht sich alles um die Entwicklung der Löhne. Die zehnjährigen Treasuries stehen übrigens derzeit bei 3,5 Prozent Fälligkeitsrendite

In Europa wiederum konnten gerade die Aktienmärkte im Januar an ihren im Oktober begonnenen Aufwärtstrend anknüpfen. So steht beispielhaft der Kursindex Euro-Stoxx 50 Ende Januar fast 30 Prozent höher. Zu verdanken hatte man das dem massiven Rückgang des Gaspreises und zuletzt der Hoffnung auf eine Belebung der Weltkonjunktur insbesondere bedingt durch das Ende der chinesischen Null-Covid-Politik.

Doch das Jahr 2023 bleibt aus heutiger Perspektive unübersichtlich. Wie sieht die weitere konjunkturelle Entwicklung aus und was sind die nächsten Schritte der Notenbanken? Man muss also mit Überraschungen rechnen. Einfach wird das nicht.

Herzlichst. Ihr







### Die Fabel von der "weichen Landung"

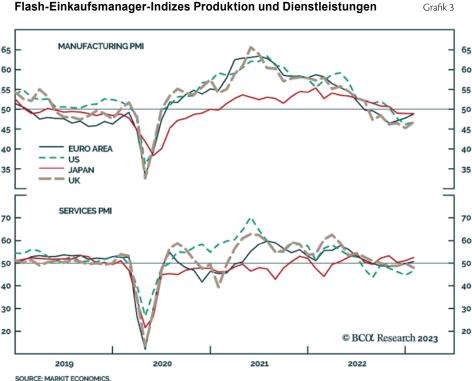
In den letzten Wochen hat sich die Stimmung der Anleger in Bezug auf die Weltwirtschaft leicht, aber spürbar verändert. Außerhalb der USA fand man die Ursache für diesen Stimmungsumschwung im atemberaubenden Einbruch der europäischen Erdgaspreise. Hinzu kam das rasche Ende der chinesischen Null-COVID-Politik, was die Hoffnung geweckt hat, dass Chinas wirtschaftlicher Neustart einen starken Beitrag zum weltweiten Wachstum leisten wird und so eine Rezession vielleicht doch vermieden werden könne.

Die Flash-PMIs der Eurozone (PMI = Einkaufsmanager-Index) haben sich im Januar erholt und bestätigen die jüngsten Signale anderer Indikatoren wie ZEW, Ifo und Sentix, dass sich die Bedingungen hier verbessern. Der Composite PMI kehrte unerwartet in den expansiven Bereich von 50,2 zurück, was auf einen Anstieg des Dienstleistungsindex um 0,9 Punkte (der die Linie zwischen Expansion und Kontraktion auf 50,7 überschritt) und einen Anstieg des Index für das verarbeitende Gewerbe um einen Punkt (der mit 48,8 weiterhin schrumpft) zurückzuführen ist.

Insbesondere der PMI für den Dienstleistungssektor in Deutschland und der Index für das verarbeitende Gewerbe in Frankreich stiegen stärker als erwartet und kehrten zum Wachstum zurück.

In ähnlicher Weise beschleunigte sich die Aktivität des Dienstleistungssektors in Japan. Obwohl in den USA sowohl der PMI für das verarbeitende Gewerbe als auch der für den Dienstleistungssektor anzogen und die Konsenserwartungen übertrafen, blieben sie mit 46,8 bzw. 46,6 im kontraktiven Bereich. Trotz des anhaltenden Rückgangs bei den Auftragseingängen und des Gegenwinds durch Inflation, Zinsen und einer Zurückhaltung der Verbraucher nahm die Beschäftigung in den USA zu - wenn auch nur in geringem Maße. Genauso trübe ist die Lage im Vereinigten Königreich, wo der PMI für das verarbeitende Gewerbe um 1,4 Punkte anstieg, aber mit 46,7 immer noch deutlich unter der 50-er Linie blieb. Der PMI für den Dienstleistungssektor fiel noch tiefer unter 50 auf 48. Die Botschaft ist klar: Insgesamt deuten die PMI-Flash-Daten darauf hin, dass die jüngste Verbesserung des Verbrauchervertrauens zwar begründet ist, es aber noch zu früh ist, um die Gesamtlage optimistischer zu beurteilen. Die US Leading Indictors warnen sogar weiterhin vor einer bevorstehenden Rezession, und positive Überraschungen bei den Wirtschaftsdaten im Euroraum bergen die Gefahr, dass die EZB mit Zinserhöhungen einen geldpolitischen Fehler begehen könnten und so das zarte Pflänzchen "Wachstum" abwürgen könnten. Denn während sich in Europa die Hinweise auf zwei weitere Zinserhöhungen um jeweils 50 Basispunkte mehren, rechnen Marktteilnehmer bei der US-Notenbank Fed nur noch mit einem kleineren Zinsschritt von 25 Basispunkten im März. Der Beschäftigungskostenindex (Employment Cost Index) verlangsamte sich im vierten Quartal auf unerwartet niedrige 1,0 % von Quartal zu Quartal nach 1,2 % zuvor und bestätigt damit mehrere andere Indikatoren, die darauf hindeuten, dass sich das Lohnwachstum in den USA abschwächt. Die Löhne und Gehälter in den güterproduzierenden Branchen stiegen konstant um 0,9 %, während die Löhne und Gehälter bei den Dienstleistern mit 1,0 % langsamer wuchsen, nach 1,3 % dritten Quartal.





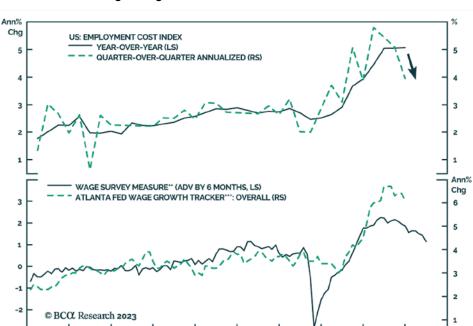


Grafik 4

Die Tatsache, dass sich das Lohnwachstum trotz der anhaltend angespannten Lage auf dem Arbeitsmarkt abkühlt, ist aus geldpolitischer Sicht ermutigend. In den jüngsten Mitteilungen der Fed wurde vor allem die Rolle der Kerninflation im Dienstleistungssektor (ohne Mieten) für die Aufrechterhaltung des hohen allgemeinen Preisdrucks hervorgehoben. Vor diesem Hintergrund stellt die Verlangsamung des Lohnanstiegs im Dienstleistungssektor im vierten Quartal einen Fortschritt für die Zentralbank dar, ihr Inflationsziel zu erreichen. Dennoch ist eine Pause in der Straffung der Geldpolitik - ganz zu schweigen von einer völligen Umstellung auf Senkung - noch einige Monate entfernt.

Die Erwartung von Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte hilft die Stimmung weiter anzuheizen und das risikofreudige Umfeld an den Finanzmärkten noch eine Weile aufrechtzuerhalten. In den USA sind die Anleger zwischenzeitlich der Ansicht, dass die anhaltende Verlangsamung der Kerninflation sowie einige Anzeichen für robuste Wirtschaftsdaten die Wahrscheinlichkeit erhöht haben, dass die USA in diesem Jahr nicht in eine Rezession abgleiten werden. Die Chancen für eine weiche Landung sind in den letzten Wochen gestiegen.

### USA: Löhne steigen langsamer



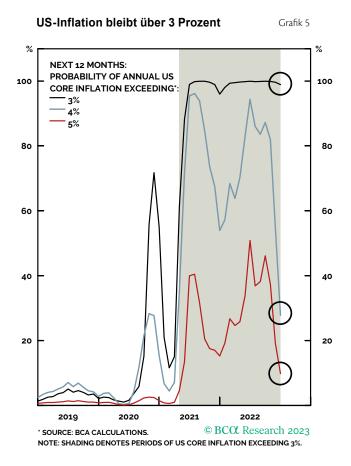
CALCULATIONS BASED ON 10 MANUFACTURING AND SERVICE SURVEY MEASURES OF CURRENT AND FUTURE WAGES FROM THE NEW YORK FED, DALLAS FED, RICHMOND FED, AND THE NATIONAL FEDERATION OF INDEPENDENT BUSINESS (NFIB) SURVEY. "3-MONTH MOVING AVERAGE OF MEDIAN WAGE GROWTH HOURLY DATA UNIVEIGHTED SERIES.

### Wachstum, Inflation und straffe Geldpolitik

Die Geldpolitik in den Industrieländern wurde 2022 schnell gestrafft, weil sich die Kerninflation der Verbraucherpreise beschleunigte. Daher ist es für Anleger sicherlich sinnvoll, das Tempo der Kerninflation zu beobachten, um Anzeichen dafür zu erkennen, dass die Geldpolitik die Wirtschaft und die Aktienkurse weniger stark belasten wird. Die Abbildung zeigt, dass sich das Inflationsbild in den USA in den letzten drei Monaten zu Recht verbessert hat. Das Wahrscheinlichkeitsmodell für die PCE-Kerninflation zeigt den Einbruch der Wahrscheinlichkeit einer Inflation von 4 % oder mehr auf zwischenzeitlich nur noch 30 Prozent. Die Tatsache, dass sich die Inflation verlangsamt, bedeutet jedoch nicht zwangsläufig, dass sie bald zum Ziel der Fed zurückkehren wird, oder dass dies in der ersten Jahreshälfte der Fall sein wird. Vielmehr deuten mehrere Faktoren weiterhin auf eine über dem Ziel

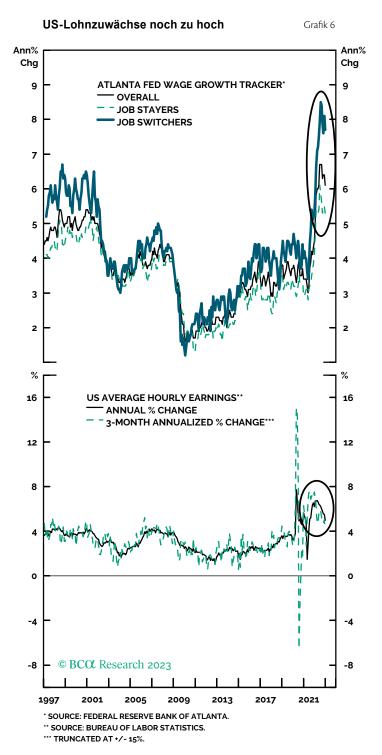
liegende Inflation hin, denn die Wahrscheinlichkeit für eine Kerninflation von über 3 % im kommenden Jahr bleibt noch immer bei fast 100 Prozent. Die vom Modell implizierten Wahrscheinlichkeiten liegen ungefähr zwischen den Projektionen der Fed vom September und Dezember für dieses Jahr, was eine Obergrenze von 5 % für den Leitzins Ende 2023 impliziert (ein Durchschnitt der Fed-Prognosen vom September und Dezember) - was immer noch eine straffe Geldpolitik darstellen würde. Die von uns bevorzugten Messgrößen für die zugrunde liegende monatliche Veränderung der Kerninflation ist noch nicht auf ein Niveau zurückgekehrt, das mit dem 2 %-Ziel der Fed für die PCE-Kerninflation vereinbar wäre. So liegt das Lohnwachstum nach wie vor deutlich über dem Wert, der als mit dem Inflationsziel der Fed vereinbar angesehen werden könnte, selbst wenn es Anzeichen für eine Verlangsamung gibt.





Aus Sicht der Anlagestrategie ist die Schlüsselfrage nun nicht, ob die Inflation auf die Zielvorgaben der Zentralbank zurückgeht, sondern wie schnell dies geschieht. Wie hoch ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Inflation schnell genug auf die Zielwerte zurückgeht, damit die Fed ihre Geldpolitik lockern kann, bevor die Wirtschaft in eine Rezession abgleitet.

Es ist möglich, dass die Fed ihre Schätzung des neutralen Zinssatzes im Laufe des kommenden Jahres anhebt oder so tut, als ob er höher wäre. Aus unserer Sicht haben die Bedingungen auf dem Arbeitsmarkt im vergangenen Jahr deutlich gemacht, dass die Einschätzung des neutralen Zinssatzes durch die Fed falsch ist. Wir erwarten daher eine zunehmende Anfechtung der Fed-Perspektive. Natürlich haben viele Anleger auf die Bedingungen auf dem US-Arbeitsmarkt als Zeichen dafür verwiesen, dass die USA in den kommenden 6-12 Monaten keine Rezession erleben werden. Der Arbeitsmarkt deutet nicht darauf hin, dass sich die USA derzeit in einer Rezession befinden, die aktuellen Bedingungen besitzen allerdings keine Relevanz in Bezug auf die Wahrscheinlichkeit einer Rezession im kommenden Jahr.



Das bestätigt der zyklischen Verlauf der Anträge auf Arbeitslosenunterstützung und des Wachstums der Lohnsummen außerhalb der Landwirtschaft im Vorfeld der Rezessionen von 1970, 1990 und 2001. Diese drei relativ milden Konjunkturabschwünge wurden einfach durch eine zu straffe Geldpolitik ausgelöst und nicht durch weitere erschwerende Faktoren verschlimmert.

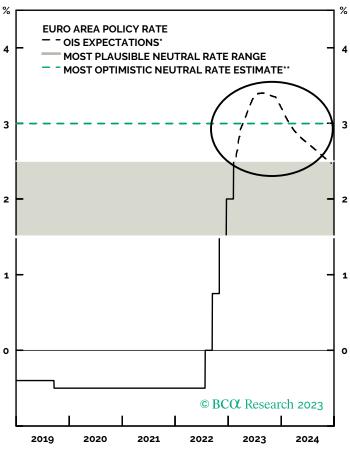


In Europa hingegen ist die Stimmungsverbesserung bei den Investoren legitimer, denn das Wirtschaftswachstum wird sich wahrscheinlich kurzfristig verbessern. Der jüngste Aufschwung der europäischen Konjunkturindikatoren spiegelt das Abklingen eines Energieschocks wider, der praktisch auf Europa beschränkt war. Ein kurzfristiger Aufschwung der europäischen Wirtschaftstätigkeit sollte von den Anlegern allerdings nicht als Zeichen für eine allgemeine Verbesserung des globalen Konjunkturzyklus gewertet werden.

Die Grafik zeigt, dass die EZB eine Entwicklung der kurzfristigen Zinssätze projiziert, die bereits restriktiv ist oder bald restriktiv werden wird, selbst auf der Grundlage der optimistischsten Schätzung des neutralen Zinssatzes in Europa. Zur Erinnerung: neutraler Zins = nominaler Zins minus Inflation. "Neutral" heißt in diesem Zusammenhang, dass der Zins die Konjunktur weder positiv, noch negativ beeinflusst.

EZB-Geldpolitik wird restriktiv

Grafik 7



<sup>\*</sup> SOURCE: OVERNIGHT INDEX SWAP CURVE.

Die Ereignisse des letzten Jahrzehnts haben deutlich gemacht, dass die schwächsten Glieder des Euroraums wahrscheinlich schneller mit höheren Zinsen konfrontiert werden, als dies in Deutschland oder Frankreich der Fall wäre. Dies legt nahe, dass der wahre neutrale Zinssatz für Europa wahrscheinlich niedriger ist als das optimistischste in der Grafik dargestellte Niveau. Die für die nächsten Monate geplanten Zinserhöhungen wären somit Gift für die Konjunktur, denn sie führten über das Niveau des neutralen Zinses in restriktives Terrain.

Wäre da noch China: Die Veröffentlichung des chinesischen Einkaufsmanagerindex (NBS) im Januar war jedenfalls eine positive Überraschung. Sowohl der Index für das verarbeitende als auch der für das nicht-verarbeitende Gewerbe kehrten auf Wachstumskurs zurück, was darauf hindeutet, dass die Wirtschaftstätigkeit nach dem Ausstieg Pekings aus der Nullzins-Politik an Schwung gewinnt.

Erwartungsgemäß war der Dienstleistungssektor der Hauptprofiteur. Der PMI für den Dienstleistungssektor stieg um 14,6 Punkte auf ein Siebenmonatshoch von 54, nachdem er vier Monate in Folge unter der Schwelle von 50 gelegen hatte. Die Auftragseingänge und die Erwartungen an die künftige Geschäftstätigkeit gehörten zu den Teilkomponenten des nicht-verarbeitenden Gewerbes, die den stärksten Anstieg verzeichneten.

Die Verbesserung war jedoch nicht auf den nicht-verarbeitenden Sektor beschränkt. Mit einem Wert von 50,1 deutet der PMI für das verarbeitende Gewerbe darauf hin, dass sich die Wirtschaftstätigkeit nun (knapp) wieder im expansiven Bereich befindet. Obwohl die Produktion und die neuen Exportaufträge weiterhin unter 50 liegen, ist der Anstieg des Index der Auftragseingänge um 7 Punkte auf 50,9 ermutigend für die künftige Aktivität.

<sup>&</sup>quot;SOURCE: BCA CALCULATION; BASED ON A 2% LONG-TERM INFLATION TARGET, THE CBO'S ESTIMATE OF US REAL POTENTIAL GROWTH, AND THE HISTORICAL GAP IN REAL GDP GROWTH BETWEEN THE US AND THE EURO AREA.

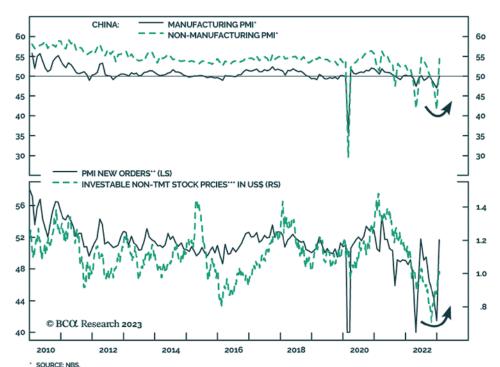


Die Erholung schreitet nach der Schließung schneller als erwartet voran. Die Normalisierung der Wirtschaftstätigkeit und die Freisetzung aufgestauter Nachfrage werden die wirtschaftliche Erholung Chinas auch in Zukunft unterstützen. Die schwache weltweite Nachfrage nach langlebigen Gütern dürfte jedoch weiterhin ein Gegenwind für Chinas Exportsektor sein. Der Rückgang der Gewinne in der Industrie um 4 % im vergangenen Jahr wird die Bereitschaft der chinesischen Hersteller zu Anlageinvestitionen wahrscheinlich dämpfen. Und obwohl die staatliche Unterstützung den Bauträgern helfen wird, bestehende Projekte fertig zu stellen und auszuliefern, wird sie nicht ausreichen, um den Immobilienmarkt wesentlich zu beleben.

Daraus folgt, dass die Wiedereröffnung Chinas den heimischen Industriesektor und die weltweite Produktionstätigkeit nicht signifikant ankurbeln wird. An der Wachstums- und Inflationsfront lautet das Fazit für die Anleger, dass wir die Verlangsamung der US-Inflation, die wahrscheinliche kurzfristige Belebung des europäischen Wachstums und das Ende der dynamischen chinesischen Nullzins-Politik zusammen noch nicht als Anzeichen für eine nachhaltige Erholung der globalen Wirtschaftstätigkeit in den kommenden sechs bis zwölf Monaten werten. Die Geldpolitik in den USA ist bereits zu straff und die der EZB steht kurz davor, zu straff zu werden.







- AVERAGE OF PMIs FOR MANUFACTURING AND NON-MANUFACTURING: TRUNCATED AT 40: SOURCE: NBS
- "" EXCLUDES IT SECTOR BEFORE DEC 2018 AND EXCLUDES IT, MEDIA & ENTERTAINMENT AND INTERNET & DIRECT MARKETING RETAIL AS OF DEC. 2018; SOURCE: MSCI Inc. (SEE COPYRIGHT DECLARATION)

Dennoch bleiben für die kommenden Wochen die Chancen für eine weitere Kurserholung der Aktien in Richtung des Hochs vom August 2022 relativ gut, solange die langfristigen Zinsen tendenziell sinken. Denn es gilt weiterhin die positive Korrelation zwischen den beiden Assetklassen. Soll heißen: fallende Renditen bringen steigende Aktienkurse und umgekehrt.



### Asset Allokation: Aktien rauf, Staatsanleihen runter

Die für den Februar publizierte monatliche Allokation des taktischen MacroQuant-Modells unseres kanadischen Partners BCA Research, das auch Teile der Allokation unseres Flaggschiff-Fonds Leonardo UI (WKN A0MYG1) steuert, zeigt nach einer langen Phase der Untergewichtung bei Aktien erstmals eine Kehrtwende hin zu einer neutralen Gewichtung. Seit der letzten Perspektiven-Ausgabe hat sich die Aktienquote von 52,2 % auf 59,6 % erhöht. Dabei wurde die Untergewichtung vom USamerikanischen Markt weiter reduziert von damals 4.3 % auf ietzt 9.3 %. Der Euroraum erlebte eine Hochstufung von damals 3,8 % Portfolioanteil auf nun 98,3 %. Entscheidend höher gewichtet wurde Emerging Asia von

damals 3,8 % auf 7,3 %. Japan holte von 2,2 % auf 3,3 % auf.

Das ganze wurde gegenfinanziert durch eine Reduzierung der Staatsanleihen von ehemals 44,8 auf 37,3 %. Größter Verlierer innerhalb der Gewichtung bei den Staatsanleihen waren US-Treasuries, die von 20,3 % auf 9,8 % heruntergestuft wurden. Das Modell sieht erstmals seit Juni 2022 wieder mehr Chancen in Aktien. Die Cashquote steigt minimal von 3 % auf 3,1 %.

Gäbe es nicht die modellspezifischen Gewichtungsrestriktionen bei Aktien mit einem Minimum von 50 % des Portfolios und einem Maximum von 70 %, hätte die län-

derspezifische Gewichtung gegenüber der im MSCI Welt wie in der nachfolgenden Tabelle ausgesehen: Indien ist von der Top-Positionierung im Januar einen Tick abgerutscht und findet sich mit einem einfachen Plus auf Stufe von Frankreich, Italien, Deutschland, Brasilien und China. Demgegenüber stehen mit Doppel-Minus nun die USA, Japan, Australien und Kanada. Auch das Vereinigte Königreich wurde auf neutral herabgestuft.

Das ergänzende Sektorenmodell bei den Aktien berücksichtigt im Vergleich zum Referenzindex MSCI Welt die relative Volatilität des Sektors (Beta), die Dynamik, das Bonitätsrisiko und die jeweilige fundamen-

### **BCA Research Taktisches monatliches Allokationsmodell**

Grafik 9

		Equities**			Bonds***			Cash****	
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	35.9	26.6	-9.3	13.1	9.8	-3.4			
EURO AREA	5.2	8.3	+3.1	9.2	9.6	+0.3	0.4	0.5	+0.1
CORE	4.4	7.2	+2.9	5.7	4.9	-0.8			
PERIPHERY	0.8	1.1	+0.3	3.5	4.6	+1.1			
U.K.	2.3	3.4	+1.1	2.2	1.2	-1.0	0.4	-0.5	+0.1
JAPAN	3.4	3.3	-0.0	9.0	13.0	+4.0	0.4	0.5	+0.1
CANADA	1.9	2.5	+0.6	0.7	1.1	+0.4	0.4	0.5	+0.1
AUSTRALIA	1.3	1.6	+0.3	0.7	0.5	-0.1	0.4	-0.5	+0.1
OTHER DM	3.4	5.1	+1.6	0.5	0.4	-0.1	0.4	0.5	+0.1
EMERGING ASIA	5.5	7.3	+1.8	1.5	1.2	-0.3			
LATIN AMERICA	0.6	0.8	+0.2	0.2	0.2	-0.0			
OTHER EM	0.5	0.7	+0.2	0.3	0.2	-0.1			
TOTAL	60.0	59.6	-0.4	37.5	37.3	-0.2	2.5	3.1	+0.6

<sup>\*</sup> MODEL RECOMMENDATIONS ARE BASED ON OUR MACROQUANT MODEL AND OTHER PROPRIETARY QUANTITATIVE INDICATORS.

NOTE: NUMBERS MAY NOT ADD UP DUE TO ROUNDING. **TABLE 1** INCLUDES ASSETS IN BENCHMARK NOT DISCUSSED IN OTHER TABLES IN THE REPORT. THEREFORE THE ALLOCATIONS MAY NOT BE DIRECTLY COMPARABLE.

<sup>\*\*</sup> IN USD TERMS.

<sup>\*\*\*</sup> CURRENCY-HEDGED.

<sup>\*\*\*\*</sup> NEGATIVE ALLOCATIONS ARE SHORT THE CURRENCY VERSUS THE US DOLLAR.



### BCA Research Taktisches monatliches Allokationsmodell Ländergewichtung

Grafik 10

	2022-OCT	2022-NOV	2022-DEC	2023-JAN	2023-FEB	LEGEND
INDIA	1.6% (-0.4%)	2.4% (0.5%)	1.9% (0.0%)	4.0% (2.1%)	3.4% (1.7%)	
FRANCE	1.6% (-1.4%)	1.7% (-1.5%)	2.0% (-1.4%)	6.1% (2.6%)	7.0% (3.4%)	++
ITALY	0,3% (-0,3%)	0.3% (-0.3%)	0.4% (-0.3%)	1.2% (0.5%)	1.4% (0.7%)	
GERMANY	1.0% (-1.1%)	1.1% (-1.1%)	1.2% (-1.2%)	3.7% (1.3%)	4.6% (2.1%)	+
BRAZIL	0.6% (-0.1%)	0.8% (0.1%)	0.6% (-0.0%)	1.1% (0.4%)	1.2% (0.5%)	640
CHINA	2.1% (-1.9%)	1.8% (-2.0%)	2.9% (-0.9%)	5.5% (1.3%)	7.6% (3.1%)	
UK	4.3% (0.2%)	4.4% (0.2%)	6.4% (2.0%)	8.9% (4.4%)	6.9% (2.3%)	
CANADA	2.9% (-0.7%)	3.4% (-0.2%)	3.7% (0.0%)	4.4% (0.9%)	4.9% (1.3%)	2
AUSTRALIA	1.9% (-0.3%)	1.7% (-0.5%)	2.9% (0.6%)	3.5% (1.2%)	3.2% (0.7%)	
JAPAN	7.5% (1.3%)	7.9% (1.9%)	8.9% (2.5%)	8.0% (1.6%)	6.7% (0.2%)	100
us	76.2% (4.6%)	74.5% (2.9%)	69.1% (-1.4%)	53.5% (-16.4%)	53.2% (-16.0%)	

NOTE: GREEN SHADING INTENSIFIES AS THE UNDERLYING SCORE FOR A GIVEN COUNTRY BECOMES MORE BULLISH. VALUES REPRESENT ALLOCATION TO EACH REGION. NUMBERS IN BRACKETS REPRESENT DEVIATIONS FROM BENCHMARK MARKET-WEIGHTS. COUNTRY MARKET-WEIGHTS BASED ON MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION) DATA IN US DOLLARS.
SOURCE: MACROQUANT VERSION 1.0.

tale Bewertung. Ebenso fließen Signale von der Währungsseite, den Anleihemärkten und den Rohstoffen – im Speziellen die Entwicklung des Ölpreises ein. Im Januar war der Energiesektor mit Unterbrechungen wieder auf dem ersten Platz und musste im Februar eine Rückstufung hinnehmen. Dauergast auf dem ersten Platz ist seit Monaten der Einzelhandel. Am Ende der Liste stehen langlebige Konsumgüter,

Industrietitel, Techs und Finanzwerte. Kommunikationsdienstleistungen (Google u.ä.) wechselten seit Februar nach oben, während die Techs im Rating verloren.

Das in Anlehnung an verschiedene BCA-Strategien investierende hauseigene ETF-Portfolio, das wir seit April 2008 umsetzen, hat zum Jahresende 2022 ein Minus von 8,6 % ausgewiesen und damit den MSCI

Welt in Euro (minus 14,4%) klar hinter sich gelassen. 2023 beginnt mit einem Gewinn im Januar von fast 10 %. Im Januar wurde die Position im Nikkei 225 aufgestockt. Hier teilen wir die Meinung des Modells nicht. Weitere Veränderungen gab es seit Ende Oktober nicht. Nebenbei: das Portfolio schlägt auf die letzten fast 15 Jahre den MSCI Welt in Euro jährlich um durchschnittlich 27 %.

### BCA Research Taktisches monatliches Allokationsmodell Sektorengewichtung

Grafik 11

	2022-OCT	2022-NOV	2022-DEC	2023-JAN	2023-FEB	LEGEND
CON. STAPLES	12.3% (4.4%)	12.2% (4.6%)	12.0% (4.2%)	12.6% (4.6%)	12.3% (4.8%)	No.
BASE MATERIALS	3.4% (-0.7%)	3.8% (-0.4%)	4.6% (0.1%)	6.3% (1.7%)	6.7% (2,1%)	++
ENERGY	7.0% (2.0%)	8.8% (3.3%)	8.1% (2.4%)	8.5% (2.8%)	7.9% (2.4%)	
HEALTH CARE	17.5% (3.8%)	18.9% (4.8%)	18.5% (4.3%)	18.5% (3.9%)	19.3% (5.7%)	+
COMM. SERV.	5.4% (-1.6%)	7.0% (-0.0%)	6.9% (0.4%)	5.1% (-1.2%)	8.0% (1.3%)	
UTILITIES	3.8% (0.5%)	3.2% (0.2%)	3.1% (0.1%)	2.9% (-0.3%)	3.1% (0.1%)	=
REAL ESTATE	3.6% (0.8%)	3.2% (0.5%)	3.1% (0.5%)	2.9% (0.2%)	2.6% (-0.1%)	
INDUSTRIALS	8.3% (-1.6%)	7.6% (-2.5%)	8.3% (-2.3%)	8.1% (-2.6%)	8.7% (-1.9%)	
TECHNOLOGY	21.3% (-0.2%)	18.5% (-2.1%)	18.8% (-1.7%)	19.1% (-0.8%)	16.1% (-4.6%)	
CON. DISC.	10.4% (-1.0%)	9.1% (-1.8%)	9.2% (-1.2%)	8.3% (-1.6%)	7.1% (-3.6%)	
FINANCIALS	7.1% (-6.4%)	7.6% (-6.6%)	7.5% (-6.7%)	7.8% (-6.6%)	8.4% (-6.2%)	

NOTE: GREEN SHADING INTENSIFIES AS THE UNDERLYING SCORE FOR A GIVEN SECTOR BECOMES MORE BULLISH. VALUES REPRESENT ALLOCATION TO EACH SECTOR. NUMBERS IN BRACKETS REPRESENT DEVIATIONS FROM BENCHMARK MARKET-WEIGHTS. SECTOR MARKET-WEIGHTS BASED ON MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION) DATA IN US DOLLARS. SOURCE: MACROQUANT VERSION 1.0.



Grafik 12 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.

Risiko -Klasse (RK) 30.01.23 10:23 260 8 8 1.791,04 € 28,57% 498,40 € 17,13% 33,77% 13,77% 6.179,32 € 23,79% 3.514,16 € 4,56% -78,62% 17.659,63 € 4.299,77 € 696,92 € 7,00% Datenlänge der historischen Simulation: Datum der historischen Simulation: 1.458,45 € 3.099,39 € 4.020,19 € 38,99% Gewinn in %/ Verlust in € 4.076,60 01.02.2023 31.12.2022 MSCI in € 163,87% 6,78% 14.384.53 168.027,79 € 153.643,26 € 27.805,20 € 18.283,66 € 20.779,44 € 11.417,48 € 14.356,66 € 15.924,14 € 24.535,17 € MSCI in \$ 83,89% 14.795,66 € S&P 500 4.801,72 € 15.328,66 Betrag aktuell 4,21% 900′0 Performance Benchmark 03.02.22 08.08.22 Aktueller Portfoliowert in EURO: Portfoliostartwert in EURO: 28.02.20 18.10.21/26.10.22 07.04.21 09.03.20 / 18.10.21 05.02.18 12.10.22/18.10.2 13.004,62 21.625,88 14.769,50 10.919,08 04.07.1 12.257,27 11.903,94 22.461,34 11.028,89 25.232,09 Gewinn / Verlust absolut Gewinn / Verlust in Prozen Portfolioentwicklung mit Absic Kauf Betrag Kauf Datum 15.128,49 236,06% 8,55% ETF 2.785,00 USD 2.559,27 EUR Gewinn / Verlust DAX30 -78,62% 33,77% 13,77% 28,57% 23,79% 17,13% 38,99% -2,76% 4,56% 7,55% Performance seit Start am 25.04.08 Performance seit Start p.a. Referenz-Portfolio Fonds und ETFs 112,48 € 41,94 € 90,50€ 159,20 € 239,70 € 14,96 € 1,0882 letzter 28,40 € 22,96 € 189,30 € 6,24 € Kurs Schlusskurs letzter EUR in USD 11,15% 18,77% 17,29% 135,920 € %86′5-27,68% 28,99% 186,43 € 13,910 € 84,08 € 194,68 € -4,72% 8,30% 8,50% 2,38% 4,77% 33,875 € 86,549 € 16,516 € 5,482 € Kauf Kurs 2.602,69 USD 2.429,92 EUR CSI China Internet UCITS ETF London 20,11% -10,44% 25,19% 13,18% 24,10% 2,93% -2,74% Consumer Discretionary Sector 9,55% 5,32% 14,06% 20,14% (Nachkauf am 26.10.2022) (Nachkauf am 23.11.2020) Bewertung zum 03.03.2022 MDAX Germany (Nachkauf 18.10.2022) **MSCI World Financials** (Nachkauf 20.01.2022) Region / Branche Euro Stoxx 50 MSCI Europe FTSE 100 Nikkei 225 IBEX35 Italien **ETF Portfolio** 31.12.2022 12,03% 4,41% 18,81% 12,70% 8,65% 24,95% 24,95% 2,43% 21,75% -8,13% 9,36% 8,55% Kurs am 8,03% %/0′/ Consumer Staples verkauft am 16.11.2022 2008 (ab 25.04.08) p.a. (ab 25.04.08 2023 (YTD) NAME WKN / ISIN SHARES EUROPE CONS DIS EURA SHARES CORE EURO STOXX50 DE 2016 2021 2012 2013 2014 2018 RANESHARES CSI CHINA IT EUR Jahre 2010 2011 2015 2017 2019 2020 SHARES MDAX UCITS DE EUR A SHARES CORE FTSE 100 ACC X MSCI WORLD FINANCIALS SHARES FTSE MIB ACC LYXOR IBEX35 DR SH NIKKEI 225 Cash Position MSCI WORLD Benchmark: A20E7P A1C1HV 593392 YX0A6 9,12% A113FE 16,55% 10,88% 12,37% 8,54% 9,48% %00'0 6,79% 8,81% 01.02.23 tückzahl ewicht. 372 56

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.



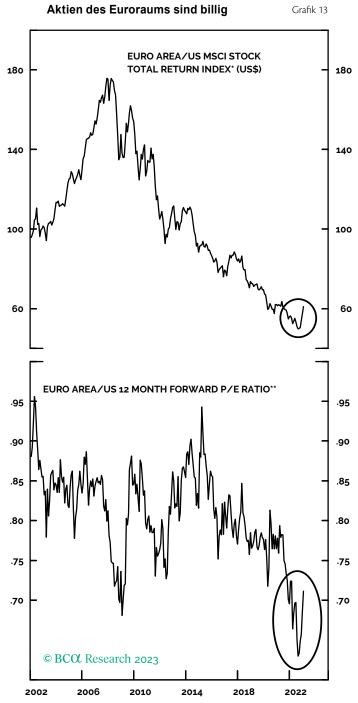
### Aussichten für Aktien derzeit noch gut.

Der US-Aktienmarkt hat positiv auf die zunehmenden Hinweise eines Nachlassens der US-Inflation reagiert. So steht Ende Januar der breite US-Aktienindex S&P 500 über seinem gleitenden 200-Tage-Durchschnitt und damit auf dem höchsten Stand seit März letzten Jahres. Abgeschlagen, aber dennoch ebenfalls auf Höhe seines gleitenden 200-Tage-Duchschnitts findet sich der US-Technologie-Aktienindex Nasdaq 100. Der US-Aktienmarkt reagierte bislang positiv auf die sich verlangsamende Inflation in der Annahme, dass dies die Fed demnächst veranlassen dürfte, nicht nur die Zinserhöhungen zu beenden und anschließend auch die Geldpolitik zu lockern. Wie bereits erwähnt, ist ein solches Auskommen vorerst noch unwahrscheinlich.

Die wichtigere Frage, die sich in den letzten drei Monaten gestellt hat, ist die, ob die Anleger Aktien gerade außerhalb der USA übergewichten sollten. Denn diese haben seit Mitte Oktober deutlich besser abgeschnitten als ihre US-Pendants. Das gilt vor allem auf europäische Aktien, aber auch auf die Outperformance von Schwellenländeraktien. Das liegt vor allem an der kurzfristigen Belebung der europäischen Wirtschaftstätigkeit und dem Ende der chinesischen Null-COVID-Politik. Das Risiko, dass die Rally zumindest bei den europäischen Aktien ins Stocken kommt, trägt die Geldpolitik der EZB, sollte sie den restriktiven Kurs fortsetzen.

Die nebenstehende Abbildung zeigt, wie günstig Aktien des Euroraums im Vergleich zu den USA nach wie vor sind. Aus Sicht des KGVs kosten sie nur 70 % der US-Aktien (untere Grafik), allerdings brachten sie hinsichtlich der Gesamtrendite bereits seit 2014 im Vergleich zu den US-Pendants immer weniger Rendite (obere Grafik). Die gegenwärtige Struktur des US-Aktienmarkts mit einer vergleichsweise defensiven Sektorenzusammensetzung und angesichts der Tatsache, dass breit angelegte Technologiewerte - die im US-Index stark übergewichtet sind - bräuchte sinkende Langfristzinsen, um eine Outperformance gegenüber den europäischen Indizes, die von zyklischen Titeln dominiert werden, erzielen zu können. Das könnte sich in den nächsten Wochen durchaus ergeben.

Auch die Kursrally im Emerging-Markets-Aktienindex rührte fast ausschließlich von chinesischen Titeln, die nach dem letztjährigen Ausverkauf wegen dem Ende der Null-COVID-Politik eine Aufholjagd starteten.



- \* SOURCE: MSCI INC. SERIES REBASED TO JANUARY 2002 = 100.
- " SOURCE: REFINITIV/IBES.



#### erwartete KGVs und Dividendenrenditen nach Ländern

Grafik 14

			P/E			Dividend Yield
Country	Index	12mth Fwd	2022E	2023E	2024E	12mth Fwd
Austria	ATX	7.4	6.0	7.5	7.4	5.6%
Belgium	BEL 20	16.8	16.8	17.0	14.7	3.1%
Denmark	Denmark KFX	22.3	16.8	22.4	21.3	2.7%
Finland	MSCI Finland	14.1	14.6	14.2	13.5	4.2%
France	CAC 40	11.8	11.2	11.8	11.2	3.9%
Germany	DAX	11.7	12.1	11.9	10.8	4.0%
Greece	MSCI Greece	50.5	55.1	50.9	46.4	1.1%
Ireland	MSCI Ireland	14.4	15.8	14.6	12.9	2.6%
Italy	MSCI Italy	8.2	8.0	8.3	8.0	6.0%
Netherlands	AEX	13.4	13.2	13.4	12.6	2.8%
Norway	MSCI Norway	8.0	7.0	8.0	9.1	5.7%
Portugal	MSCI Portugal	15.6	18.9	15.6	14.9	3.3%
Spain	IBEX 35	11.4	11.0	11.5	10.6	5.0%
Sweden	OMX	14.6	16.1	14.7	13.5	4.1%
Switzerland	SMI	16.3	20.0	16.4	14.7	3.5%
United Kingdom	FTSE 100	10.4	10.2	10.4	10.2	4.5%
EMU	MSCI EMU	12.3	12.5	12.4	11.5	4.0%
Europe ex UK	MSCI Europe ex UK	13.6	14.0	13.7	12.7	3.8%
Europe	MSCI Europe	12.7	12.8	12.7	12.0	4.0%
United States	S&P 500	17.1	17.9	17.4	15.8	1.8%
Japan	Topix	12.0	12.4	12.0	11.1	2.7%
Emerging Market	MSCI EM	12.0	12.1	12.2	10.5	3.6%
Global	MSCI AC World	15.1	15.6	15.4	13.9	2.5%

Source: IBES, MSCI, Datastream. As at COB 19th Jan, 2023; \*\* Japan refers to the period from March in the year stated to March in the following year - P/E post goodwill.

Abseits des Macro-Quant Modells von BCA Research dürfte die derzeitige Marktrallye im Laufe des ersten Quartals nachlassen. Das Augusthoch vor Augen gäbe es durchschnittlich noch rund 5 Prozent zu verdienen, bevor bedeutende Widerstände erreicht sind. Die positiven Katalysatoren, die seit Oktober zu einer kräftigen Erholung beitrugen - Rückgang von den Höchstständen bei den Anleiherenditen, bei der Inflation und beim US-Dollar, die Abkehr von der Null COVID-Politik in China und günstigere europäische Gaspreise - sind nun offenkundig, auch wenn der Januar immer noch günstige saisonale Bedingungen bot und die aktuelle Positionierung der Anleger alles andere als hoch ist. Potenzielle Gewinne der nächsten Wochen sollte man daher eher nutzen, um die Engagements zu reduzieren. In der nachstehenden Tabelle sind die länderspezifischen Durchschnitts-KGVs bis 2024 zusammengestellt und um die 2024 erwarteten Dividendenrenditen ergänzt. Zwischen "billig" und "teuer" entscheidet

nun nicht ein niedriges KGV, denn es könnte einen Gewinnrückgang im kommenden Jahr vorwegnehmen. Dadurch würde sich das KGV nach oben verschieben. Umgekehrt gälte das auch für optisch teure Länderindizes.

Die Zykliker unter den Aktientiteln entwickelten sich in den letzten Monaten sehr gut, während alle defensiven Werte zurückblieben. Tatsächlich haben die zyklischen gegenüber den defensiven Werten alle Verluste aus dem 1. Halbjahr 2022 wieder aufgeholt. Der Markt verhält sich so, als ob wir uns in einer frühen Erholungsphase des Zyklus befänden, obwohl die Fed ihre Zinserhöhungen noch gar nicht abgeschlossen hat. Normalerweise setzt diese Phase erst nach einer Periode von Zinssenkungen der Fed ein.

Zunächst ist davon auszugehen, dass die Anleiherenditen bereits im Herbst 2022 ihren Höchststand erreicht hatten und nun im ersten Halbjahr unverändert bzw. abwärts tendieren werden, was normalerweise defensiven Werten unter den Aktien hilft. Die zyklischen Werte scheinen die Erholung der Einkaufsmanagerindizes auf solides Wachstum im ersten Halbjahr einzupreisen, obwohl die Indikatoren eher auf eine weitere Abschwächung hindeuten.

Schließlich werden die laufenden Gewinnprognosen als solche wahrscheinlich als nächstes in Frage gestellt werden. Zwei Jahre lang konnte der Anstieg der Verbraucherpreise von den Unternehmen als Gelegenheit für Preiserhöhungen genutzt werden. Die Gewinnspannen waren weit davon entfernt, unter Druck zu geraten, und haben sich in den meisten Fällen deutlich verbessert. Das wird sich ändern: Wir rechnen bei den Zyklikern aufgrund der schwächeren Preisgestaltung zuerst mit einem Gewinnrückgang, der sich dann irgendwann im Jahr 2023 drehen könnte und die zyklischen Werte in eine nachhaltigere Erholung über-



leitet. Dies setzt einen fundamentalen Wendepunkt bei den Einkaufsmanagerindizes und eine Bodenbildung bei den Gewinnen sowie eine potenziell klarere Ausrichtung der Fed voraus, doch ist dies unserer Ansicht nach noch nicht der Fall.

Was passiert mit den Margen? Noch im vergangenen Jahr war hierzu die einhellige Meinung, dass die Gewinnspannen angesichts des starken Anstiegs der Input-Kosten schrumpfen würden. Das war nicht der Fall, da es keine Lagerbestände gab und die Verbraucher dank der überschüssigen Einsparungen aus den COVID-Zeiten reichlich liquide Mittel hatten. Es gab auch einen deutlichen Nachholbedarf, den es zu verdauen galt. Vor diesem Hintergrund konnten Unternehmen den Anstieg der Inputkosten nutzen, um die Preise zu erhöhen. Die Gewinnmargen waren weit davon entfernt, unter Druck zu geraten, sondern verbesserten sich deutlich auf neue Höchststände. In der Tat ist die Korrelation zwischen dem Index der Erzeugerpreise (PPI) und Unternehmensgewinnen seit jeher stark positiv gewesen. Höhere PPI waren mit

höheren Gewinnen verbunden. Diese Korrelation dürfte weiterhin bestehen bleiben und nun in die entgegengesetzte Richtung wirken. Dies gilt insbesondere, da die Lagerbestände der Unternehmen wiederaufgebaut, die Lieferketten normalisiert und die COVID-Verwerfungen beendet sind. Darüber hinaus gibt es in den Industrieländern keine außergewöhnliche Unterstützung mehr, da die aufgestaute Nachfrage erschöpft ist und die einst dramatischen Liquiditätsüberschüsse der Verbraucher inzwischen aufgezehrt worden sind.

Das Risiko-Ertrags-Verhältnis in Bezug auf die Gewinnentwicklung ist noch dramatischer, da die Gewinnspannen in den USA und Europa sogar historische Höchststände erreicht haben, deutlich über den Niveaus vor COVID. Auf Sektorebene scheinen die Margen für zyklische Sektoren auf historischen Höchstständen. Wir räumen ein, dass die EBIT-Margen für Energietitel ebenfalls gestreckt sind. Die Margen für Autos sind ebenfalls auf einem Höchststand. Andere zyklische Sektoren wie Investitionsgüter weisen ebenfalls erhöhte Margen. Anderer-

Grafik 15

seits haben die defensiven Sektoren keinen ähnlichen Anstieg der Gewinnspannen. Von den 50 wichtigsten Aktien in Europa haben 65 % höhere Margen höher als im Jahr 2019. Die Margen von 72 % der Top 50 der europäischen Aktien sind höher als ihr letzter 10-Jahres Median. In den USA sind innerhalb der Gruppe der zyklischen Werte die EBIT-Margen für Industrie, Technologie und Energie erhöht. Dort sind die aktuellen EBIT-Margen für 75% der 50 wichtigsten Aktien höher als ihre Marge im Jahr 2019. Die Margen für 70 % der Top-50-Werte in den USA sind höher als ihr letzter 10-Jahres Median. Bei den EPS-Margen ergibt sich ein ähnliches Bild. Dies gilt auch für die USA. Innerhalb des Marktes scheinen die Erträge der zyklischen Sektoren von hier aus anfälliger erscheinen. Die meisten Frühindikatoren deuten auf einen deutlichen Abwärtstrend der Gewinne für zyklische Unternehmen hin. Sektoren wie Autos und Investitionsgüter sind unseres Erachtens besonders anfällig, da ihre Gewinnspannen auf historischen Höchstständen liegen. Daher besteht die Gefahr, dass die Gewinnprognosen für diese Gruppe weitere Herabstufungen. Vor allem zyklische Werte haben in den letzten sechs Monaten sehr gut abgeschnitten und diskontieren bereits einen PMI wieder in den Wachstumsbereich. Innerhalb der Gruppe der Zykliker erscheinen die EPS-Prognosen für Bergbauunternehmen konservativ und könnten einige positive Überraschungen bieten wenn sich die Rohstoffpreise halten. Die Erträge der defensiven Sektoren werden sich wahrscheinlich in den kommenden Monaten besser als der Markt

### MSCI Welt KGV 12 Monate vorwärts und globaler Produzentenpreisindex



Source: Bloomberg Finance L.P., IBES



Die Gewinnprognosen für 2023 wurden zwischenzeitlich zwar etwas gesenkt, aber der Konsens geht immer noch von einer Aufwärtsentwicklung in diesem Jahr und einer deutlichen Beschleunigung im nächsten Jahr aus. Der Median des Gewinnwachstums für die USA und Europa liegt für dieses Jahr bei 6%. Diese sind gefährdet.

Die Frage ist, ob die negativen Auswirkungen bereits mit den Q4 oder erst später in diesem Jahr eintreten werden. Die Dynamik in den Einkaufsmanagerdaten (PMI) deutet darauf hin, dass die Gewinnwachstumsrate in O4 negativ werden sollte und die Beispiele für überschüssige Lagerbestände und Rabattierung könnten zunehmen. Selbst wenn die Unternehmen in Q4 nicht enttäuschen, glauben wir nicht, dass es im 1. Halbjahr zu Anhebungen in den Gewinnen pro Aktie kommen wird. Korrekturen hingegen sind stark mit den PMIs korreliert und bewegen sich in der Regel nur dann über Null, wenn die PMIs über dem Wert von 53-54 liegen. Die jüngste zyklische Rallye diskontiert die Erholung der PMI, aber dies könnte sich nicht durch eine anhaltende Verbesserung der Aktivität bestätigen. Dies wiederum macht die Gewinn-/Ertragsprognosen anfällig für weitere Herabstufungen, wobei vor allem zyklische Titel besonders gefährdet wären.

Die Schwächung der Preissetzungsmacht wird wahrscheinlich eines der Schlüsselprobleme für die zukünftigen Erträge sein, insbesondere, da Lohnrunden der Preisentwicklung hinterherlaufen und erst jetzt zu einer Margenverknappung führen werden. Ein weiterer Faktor, der die starke Preisgestaltung für Unternehmen in den letzten zwei Jahren unterstützte, waren die COVIDbedingten Verwerfungen, die zu einem sehr niedrigen Stand an Vorräten führten. Dies hat sich nun vollständig aufgelöst, da auch der größte Teil des Nachholbedarfs abge-

MSCI Welt KGV 12 Monate vorwärts und globaler Produzentenpreisindex

Grafik 16

	U	S	Eur	оре
	2023e	2024e	2023e	2024e
Market	3.2%	10.6%	0.8%	6.4%
Energy	-12.1%	-10.0%	-15.6%	-14.3%
Materials	-12.7%	4.5%	-22.6%	2.3%
Industrials	15.4%	13.1%	-2.7%	9.9%
Discretionary	27.6%	23.0%	-0.4%	10.1%
Staples	3.1%	7.9%	6.9%	9.5%
Healthcare	-3.0%	8.7%	6.8%	11.8%
Financials	13.0%	10.9%	17.4%	11.3%
IT	0.4%	14.8%	17.1%	15.4%
Telecoms	5.1%	17.8%	5.0%	11.3%
Utilities	8.9%	7.4%	8.6%	4.1%
Real Estate	-13.9%	7.3%	-5.4%	1.5%
Median	5.6%	10.7%	6.1%	9.2%
Median ex-commo	5.8%	10.7%	7.0%	9.4%
Median - Cyclicals	5.5%	12.5%	6.8%	9.7%
Median - Defensives	5.4%	9.2%	6.4%	9.7%

Source: I/B/E/S.

baut ist. Die Engpässe in der Lieferkette haben sich normalisiert. Die Bestände wurden in einer Reihe von Branchen wieder aufgefüllt, nicht nur im Einzelhandel. Mehrere Sektoren verzeichnen jetzt einen raschen Aufbau der Lagerbestände, was darauf hindeutet, dass die Preise in der Folgezeit nachgeben könnten. Dies wird mit der Erosion der überschüssigen Liquidität zusammenfallen, die den Verbraucher stützte und der Grund dafür war, dass die Verbraucher die steigenden Preise gut verkraften konnten. Die staatlichen Unterstützungsmaßnahmen während der COVID-Krise führten gerade in den USA zu überschüssigen Ersparnissen der Haushalte, was wiederum die Verbrauchernachfrage in Schwung hielt. Die überschüssigen Ersparnisse der Verbraucher sind unseres Erachtens nun fast vollständig aufgezehrt. Die Sparquoten stehen bereits unter ihren langfristigen Durchschnittswerten. Der Höchststand der Anleiherenditen und der Beginn der Disinflation halfen zunächst den Bewer-

tungsmultiplikatoren von Aktien, werden aber als nächstes die Unternehmensgewinne negativ beeinflussen. Mehrere Unternehmen haben in letzter Zeit darauf hingewiesen, dass die Verbraucher Zurückhaltung beim Konsum üben, um mit der teureren Lebenshaltung fertig zu werden. Die Absichten der Unternehmen, die Preise zu erhöhen, haben sich drastisch reduziert. Preisnachlässe, schwächere Preissetzungsmacht und der verkaufte Produktmix werden die Gewinnspannen und Unternehmensgewinne in der nächsten Zeit beeinträchtigen. Das Risiko-Ertrags-Verhältnis ist ab hier herausfordernd, insbesondere angesichts der fast rekordverdächtigen Gewinnspannen als Ausgangspunkt.



### ICM 15er-Aktienportfolio

Im Depot befinden sich wieder vierzehn von fünfzehn möglichen Titeln. Die Performance YTD des Portfolios beträgt z.Zt. +10,8%. Die Übergewichtung bei Energie-(Öl) bleibt bestehen, aber die Finanz-Werte wurden zugunsten von Konsumgütertiteln und einem Versorger abgebaut.

#### Nicht mehr im Portfolio:

**BP Plc.** haben wir zum Ende des letzten Jahres verkauft. Der stagnierende Ölpreis und der bis dahin sehr warme Winter konnten den Aufwärtstrend der Aktie stoppen. Analysten erwarten zudem, dass die Q4-Gewinne der europäischen Öl- und Gasunternehmen um 15% q/q auf ca. \$35 Mrd. fallen, nachdem der Sektor in Q3 den höchsten Stand seit 12 Jahren erreichen konnte. Wir bleiben weiter positiv für die Ölbranche und warten auf eine Gelegenheit zum Wiedereinstieg. Bis dahin bleibt uns ein satter Gewinn von 36.4%.

**DEUTSCHE BANK AG** Nachdem wir uns von unserer UNICREDIT-Beteiligung getrennt haben, haben wir jetzt auch die Aktien an der DEUTSCHEN BANK verkauft. Der Aufwärtstrend der Aktie ist zwar intakt. aber der Bereich zwischen 12,20 Euro und 12,56 Euro ist ein Widerstand. Steigende Kreditkosten geben Europas angeschlagenen Banken den lang erwarteten Aufschwung, aber sie haben auch einen Haken. Letztes Jahr beendeten die Zentralbanken ein Jahrzehnt der niedrigsten Zinssätze und gingen zu einer deutlichen Straffung über. Steigende Zinsen sind zwar eine gute Nachricht für die Bankgewinne, aber sie kündigen auch eine Verlangsamung der Wirtschaftsleistung an, die von Krieg und ausufernden Preisen zusätzlich unter Druck gesetzt wird. Die Gewinnmitnahme bringt ein Plus von 15,2%.

#### **Neu im Porfolio:**

ENEL Spa. ist mit einem Umsatz von rund 90 Mrd. EUR und einer Marktkapitalisierung von 55 Mrd. EUR einer der großen Player unter den europäischen Energieanbietern. Mit einem KGV von unter 10 und einer Bewertung vom 1,8-fachen des Buchwertes ist nur noch die französische Engie günstiger zu haben. Dafür hat Enel allerdings eine 70% höhere Eigenkapitalrendite. Bei der Umsetzung der Energiewende ermöglicht das integrierte Geschäftsmodell, Wachstumschancen in einer Vielzahl von Geschäftsfeldern innerhalb des Energiesektors aufzugreifen. Eine sehr starke Cashflow-Generierung ist ein zusätzliches Unterscheidungsmerkmal des Unternehmens, das eine stärkere Basis für künftiges Wachstum im Vergleich zu anderen europäischen Versorgern bietet. Enel ist außerhalb Italiens mit Tochtergesellschaften vor allem in Spanien und Lateinamerika vertreten. Knapp 60% des produzierten Stroms kommt aus erneuerbaren Energien. Das italienische Unternehmen und Volkswagen haben gerade ein Joint Venture mit ca. 200 Mio. Euro Volumen gegründet, um 3.000 Schnellladestationen für Elektrofahrzeuge in ganz Italien zu errichten. Die Ladesäulen werden bis Ende 2023 an 500 Standorten für Fahrzeuge aller Hersteller zugänglich sein und eine Leistung von bis zu 350 kW haben. Laut einer McKinsey-Studie für den Europäischen Automobilherstellerverband werden in Europa bis 2030 mindestens 3,4 Millionen Ladepunkte benötigt, gegenüber geschätzten 375.000 Ende 2021. Das lässt viel Luft nach oben.

### **Wieder im Portfolio:**

PETROLEO BRASILIERA SA. teilte vor einigen Tagen mit, dass sie das Ziel für die Erdölund Erdgasproduktion im Jahr 2022 übertroffen hat. Die gesamte Erdöl- und Erdgasproduktion belief sich auf 2,684 Mio. Barrel Öläquivalent pro Tag (boed) und übertraf damit das Ziel von 2,600 Mio. boed um 3,2%. Erwartet war ein Ergebnis innerhalb

einer Bandbreite von ± 4.0 %. Die kommerzielle Produktion erreichte 2,361 Mio. boed, 2,7% über dem Ziel von 2,3 Mio. boed, die Ölproduktion lag bei 2,154 Millionen Barrel pro Tag (bpd), 2,6% über dem Ziel von 2,1 Mio. bpd. Im Laufe des Jahres 2022 nahm das Unternehmen die Produktion auf zwei neuen Plattformen auf und erreichte auf einigen der bestehenden Plattformen volle Förderkapazität. Schließlich kam das Unternehmen auch mit dem Plan zur Renovierung des Campos-Beckens voran. Das Unternehmen verfügt über ein einzigartiges Portfolio von Anlagen, die unglaublich profitabel sind. Die Konzentration des Unternehmens auf Pre-Salt-Förderung hat sich bewährt, da die Förderkosten mit knapp über 4 \$ pro Barrel und die Kosten insgesamt extrem niedrig sind. Auf das Santos Baisin werden in den nächsten fünf Jahren voraussichtlich 50% der Investitionsausgaben des Unternehmens entfallen. Es wird erwartet, dass sich das Produktionswachstum und der starke Cashflow des Unternehmens in außergewöhnlichen Dividenden niederschlagen werden. Dies gilt insbesondere angesichts der z.Zt. niedrigen Bewertung von Petrobras. Der Markt erwartet für 2023 eine Dividendenrendite von eindrucksvollen 15%.

### Neues zu den anderen Portfolio-Mitgliedern:

Alibaba Group. ist einer der Gewinner des neuen Jahres mit einer Wertentwicklung von +25,1% YTD. Das hat natürlich überwiegend politische Gründe. Die Entscheidungsträger in der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt ziehen alle Register, um die Wirtschaft wieder anzukurbeln und die 1,4 Milliarden Menschen dazu zu bringen, mehr Geld auszugeben, nachdem drei harte Jahre lang strenge Covid-Beschränkungen und ein hartes Durchgreifen in der Technologieund anderen Branchen herrschten. Peking hat seine Null-Covid-Politik vollständig aufgegeben und begonnen, die Vorschriften für



Mahung   M	O vil	CM vestmentBan BHANGGI VERMOGENSY	nk AG	15er Aktienportfol	<u>.o</u>			Auslastung:	<b>93%</b>		01.02.23		
RICA         Name         Sector         SN         Withrung         Exch.         Datum         Katel         2023 YTD         Lobal           1         BAAK         ALIBBAG RPADIQ         Lethmology         Uspinger         Usp         NYO         26.013         26.02         130.9         73.02         25.65%         -35.81         -35.81         -35.82         -35.81         -								Kauf	Kurs	Kurs	P/L	Ρ/ι	ESG
BABAK         ALIBABA GRP AD/d         Technology         USD1609W1027         USD 100 MVG         35 01 21         264,00         110,2         25,10%         -58,26%           0.507.HK         BALOSCH HEALTH/d         Health-race         CA0737003336         HWG         186,22.9         1,97         22,61%         -59,87%           0.507.HK         ENENIRONMENT/d         Utilities         HO0537003336         EUR         MIC         131,22.9         5,27         5,391         7,70         22,61%         -59,82%           ENELIM         ENEL/d         Utilities         HO0537003336         EUR         MIC         131,22.9         5,39         1,718%         -23,7%           LOSA         ENELIA         HO05385640S         EUR         GRR         GRR         131,222         5,27         5,391         7,18%         -3,37%           LOSA         ENGRAPO         HOND         HK         130,222         10,38         11,48         -3,44         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%         -3,47%	No.	RIC	Name	Sector	NISI	Währung	Exch.	Datum	Kauf	aktuell	2023 YTD	total	Grade
BBC   BAUSCH HEALTH   A   Heathtcare   CAO717341071   USD   NYQ   18.05.22   10.97   770   27.61%   23.81%     BBC   BBC NINDONINENT	1	BABA.K	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	OSD	NYQ	26.01.21	264,00	110,2	25,10%	-58,26%	ţ
DOG 50.57 HK   EBENVIRONMENT/d   Utilities   HK0.27001386   HKD   HKG   1312.19   6.19   3.54   1,72%   42,82%     ENERIAM   EMEL/d   Utilities   HK0.02138.867   EUR   MIL   131.12.2   5,77   5,391   7,18%   2,37%     ENERIAM   EMEL/d   Utilities   HK0.02138.8640   EUR   GER   29.08.2   24,39   21,96   19.51%   2,37%     LDOFAIDE   EVASAGEMASIN/d   Finergy   US71654v4086   USD   HKG   MIL   13.04.2   10,03   9,42%   17,30%   5,71%     ETROLEO BRASI/d   Finergy   US71654v4086   USD   HKG   MIL   13.04.2   10,03   9,42%   17,30%   5,71%     ETROLEO BRASI/d   Finergy   US71654v4086   USD   HKG   1407.20   85,10   13,86   9,42%   17,85%   13,85%     ENARAS   PROSUS/d   Technology   US88034p1033   USD   UNIA   10,000   108,38   12,44%   5,12%     TIML   TULLOW OIL/d   Finergy   US88034p1033   USD   US   US   US   US   US   US   U	7	ВНС	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	NYQ	18.05.22	10,97	7,70	22,61%	-29,81%	<b>&amp;</b>
ENELIAM         ENELIAM         Utilities         ITO003128367         EN         MIL         131222         5,391         7,18%         2,37%           SDFGADE         K+5 AG NAA         Basic Materials         PRO00312836405         EUR         MIL         130422         24,39         12,96         15,51%         -9,96%           LOGF-MI         LODG-MI         LODG-MI         LODG-MI         LODG-MI         130422         10,03         9,454         17,51%         -9,96%           LOGF-MI         FORTOLOGO BRASI/d         Finergy         US716544068         USD         NNQ         240120         0,43         13,63%         -5,71%	က	0257.HK	EB ENVIRONMENT/d	Utilities	HK0257001336	HKD	HKG	13.12.19	6,19	3,54	1,72%	-42,82%	В
SDFGn.DE         K+5 AG NA         Basic Materials         DE000KSAG888         EUR         GER         29,822         24,39         21,36         19,51%         -9,96%           LODF.MI         LETOUARDO/d         Industrials         ITO03885405         EUR         MIL         13,04.22         10,03         9,454         17,30%         -5,17%           LODF.MI         PERTOLEO BRASI/d         FIRALS         US71654V4086         US7         10,03         10,03         9,454         17,30%         -5,17%           2318.LK         PIROLAN EDIG         FIRALS         FIRALS         FIRALS         HKD         HKG         13,01.23         10,03         9,454         17,30%         -5,17%           PRX.AS         PRXAS         PRXAS         FIRALS         FIRALS         FIRALS         140,720         85,10         73,82         14,54%         -13,55%           PUMA         TECHNOlogy         DE0005969603         EUR         KR         26,10         9,24         17,54%         5,12%           TILW         TECHCONTUNIC/d         FIRAL         GB005150899         EUR         KR         15,11         20,01         3,94         3,13         36,13%           VOMG-DD         TILWA         ALICAS	4	ENEI.MI	ENEL/d	Utilities	IT0003128367	EUR	MIL	13.12.22	5,27	5,391	7,18%	2,37%	<b>A</b> +
LDOF-MI   LEONARDO/d   Industrials   TID003856405   EUR   MIL   13.0422   10.03   9,454   17,30%   5,71%     PRR   PERROLEC BRASI/d   Energy   U5716544086   U5D   NYQ   13.01.23   10,78   11,6   8,92%   7,61%     2318.HK   PINGAN/d   Financials   CNE1000003X6   HKD   HKG   24.01.20   94,20   61,3   18,68%   34,93%     PRAXA   PROSUS/d   Technology   NED0035654738   EUR   CRR   14,07.20   85,10   73,82   14,54%   31,35%     PUMG DE   PUMA   Technology   DE0007164600   EUR   GER   26,1020   103,00   106,38   17,88%   17,88%     TW.L   TULLOW OIL/d   Energy   DE0007164600   EUR   GER   26,1020   103,00   106,38   12,44%   5,22%     TW.L   TULLOW OIL/d   Energy   GB0001500809   GBp   LE   27,03.19   83,59   36,14   -2,11%   -56,176%     Performance in 2018   -9,56%   -9,58%   -9,58%   -9,58%   -9,58%   -9,58%   -9,58%   -9,58%   -9,58%   -9,58%   -9,58%   -9,58%   -9,03%   -10,79%   -9,68%   -9,03%   -10,79%   -9,68%   -9,03%   -10,79%   -9,68%   -9,03%   -10,79%   -9,68%   -9,03%   -10,79%   -9,68%   -9,03	2	SDFGn.DE	K+S AG NA	Basic Materials	DE000KSAG888	EUR	GER	29.08.22	24,39	21,96	19,51%	%96′6-	ф
PBR         PETROLEO BRASI/d         Energy         US71654V4086         USD         NYQ         13.01.23         10,78         11,6         8,92%         7,61%           2318.HK         PINGAN/d         Financials         CNE1000003X6         HKD         HKG         24.01.20         94,20         61,3         15,68%         34,93%           PRXAX         PROSUS/d         Trehnology         NL0013654873         EUR         ARK         140,120         94,20         61,3         15,68%         34,93%           PUMCADE         PAPA         Consumer Cyclicals         DE000596963         EUR         ARK         140,120         82,10         73,82         14,54%         13,55%           TILW.L         TULLOW OIL/d         Energy         GB0001500809         GBP         LSE         27,0919         83,59         13,44%         55,75%           VOWG.p.DE         VOLKSWAGENVZ         Consumer Cyclicals         DE0007664039         EUR         GER         126,94         9,04%         12,84%         55,75%           Performance in 2013         24,84%         5,50%         5,50%         5,50%         5,50%         6,64,21         126,94         9,04%         12,84%         12,84%         12,84%         12,84%         12,8	9	LDOF.MI	LEONARDO/d	Industrials	IT0003856405	EUR	MIL	13.04.22	10,03	9,454	17,30%	-5,71%	⋖
2318.HK         PING AN/d         Financials         CNE1000003XG         HKD         HKG         2401.20         94,20         61,3         18,68%         -34,93%           PRX.AS         PROSUS/d         Technology         NL0013654783         EUR         AEX         14,072.0         85,10         73,82         14,54%         -13,25%           PUNAS.DE         PUNAS.DE         PUNA         Technology         DE0007665603         EUR         GER         15,11.22         52,91         62,36         998%         17,85%           SAPG.DE         TECHNOLOGY         DE0007566903         EUR         GER         15,11.22         52,91         62,36         998%         17,85%           SAPG.DE         TECHNOLOGY         LOSS0034P1093         USD         NYQ         06.04,21         20,07         8,39         1,34%         5,22%           TULLOW OIL/G         Energy         GB0001500809         GBP         LSE         27,09,19         83,59         36,14         -2,11%         55,76%           Performance in 2013         LGS         Aktiendeport in 6         MSClin 6         Sp.20%         112,49         126,94         9,04%         12,84%           Performance in 2014         LGS         LGS         LGS <th>7</th> <th>PBR</th> <th>PETROLEO BRASI/d</th> <th>Energy</th> <th>US71654V4086</th> <th>USD</th> <th>NYQ</th> <th>13.01.23</th> <th>10,78</th> <th>11,6</th> <th>8,92%</th> <th>7,61%</th> <th>Ą</th>	7	PBR	PETROLEO BRASI/d	Energy	US71654V4086	USD	NYQ	13.01.23	10,78	11,6	8,92%	7,61%	Ą
PRX.AS         PROSUS/d PREADLE         Technology (no.0013654783)         RUN         AEX         14,07.20         85,10         73,82         14,54%         13,25%           PUMG.DE         PUMA         Consumer Cyclicals         DE0005969603         EUR         GER         15,11.22         52,91         62,36         9,98%         17,85%           SAPG.DE         TECHNology         US8034164600         EUR         GER         26,10.20         103,00         108,38         17,44%         5,22%           TILVIL         TULLOW OIL/d         Technology         GB0001560809         GBP         LSE         27,09.19         83,59         13,34%         -53,20%           VOWG_D.DE         VOLKSWAGENVZ         Consumer Cyclicals         DE0007664039         EUR         GER         12,49         12,44%         5,76%           Performance in 2013         24,84%         5,50%         -5,92%         -5,93%         11,49         126,94         9,04%         12,84%           Performance in 2013         16,53%         31,74%         31,84%         30,73%         11,49%         12,94         9,04%         12,84%           Performance in 2022         10,39%         10,79%         10,79%         10,79%         10,79%         11,407.20	∞	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	61,3	18,68%	-34,93%	В
PUMG_DE         PUMA         Consumer Cyclicals         DE0006996903         EUR         GER         15.11.22         52,91         62,36         9,98%         17,85%           SAPG_DE         SAP SE         Technology         DE0007164600         EUR         GER         26,10.20         103,00         108,38         12,44%         5,22%           TML         TENCENT MUSIC/d         Technology         US88034P1093         USD         NYQ         06.04.21         20,07         8,39         1,44%         5,22%           TULL         TULLOWOIL/d         Energy         GB0001500809         GBp         LSE         27.09.19         83,59         36,14         -2,11%         -58,20%           VOWG_D.DE         VOLKSWAGEN VZ         Consumer Cyclicals         DE0007664039         EUR         GER         112,49         126,94         9,04%         12,84%           Performance in 2018         -9,56%         -5,52%         -5,12%         -5,12%         -5,12%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%         -5,13%	6	PRX.AS	PROSUS/d	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	85,10	73,82	14,54%	-13,25%	#
SAP G.DE         SAP SE         Technology         DE0007164600         EUR         GER         26.10.20         103,00         108,38         12,44%         5,22%           TIW.L         TENCENT MUSIC/d         Technology         US88034P1093         USD         NYQ         06.04.21         20,07         8,39         1,33%         -58,20%           TI.W.L         TULLOW OIL/d         Energy         GB0001500809         GBp         LSE         27.09.19         83,59         36,14         -2,11%         -56,76%           VOWG_p.DE         VOLKSWAGEN VZ         Aktiendqpot in €         MSClin €         IS.10.22         112,49         126,94         9,04%         12,84%         56,76%           Performance in 2018         -9,56%         -5,92%         -5,92%         -5,92%         11,84%         30,73%         -5,749%         -11,188         11,84%         30,73%         -15,12%         -15,12%         -15,12%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,79%         -16,70%         -16,70%         -16,70%	10	PUMG.DE	PUMA	Consumer Cyclicals	DE0006969603	EUR	GER	15.11.22	52,91	62,36	%86′6	17,85%	A
TME         TENCENT MUSIC/d         Technology         US88034P1093         USD         NYQ         06.04.21         20,07         8,39         1,33%         -58,20%           TLW.L         TULLOW OIL/d         Energy         GB0001500809         GBp         LSE         27.09.19         83,59         36,14         -2,11%         -56,76%           VOWG_D.D.B         Fenergy         GB0001500809         EUR         GER         18.10.22         112,49         126,94         9,04%         12,84%           VOWG_D.D.B         Performance in 2017         24,84%         5,50%         5,50%         9,04%         12,84%	11	SAPG.DE	SAP SE	Technology	DE0007164600	EUR	GER	26.10.20	103,00	108,38	12,44%	5,22%	<b>A</b> +
TLW.L         TULLOW OIL/d volled         Energy         GB0001500809 GBp         LSE         27.09.19         83,59         36,14         -2,11%         -56,76%           VOMG_D.DE         VOLKSWAGEN VZ         Consumer Cyclicals         DE0007664039         EUR         GER         112,49         126,94         9,04%         12,84%           Performance in 2017         24,84%         5,50%         Performance in 2018         -5,52%         Performance in 2019         11,86%         Performance in 2020         -3,15%         11,86%         Performance in 2021         10,88%         30,73%         Performance in 2023         10,79%         Performance in 2023         Performance in 2023         10,79%         Performance in 2023	12	TME	TENCENT MUSIC/d	Technology	US88034P1093	USD	NYQ	06.04.21	20,07	8,39	1,33%	-58,20%	÷
VOMG_D.DE         VOLKSWAGEN VZ         Consumer Cyclicals         DE0007664039         EUR         GER         18.10.22         112,49         126,94         9,04%         12,84%           Performance in 2017         24,84%         5,50%         -5,50%         -5,92%         -5,92%         -5,92%         -5,92%         -5,92%         -5,92%         -5,92%         -5,92%         -5,92%         -5,92%         -5,92%         -5,18%         -7,49%         -3,15%         11,86%         -3,13%         -1,186%         -3,13%         -1,186%         -15,12%         -	13	TLW.L	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	GBp	LSE	27.09.19	83,59	36,14	-2,11%	-56,76%	#
Aktiendepot in €  Performance in 2017 24,84%  Performance in 2018 -9,56%  Performance in 2020 -3,15%  Performance in 2021 10,88%  Performance in 2022 9,03%  Performance in 2022 (YTD) 10,79%	14	VOWG_p.DE		Consumer Cyclicals	DE0007664039	EUR	GER	18.10.22	112,49	126,94	9,04%	12,84%	∢
Aktiendepot in € 24,84% -9,56% 16,53% -3,15% 10,88% 9,03%	15												
24,84% -9,56% 16,53% -3,15% 10,88% 9,03% 10,79%					MSCI in €								
-9,56% 16,53% -3,15% <b>10,88%</b> 9,03% 10,79%			Performance in 2017	24,84%	2,50%								
16,53% -3,15% <b>10,88%</b> 9,03% 10,79%			Performance in 2018	%95′6-	-5,92%								
-3,15% 10,88% 9,03% 10,79%			Performance in 2019	16,53%	27,49%								
10,88% 9,03% 10,79%			Performance in 2020	-3,15%	11,86%								
9,03%			Performance in 2021	10,88%	30,73%								
10,79%			Performance in 2022	%80′6	-15,12%								
			Performance in 2023 (YTD)	10,79%	10,79%								

Unternehmen zu lockern. Als Nächstes stehen weitere Anreize zur Stabilisierung des Wohnimmobilienmarktes an. Das beflügelt natürlich auch unsere anderen chinesischen Titel. Der Versicherungskonzern Ping An setzte seinen Aufwärtstrend mit Ziel 70 HKD fort und zeigt ein Ergebnis von +18,7%% YTD. Die Dividendenrendite sank natürlich durch den Anstieg auf immer noch attraktive 4,5%. Etwas schwächer als der HangSeng-Index mit +10,4% YTD entwickelten sich die Aktien von China Everbright. Unser Sorgenkind gewann seit Anfang des Jahres 1,7%, die Dividendenrendite bleibt bei hohen 9%. Bessere Nachrichten bei Tencent Music. Das Online-Musikgeschäft der Tencent-Tochter stieg von 32% des Konzernumsatzes im Jahr 2020 auf 47% im 3Q22 und ist dank einer Vertriebsstrategie über mehrere Kanäle und Effizienzverbesserungen endlich zu einem wichtigen Faktor für den Konzern geworden. Online-Musik entwickelt sich von einer Kostenstelle zu einem Gewinntreiber, da der Wettbewerb rationalisiert und die Umsätze verbessert werden. Nach dem starken Gewinnwachstum in 3Q22 (+41% zum Vorjahr) ist zu erwarten, dass TME in den nächsten drei Quartalen ein mittleres bis hohes zweistelliges Gewinnwachstum erzielen wird. Das dürfte die Analysten zu wiederholten Anhebungen in den Gewinnerwartungen zwingen. Das KGV des Konzerns liegt per 2023 bei rund 23, das Kurs-zu-Buchwert-Verhältnis bei erstaunlich niedrigen 1,7. Die Aktie liegt mit einer Performance von +1,3% YTD dennoch unter der des Gesamtmarktes. Gegenwind bei Tullow Oil. Das Ölexplorations- und Produktionsunternehmen geht gegen die ghanaische Steuerbehörde GRA wegen einer Steuervorauszahlung in Höhe von 300 Mio. USD vor, die die Behörde dem Unternehmen für seine Tätigkeit im Jahr 2023 auferlegt hat. Tullow erhebt auch Einwände gegen eine ähnliche Veranlagung aus dem Vorjahr, die nach einer Überprüfung durch die GRA durchgeführt wurde. Laut



Tullow Oil sind diese Bewertungen "unbegründet". Man fügte jedoch hinzu, dass das Unternehmen weiterhin aktiv mit der ghanaischen Regierung zusammenarbeiten werde, um die Streitigkeiten auf einer für beide Seiten akzeptablen Basis zu lösen. Dennoch bleibt die Aktie Underperformer im Ölsektor mit einem Ergebnis von -2,1% YTD. Bausch Health Companies Enttäuschende Gewinne und Entwicklungen im Zusammenhang mit Xifaxan waren die Hauptgründe für das schlechte Abschneiden der Aktie gegenüber dem Gesamtmarkt im letzten Jahr. Bausch Health geht jedoch davon aus, dass sein Xifaxan-Patent trotz Zulassung den Markteintritt von Generika in den USA bis 2029 behindern wird. Während sich die Aktie in einer Bodenbildung befindet, hat sich der aktivistische Investor Carl Icahn kürzlich dem milliardenschweren Hedgefonds-Manager John Paulson angeschlossen und in Bausch investiert. Das verhalf der Aktie zu einem Comeback seid Anfang des Jahres mit einem Ergebnis von guten 22,6% YTD. Leonardo Spa und Safran Helicopter Engines gaben vor einigen Tagen bekannt, dass sie ihre Kräfte gebündelt haben um die Fähigkeiten und die Wettbewerbsfähigkeit der nächsten Generation des einmotorigen Hubschraubers AW09 zu verbessern. Der einmotorige AW09 bietet erhöhte Modularität, moderne elektronische Systeme und den größten Kabinen- und Frachtraum in seiner Kategorie. Seine überragenden Eigenschaften, darunter hohe Reisegeschwindigkeiten, werden mit einer geringen Lärmsignatur kombiniert. Die Aktie konnte eindrucksvoll den Widerstandsbereich bei 8,40 durchbrechen und befindet sich nun in einem steilen Aufwärtstrend mit Kurziel 10,90 Euro und einem Ergebnis von +17,3% YTD. K+S übernimmt 75% des Düngemittelgeschäfts der südafrikanischen Handelsgesellschaft Industrial Commodities Holdings. Einen entsprechenden Vertrag haben K+S und ICH unterzeichnet. Das neue Gemeinschaftsunternehmen

firmiert künftig unter dem Namen Fertiva (Pty) Ltd.. Nach der Erteilung der erforderlichen behördlichen Genehmigungen soll im zweiten Quartal 2023 die Fusion abgeschlossen werden. "Mit dem Erwerb treiben wir den Ausbau unseres Kerngeschäfts weiter voran und stärken zugleich unsere Aktivitäten im Süden und Osten Afrikas", sagt der Leiter des Kundensegments Landwirtschaft Dr. Josef Wiebel. Die Aktie versucht derzeit die wichtige 200Tage-Linie zu durchbrechen und zeigt seit Anfang des Jahres eine Performance von erfreulichen +19,5%. Prosus NV und seine südafrikanische Muttergesellschaft Naspers streichen bis zu 30% der Arbeitsplätze in ihren Niederlassungen, teilte der niederländische Technologieinvestor mit. Die Unternehmen sind die jüngsten großen Technologiefirmen, die Entlassungen vornehmen, nachdem die Google-Muttergesellschaft Alphabet in den letzten Wochen große Kürzungen angekündigt hat. "Wir passen uns an ein sich veränderndes makroökonomisches Umfeld an und arbeiten seit einiger Zeit daran, unsere Kostenstrukturen zu stärken", sagte ein Prosus-Sprecher am Mittwoch in einer Erklärung. Die Aktie profitierte natürlich stark von der starken Erholung des chinesischen Aktienmarktes und zeigt nach einem Test der Jahrestiefststände im 4.Q.22 einen stabilen Aufwärtstrend und liegt nun bei einem guten Ergebnis von +14,5% YTD. PUMA SE zeigt im Vergleich zu seinen Konkurrenten die z.Zt. stärkste Umsatzdynamik und eine vergleichsweise niedrige Aktienbewertung. Die Marke kann dauerhaft höhere Preise durchsetzen, denn Puma scheint weiterhin bei den Konsumenten eine starke Positionierung zu haben. Allgemein befindet sich die Sportartikel-Branche wieder in einer Phase höherer Bewertungen. Dabei hilft der starke Markenname Puma auch etwaige Abschwünge des Marktes zu verkraften. Bei den aktuellen Annahmen für den Nettogewinn im Jahr 2024 beträgt das KGV moderate 12,8. Die Aktie zeigt sich mit einer Perfor-

mance von +10% YTD über Indexniveau. Der deutsche Softwareentwickler SAP SE konzentriert sich wieder mehr auf das Kerngeschäft ERP-Software zur Unternehmensführung. Als weltweite Nummer 1 will der Vorstand den Marktanteil hier nochmals ausbauen. Das für 2023 geäußerte Versprechen ("beschleunigtes Umsatzwachstum und zweistelliges Plus beim Betriebsergebnis") wurde erneuert. Konkret rechnet SAP mit einem Umsatzplus von 6-8% sowie einem Anstieg des Betriebsergebnisses um 10-13%. Getrieben wird das Wachstum von der Cloud-Software, die überproportional stark um 22-25% steigen soll. Die Aktie konnte den positiven Trend bis jetzt noch nicht nachvollziehen. Mit einem Ergebnis von +12,4% YTD schlägt SAP seit Jahresanfang die Performance seiner Benchmark DAX40 bei 8,7%. Volkswagen Vz Chef Oliver Blume will auf die jüngsten Preissenkungen des Konkurrenten Tesla nicht mit Preisnachlässen für die eigenen Elektrofahrzeuge reagieren. VW werde sich keinen Preiskampf mit dem amerikanischen Wettbewerber liefern. "Wir haben eine klare Preisstrategie und setzen dabei auf Verlässlichkeit. Wir vertrauen auf die Stärke unserer Produkte und Marken", sagte Blume. Volkswagen wolle zwar "ein weltweit führender" Anbieter von Elektroautos sein, doch solle dies durch "profitables Wachstum" erreicht werden. Nach dem erfolgreichen Börsengang von Porsche und der daraus resultierenden Sonderdividende zeigt sich die Aktienperformance mit +9% YTD auf Indexniveau.



### Kurzbeschreibung der Portfolio-Mitglieder

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.

Bausch Health Companies Inc. ist ein kanadisches Unternehmen für Spezialpharmazeutika und medizinische Geräte. Das Unternehmen entwickelt, produziert und vermarktet vor allem in den therapeutischen Bereichen Augenheilkunde, Gastroenterologie und Dermatologie eine Reihe von Markenarzneimitteln, Generika und generischen Markenarzneimitteln, rezeptfreien Produkten und Medizinprodukten (Kontaktlinsen, Intraokularlinsen, ophthalmochirurgische Geräte und ästhetische Geräte), die direkt oder indirekt in etwa 100 Ländern vertrieben werden.

### **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.

Enel S.p.A. ist ein italienischer Energiekonzern mit Sitz in Rom, der in den Bereichen Stromerzeugung und Erdgas tätig ist. Das Unternehmen ist der größte Stromversorger in Italien und weltweit in 31 Ländern tätig. Die Aktiengesellschaft entstand 1962 per Gesetz aus der Fusion mehrerer kleinerer, regional operierender Gesellschaften. In den Forbes Global 2000 der weltgrößten Unternehmen belegt Enel Platz 73 (Stand: GJ 2021). Die Börsenkapitalisierung betrug im September 2019 rund 67 Mrd. Euro.

**K+S AG**, früher Kali und Salz AG, mit Sitz in Kassel ist ein börsennotiertes deutsches Bergbauunternehmen mit den Schwerpunkten Kali- und Salzförderung. K+S gehört zur Spitzengruppe der internationalen Anbieter von kali- und magnesiumhaltigen Produkten für landwirtschaftliche und industrielle Anwendungen. K+S ist vorwiegend in Europa, Nord- und Südamerika tätig und beschäftigt weltweit mehr als 14.700 Mitarbeiter (2020).

**Leonardo SpA** (ehemals Leonardo Finmeccanica SpA) ist ein in Italien ansässiges Hochtechnologieunternehmen in den Bereichen Luft- und Raumfahrt, Verteidigung und Sicherheit. Das Unternehmen ist in sieben Geschäftsbereichen tätig: Hubschrauber, Verteidigung und Sicherheit, Elektronik, Luft- und Raumfahrt, Verteidigungssysteme und sonstige Aktivitäten.

Petrobras (Petróleo Brasileiro S.A.) ist ein brasilianisches halbstaatliches Mineralöl-unternehmen mit Sitz in Rio de Janeiro. Das Unternehmen betreibt Ölfelder und Raffinerien sowie petrochemische Anlagen und unterhält ein Tankstellennetz in Lateinamerika.

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.

**Prosus NV** ist eine Beteiligungsgesellschaft, die 2019 von der südafrikanischen Naspers gegründet wurde und auf Unternehmensbeteiligungen im Technologiesektor spezialisiert ist (u.a. TENCENT). Der über 100 Jahre alter 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.

PUMA SE ist ein in Deutschland ansässiges Unternehmen, das Sportschuhe, -bekleidung und -zubehör entwirft, entwickelt, verkauft und vermarktet. Die Segmente des Unternehmens umfassen Europa, den Nahen Osten und Afrika (EMEA), Amerika (Nord- und Lateinamerika) und Asien/Pazifik. Das Unternehmen bietet in sechs Geschäftsbereichen sowohl Performanceals auch Sportstyle-Produkte an: Teamsport, Laufen und Training, Basketball, Golf (COBRA Golf), Motorsport, Sportstyle, Zubehör und Lizenzen.

**SAP SE** ist ein in Deutschland ansässiges Unternehmen für Unternehmensanwendungssoftware. Das Unternehmen bietet unter anderem Softwarelizenzen, Support-Services und Cloud-Anwendungen.

#### 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.

**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.

**Volkswagen AG** ist ein in Wolfsburg ansässiges Unternehmen, das Fahrzeuge herstellt und vertreibt. Zum Markenportfolio gehören Volkswagen, Audi, SEAT, SKODA, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Porsche, Ducati, Volkswagen Nutzfahrzeuge, Scania und MAN.



### 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 ein 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.

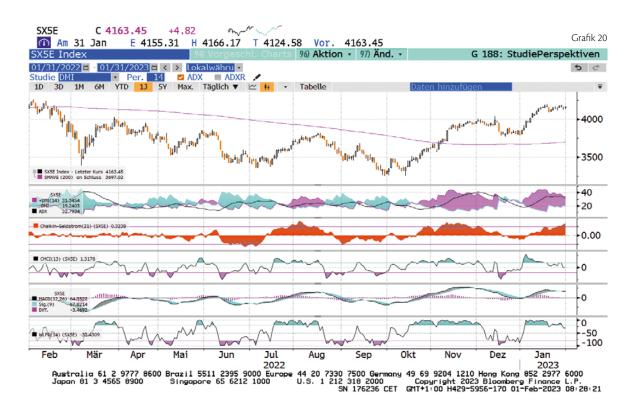
#### technische Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

Grafik 18

			AKTIENINDICES		
Indikatoren	S&P500	EuroStoxx50	DAX40	Nikkei225	Hang Seng
ADX	positiv	positiv	positiv	positiv	positiv
MFI - Money Flow Index	positiv	positiv	positiv	neutral	positiv
Ci - Commodity Channel Index	negativ	neutral	neutral	neutral/negativ	neutral
MACD	neutral	neutral	neutral	neutral/positiv	negativ
Williams %R	negativ	neutral	neutral	negativ	neutral
Gesamttendenz	neutral	positiv	positiv	neutral	neutral/positiv



Der S+P 500 Index konnte den Kampf gegen seine 200 Tage Linie um die 4.000 Punkte zunächst gewinnen. Der ADX Indikator deutet auf eine Fortsetzung des Aufwärtstrends. Der Geldstromindex zeigte seit Anfang Januar deutliche Mittelzuflüsse und unterstützt die Aufwärtsbewegung. Der Commodity-Channel-Index hat sich aus dem neutralen Bereich nach oben bewegt und ist jetzt überkauft. Der MACD gab Anfang Januar ein leichtes Kaufssignal, ist aber noch nicht im überkauften Bereich angekommen und bleibt so noch neutral. Der William %R Oszillator ist überkauft und gibt damit ein leichtes Verkaufssignal. Ergebnis: neutral

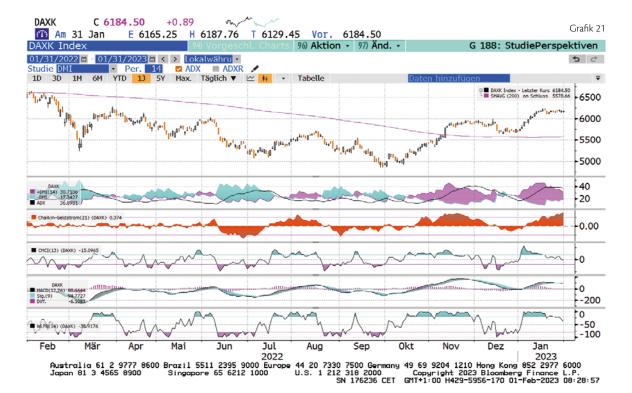


EuroStoxx 50 -**Kursindex** 

**Kursindex** 

Der EuroStoxx50-Index konnte nach neuen Tiefstkursen im September 2022 seinen Widerstandsbereich bei 4.000 Punkten durchbrechen und zeigt noch einen stabilen Aufwärtstrend. Der ADX Indikator zeigt eine massive Stärke des Aufwärtstrends und bleibt positiv. Der Geldstromindex zeigt nach Verkäufen zum Jahresende wieder deutliche Mittelzuflüsse und bleibt auch positiv. Der Commodity-Channel-Index hat die überkaufte Zone bereits verlassen und ist neutral. Der MACD hat bereits ein leichtes Verkaufssignal gegeben und bewegt sich Richtung neutrale Zone. Der William %R Oszillator zeigte auch schon ein leichtes Verkaufssignal aus dem überkauften Bereich. Ergebnis: positiv





DAX40 -Kursindex

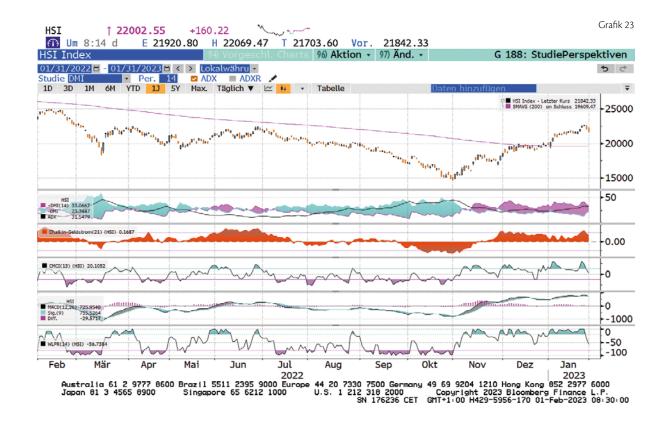
Ähnlich dem EuroStoxx50 konnte der deutsche Leitindex DAX40 schon Anfang Januar seinen Widerstandsbereich bei 6.000 Punkten durchbrechen. Die 200 Tagelinie oberhalb 5.500 Punkten ist ein starker Support. Der ADX Indikator zeigt eine Stärke des Aufwärtstrends und bleibt positiv. Der Geldstromindex zeigt nach Verkäufen im Dezember anhaltend steigende Mittelzuflüsse und ist auch weiter positiv. Der Commodity-Channel-Index hat die überkaufte Zone bereits verlassen und ist neutral. Der MACD dreht leicht nach unten und gibt ein sanftes Verkaufssignal. Der William %R Oszillator hat den überkauften Bereich bereits verlassen und ist neutral.



Nikkei 225 -Kursindex

Tokio setzte seinem Seitwärtstrend zwischen 26.000 und 28.000 Punkten mit durchaus hoher Volatilität fort und ist gerade wieder auf dem Weg an den oberen Widerstandsbereich. Die 200Tage-Linie bei ca. 27.200 Punkten fungiert z.Zt. als Support. Der ADX Indikator bestätigt den Aufwärtstrend. Der Money-Flow-Index zeigt seit Oktober keine klaren Nettokäufe oder Verkäufe. Der MACD befindet sich nach dem Kaufsignal Anfang Januar auf dem Weg nach oben, ist aber noch nicht überkauft. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide in der überkauften Zone, drehen aber schon nach unten.





### Hang Seng – Kursindex

Nach neuen Tiefstständen im November zeigt HongKong einen stabilen Aufwärtstrend und konnte die wichtige Marke von 20.000 Punkten nachhaltig durchbrechen. Der ADX Indikator hat Anfang November gedreht und deutet auf eine Fortsetzung der Kurserholung. Der Money-Flow-Index zeigt nach den massiven Verkäufen im Oktober nun stetige Mittelzuflüsse. Der MACD bleibt im überkauften Bereich, gibt aber noch kein klares Verkaufssignal. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator haben sich beide bereits aus der überkauften Zone in den neutralen Bereich bewegt.

Ergebnis: neutral/positiv



### ICM Green Strategy



### Januar / Februar 2023

Eine nachhaltig gute Zukunft basiert nicht nur auf dem Gedanken es besser zu machen, sondern auch dafür belohnt zu werden. Eine nachhaltig gute Zukunft muss daher auch eine solide finanzielle Absicherung sein. Die Grafik zeigt, dass sich der Gedanke nachhaltig zu investieren, sehr gut mit einer nachhaltig guten Entwicklung des eigenen Vermögensaufbau ergänzt.

Aus 100.000 EUR Vermögen zum Start der ICM Green Strategy (30.06.2020) wurden bis zum aktuellen Auswertungstag (31.01.2023) nachfolgende Ergebnisse erzielt. Im Vergleich zu wichtigen Aktienindizes, wie NASDAQ, DAX und FTSE ALL World, zeigt die ICM Green Strategy neben einer deutlich geringeren Volatilität auch unverkennbare Renditevorteile auf, auch wenn die

Kurserholung an den Aktienmärkten im Januar die "Grüne Strategie" bei 2,5 Prozent Plus erst einmal links liegengelassen hat.

ICM Green Strategy	138.714 EUR
NASDAQ	117.284 EUR
DAX	122.867 EUR
FTSE ALL World	123.108 EUR





### Die USA und die Nachhaltigkeit

Präsident Biden ist ein großer Befürworter, wenn es um das Thema Nachhaltigkeit geht. Unmittelbar nach seiner Machtübernahme war eine der ersten Amtshandlungen der Wiederbeitritt des Pariser Klimaschutzabkommen. Die Zielvorgaben, die seitens der USA bekannt gegeben wurden, sehen vor das man eine Senkung der Emissionen um 50-52% bis 2030 erreicht und bis 2050 ist die Klimaneutralität vorgesehen.

Auch wenn es das Thema nachhaltiges investieren geht, wurde die Regierung Biden aktiv. Zum Leiter des Nationalen Wirtschaftsrat ernannte Biden Brian Deese, einen anerkannten Fachmann für nachhaltige Kapitalanlagen. Vorgänger Trump hatte einige Vorschriften eingeführt, die Anlagen in ESG konforme Produkte erschwerten. Diese wurden abgeschafft und der Sektor zeigt sich gut aufgestellt.

Mittlerweile sind mehr als 33% aller US-Dollar basierten Investments in einer nachhaltigen Anlagestrategie platziert und die Tendenz ist stetig steigend. Auch bei grünen Anleihen sind die USA der größte Emittent weltweit. Natürlich liegt die amerikanische Dominanz auch an dem gigantischen Anteil der Weltbörsen insgesamt. Unter den 12 teuersten Unternehmen der Welt, befinden sich 11 US-amerikanische Firmen. Von den deutschen Werten schafft es kein einziger unter die Top 100.

Wenn man sich diese Zahlen und Fakten gut anschaut, zeigt sich deutlich, dass man beim Thema nachhaltiges investieren an den USA einfach nicht vorbeikommt. Das Wachstumspotential ist immer noch riesig, besonders gemessen an den noch kommenden Investitionen, speziell in den Segmenten nachhaltige Infrastruktur und Recycling.

### Beispiele aus dem Universum der ICM Green Strategy:

#### **Thermo Fisher**

Thermo Fisher 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. Die Abnehmer kommen aus den Bereichen Life Sciences, Telekommunikation, Nahrungsmittel und Getränkeherstellung, Chemie sowie aus der Öl- und Gasindustrie. Das Unternehmen vertreibt seine Produkte vornehmlich über die Hauptmarken Thermo Scientific, Applied Biosystems, Invitrogen, Fisher Scientific, Unity Lab Services und Patheon. Das Portfolio umspannt eine breite Bandbreite von Produkten verschiedenster Größenordnungen, von Laborzubehör wie Pipetten, Zentrifugen, Heizgeräte, Waagen, Spektroskope, DANN-Sequenziersysteme, Massenspektrometer und vielem mehr.

Thermo Fischer hat sich als Hauptpunkte zum Thema Nachhaltigkeit für die Aus und Weiterbildung seiner Mitarbeiter, die Unterstützung der Kommunen, gute Arbeitsbedingungen sowie der Inklusion und dem Schutz der Umwelt verschrieben. In diesen Segmenten arbeitet das Unternehmen an stetigen Verbesserungen und unterstützt diese Projekte auch mit Firmengeldern.

#### **Verzion Communications**

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. Das Angebotsspektrum umfasst

hier mobile Kommunikationsprodukte und Datendienste für Privat- und Geschäftskunden sowie den Verkauf der entsprechenden Geräte und Accessoires wie Headsets, Bluetooth, Displayschutzhüllen und Akkus. Im Gerätebereich vertreibt das Unternehmen Handys, Smartphones, Tablet-PCs, USB-Modems und Netbooks aller großen Marken wie Apple, Samsung, HTC, Blackberry, LG und Motorola. Der Festnetzmarkt als zweites Standbein des Unternehmens wird mit Telekommunikationsleistungen wie Festnetz-Telefonie, Internetzugängen, Breitband-Video und Datenstreaming und Dienstleistungen im Netzwerk-Bereich versorgt. 2017 übernahm Verizon das operative Geschäft des Internet-Pioniers Yahoo für rund 4.5 Milliarden Dollar.

Verizon hat sich das Ziel gesetzt bis 2035 zu 100% Carbon Neutral zu arbeiten. Einer der Wege dorthin ist die permanente Steigerung des Anteils an erneuerbaren Energien. Bis 2025 soll Minimum 50% allen Energieverbrauchs bereits aus alternativen Energien stammen. Als erstes amerikanisches Telekommunikation Unternehmen hat Verizon im Februar 2019 einen Green Bond in Höhe von einer Milliarde USD für erneuerbare Energien, Energie Effizienz und nachhaltiges Wassermanagement ins Leben gerufen. 500 Millionen davon sind bereits investiert. Auch für seine Beschäftigten ist Verizon stark engagiert. Fast 60% (People of Colour), extrem starke Investments in Aus und Weiterbildung sind für Verizon selbstverständlich.



### Aussichten für den Anleihemarkt

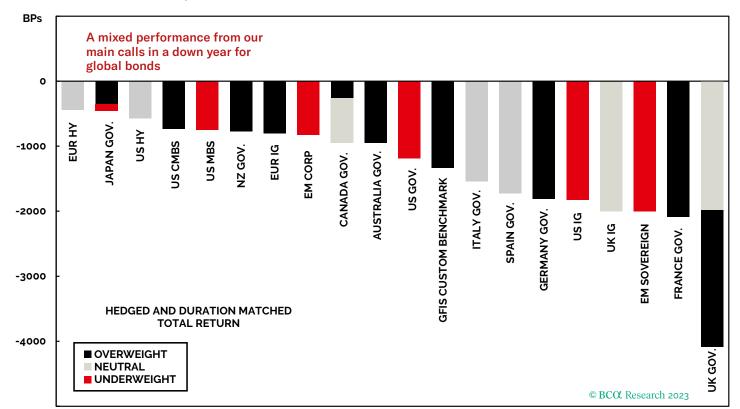
Das Jahr 2022 war für festverzinsliche Wertpapiere das schwierigste Jahr seit den dunklen Tagen der hochinflationären 1970er Jahre. Der Bloomberg Global Aggregate Bond Index verlor im Kalenderjahr 2022 auf Basis US-Dollar satte -11%. Der Rückgang war breit gefächert: Die globalen Bloomberg-Indizes für Staatsanleihen, Investment-Grade-Unternehmensanleihen und hochverzinsliche Anleihen fielen auf Basis US-Dollar um -11 %, -14 % bzw. -11 %. Je länger die Restlaufzeit des jeweiligen Papiers war, desto mehr Verluste entstanden im Zuge der drastischen Straffung der globalen Geldpolitik zur Bekämpfung der hohen Inflation. Im Jahr 2023 sind es die Auswir-

kungen der massiven geldpolitischen Straffung im Jahr 2022, d. h. eine drastische Verlangsamung der globalen Wachstumsdynamik und einer Abkühlung der Inflation. Das könnte den Fokus bei Festverzinslichen in zwei Richtungen lenken. Fallende Zinsen infolge einer Rezession würden Langläufer ohne nennenswertes Ausfallrisiko begünstigen. Sollte eine Rezession vermieden werden können oder nur kurzfristig und leicht ausfallen, wären andererseits Ausfallrisiken in den schlechteren Bonitäten derzeit zu hoch eingepreist und gäben für Anleihen schlechterer Bonitäten erhebliches Aufwertungspotenzial.

Zudem sind viele schlechte Nachrichten über Wachstum, Inflation, Energieversorgung und geopolitische Spannungen im Zusammenhang mit dem Ukraine-Krieg nun in den Risikoprämien von Emissionen aus dem Euroraum und dem Vereinigten Königreichs eingepreist. Auch wenn ein baldiges Ende des Krieges unwahrscheinlich ist, hat der Druck auf die Energiepreise in Europa deutlich nachgelassen, was darauf hindeutet, dass die schlimmsten Szenarien für Wachstum und Inflation - und eine Straffung der Geldpolitik - vermieden werden können.

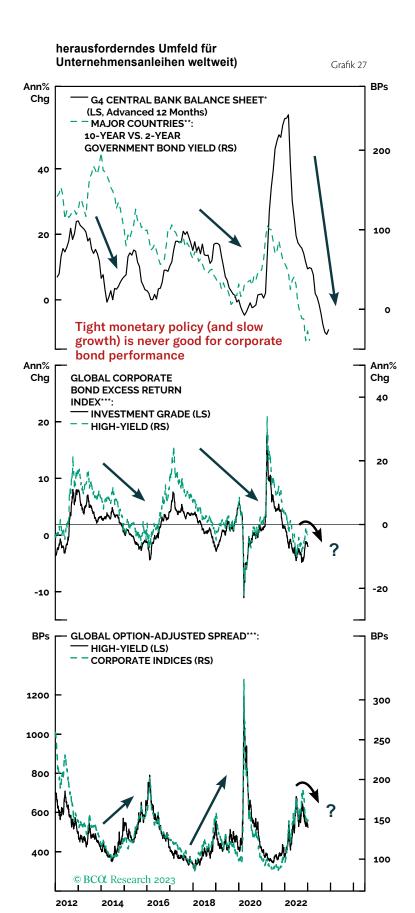
#### 2022 hatte nur Verlierer, vor allem bei den besten Bonitäten

Grafik 26



<sup>\*</sup> DURATION MATCHED TO GFIS CUSTOM BENCHMARK AND HEDGED INTO USD. SOURCE: BLOOMBERG BARCLAYS INDICES.



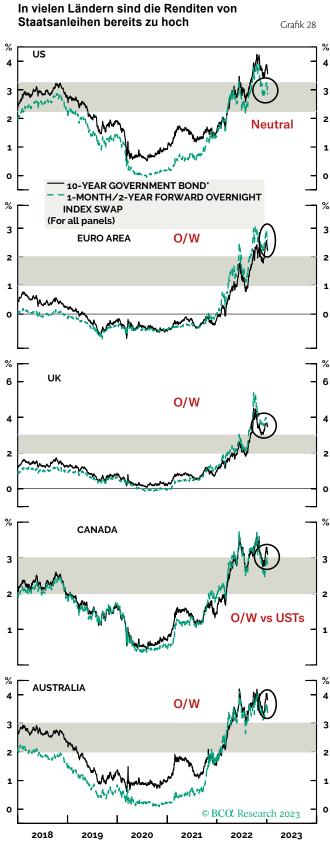


- \* SUM OF US, UK, EURO AREA AND JAPAN AND CONVERTED INTO USD.
- GDP-WEIGHTED AVERAGE OF US, EURO AREA, UK, JAPAN, AUSTRALIA AND CANADA.
- \*\*\* SOURCE: BI COMBERG BARCI AYS INDICES

Was Hochzinsanleihen betrifft, so preisen die Spreads eine wesentliche Zunahme von Zahlungsausfällen ein. Unter der Annahme eines moderaten Anstiegs der Ausfallraten bei hochverzinslichen Wertpapieren im nächsten Jahr in den USA und in Europa entsprechend den aktuellen Prognosen von Moody's 5 % (USA) bzw. 4 % (Europa), was mit einer deutlichen Verlangsamung des Wirtschaftswachstums, aber keiner größeren Rezession einhergeht - liegen die Renditeaufschläge für hochverzinsliche Wertpapiere nach Abzug der erwarteten Ausfallverluste in den USA in etwa auf dem langfristigen Durchschnitt und im Euroraum deutlich unter dem langfristigen Durchschnitt. Dies macht die Renditenaufschläge für Hochzinsanleihen anfällig, wenn sich im weiteren Verlauf des Jahres ein rezessiveres Umfeld für beide Regionen abzeichnet. Unternehmensanleihen generell erleben mit einer restriktiven Notenbankpolitik viel Gegenwind. Insofern empfiehlt sich ein sehr selektives Vorgehen, bei dem grundsätzlich überblickbare Restlaufzeiten neben schuldnerspezifischen Aspekten wie Eigentümerstrukturen des Schuldners, Schuldendienstfähigkeit (EBITDA), Verschuldungsgrad und Branche, um Ausfallrisiken im Griff zu haben.

Für viele Anleger ist eines der offensichtlichste Anzeichen einer drohenden Rezession in den USA die deutliche Umkehrung der US-Renditekurve - gemessen als Differenz zwischen der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen und der Rendite 3-monatiger Schatzwechsel oder 2-jähriger Staatsanleihen. Eigentlich sagt die US-Renditestrukturkurve eher Zinssenkungen als Rezessionen vorher. Diese Unterscheidung ist von erheblicher Bedeutung, wenn sich die Renditekurve im Zusammenhang mit einem nichtmonetären Schock für die Gesamtnachfrage umkehrt, während die Geldpolitik noch locker ist, wie es im Jahr 2019 der Fall war. Wie bereits ausführlich begründet, muss die Fed aber die Zinsen senken, um einer Rezession in den USA im kommenden Jahr zuvorzukommen. Dies unterstreicht, dass eine Inversion in der Regel die Überzeugung signalisiert, dass die Geldpolitik straff geworden ist und Zinssenkungen in Zukunft wahrscheinlich sind. Die einzigen bedeutenden Ausnahmen von dieser Regel scheinen 2006 und vor allem 2019 aufgetreten zu sein; die jüngste Umkehrung scheint dagegen recht typisch gewesen zu sein.





NOTE: SHADED AREAS DENOTE THE NOMINAL NEUTRAL RATE ESTIMATE. SOURCE: FOMC STATEMENT OF ECONOMIC PROJECTIONS, RANGE OF LONGER RUN FED FUNDS RATE FOR US; BOE SURVEY OF MARKET PARTICIPANTS (MAY 2022) FOR UK; ECB SURVEY OF MONETARY ANALYSTS (FEB 2022) FOR EURO AREA; BANK OF CANADA ESTIMATE FOR CANADA; AND PHILIP LOWE SPEECH TO HOUSE OF REPRESENTATIVES, FEB 11, 2022 FOR AUSTRALIA.

Eine defensive Portfoliopositionierung und die Wahrscheinlichkeit einer Rezession sprächen verrückterweise sogar stark für eine lange Duration in einem Portfolio von Festverzinslichen. Dies gilt insbesondere angesichts dessen, dass die Fed den Leitzins wahrscheinlich stärker senken wird, als die Anleger erwarten, sobald die nächste Rezession in den USA eintritt. Der Höhepunkt der Renditen bei langen Laufzeiten dürfte bereits überschritten sein, auch wenn nicht auszuschließen ist, dass die Renditen 10-jähriger US-Staatsanleihen einen letzten Anlauf nach oben nehmen könnten, bevor die Anleger mit großer Überzeugung eine US-Rezession einpreisen. Dies gilt insbesondere angesichts einer vorübergehenden Verbesserung der wirtschaftlichen Stimmung in Europa und der globalen Anlegerstimmung gegenüber China. Aus diesem Grund bleibt noch Zeit sich die Langläufer ins Portfolio zu legen und bis auf die zunehmenden Anzeichen einer Schwäche des Arbeitsmarktes infolge der straffen Geldpolitik zu warten.

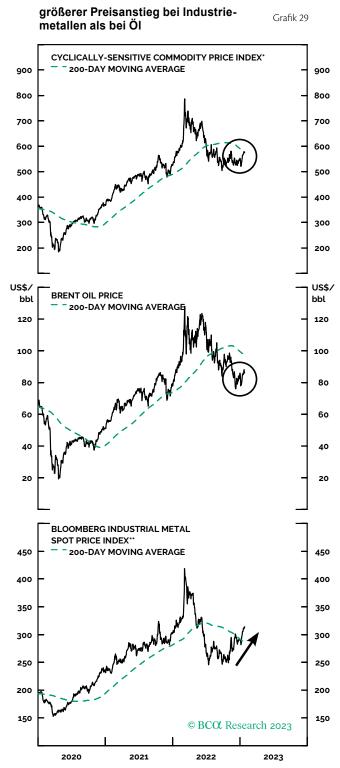


# Aussichten für Rohstoffe und US-Dollar

Im Rohstoffkomplex haben die Anleger die Fortsetzung der Preisdynamik beobachtet, die wir in der letzten Ausgabe der "Perspektiven" beschrieben haben. Die konjunkturabhängigen Rohstoffpreise sind im Durchschnitt leicht gestiegen, wobei die Industriemetalle jedoch deutlich stärker zulegten als der Ölpreis (siehe Grafik). Man hätte angesichts der Lage eher erwartet, dass das Gegenteil der Fall sein sollte. Denn die wirtschaftliche Belebung Chinas strahlt sehr viel stärker auf die im Inland produzierten Waren, Dienstleistungen und den Reiseverkehr aus als auf den Industriesektor. Das bedeutet wiederum, dass China die weltweite Ölnachfrage offenbar stärker beflügeln müsste als die Preise für Industriemetalle. Vermutlich konzentrieren sich Investoren auf die Tatsache, dass die chinesische Nachfrage nach Basismetallen einen viel größeren Anteil ausmacht als die chinesische Nachfrage nach Öl, und nicht auf das Ausmaß der Nachfrageänderung. Öl stäche gegenüber Basismetallen solange hervor, bis es deutliche Anzeichen dafür gibt, dass der Kreditimpuls Chinas einen bedeutenden Anstieg erfahren wird. Abgesehen von China-spezifischen Faktoren ist klar, dass ein Teil des Anstiegs bei konjunktursensiblen Rohstoffen im vergangenen Monat auf den deutlichen Rückgang des US-Dollars zurückzuführen ist.

Dabei dürfte der Dollar nicht als ursächlicher Faktor für die Rohstoffpreise gewertet werden; vielmehr signalisiert ein schwächerer Dollar bessere globale Wachstumsaussichten.

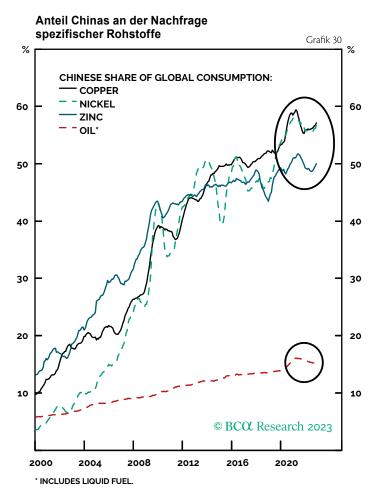
Ein Teil des Rückgangs des Dollars gegenüber dem Euro spiegelt auch direkt die Entwicklung der europäischen Energiesituation wider. Der US-Dollar war aufgrund einer bedeutenden Risikoprämie, die in europäischen Anlagen eingepreist war, deutlich über das Niveau hinausgegangen, was durch reale Zinsdifferenzen gerechtfertigt war. Im Vorfeld einer US-Rezession wäre mit einem Anstieg des US-Dollars rechnen. Einen neuen mittelfristigen Aufwärtstrend dürfte es allerdings nur dann geben, wenn eine Rezession in den USA wird vermieden und die Geldpolitik des Euroraums zu einem stimulierenden Niveau zurückkehrt.



<sup>\*</sup> SOURCE: BCA CALCULATIONS; EQUALLY WEIGHTED INDEX OF BRENT OIL AND BLOOMBERG INDUSTRIAL METALS SPOT PRICE INDEX.

<sup>&</sup>quot; SOURCE BLOOMBERG

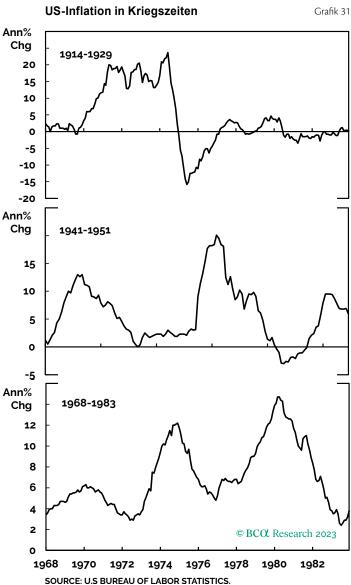




Und noch ein Wort zu Gold. Die Nachfrage nach dem Edelmetall war 2022 um 18 Prozent auf 4.740,4 Tonnen gestiegen, was angesichts der infolge des Ukraine-Kriegs angeheizten Inflation nachvollziehbar klingt. Doch die größten Käufer waren mit 1135,7 Tonnen interessanterweise Zentralbanken (ohne Russland). Der Anstieg des Goldpreises in US-Dollar auf zuletzt über 1.900 US-\$ pro Unze rührt allerdings wesentlich von der Schwäche des Dollars her. So hat er binnen Monaten gegenüber dem Euro rund 13 Prozent verloren. Unterm Strich steht die Unze in Euro gerechnet wieder da, wo sie bei Kriegsausbruch war. Wir gehen davon aus, dass der Preis pro Unze die Marke von 2.000 US-\$ noch erreichen wird, allerdings nur bei einem weiteren Kursrückgang des US-Dollars.

Noch höhere Kurse für die Alternativ-Währung Gold könnten sich längerfristig aus höheren Rüstungsetats und aus den Umwelt-Initiativen ergeben. Das Risiko einer sogenannten "fiskalischen Dominanz", bei der die Notenbanken über den Aufkauf von Staatsanleihen die Zinssätze auf niedrigem Niveau festschreiben, um so die Kosten für deren Schuldendienst gering zu halten, wird sich in dem Maße verstärken, in dem die umwelt- und verteidigungspolitisch motivierte Regierungspolitik im Westen weiter zunimmt. Dieses Risiko ist erkennbar, da sich die USA und ihre Verbündeten auf einen

künftigen Krieg mit China vorbereiten. Eine fiskalische Dominanz wird typischerweise mit Volkswirtschaften in Kriegszeiten in Verbindung gebracht, in denen die Zentralbanken die Fiskalpolitik durch die Geldpolitik unterstützen. Es lohnt sich zu beachten, dass vor und während des Ersten und Zweiten Weltkriegs sowie des Korea- und Vietnamkriegs die VPI-Inflation in den USA stark anstieg. Preiskontrollen und eine straffere Geldpolitik waren erforderlich, um diese inflationären Episoden nach Beendigung der Kriege zu bekämpfen. Auf der fiskalischen Seite haben die EU und die USA bereits Billionen von Dollar für ihre Initiativen im Bereich der grünen Energie bereitgestellt, und die Europäische Union wird noch mehr bereitstellen. Die USA und ihre Verbündeten erhöhen auch die Verteidigungsausgaben, da die Vorbereitungen für und die Erwartung von Kriegen in Asien und im Nahen Osten zunehmen. Eine fiskalische Stimulation der USA wird im Jahr 2023 ausbleiben, aber 2024 wieder positiv werden.



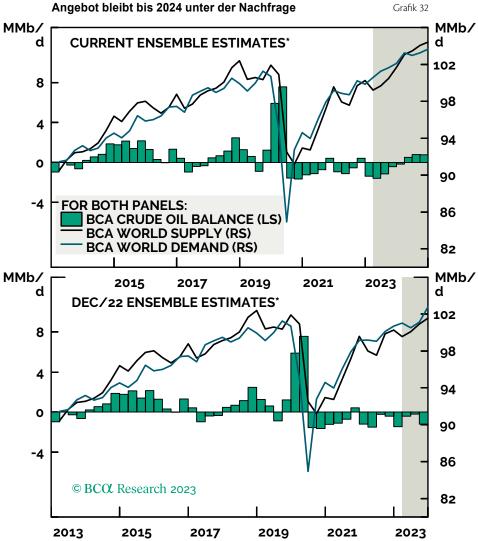


Und zuletzt noch zum Öl: Das Ende der Quarantäne-Maßnahmen und ein schwächerer USD werden die Ölpreise in den Jahren 2023 und 2024 weiter steigen lassen. Der zunehmende Rohölhandel auf Yuan-Basis zwischen dem KSA und China - und höchstwahrscheinlich auch anderen arabischen Produzenten am Golf – dürfte die bedeutende Rolle des US-\$ verringern. Dies wird sich positiv auf die Preise für Rohöl und raffinierte Produkte - und für Rohstoffe im Allgemeinen - auswirken.

Unsere Erwartung für das chinesische Wachstum - 5 % in diesem Jahr - liegt über der kürzlich veröffentlichten Schätzung der Weltbank für das reale BIP, die von einem Wachstum von 4,3 % ausgeht. Für das nächste Jahr könnte die Weltbankprognose von ebenfalls 5 % realistisch sein. Das Wachstum in den asiatischen Schwellenländern und den Industrieländern dürfte hiervon angekurbelt werden, insbesondere wenn die EU - Chinas größter Handelspartner - und die USA in diesem Jahr eine Rezession vermeiden können.

Ein stärkeres Wachstum in den drei größten Volkswirtschaften der Welt - der EU, den USA und China, auf die rund die Hälfte des weltweiten BIP in Kaufkraft ausgedrückt entfällt - könnte das reale BIP in der anderen Hälfte der Volkswirtschaften der Welt erhöhen.

Jenseits der OPEC 2.0 (ohne USA) ist die Erwartung der EIA nachvollziehbar, dass die Produktion im Jahr 2023 um 1,2 Mio. Barrel pro Tag (b/d) und im Jahr 2024 um 0,5 Mio. Barrel steigen wird, angeführt von Kanada, Brasilien, Guyana und Norwegen. Das Wachstum in diesen Ländern gleicht die Verluste bei der russischen Produktion in diesem Jahr aus.



\* REFLECTS THE PROBABILITY WEIGHTING SCHEME OF OUR FORECAST. NOTE: SHADED AREA DENOTES FORECASTS. SOURCE: US EIA, OPEC, BCA RESEARCH.

In den USA rechnen wir zwar mit einem Anstieg des Rohölangebots in den Jahren 2023 und 2024, sind aber nicht so optimistisch wie die EIA. Steigende Inputkosten, wirtschaftspolitische Ungewissheit - die zu einer höheren Volatilität der WTI-Futures-Preise führen wird - und eine von den Aktionären verursachte Kapitaldisziplin werden das Wachstum der US-Schieferölförderung in diesem und im nächsten Jahr bremsen. Infolgedessen gehen wir davon aus, dass das US-Rohölangebot im Jahr 2023 durchschnittlich 12,3 Mio. b/d betragen wird,

während es im Jahr 2024 um 0,3 Mio. b/d im Jahresvergleich zunehmen wird. Damit wird das US-Angebot unter dem Rekordwert von 13 mm b/d aus dem Jahr 2019 bleiben. Ergo werden Angebot und Nachfrage am Weltmarkt relativ ausgeglichen bleiben, wobei die Preise angesichts der von uns erwarteten positiven Fundamentaldaten eher nach oben tendieren werden. Dies wird die Lagerbestände bis zum 2. Quartal 2024 weiter fallen lassen, wenn wir davon ausgehen, dass das Produktionswachstum mit der Nachfrage zumindest Schritt halten wird.



#### Disclaimer

- 1. Die vorliegenden Empfehlungen können je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Sie sind grundsätzlich auf eine mittelfristige Anlagestrategie also einem Zeithorizont von mindestens sechs Monaten ausgerichtet und für Anleger geeignet, die ein höheres Verlustrisiko in ihrer Anlagestrategie in Kauf nehmen. Genannte Kursziele sind dagegen an keinen Zeitraum für deren Erreichen geknüpft. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen wurden von der ICM InvestmentBank AG nach bestem Urteilsvermögen abgegeben und entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können sich aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen jederzeit ändern.
- Dieses Dokument darf in anderen L\u00e4ndern nur in Einklang mit dort geltendem Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich \u00fcber 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, haber 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 rigendwelche 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 Bronzin Premium Income Fonds (A14XNT), Galilei Global Bond Opportunities UI (A3DD93). 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: 02.02.2023 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.