PERSPEKTIVEN

Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG

Capital

HEFT 07/2023

Top-Vermögensverwalter

für ausgewogene Anlagestrategie

★★★★

ICM InvestmentBank

Quelle: Institut für Vermögensaufbau

GÜLTIG BIS: 06/24

IM TEST: 103 Anbieter

Ausgabe 11-12/2023

Liebe(r) Leser,

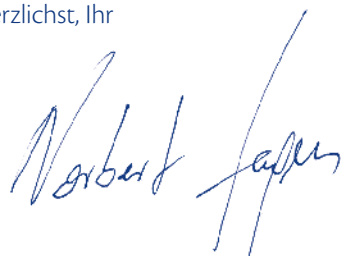
erinnern Sie sich noch an die Aussage der US-amerikanischen Notenbankpräsidentin und heutigen Finanzministerin Janet L. Yellen zu Beginn der großen Finanzkrise 2007, in der sie meinte, dass das wahrscheinlichste Auskommen für die Konjunktur über die nächsten ein, zwei Jahre eine weiche Landung wäre? Mit dieser Prognose lag sie damals grandios daneben. Es kam eine tiefe Rezession, die von einer Halbierung der Aktienkurse begleitet wurde.

In diesen Tagen beginnt wieder die Hochsaison der Jahresprognosen. Und wenn man der Mehrheit der Auguren Glauben schenkt, geht es 2024 mit den Aktien zumindest nicht nennenswert nach unten. Bei den Zinsen soll es im Jahresverlauf zu einer Normalisierung der Zinsstrukturkurve kommen, wenn die Notenbanken mit ersten Senkungen der Leitzinsen beginnen. Anders als vor einem Jahr wird keine globale Rezession prognostiziert, sondern ein Realwachstum auf dem Niveau des noch laufenden Kalenderjahres[1]. In der Tat konnte die unvergleichlich hohe Serie an Zinserhöhungen von 2022 bis 2023 – es waren rund 4 Prozentpunkte – bislang keinen Stress in den Kreditmärkten und bei den Preisen von Vermögensanlagen auslösen. Es ist daher keine Überraschung, dass eine Welle von Optimismus für ein Ausbleiben einer Rezession Aktienkurse sowie die Erwartung frühzeitiger Zinssenkungen bereits angefeuert hat.

Dabei kann man sich in dieser Hinsicht angesichts eines nicht gänzlich gelösten Inflationsproblems noch nicht sicher sein. Die Grafik zeigt verschiedene Konjunkturszenarien für die nahe Zukunft und deren heutige Wahrscheinlichkeit. Quintessenz: die Mehrheit sieht eine Rezession früher oder später auf uns zukommen (60 % Wahrscheinlichkeit). Dass sie verhalten ausfällt, ist zu 40 % wahrscheinlich. Nur eines ist sicher. In 2023 wird es mit einer Rezession nichts mehr werden.

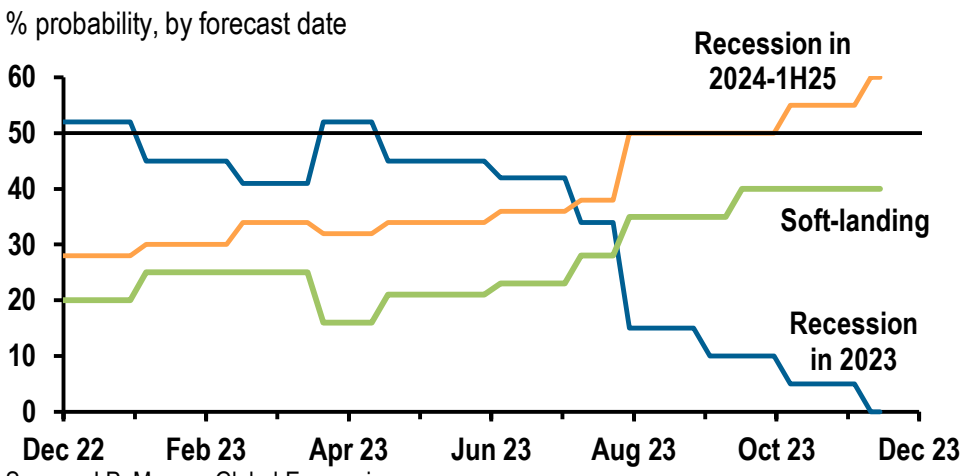
An dieser Stelle wünschen wir Ihnen einen friedlichen Advent, erholsame Feiertage und einen guten Rutsch in 2024 und – in Anlehnung an Tagesthemen-Moderator Ingo Zamperoni – „bleiben Sie zuversichtlich!"

Herzlichst, Ihr



Szenario-Wahrscheinlichkeiten im Zeitablauf

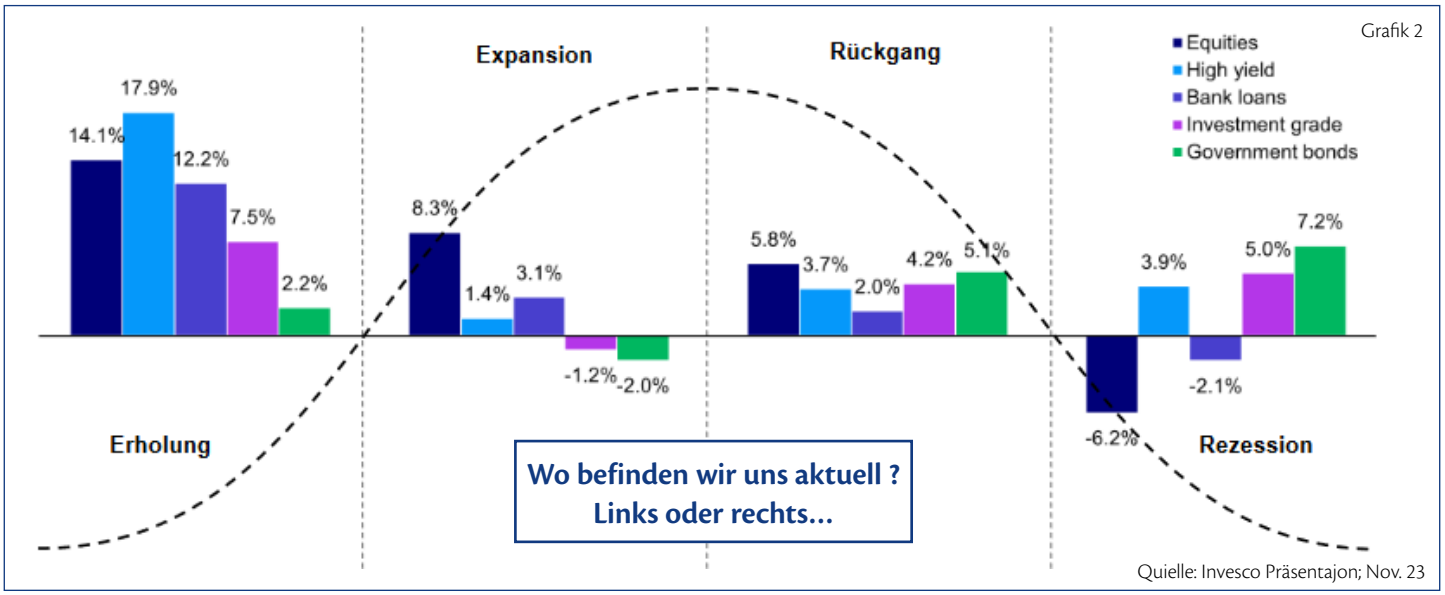
Grafik 1



Source: J.P. Morgan Global Economics

1 Vgl. hierzu GDP-Prognosen 2024 in der letzten Perspektiven-Ausgabe 9-10/2023

Das letzte Hurra?



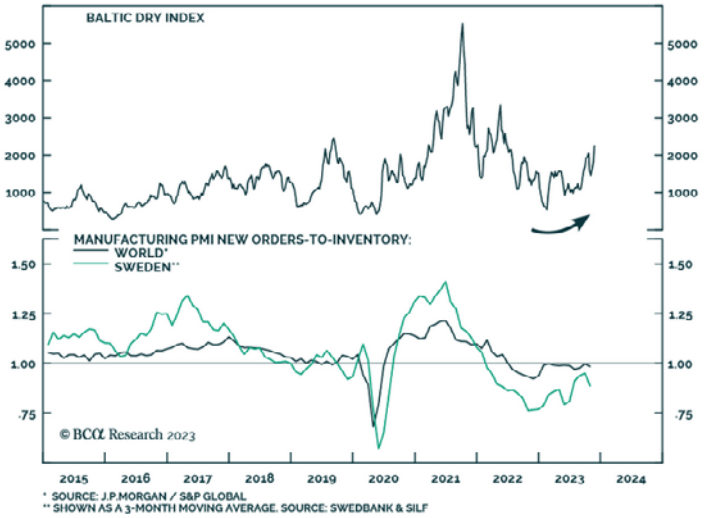
Auf den ersten Blick gute Nachrichten kommen in diesen Tagen vom Baltic Dry Index, der den Durchschnittspreis für den Transport von trockenen Massengütern auf mehr als 20 Schifffahrtswegen misst. Er ist in diesem Monat um 63 % und seit Mitte des Jahres um 130 % gestiegen. Die jüngste Etappe des Aufschwungs ist kein Einzelfall. Auch die Eisenerzpreise sind seit dem Sommer um 51 % gestiegen.

Diese starke Erholung bestätigt, dass ein Mini-Aufschwung der weltweiten Industrietätigkeit begonnen hat. Auch die Wirtschaftsdaten deuten in diese Richtung. Das Verhältnis von Auftragseingängen zu Lagerbeständen im Rahmen des globalen Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe hat sich in diesem Jahr leicht verbessert. In Schweden ist der Trend sogar noch ausgeprägter, was ein gutes Zeichen für die Weltwirtschaft ist, da die schwedische Industrietätigkeit dem Rest der Welt vorläuft. Auch die koreanischen Exporte nehmen in bescheidenem Maße zu, und die weltweiten Auftragseingänge für Ausfuhren geben ein Lebenszeichen von sich.

Der Aufschwung in der weltweiten Industrie dürfte aber nicht länger als sechs bis neun Monate andauern. Der Abbau der Lagerbestände erzwingt eine Auffüllphase, die die jüngste Aufwärtsdynamik im verarbeitenden Gewerbe antreibt. Es ist jedoch unwahrscheinlich, dass dieser Lagerzyklus in etwas Dauerhafteres übergeht. Die Geldpolitik im Westen ist restriktiv, und die geplanten Anlageinvestitionen werden geringer. Darüber hinaus hat sich die chinesische Wirtschaft stabilisiert, aber Peking zögert weiterhin, die groß angelegten Konjunkturmaßnahmen zu ergreifen, die für ein starkes Wachstum in China erforderlich und weltweit hilfreich wären. Folglich dürfte dieser Mini-Zyklus im globalen Industriesektor das letzte Aufbäumen der Weltwirtschaft vor dem Einsetzen einer Rezession - möglicherweise in der zweiten Jahreshälfte 2024 - darstellen.

Auch von Seiten der Inflation hat sich das Bild zum Besseren gewendet. Mit 4 % im Jahresvergleich ist die Kerninflation in den USA zwar immer noch zu hoch, als dass die Fed eine Lockerung ihrer Politik in Betracht ziehen könnte, aber sie bewegt sich unbestreitbar in die richtige Richtung.

Nachfrage nach Massengütern gestiegen Grafik 3



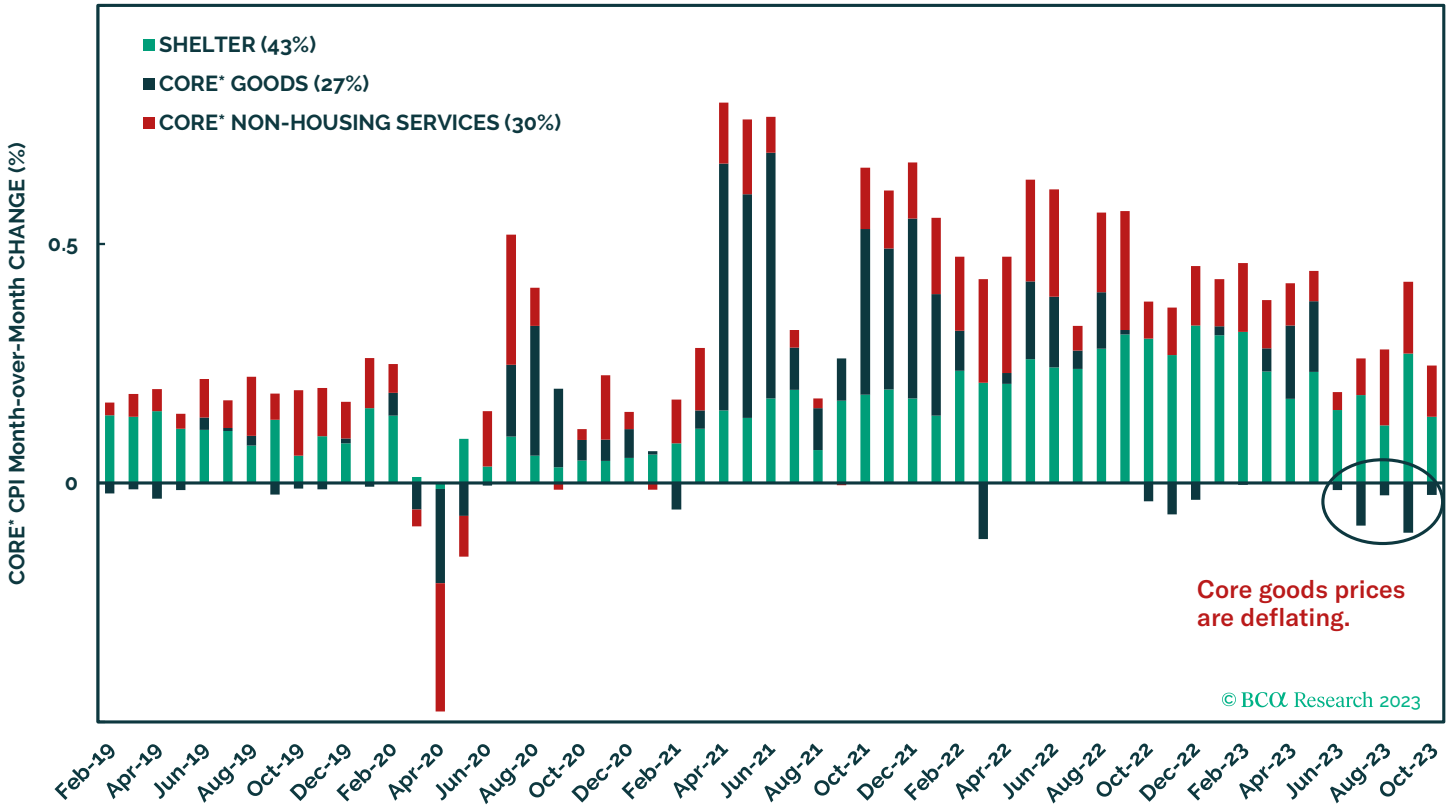
Die US-Kerninflation kann in drei Komponenten unterteilt werden: Kerngüter, Wohnen und Kerndienstleistungen ohne Wohnen. Die Kerngüterpreise sind in den letzten fünf Monaten sogar gesunken, und da die pandemischen Versorgungsengpässe nun beseitigt sind und sich die Nachfrage von Waren auf Dienstleistungen verlagert hat, gibt es keinen Grund zur Annahme, dass sie in den kommenden Monaten steigen werden. Transportdienstleistungen waren eine wichtige Triebkraft für die Inflation bei den Kerndienstleistungen ohne Wohnen und da Kraftfahrzeugversicherungen sowie Teile und Reparaturen zwei Drittel der Transportdienstleistungen ausmachen, hat sich diese Unterkomponente mit einer Verzögerung von zwölf Monaten an den Autopreisen orientiert. Die Transportdienstleistungen werden dem Einbruch der Neu- und Gebrauchtwagenpreise folgen und damit den noch bestehenden nachlaufenden Aufwärtsdruck auf die Kerndienstleistungen ohne Wohnen weitgehend aufheben.

Die Weltkonjunktur jedoch bleibt eher verhalten. Eine der wichtigsten Konjunkturbremsen sind die Zinsen. Die Ära des billigen Geldes, die von 2009 bis 2021 herrschte, ist vorbei. Weder eine anhaltende Nullzinspolitik noch der nachhaltige Einsatz der quantitativen Lockerung als geldpolitisches Instrument sind in der nächsten Rezession zu erwarten. Die US-Regierung könnte sogar noch vor Ende dieses Jahrzehnts mit Schuldendienstproblemen konfrontiert werden, was schließlich zu niedrigeren Zinssätzen als Reaktion auf die Wachstumsauswirkungen von Sparmaßnahmen führen könnte. Einem solchen Ereignis dürften jedoch mehrere Jahre lang höhere Zinssätze vorausgehen.

Es gibt drei potenzielle Folgen höherer Durchschnittszinsen im kommenden Jahrzehnt: eine mögliche Schuldenkrise im gewerblichen Immobiliensektor (CRE), mögliche andere Schuldenkrisen, strukturelle Stagnation oder erhebliche Währungsabwertungen in Regionen mit hoch verschuldeten Privatsektoren und eine dauerhaft niedrigere Bewertung risikoreicher Vermögenswerte.

eine der drei Komponenten der US-Inflation unter Null

Grafik 4



* EXCLUDES FOOD AND ENERGY.

Man kann davon ausgehen, dass noch nicht die vollen Auswirkungen der höheren Durchschnittszinsen angekommen sind. Einige der daraus resultierenden Folgen könnten sich erst während der nächsten Rezession oder des nächsten Wirtschaftswachstums bemerkbar machen. Im Falle der Schuldenlast der US-Regierung wird es entscheidend sein, die Steuer- und Ausgabenpolitik der nächsten US-Regierung zu beobachten, um abzuschätzen, ob die Welt weiterhin in US-Staatsanleihen investieren wird. Eine Rezession in den USA und in der Euro-Zone wurde in diesem Jahr verzögert, aber noch nicht vermieden. Die entwickelten Märkte (DM) bleiben auf einem rezessiven Pfad, es sei denn, die Geldpolitik wird sehr stark gelockert. Somit ist das Risiko-Ertrags-Verhältnis für Aktien mittelfristig recht ungünstig.

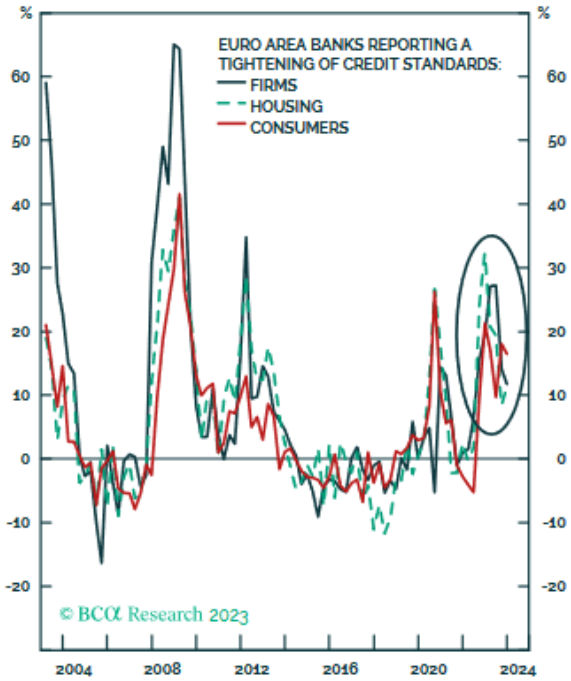
Verschuldungsquoten im privaten Sektor, Skalierung 0-10 Grafik 5

COUNTRY	PRIVATE NON-FINANCIAL SECTOR (HOUSEHOLDS & NON-FINANCIAL CORPORATES)					
	AGGREGATE DEBT SUSTAINABILITY MEASURE	CREDIT-TO-GDP LEVEL	BIS DEBT SERVICE RATIO	CREDIT-TO-GDP GAP	BCA DEBT SERVICE RATIO 1	BCA DEBT SERVICE RATIO 2
US	3,6	6,5	3,0	1,7	3,6	2,9
Canada	6,8	9,1	8,2	2,4	7,2	7,4
Germany	2,2	5,1	0,5	3,0	1,2	1,2
France	6,8	9,3	6,7	5,1	7,4	5,7
Italy	1,3	3,3	0,3	0,6	1,9	0,5
Spain	2,4	5,9	1,5	0,2	2,7	1,5
Netherlands	5,6	9,0	7,5	0,1	6,5	5,0
United Kingdom	2,9	6,4	1,9	0,7	3,3	2,5
Sweden	7,1	9,6	8,1	1,7	7,2	8,9
Norway	6,0	8,7	9,0	0,1	6,4	5,6
Japan	4,1	8,4	3,6	6,4	1,1	1,4
Australia	5,0	7,8	7,0	0,4	5,2	4,8
China	7,6	9,3	7,3	6,3	7,6	7,5
Hong Kong	9,4	10,0	10,0	6,9	10,0	10,0

* SOURCE: BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS.
** SOURCE: BCA CALCULATIONS.

Die Kreditvergabestandards, die gemeldete Kreditnachfrage und das tatsächliche Kreditwachstum in den USA und im Euroraum unterstreichen, dass sich die Geldpolitik der Industrieländer im restriktiven Bereich befindet. Es gibt bereits Anzeichen dafür, dass sich auf dem Arbeitsmarkt Risse bilden, obwohl noch nicht klar ist, ob dies mit der verbleibenden Saisonalität in den Daten zusammenhängt.

Kreditvergabestandards in der Euroregion verschärft Grafik 6



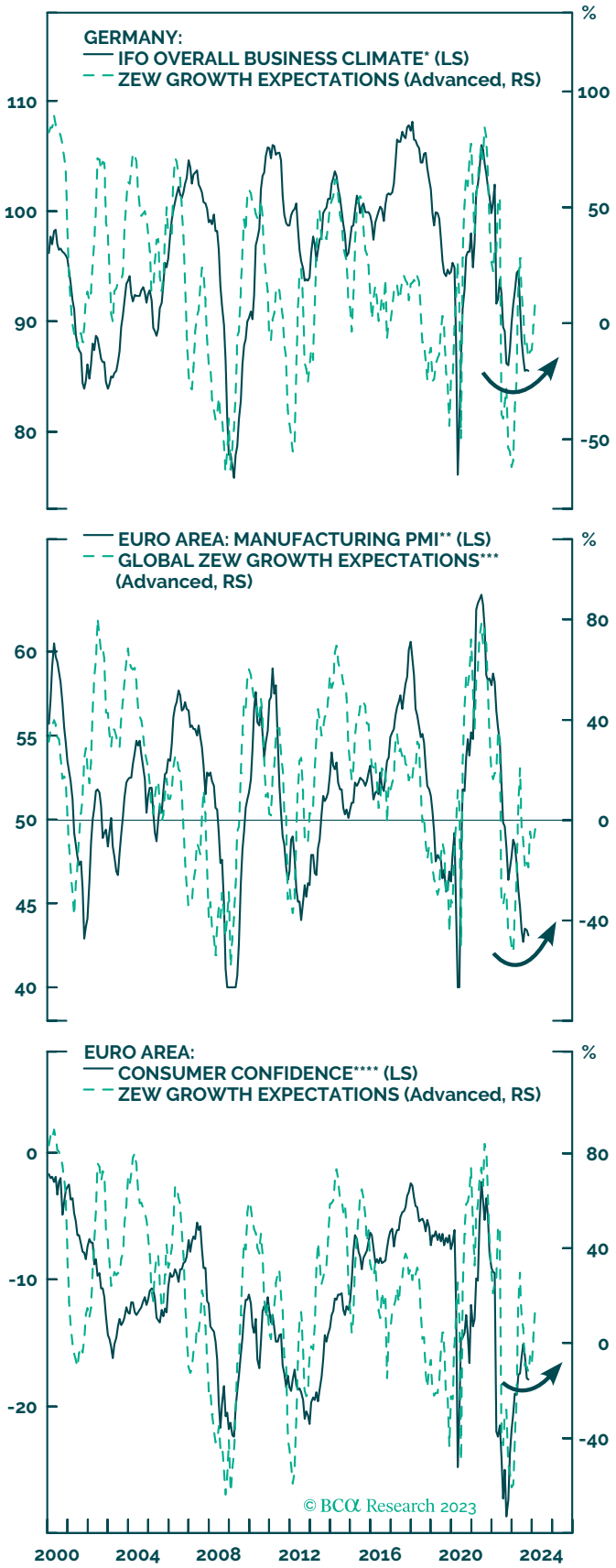
SOURCE: EUROPEAN CENTRAL BANK

Während sich die US-Verbraucher in diesem Jahr als widerstandsfähig erwiesen haben, werden die überschüssigen Ersparnisse der US-Haushalte bei der jüngsten Entwicklung im nächsten Jahr irgendwann aufgebraucht sein. Dies spricht dafür, dass sich die US-Wirtschaft auf dem Weg in eine Rezession befindet, solange die Geldpolitik straff bleibt.

Es ist davon auszugehen, dass sich die Inflation nicht schnell genug verlangsamen wird, damit die Fed und die EZB die Zinsen rechtzeitig senken können, um einen erheblichen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu verhindern. Sofern nicht unmittelbar eine Rezession eintritt oder die Inflation völlig zusammenbricht, wird die Fed die Zinsen wahrscheinlich nicht vor dem nächsten Sommer senken.

Für Europa ähnelt die wirtschaftliche Einschätzung der für die USA. Das nominale Geldmengenwachstum in Europa schrumpft, was auf eine straffe Geldpolitik zurückzuführen ist. Das Jahr 2024 deutet eindeutig auf eine Rezession in Europa hin, es sei denn, die Geldpolitik wird bald gelockert oder die chinesische Politik stimuliert sehr aggressiv und kurbelt so auch über die Hintertür die Weltkonjunktur wieder an. Die chinesische Wirtschaftstätigkeit ist bislang nicht zusammengebrochen, aber das bedeutet, dass die chinesischen Politiker wahrscheinlich an einer schrittweisen Lockerung festhalten werden. Dies deutet wiederum darauf hin, dass die chinesische Wirtschaft auch 2024 nur einen mittleren bis schwachen Beitrag zur Weltwirtschaft leisten wird.

IFO und ZEW kurzfristig positiv Grafik 7



* EXCLUDES SERVICES
** TRUNCATED AT 40 FOR PRESENTATION PURPOSES.
SOURCE: HCOB, S&P GLOBAL PMI
*** AVERAGE OF US, EURO AREA, CHINA, AND SWITZERLAND
**** SOURCE: DG ECFIN

Hoffnungsschimmer vom ZEW-Index

Es ist offensichtlich, dass die europäische Wirtschaft nach wie vor schwach ist, auch wenn sie nicht unmittelbar vor einem Zusammenbruch steht. Während sich die Komponente „Aktuelle Lage" noch immer in der Flaute befindet, stieg die Komponente „Wachstumserwartungen" deutlich an: von -1,1 auf 9,8 für Deutschland und von 2,3 auf 13,8 für die Eurozone.

Der Anstieg des BCA-Indikators für die globalen Wachstumserwartungen (ZEW) war von besonderer Bedeutung. Das Wachstum in der Eurozone wurde im letzten Quartal vor allem durch die Schwäche des globalen Industriesektors beeinträchtigt, die die Lokomotive Europas - den Exportsektor - bremst. Die verbesserten globalen Wachstumserwartungen deuten darauf hin, dass sich das verarbeitende Gewerbe in den USA erholen kann. Stärkere US-amerikanische und globale PMIs werden auch den Industriesektor der Eurozone ankurbeln. Darüber hinaus führt die ZEW-Komponente Wachstumserwartungen in der Eurozone tendenziell das Verbrauchervertrauen an, das ebenfalls von der rückläufigen Inflation profitiert.

Diese Daten stehen nicht im Widerspruch zu unserer Einschätzung, dass Europa im nächsten Jahr in eine Rezession eintreten wird. Die Geldpolitik ist weltweit nach wie vor extrem restriktiv, überschüssige Ersparnisse werden überall abgebaut, und die Arbeitsmärkte beginnen zu schwächeln, selbst in den allmächtigen USA. Dies wird bald negative Rückkopplungsschleifen auslösen. Darüber hinaus bleibt die EZB auf das Lohnwachstum fixiert, das ein nachlaufender Indikator ist. Dieser Rückspiegel-Ansatz bei der Durchführung der Geldpolitik wird den wirtschaftlichen Abschwung im nächsten Jahr noch verschärfen. Daher bleiben wir bei unserer Ansicht, dass sich das Wachstum in der Eurozone in den kommenden Monaten leicht verbessern wird, bevor sich in der zweiten Hälfte des nächsten Jahres eine Rezession herausbildet.

Momentan werden US-Aktien vom überraschend starken Anstieg des realen BIP in den USA für das dritte Quartal befeuert. In der Ende November veröffentlichten zweiten Schätzung kam es zu einer weiteren Korrektur nach oben. Der annualisierte Anstieg von 5,2% von Quartal zu Quartal übertraf die Erwartungen einer gedämpfteren Aufwärtskorrektur von 5,0% und die Vorabschätzung von 4,9%. Insbesondere Aktualisierungen der Anlageinvestitionen außerhalb von Gebäuden (von -0,1% auf +1,3%) und der Ausgaben des Staates und der Gemeinden (von +3,7% auf +4,6%) trugen zur Gesamtkorrektur bei und wurden teilweise durch eine Herabstufung der Verbraucherausgaben von 4,0% auf 3,6% wieder ausgeglichen.

Die zweite Schätzung umfasste auch das Bruttoinlandseinkommen (Gross Domestic Income) für das dritte Quartal, das um 1,5 % anstieg - eine Beschleunigung gegenüber 0,5 % im zweiten Quartal - dennoch deutlich schwächer als die BIP-Schätzung. Das Bruttoinlandseinkommen ist ein weiteres Maß für die Wirtschaftstätigkeit und entspricht konzeptionell dem BIP. Unterschiede in der Art und Weise, wie die beiden gemessen werden, führen jedoch häufig zu statistischen Diskrepanzen. Während das BIP die Ausgaben für Waren und Dienstleistungen für Endverbraucher erfasst, misst das Bruttoinlandseinkommen das Gesamteinkommen (Löhne, Unternehmensgewinne, Miet- und Zinseinkünfte).

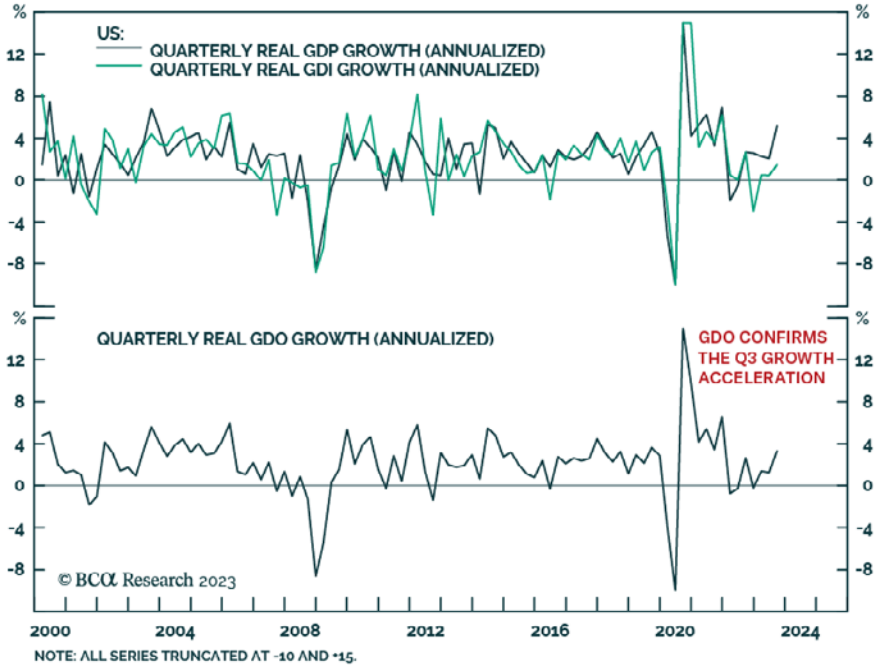
Ein alternatives Maß für die Wirtschaftstätigkeit, das vom Handelsministerium ver-öffentlicht wird, ist der Bruttoinlandsausstoss (Gross Domestic Output), der ein Durchschnitt aus BIP und GDI ist. Er zeigt, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im 3. Quartal von 1,3 % auf 3,3 % beschleunigt hat. Dies bedeutet, dass die US-Wirtschaft im dritten Quartal widerstandsfähig war.

Die wichtigere Frage für die Anleger ist, ob diese günstigen Bedingungen auch in den kommenden Quartalen anhalten werden. Das GDPNow-Modell der Atlanta Fed, das einen Wert von 2,1 % ausweist, deutet darauf hin, dass sich das Wachstum im vierten Quartal verlangsamen wird. Hier wirken zum einen die restriktive Geldpolitik, die den Arbeitsmarkt belastet, und zum anderen der Wegfall des Rückenwinds durch überschüssige Ersparnisse.

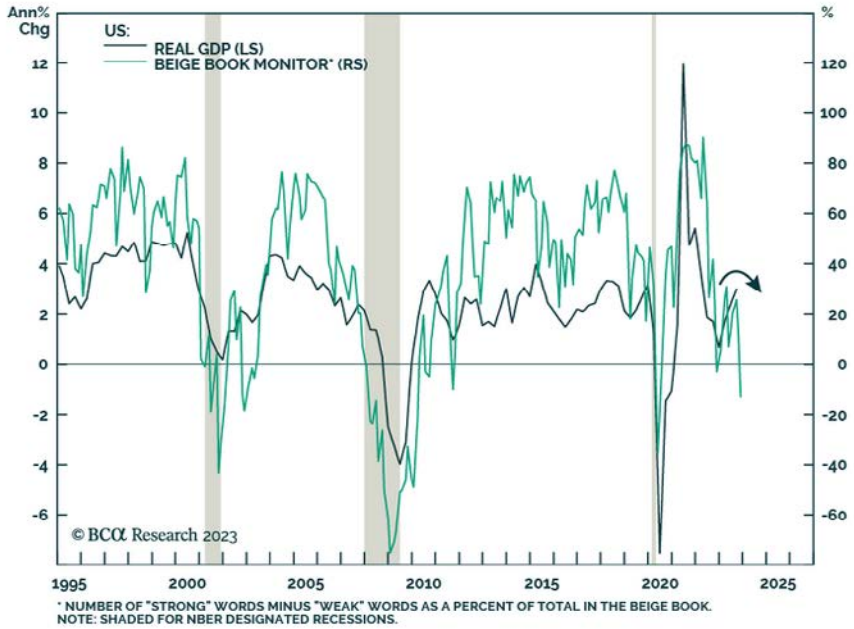
Gerade das jüngste Beige Book der Fed enthielt eine pessimistische Botschaft für die US-Wirtschaft. Die Hälfte der 12 Bezirke meldete einen leichten Rückgang der Wirtschaftstätigkeit, zwei gaben an, dass „die Bedingungen gleichbleibend bis leicht rückläufig" seien, und die übrigen vier verzeichneten ein bescheidenes Wachstum. Die Kommentare deuten darauf hin, dass sich die Bedingungen für das Wirtschaftswachstum abschwächen und dass sich die wirtschaftlichen Aussichten für die nächsten sechs bis zwölf Monate nach einem robusten dritten Quartal verschlechtert haben.

Insbesondere ein leichter Anstieg der Zahlungsrückstände von Verbrauchern und eine uneinheitliche Dynamik bei den Verbraucherausgaben wurden hervorgehoben. Die Nachfrage nach Gebrauchsgütern und langlebigen Gütern schwächte sich ab, während Reisen und Tourismus robust blieben. Die Dienstleister berichteten, dass es leichter ist, Preiserhöhungen weiterzugeben als die Hersteller, die die Aussichten weniger optimistisch einschätzen. Diese Dynamik steht im Einklang mit einer anhaltenden Abschwächung der Arbeitsnachfrage, einer Abschwächung des Lohndrucks und einer Mäßigung des Preisanstiegs.

USA mehr Wachstum in Q3 Grafik 8



reales US-BIP-Wachstum wird sich verlangsamen Grafik 9



Der Kommentar deutet zwar nicht darauf hin, dass eine Rezession unmittelbar bevorsteht, warnt die Anleger jedoch davor, das starke Wirtschaftswachstum des dritten Quartals in die Zukunft zu extrapolieren. Das spräche gegen die Dauerhaftigkeit der derzeitigen Rallye bei Risikoanlagen.

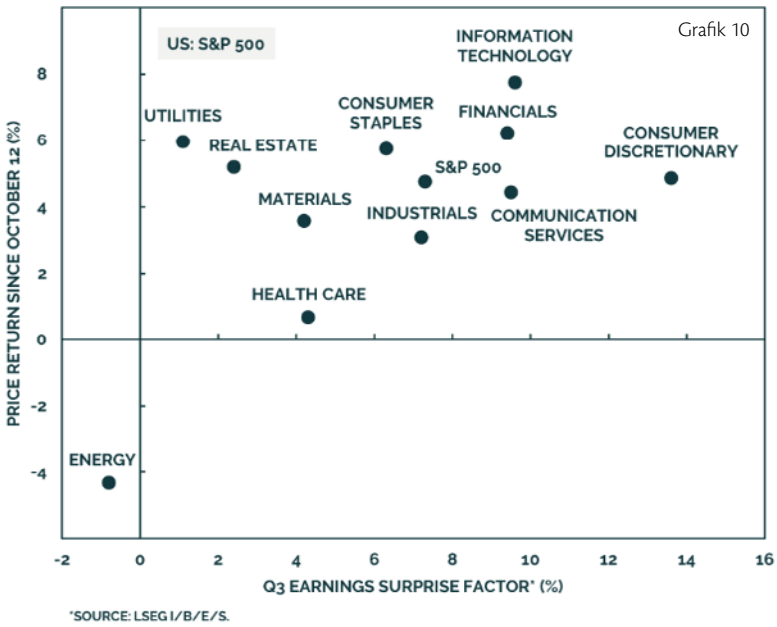
Die Gewinnsaison für das 3. Quartal ist mit dem November zu Ende gegangen. Insgesamt sind die Ergebnisse im Allgemeinen positiv. Der Anteil der Unternehmen, deren Gewinne die Erwartungen der Analysten übertrafen (81,9 %), liegt über dem Durchschnitt der Jahre nach 1994 (66 %) und den letzten vier Quartalen (74 %). Ebenso liegt der Anteil der Unternehmen, die die Erwartungen verfehlten (13,7 %), unter dem langfristigen Durchschnitt (20 %) und den letzten vier Quartalen (22 %). Darüber hinaus ist das Ausmaß der Überraschung relativ hoch: Der durchschnittliche Überraschungsfaktor von 7,3 % liegt sowohl über dem langfristigen Durchschnitt (4,1 %) als auch über dem der letzten vier Quartale (4,8 %).

Auf Sektorenebene lag der zyklische Konsum mit einem Gewinnüberraschungsfaktor von 13,6% an der Spitze, gefolgt von IT (9,6%), Kommunikationsdienstleistungen (9,5%) und Finanzwerten (9,4%). Auf der anderen Seite wiesen Versorger (1,1%) und Immobilien (2,4%) die geringsten positiven Gewinnüberraschungsfaktoren auf, während Energie der einzige Sektor mit einem negativen Überraschungsfaktor (-0,8%) war. Ein Blick auf die Performance der S&P 500-Sektoren seit Beginn der Bankensaison am 13. Oktober zeigt, dass Sektoren mit relativ starken Überraschungsfaktoren belohnt wurden. IT- und Finanzwerte schnitten in diesem Zeitraum am besten ab, während der Energiesektor der einzige Sektor ist, der rote Zahlen schreibt. Dies deutet darauf hin, dass die sinkenden Treasury-Renditen den Sektoren mit langen Laufzeiten im November Rückenwind verliehen haben, während die Ertragsdynamik teilweise für die relative Performance der einzelnen Sektoren verantwortlich ist.

Die Umkehr des schnellsten und am besten synchronisierten Straffungszyklus der Zentralbanken der Industrieländer von 2022-23 wird in der zweiten Hälfte des Jahres 2024 inmitten eines unterdurchschnittlichen Wachstums und eines anhaltenden Rückgangs der Gesamtinflation auf das 2% Ziel bis 2025 beginnen. Es dürfte zu einem stetigen und allmählichen Lockerungszyklus in Richtung eines neutralen Zinsniveaus in allen Industrieländern kommen, wenn sich das makroökonomische Basisszenario einer sanften Landung bewahrheitet - mit Unterschieden zwischen den Ländern in Bezug auf Beginn, Tempo und Ende-. In einem Rezessionsszenario sähe man andererseits schnellere Zinssenkungen.

Die Korrekturen in der Wachstumsprognose für 2023 nach oben waren im Allgemeinen darauf zurückzuführen, dass die Makrodaten trotz der aggressiven Straffung durch die Zentralbanken besser ausfielen als erwartet, was darauf hindeutet, dass die Überwälzung auf die Realwirtschaft geringer ausfiel als ursprünglich erwartet. Dies ist wahrscheinlich darauf zurückzuführen, dass die Wirtschaftsakteure (Haushalte, Unternehmen und Regierungen) in der Lage waren, während der lang anhaltenden Niedrigzinsphase (oder der Zeit der negativen Leitzinsen) sich ein niedriges Niveau der Refinanzierungssätze zu sichern. Im Vergleich zu unseren Erwartungen zu Beginn des Jahres verbesserten sich die Wachstumsaussichten sowohl in den Industrie-, als auch in den Schwellenländern auf breiter Front, nur in Neuseeland, Australien und Schweden gab es spürbare negative Überraschungen. Auf der Inflationsseite fielen die negativen Überraschungen im Jahr 2023 gedämpfter aus als in den vergangenen Jahren, als es aufgrund des Endes von COVID, unerwarteter Energieschocks und angespannter Arbeitsmärkte zu großen Aufwärtskorrekturen gekommen war.

Kursgewinne vs. Gewinnüberraschungen Q3 nach Sektoren



Die Stabilität der Inflation inmitten eines robusten Wachstums ermöglichte es den Zentralbanken, 2023 den Straffungszyklus stetig fortzusetzen, bis sie im zweiten Halbjahr 2023 ein Niveau erreichten, das als ausreichend restriktiv angesehen wurde. Auf Länderebene wurden vor allem in Japan und im Euroraum zusätzliche Aufwärtskorrekturen gegenüber den Prognosen vorgenommen.

Es wird erwartet, dass sich das schwache Wachstum in den Industrieländern fortsetzt und sich im zweiten Halbjahr 2024 nur geringfügig erholt. Der Euroraum und die USA werden eine vierteljährliche Wachstumsrate von etwa 1 % erreichen, während für das Vereinigte Königreich ab dem 4. Quartal 24 mit einer leichten Rezession zu rechnen ist. Die negativen Auswirkungen auf den Arbeitsmarkt und die mittelfristigen Inflationsprognosen werden die Bereitschaft der Zentralbanken, die Leitzinsen zu senken, erhöhen. Der Aufschwung wird vor allem vom Anstieg der Realeinkommen getragen, da die Inflation nachlässt. Mehr Wachstum könnte sich aus positiven Impulsen zusammensetzen, die sich aus der Lockerung der finanziellen Bedingungen ergeben, die eine baldige Senkung der Leitzinsen mit sich brächte.

Da die Chancen auf eine sofort bevorstehende Rezession begrenzt sind, glauben wir, dass die Zinsmärkte zwischen einem langsamen Lockerungszyklus mit geringer Volatilität bei einer weichen Landung und einem schnellen Lockerungszyklus mit hoher Volatilität bei einer rezessiven Dynamik schwanken werden. Im letzteren Fall könnte das derzeitige Niveau der restriktiven Geldpolitik ausreichen, oder der Prozess könnte sich beschleunigen, da kurzfristig weitere Zinserhöhungen anstehen. Es wird erwartet, dass die Inflation 2024 ihren Abwärtstrend aufgrund von Basiseffekten, nachlassendem Energiedruck und schwächeren Arbeitsmärkten fortsetzen wird, da die insoweit vorgenommene Straffung die Wachstumsaussichten zu beeinträchtigen beginnt. Die Kerninflation wird voraussichtlich irgendwann im Jahr 2025 das Ziel der Zentralbanken erreichen. Eine mögliche Stagnation auf dem Weg nach unten wird die Zentralbanken unter Druck setzen, die Inflationsrate länger hoch zu halten und verfrühte Erwartungen von Zinssenkungen zurückzudrängen. Der Abwärtsdruck auf die Inflation wird den DM-Zentralbanken die Gewissheit geben, dass die bisher vorgenommene Straffung wirksam war, um die Inflation wieder in Zielrichtung zu bringen. Eine mögliche Lockerung der finanziellen Bedingungen, wenn die Zentralbanken die Tür für eine Lockerung öffnen, sollte zur Vorsicht mahnen, und die Überwachung der Arbeitsmärkte und der Lohndynamik wird entscheidend sein.

Die fiskalischen Aussichten in den Industrieländern dürften weniger makroökonomische Unterstützung bieten als in jüngster Zeit, insbesondere da die Unterstützung durch den Energieschock nachlässt. Ein bescheidener fiskalischer Stimulus dürfte die Arbeit der Zentralbanken in unserem Basisszenario nicht in Frage stellen, jedoch würde eine anhaltende fiskalische Unterstützung die Wirtschaft widerstandsfähiger machen und die Fähigkeit der Zentralbanken zur Lockerung verzögern. Das ist allerdings nicht unser Basisszenario.

Das geopolitische Risiko ist mit den Konflikten in Russland/Ukraine und im Nahen Osten weltweit nach wie vor hoch. Die Auswirkungen auf die makroökonomischen Aussichten könnten sich in einem erneuten Energiepreisschock äußern, auf den die Zentralbanken der Industrieländer dieses Mal jedoch voraussichtlich moderater reagieren werden. Die bisherigen Auswirkungen der geopolitischen Spannungen waren besonders gedämpft und sporadisch, was die Risikoaversion und die Dynamik der Flucht in Qualität betrifft. Was die Bilanzen der Zentralbanken angeht, so dürfte die quantitative Straffung (Quantitative Tightening, kurz: QT) in den meisten Ländern der Welt bis 2024 andauern und möglicherweise sogar in der frühen Phase des Lockerungszyklus fortgesetzt werden, sofern keine größere rezessive Dynamik eintritt. Die private Nachfrage nach Staatsanleihen wird den Mangel an Zentralbankkäufen ausgleichen und den Prozess fortsetzen, der bereits für den größten Teil des Jahres 2023 zu beobachten war.

Was das politische Risiko betrifft, so sind die beiden wichtigsten Ereignisse im Jahr 2024 die Wahlen zum Europäischen Parlament im Juni und die US-Vorwahlen und schließlich die US-Präsidentschaftswahlen im November. In Europa wird die Reform des Stabilitäts- und Wachstumspakts, die bis Ende dieses Jahres abgeschlossen sein dürfte, ein zusätzlicher politischer Streitpunkt sein. Dies wird den Rahmen für die fiskalischen Aussichten der EU-Länder für das nächste Jahr vorgeben. Eine neue Koalitionsvereinbarung auf EU-Ebene kann das Gleichgewicht in Richtung mehr oder weniger Integration kippen. In den USA ist die Unsicherheit über die Präsidentschaftskandidaten nach wie vor groß, was sich im zweiten Halbjahr 2024 auf die Haushaltsaussichten und mögliche Handelsspannungen auswirken dürfte.

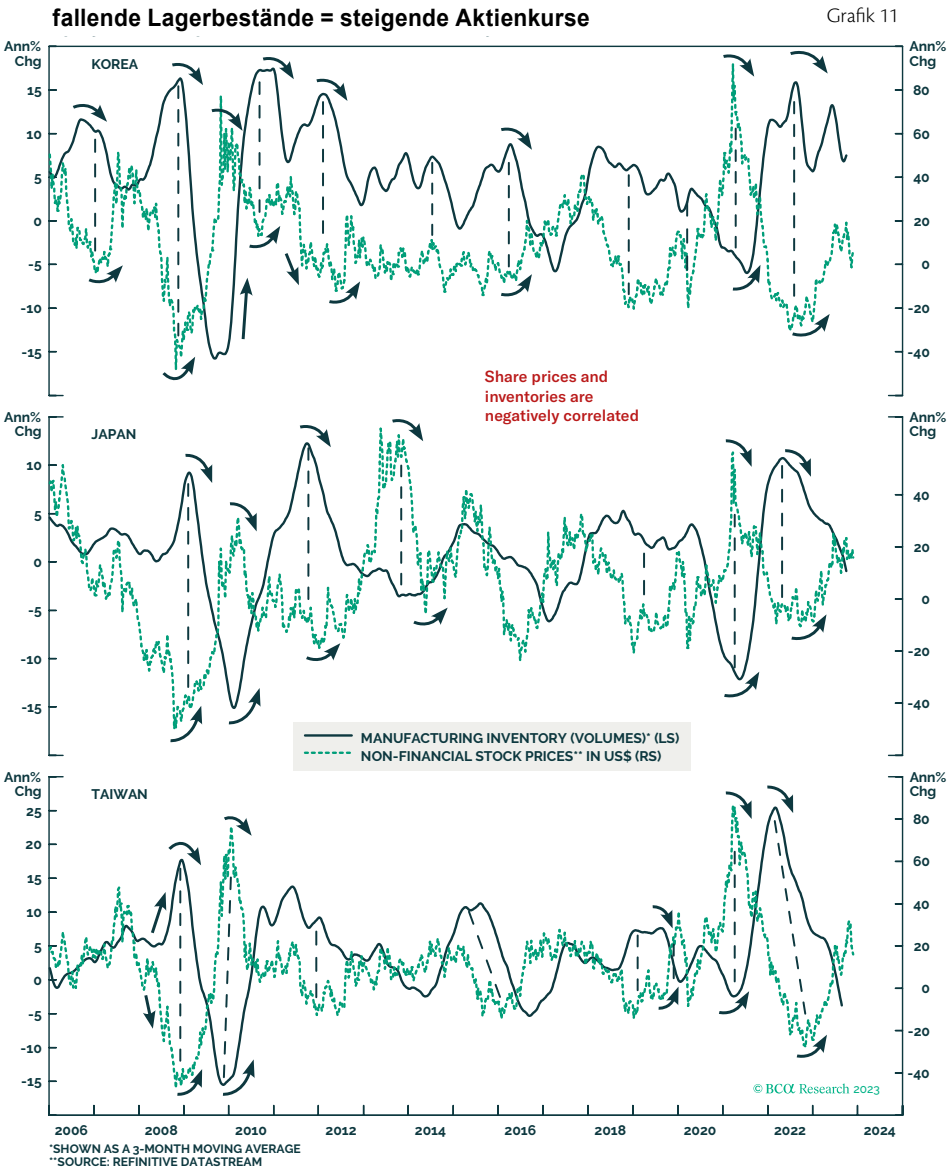
Entwicklung der Lagerbestände als Frühindikator

Derzeit herrscht die weit verbreitete Meinung, dass die weltweit niedrigen Lagerbestände in den kommenden Monaten zu einer Verbesserung des globalen Produktionszyklus führen werden.

Allerdings ist es keine ausgemachte Sache, dass die weltweiten Lagerbestände an Gütern niedrig sind - sie variieren je nach Branche und Land. In vielen Fällen sind die Lagerbestände an Waren und Gütern immer noch erhöht. Die wichtigste Triebkraft der Finanzmärkte sind nicht die Veränderungen der Lagerbestände, sondern die Schwankungen der Endnachfrage. Steigende Lagerbestände sind in der Regel ein schlechtes Omen für zyklische Vermögenspreise. Dies liegt daran, dass die Lagerbestände häufig ansteigen, wenn die Nachfrage hinter der Produktion zurückbleibt. Insgesamt ist es möglich, dass sich die Veränderungsrate des verarbeitenden Gewerbes/Handels weltweit sehr kurzfristig (etwa in den nächsten drei Monaten) verbessert, da die Endnachfrage in den USA noch nicht geschrumpft ist. Es wird sich dabei jedoch nicht um eine zyklische Erholung handeln.

Spätestens nach den nächsten drei Monaten dürfte sich das Nachfragewachstum in den USA abschwächen. China wird weiterhin enttäuschen, und die europäischen Volkswirtschaften werden eher früher als später auf eine Rezession zusteuern. Daher wird jeder Auftrieb für zyklische Anlagen wie Schwellenländeraktien und -währungen nur von kurzer Dauer sein.

Grafik 11



Sind die Vorräte niedrig? Die Lagerbestände und ihr Verhältnis zu den Verkäufen bzw. Lieferungen sind in den einzelnen Branchen und Volkswirtschaften unterschiedlich. Die Lagerbestände im US-Einzelhandel sind weder auf einem niedrigen Niveau noch im Verhältnis zum Umsatz niedrig. Vielmehr sind sie im Vergleich zu ihren jeweiligen Zeittrends sehr hoch. Die Lagerbestände des US-Großhandels sind seit ihrem Höchststand zurückgegangen, liegen aber immer noch über ihrem langfristigen Trend. Dagegen sind die Lagerbestände des verarbeitenden Gewerbes in den USA und ihr Verhältnis zum Umsatz eher unterproportional.

In Asien zeigt sich ein klareres Bild. In Korea befinden sich die Lagerbestände des verarbeitenden Gewerbes und das Verhältnis der Lagerbestände zum Umsatz hingegen deutlich über ihrem langfristigen Trend. In Japan bewegen sich die Lagerbestände des verarbeitenden Gewerbes und das Verhältnis der Lagerbestände zum Versand in der Nähe ihrer langfristigen Trends. In Taiwan sind die Gesamtbestände des verarbeitenden Gewerbes und die Halbleiterbestände im Vergleich zu ihren zeitlichen Trends ziemlich hoch. Die taiwanesischen Lagerbestände im Verhältnis zu den Auslieferungen des gesamten verarbeitenden Gewerbes und der Halbleiterindustrie liegen ebenfalls deutlich über ihren historischen Mittelwerten.

China und der Euroraum veröffentlichen keine qualitativ hochwertigen Daten zu den inländischen Lagerbeständen. Bei der Bewertung des Signals aus den globalen PMI-Bestandsdaten für das verarbeitende Gewerbe ist ein Wort der Vorsicht angebracht. Die Komponente „Lagerbestände an Fertigerzeugnissen" liegt seit Dezember 2022 unter 50. Dies bedeutet jedoch nicht, dass die Fertigwarenbestände niedrig sind. Vorläufig kann man davon ausgehen, dass sich diese beiden Faktoren gegenseitig aufheben. Daher erscheint eine Betrachtung der zeitlichen Entwicklung der Lagerbestände und des Verhältnisses von Lagerbestand zu Umsatz-Verhältnis sinnvoll.

Veränderung von Lagerbeständen und ihr Einfluss auf die Aktienkurse

Viele Marktteilnehmer gehen davon aus, dass der weltweite Aufbau von Lagerbeständen den globalen Produktionszyklus in den kommenden Monaten stützen wird, so dass die globalen zyklischen Werte anziehen können. Eigentlich gilt das Gegenteil: Steigende Warenbestände sind in der Regel negativ für die Aktienkurse der Hersteller. Abbildung 9 zeigt die koreanischen, japanischen und taiwanesischen Aktienkurse außerhalb des Finanzsektors und die Lagerbestände des verarbeitenden Gewerbes in den jeweiligen Ländern. Sie verdeutlicht, dass eine eher negative Beziehung besteht: Die Aktienkurse fallen, wenn die Lagerbestände steigen, und steigen, wenn die Lagerbestände sinken. Diese negative Beziehung zu den Lagerbeständen des verarbeitenden Gewerbes ist bei koreanischen, japanischen und taiwanesischen nichtfinanziellen Aktien viel stärker als bei anderen Aktienmärkten, da diese Börsen von Güterproduzenten dominiert werden. Wie erwartet, weisen die Kurse koreanischer, japanischer und taiwanesischer Nichtfinanzaktien eine positive Beziehung zu dem Verhältnis zwischen Auslieferungen und Umsätzen des verarbeitenden Gewerbes auf.

Insgesamt lassen sich daraus folgende wesentliche Erkenntnisse ableiten: Die Finanzmärkte reagieren auf eine steigende Endnachfrage, nicht auf Veränderungen der Lagerbestände. Größere Lagererholungen sind eher mit einer steigenden Endnachfrage als mit einer Aufstockung der Lagerbestände verbunden. Angesichts einer schwachen Kundennachfrage stocken Unternehmen ihre Lagerbestände nicht auf – selbst, wenn diese niedrig sind. Großhändler und Produzenten werden zögern, ihre Lagerbestände zu erhöhen. Deshalb sollten sich Anleger auf die Entwicklung der Endnachfrage und nicht auf die Lagerbestände konzentrieren.

Die Bestände steigen häufig, wenn die Nachfrage unter die Produktion fällt, was zu einem unbeabsichtigten Bestandsaufbau führt. Aus diesem Grund sind Zeiten steigender Lagerbestände häufig mit Ausverkäufen in zyklischen Bereichen der Finanzmärkte verbunden. Umgekehrt sinken die Bestände, wenn die Nachfrage die Erwartungen der Produzenten und die Produktion übersteigt. In solchen Zeiten erholen sich zyklische Werte auf den Finanzmärkten in der Regel. Unterm Strich: Anleger sollten sich eher auf Schwankungen der Endnachfrage als auf die Lagerbestände konzentrieren. Erstere ist die Hauptantriebskraft für zyklische Werte auf den Finanzmärkten.

Übertragen auf die aktuelle Lage gehen wir davon aus, dass die derzeitige Rezession im verarbeitenden Gewerbe milder ausfallen, aber länger dauern wird als 2008 und 2020. Die Hauptursache ist das Fehlen einer substanziellen politischen Lockerung in den USA, Europa und China. Die erhöhte Kerninflation wird die amerikanischen und europäischen Zentralbanken zum Reagieren veranlassen. Die chinesischen Behörden werden weiterhin zögern, die Konjunktur in der Breite anzukurbeln, wie sie es in der Vergangenheit durchgeführt haben. In Kürze wird sich das Wachstum der Endnachfrage in den USA wahrscheinlich abschwächen und China weiterhin enttäuschen. Die europäischen Volkswirtschaften werden eher früher als später in eine Rezession abgleiten.

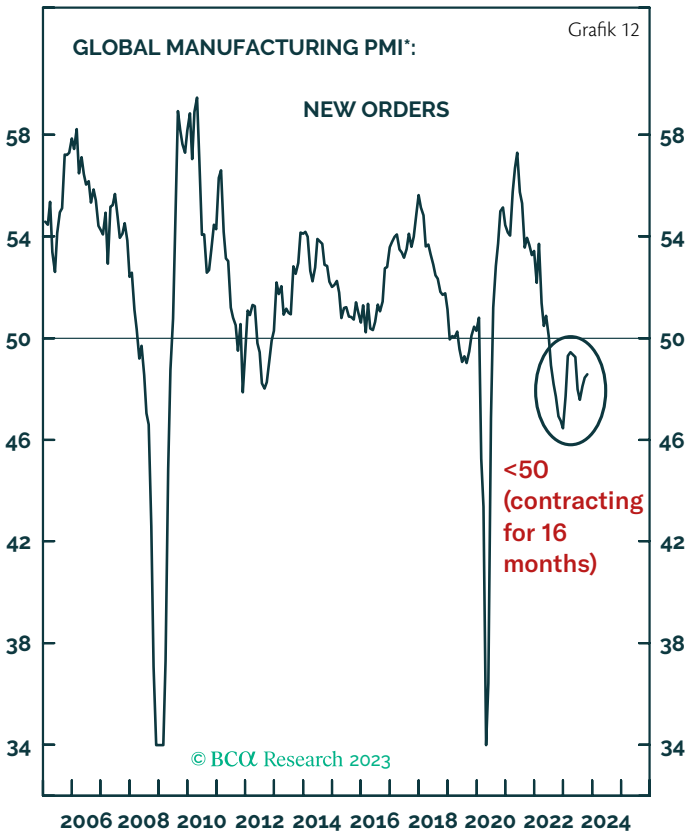
Zu den aktuellen Bedingungen und den Aussichten für den globalen Produktions- und Handelszyklus haben wir folgende Überlegungen angestellt. Erstens hat sich die Schrumpfungsrate im Welthandel und im verarbeitenden Gewerbe in letzter Zeit abgeschwächt. Die Veränderungsrate könnte sich in naher Zukunft (etwa in den nächsten drei Monaten) verbessern. Dabei wird es sich jedoch nicht um eine konjunkturelle Erholung handeln. Die jüngste Abschwächung

des asiatischen Exportrückgangs ist in erster Linie auf einen geringeren Rückgang der Sendungen in die USA und nach China zurückzuführen. Vor allem der chinesische Wareneingang verbessert sich auf Basis der Veränderungsrate, liegt aber leicht unter dem Niveau von vor einem Jahr. Zweitens sind die europäischen Einzelhandelsumsätze mit Waren (ohne Kraftfahrzeuge) eingebrochen. In den USA ist der Nachfrageüberhang der privaten Haushalte nach Gütern ohne Kraftfahrzeuge aus den Pandemiejahren noch nicht abgebaut. Vielmehr ist der Anteil der Verbraucherausgaben für Waren (ohne Kraftfahrzeuge) im Verhältnis zum verfügbaren Realeinkommen gestiegen. Unter dem Druck hoher Kreditkosten und einer sich möglicherweise verschlechternden Beschäftigungslage werden sich die übermäßigen Ausgaben der privaten Haushalte für Waren (ohne Kraftfahrzeuge) in den nächsten 12 Monaten wahrscheinlich zurückbilden. Da die Lagerbestände des Einzel- und Großhandels in den USA immer noch hoch sind und die Endnachfrage wahrscheinlich zurückgehen wird, werden die US-Warenimporte aus dem Rest der Welt zurückgehen.

Drittens liegen die PMI-Indizes für das verarbeitende Gewerbe in den Industrieländern insgesamt und für die Auftragseingänge im Export weiterhin unter der 50er-Linie, was auf eine Schrumpfung hindeutet.

Und schließlich sind die Frachtraten in der Containerschifffahrt weltweit rückläufig, auch in China. Dies ist kein Zeichen für eine Erholung des Welthandels. Interessanterweise gibt es einen engen Zusammenhang zwischen den Rohölpreisen und dem Harpex Containerfrachtindex. Letzterer ist der Preis für den Transport von Waren in Containern. Der Grund, warum sich die Rohölpreise an der Frachtrate für Containerschiffe orientieren, ist folgender: Fallende Containerfrachtraten deuten darauf hin, dass die Nachfrage nach Warentransporten zurückgeht. Es ist also ein Zeichen für eine schwächelnde globale Gesamtnachfrage. Dies dämpft auch den Ölverbrauch und die Preise.

zwei Jahre Rückgang in der globalen Produktion



*TRUNCATED AT 34; SOURCE: S&P GLOBAL / MARKIT ECONOMICS LTD

Unterm Strich: Die Chancen für eine längere zyklische Erholung des globalen Wachstums sind gering. Der globale Produktions- und Handelszyklus ist in ein zweites Jahr der Kontraktion eingetreten, was beispiellos ist. Zyklische Märkte, die vom Welthandel und der weltweiten Produktion abhängig sind, werden beträchtliche Kursverluste erleiden, wenn den Anlegern die Langwierigkeit dieses Abschwungs bewusst wird.

Asset Allocation: weniger USA.

In der taktischen Asset Allocation unseres Partners BCA Research, die auch in unseren Flaggschiff-Mischfonds Leonardo UI einfließt, rutscht der Anteil der US-Aktien im Portfolio erstmals in diesem Jahr unter den in der Benchmark MSCI Welt. Man muss natürlich konstatieren, dass es sich um Gewichtungen für eine Dauer von 30 Tagen handelt. Das Modell bevorzugt Vermögenswerte mit den höchsten erwartbaren Renditen. Das Benchmark-Portfolio besteht aus 60 % Aktien, 37,5 % Anleihen und 2,5 % Barmitteln. Die Benchmark-Komponenten Aktien und Anleihen sind marktgewichtete Portfolios, die sich aus den Ländern zusammensetzen, die in den globalen Aktien- und Anleihemodellen enthalten sind. Die Aktien- und Anleihemodellportfolien folgen allen regionalen Empfehlungen des sogenannten MacroQuant-Modells, das sich aus einzelnen Aktien- (Sektoren und Regionen) und Anleihemodellen (Regionen) zusammensetzt. Die Bargeldkomponente besteht ausschließlich aus US- Dollar.

Die aktuellen Portfolioempfehlungen lauten: 62% globale Aktien, 36% globale Anleihen und 2% Barmittel und liegen damit im neutralen Bereich.

In diesem Monat kam es zu einer größeren Rotation aus den USA in die Schwellenländer und Europa. Die Überzeugung des Modells in Bezug auf die USA nahm ab, da der Dollarindex-Score (DXY) fiel, der US-Aktien-Score niedriger war als bei den anderen Ländern und der Momentum-Score neutral war. Der niedrigere DXY-Score ist auch für jede der Schwellenländerregionen positiv. Für Brasilien stiegen alle Komponenten an, was zu seiner Aufwertung führte. Im Falle Chinas wurde eine negative Momentum-Komponente durch die negative Einschätzung des US-Dollars, die positive Einschätzung des Sektormodells für IT- und Kommunikationsdienstleistungen und eine positive Entwicklung des chinesischen Aktien-Scores überlagert. Der chinesische Equity Score stieg als Reaktion auf einen Aufschwung im Schienengüterverkehr.

Trotz des Anstiegs vieler unserer Gewichtungen für europäische und aufstrebende Volkswirtschaften sanken sowohl die Scores für japanische, als auch für US-amerikanische Aktien, die bisher höher gewichtet waren. Daher blieb der Global Equity Score im Vergleich zum Vormonat relativ unverändert.

Der Global Bond Score fiel von 75 % auf 48 %, da alle regionalen Scores in den neutralen Bereich oder darunter zurückkehrten. Die stärkere Dynamik an den Aktienmärkten und die sinkenden Inflationserwartungen verändern die Einschätzung des Modells von einem „fallenden Zinsumfeld" zu einem „flachen Zinsumfeld".

Grafik 13

	Equities**			Bonds***			Cash****		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	37,8	36,5	-1,3	13,4	7,8	-5,7			
EURO AREA	4,9	5,2	+0,4	9,7	14,7	+4,9	0,4	0,3	-0,1
CORE	4,0	4,6	+0,5	6,0	8,8	+2,8			
PERIPHERY	0,8	0,7	-0,1	3,7	5,8	+2,1			
U.K.	2,2	2,0	-0,2	2,3	3,0	+0,7	0,4	-0,3	-0,1
JAPAN	3,3	5,9	+2,6	8,2	6,3	-1,9	0,4	0,3	-0,1
CANADA	1,7	1,1	-0,6	0,7	0,7	+0,03	0,4	0,3	-0,1
AUSTRALIA	1,0	1,1	+0,1	0,6	0,6	+0,04	0,4	0,3	-0,1
OTHER DM	3,1	3,8	+0,7	0,5	0,6	+0,1	0,4	-0,3	-0,1
EMERGING ASIA	4,9	5,4	+0,5	1,5	1,4	-0,1			
LATIN AMERICA	0,6	0,6	+0,1	0,3	0,3	-0,02			
OTHER EM	0,5	0,6	+0,1	0,3	0,3	-0,03			
TOTAL	60,0	62,3	+2,3	37,5	35,7	-1,8	2,5	1,9	-0,6

* MODEL RECOMMENDATIONS ARE BASED ON OUR MACROQUANT 1.0 MODEL AND OTHER PROPRIETARY QUANTITATIVE INDICATORS.
** IN USD TERMS.
*** CURRENCY-HEDGED.
**** NEGATIVE ALLOCATIONS ARE SHORT THE CURRENCY VERSUS THE US DOLLAR.
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.

Das Sektormodell berücksichtigt das Markt-Beta des Sektors, die Dynamik, das Kreditrisiko und die Bewertungen sowie die Signale der Modelle für US-Dollar, globale Anleihen und Öl, um empfohlene Sektorengagements zu generieren. Das Sektormodell ist derzeit optimistisch gegenüber Basiskonsumgütern, Kommunikationsdienstleistungen und Technologie, neutral gegenüber Gesundheitswesen, Energie, Grundstoffen, zyklischen Konsumgütern, Versorgern und Industriewerten und negativ gegenüber Immobilien und Finanzwerten. Der Global Equity Score (29%) ist bearish, was bedeutet, dass die Markt-Beta-Komponente defensive Werte gegenüber zyklischen Werten bevorzugt. Der Oil Score (32%) ist ebenfalls gesunken und stuft den Energiesektor ab. Der Dollarindex-Score (29 %) ist gefallen, was die Einschätzung des Modells für Rohstoffe verbessert. Der Global Bond Score (48%) ist neutral und trägt daher nicht zum Modell bei.

Grafik 14

	2023-AUG	2023-SEP	2023-OCT	2023-NOV	2023-DEC	LEGEND
CON. STAPLES	8.6% (1.2%)	8.6% (1.4%)	7.1% (-0.1%)	8.4% (1.0%)	9.6% (2.6%)	+ +
COMM. SERV.	7.1% (-0.1%)	7.9% (0.7%)	7.8% (0.5%)	8.1% (0.8%)	9.3% (2.1%)	
TECHNOLOGY	27.4% (5.3%)	26.6% (4.5%)	29.1% (7.5%)	27.9% (5.7%)	26.4% (3.2%)	
HEALTH CARE	12.0% (-0.6%)	13.4% (0.6%)	12.9% (0.1%)	12.7% (0.1%)	12.8% (0.7%)	+
ENERGY	6.8% (2.2%)	7.0% (2.1%)	7.6% (2.3%)	7.3% (2.1%)	4.9% (0.2%)	
BASE MATERIALS	4.0% (-0.2%)	4.0% (-0.0%)	3.3% (-0.7%)	3.3% (-0.8%)	4.1% (0.0%)	=
CON. DISC.	12.2% (1.1%)	11.3% (0.3%)	11.6% (0.8%)	11.5% (0.8%)	10.7% (-0.2%)	
UTILITIES	2.0% (-0.7%)	1.7% (-1.0%)	1.8% (-0.9%)	1.9% (-0.8%)	2.5% (-0.2%)	-
INDUSTRIALS	11.2% (0.3%)	10.7% (-0.2%)	9.7% (-1.2%)	9.7% (-1.0%)	10.2% (-0.6%)	
REAL ESTATE	1.5% (-0.9%)	1.5% (-0.9%)	1.7% (-0.6%)	2.0% (-0.3%)	2.0% (-0.4%)	- -
FINANCIALS	7.3% (-7.6%)	7.2% (-7.5%)	7.3% (-7.7%)	7.3% (-7.6%)	7.6% (-7.5%)	

NOTE: GREEN (RED) SHADING INTENSIFIES AS THE UNDERLYING SCORE FOR A GIVEN SECTOR BECOMES MORE BULLISH (BEARISH). 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.

Das globale Aktienmodell von MacroQuant verwendet Sektor- und Währungs-Scores sowie eine Trendkomponente, um die einzelnen regionalen Aktien-Scores zu ergänzen und ein empfohlenes Ländergengagement in US-Dollar abzuleiten. MacroQuant schätzt Indien, Japan, Brasilien und China positiv, Deutschland neutral und die übrigen Länder negativ ein.

Grafik 15

	2023-AUG	2023-SEP	2023-OCT	2023-NOV	2023-DEC	LEGEND
INDIA	2.4% (0.6%)	2.0% (0.2%)	2.0% (0.1%)	2.0% (0.0%)	3.3% (1.4%)	+ +
JAPAN	7.4% (1.1%)	5.5% (-0.7%)	6.1% (-0.3%)	7.0% (0.7%)	10.7% (4.4%)	
BRAZIL	0.9% (0.2%)	0.6% (-0.1%)	0.6% (-0.1%)	0.4% (-0.2%)	1.1% (0.4%)	
CHINA	4.2% (0.4%)	2.3% (-1.3%)	2.6% (-1.0%)	2.3% (-1.4%)	4.8% (1.4%)	+
GERMANY	2.4% (0.0%)	1.8% (-0.6%)	1.2% (-1.1%)	1.6% (-0.7%)	2.5% (0.1%)	
AUSTRALIA	1.6% (-0.5%)	1.0% (-1.0%)	1.3% (-0.8%)	0.8% (-1.2%)	2.1% (0.1%)	=
FRANCE	2.7% (-0.8%)	1.9% (-1.5%)	1.3% (-2.0%)	1.7% (-1.6%)	3.3% (-0.0%)	
US	73.0% (1.6%)	80.4% (8.5%)	79.3% (7.7%)	79.0% (7.4%)	66.1% (-5.8%)	-
UK	3.5% (-0.7%)	1.8% (-2.3%)	2.8% (-1.4%)	2.2% (-2.1%)	3.6% (-0.5%)	
ITALY	0.5% (-0.2%)	0.3% (-0.4%)	0.3% (-0.4%)	0.4% (-0.4%)	0.6% (-0.1%)	- -
CANADA	1.6% (-1.7%)	2.4% (-0.8%)	2.6% (-0.7%)	2.7% (-0.5%)	1.9% (-1.3%)	

NOTE: GREEN (RED) SHADING INTENSIFIES AS THE UNDERLYING SCORE FOR A GIVEN COUNTRY BECOMES MORE BULLISH (BEARISH). 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.

Die Aktienseite des MacroQuant-Modells wird als Anhaltspunkt für die Allokation im ETF-Portfolio verwendet. Das aus den Quant-Modellen abgeleitete ETF-Portfolio hatte zuletzt einen Teil des Cashbestands in ein MDAX-ETF investiert und damit die MDAX-Position auf rund 16% verdoppelt. Zur Erinnerung - im April dieses Jahres wurde die MDAX-Position mit Gewinn halbiert.

Die aktuelle Liquidität des ETF-Portfolios liegt nun bei gerundet 12% und wird vorerst in einem Anleihen-ETF mit kurzen Restlaufzeiten und einer Rendite von 3,82% (Stand 31.10.2023) geparkt.

Bei der ausgewiesenen Performance handelt es sich um eine Performance ohne Gebühren und Steuern. Die tatsächliche Performance kann durch abweichende Ausführungskurse, Steuern und Gebühren auf Portfolioebene von der ausgewiesenen Performance abweichen.

Grafik 16

06.12.23 — **Referenz-Portfolio Fonds und ETFs** — **9:55**

Stückzahl Gewicht.	NAME WKN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in €	Risiko - Klasse (RK)
365 9,67%	X MSCI WORLD HEALTH CARE A113FD	MSCI World Health Care Kauf am 13.09.2023	45,63 €	44,99 €	-1,41%	16.654,95 € 13.09.23	16.419,53 €	-1,41% -235,42 €	B
119 15,47%	ISHARES MDAX UCITS DE EUR A 593392	MDAX Germany (Halbierung 26.04.23 / Nachkauf 30.11.23)	202,25 €	220,15 €	8,85%	24.144,68 € 12.10.22/18.10.22	26.281,51 €	8,85% 2.136,83 €	B
436 11,52%	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	44,90 €	32,53%	14.769,50 € 28.02.20	19.574,22 €	32,53% 4.804,72 €	B
172 11,99%	AMUNDI ETF GOVIES 0-6 MONTHS A0RNWC	STAATSANLEIHEN C A S H - E R S A T Z	117,49 €	118,41 €	0,78%	20.208,28 € 15.09.23	20.365,66 €	0,78% 157,38 €	
1.389 9,72%	KRANESHARES CSI CHINA IT EUR A2QE7P	CSI China Internet UCITS ETF London (Nachkauf am 26.10.2022)	13,910 €	11,89 €	-14,54%	19.320,99 € 18.10.21/26.10.22	16.512,43 €	-14,54% -2.808,56 €	E
126 7,83%	AMUNDI IBEX 35 UCITS ETF LYX0A6	IBEX35 (Nachkauf am 23.11.2020)	86,549 €	105,46 €	21,85%	10.919,08 € 04.07.19	13.304,83 €	21,85% 2.385,75 €	D
90 8,76%	ISHARES CORE FTSE 100 ACC A0YEDM	FTSE 100	135,920 €	165,06 €	21,44%	12.257,27 € 07.04.21	14.885,11 €	21,44% 2.627,85 €	B
71 5,55%	ISHARES FTSE MIB ACC A0YEDP	Italien (Halbierung am 23.06.23)	84,08 €	132,74 €	57,87%	5.969,92 € 09.03.20 / 18.10.21	9.424,54 €	57,87% 3.454,62 €	B
169 2,83%	ISHR RUS ADR/GDR A1C1HV	*MSCI Russia* *Bewertung zum 03.03.2022*	132,849 €	*28,40 €*	-78,62%	22.461,34 € 03.02.22	4.801,72 €	-78,62% -17.659,63 €	B
1.915,00 8,66%	ISHARES MSCI INDIA UCITS ETF A2AFCY	Indien (Kauf am 12.09.2023)	7,33 €	7,68 €	4,72%	14.043,08 € 12.09.23	14.705,29 €	4,72% 662,21 €	
65 8,00%	ISH NIKKEI 225 A A0YEDQ	Nikkei 225 (Nachkauf 20.01.23/Halbierung 23.06.23)	194,09 €	209,10 €	7,73%	12.616,05 € 08.08.22	13.591,50 €	7,73% 975,45 €	E
0,00%	Cash Position						0,00 €		

Benchmark:	Kurs am		letzter		Performance		
MSCI WORLD	31.12.2022	2.602,69 USD 2.429,92 EUR	Schlusskurs	3.023,22 USD 2.803,43 EUR	Benchmark	16,16% 15,37%	B

Jahre	ETF Portfolio	MSCI in $	MSCI in €
2008 (ab 25.04.08)	-15,70%	-39,24%	-32,00%
2009	52,06%	26,98%	23,63%
2010	17,34%	9,55%	17,46%
2011	-12,03%	-7,62%	-4,72%
2012	4,41%	13,18%	11,15%
2013	18,81%	24,10%	18,77%
2014	12,70%	2,93%	17,29%
2015	8,65%	-2,74%	8,30%
2016	8,03%	5,32%	8,50%
2017	7,07%	20,11%	5,38%
2018	-7,68%	-10,44%	-5,98%
2019	24,95%	25,19%	27,68%
2020	2,43%	14,06%	4,77%
2021	21,75%	20,14%	28,99%
2022	-8,13%	-19,46%	-14,39%
2023 (YTD)	10,56%	16,16%	15,37%
p.a. (ab 25.04.08)	8,14%	4,52%	7,03%

	ETF	MSCI in $	MSCI in €
Performance seit Start am 25.04.08	239,73%	99,62%	189,04%
Performance seit Start p.a.	8,14%	4,52%	7,03%

Portfolioentwicklung mit Absicherung			RK
Aktueller Portfoliowert in EURO:	169.866,33 €	06.12.2023	B
Portfoliostartwert in EURO:	153.643,26 €	31.12.2022	
Gewinn / Verlust absolut:	16.223,07		
Gewinn / Verlust in Prozent:	10,56%		
Datenlänge der historischen Simulation:			260
Datum der historischen Simulation:			04.12.23

EUR in USD	1,0784	DAX30	16.559,38	S&P 500	4.567,18

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.

ICM 15er-Aktienportfolio

Der Rückgang der Inflationsraten in den USA und der EU sorgten im November für Entspannung auf den Märkten und für deutlich höhere Aktienkurse, da die Tendenz der Notenbanken die Zinsen weiter zu erhöhen nachließ. Die Erholung des europäischen Wachstums wird aber wohl nur von kurzer Dauer sein, da der wirtschaftlich rezessive Hintergrund bleibt. Der Gegenwind, der sich aus einer straffen Finanzpolitik, einer Verschlechterung der Investitionsaussichten und einer Abschwächung der Wachstumsraten der Reallöhne zusammenbraut, wird die Wirtschaft der Eurozone bis Mitte 2024 wahrscheinlich in eine Rezession führen, bevor sich in der zweiten Hälfte 2024 wieder gute Kaufgelegenheiten bieten werden.

Darum befinden sich im Depot jetzt nur noch elf von fünfzehn möglichen Titeln. Wir bleiben bei der Taktik die höhere Cash-Quote als Puffer gegen Kursrückgänge zu nutzen. Die aktuelle Performance YTD des Portfolios liegt deshalb bei geringerem Risiko bei guten +17,7%, deutlich über der Benchmark MSCI World mit +13,9%.

Nicht mehr im Portfolio:

INTEL. Corp. Getrennt haben wir uns von unserer Beteiligung am weltgrößten Halbleiterhersteller. Intel ist vor allem für PC-Mikroprozessoren bekannt, bei denen das Unternehmen weltweit einen Marktanteil von ungefähr 80 % hält. Das Unternehmen meldete im letzten Quartal einen Umsatz von 14,16 Mrd. $, was einer Veränderung von -7,7 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Der Gewinn pro Aktie lag im gleichen Zeitraum bei 0,41 $, verglichen mit 0,59 $ vor einem Jahr. Im vergangenen Monat haben die Aktien des Chipherstellers eine Rendite von +23,7 % erzielt, während in diesem Zeitraum die Semiconductor - Branche, zu der Intel gehört, nur um 11,1 % zugelegt hat. Durch den rasanten Anstieg der letzten Wochen wird Intel jetzt mit einem Aufschlag gegenüber seinen Konkurrenten gehandelt. Es bleibt für uns eine schöne Rendite von 20,5% in nur knapp 3 Monaten Investition.

Neues zu den Portfolio-Mitgliedern:

AB InBev erhält Rückenwind durch eine gestiegene Nachfrage nach seiner Biermarke Busch Light. Sein Anteil am US-Bierabsatz ist laut einer Analyse über das Niveau gestiegen, das die Marke vor dem Sturm auf den AB Inbev-Stallgefährten Bud Light hatte. In der Woche, die am 18. November endete, lag der Anteil von Busch Light am US-Biermarkt bei 4,8 % und damit über den 4,7 %, die die Marke Anfang April hielt, als die Kontroverse um die Verbindung von Bud Light mit der Transgender-Influencerin Dylan Mulvaney begann. Der Anteil von Bud Light blieb in derselben Woche „stabil" bei 9,1 %, nachdem er im September wieder etwas an Boden gewonnen hat. Im Vergleich zum Vorjahr sank der Umsatz aber noch um 26%. Die großen Nutznießer waren Coors Light und Miller Lite, die in der letzten Woche im Vergleich zum Vorjahr um 19 % bzw. 12 % zulegten. Der Gesamtmarktanteil von AB InBev am US-Biermarkt lag in der Woche bei 37,8 % des Volumens, gegenüber einem Anteil von etwa 42 % vor der Kontroverse. Dies ist trotzdem eine langsame, aber stetige Verbesserung gegenüber dem Sommer, als ABI in der Spitze mehr als sechs Prozentpunkte seines Anteils verloren hatte. Insgesamt verzeichnete AB InBev im dritten Quartal des Jahres in Nordamerika einen Absatzrückgang von 17,1 %. Der Umsatz im dritten Quartal sank um 12,7 % auf 3,86 Milliarden US-Dollar. Letzten Monat wies der CEO von AB InBev, Michel Doukeris, auf eine „stetige Verbesserung" der Verkaufszahlen von Bud Light hin und erklärte, dass die Verbraucher bereit seien, die Marke wieder zu kaufen. „In Anbetracht der stetigen Verbesserung und der Ergebnisse unserer jüngsten Studie, wonach über 40 % der ehemaligen Bud Light-Käufer bereit sind, wieder zurückzukehren, sind wir sicher, dass wir uns in die richtige Richtung bewegen. Der Aktienkurs erholte sich nach den Rückschlägen im ersten Halbjahr 2023 wieder deutlich, d.h. für uns ein Plus von 8,85%. **Alibaba Group Holdin**g hat seine Pläne zur Abspaltung seines Cloud-Geschäfts gestoppt, mit der Begründung, dass die Unsicherheiten über die US-Exportbeschränkungen bei Chips für KI-Anwendungen nach China zunehmen. Alibabas Besorgnis über die von Washington im Oktober angekündigten Exportbeschränkungen folgen auf ähnliche Aussagen, die diese Woche von der chinesischen Tencent Holdings geäußert wurden. Man sei durch die neuen Beschränkungen nun gezwungen nach Alternativen aus heimischer Produktion zu suchen. Im März kündigte Alibaba Pläne zur Ausgliederung des Cloud-Geschäft als Teil seiner Umstrukturierung an, der größten in der 24-jährigen Geschichte von Alibaba, die das Unternehmen in sechs Einheiten aufgeteilt hätte. Analysten hatten damals geschätzt, dass die Cloud-Sparte 41 bis 60 Milliarden Dollar wert sein könnte, hatten aber davor gewarnt, dass der Börsengang sowohl von chinesischen als auch von ausländischen Aufsichtsbehörden geprüft würde, aufgrund der riesigen Datenmengen, die Alibaba verwaltet. Die Aktie quittierte die Meldung mit starken Verkäufen und zeigt nun einen TotalReturn von -14,9% YTD. **Ping An** Die chinesischen Behörden haben offenbar die Ping An Versicherungsgruppe aufgefordert, eine Mehrheitsbeteiligung an Country Garden, dem größten privaten Bauträger des Landes, zu übernehmen. Chinas Staatsrat hat die lokale Regierung der Provinz Guangdong, in der beide Unternehmen ihren Sitz haben, angewiesen, bei der Rettung von Country Garden durch Ping An zu helfen, sagten Quellen. Eine staatlich veranlasste Rettung wäre eine der bisher bedeutendsten Interventionen der Behörden zur Unterstützung des hoch verschuldeten und in

Geldnot geratenen Immobiliensektors, der ein Viertel der chinesischen Wirtschaftstätigkeit ausmacht und Befürchtungen über eine breitere chinesische Finanzkrise ausgelöst hat. Der Versicherer Ping An, der mit China Life um den Titel der größten Versicherungsgruppe des Landes konkurriert, lehnte bisher einen Kommentar ab. Die Aktie bleibt durch die Turbulenzen schwach und zeigt jetzt einen TotalReturn (incl. Dividenden) von -26,4% YTD. Die Analysten der Investmentbank JPMorgan Chase & Co. haben die Aktien von **Tencent Music Entertainment Group** nach den überraschend gut ausgefallenen Quartalszahlen der vergangenen Woche von einem „neutral" auf „overweight" hochgestuft. Das Kursziel wurde um satte 43% von $7 auf $10 erhöht. Tencent Music betreibt Online Musikunterhaltungsplattformen, um Musikstreaming, Online-Karaoke und Live-Streaming-Dienste in der Volksrepublik China anzubieten. Die Marken sind u.a. QQ Music, Kugou Music, Kuwo Music, sowie WeSing. Die Aktie von Tencent Music hat ein 12-Monats-Tief von $5,44 und ein 12-Monats-Hoch von $9,29. Die Marktkapitalisierung ist $14,36 Milliarden bei einem KGV von 19,47. Der Kurs von TME konnte letzte Woche weiter zulegen und liegt jetzt bei +2,8% YTD, weiter deutlich über dem Gesamtmarkt (HangSeng Index -13,8% YTD). **Bausch Health Companies** hat seine Finanzergebnisse für das dritte Quartal 2023 veröffentlicht. Das konsolidierte Betriebsergebnis lag bei 14 Millionen US-Dollar, verglichen mit 244 Millionen Dollar im 3Q22, was einem Rückgang von 230 Millionen Dollar entspricht. Die Veränderung ist in erster Linie auf einen Anstieg der Abschreibungen, höhere Vertriebs-, Verwaltungs- und Gemeinkosten sowie Investitionen in Forschung und Entwicklung zurückzuführen. „Wir sind mit unserer soliden Leistung im dritten Quartal zufrieden, da jedes unserer Geschäftssegmente ein Umsatzwachstum im Vergleich zum Vorjahr verzeichnete. Wir konzentrieren uns weiterhin auf das Vorantreiben unserer F&E-Pipeline, die Stärkung unserer Bilanz und die Umsetzung unserer kommerziellen Strategien, um das globale Wachstum voranzutreiben", sagte Thomas J. Appio, Vorstandsvorsitzender von Bausch Health. Die Aktie musste einige Gewinne des ersten Halbjahres wieder abgeben und steht nun bei einem Ergebnis von +13,8% YTD. Die **Deutsche Bank AG** meldete für das dritte Quartal 2023 einen den Aktionären zurechenbaren Gewinn von 1,03 Mrd. € (1,12 Mrd. $), das sind 7,5 % weniger als im Vorjahresquartal. Der in Deutschland ansässige Kreditgeber machte einen Gewinn vor Steuern von €1,72 Milliarden ($1,88 Milliarden), 6,7 % mehr als im Vorjahr. Das Unternehmen verzeichnete höhere Nettoerträge, geringere Rückstellungen und eine starke Kapitalposition. Ein Anstieg der Betriebskosten wirkte sich jedoch etwas ausgleichend aus. Erträge und Kosten steigen, Rückstellungen sinken. Für das Gesamtjahr 2023 erwartet das Management Erträge in Höhe von 29 Milliarden Euro. Während die bereinigten Kosten im Wesentlichen unverändert bleiben sollen, erwartet die Deutsche Bank, dass die Risikovorsorge im Kreditgeschäft am oberen Ende von 25-30 Basispunkten liegen wird. Der TotalReturn der Aktie bleibt zwar immer noch etwas hinter dem DAX40-Index (+16,5% YTD) zurück und liegt jetzt aber schon bei +11,2% YTD. **ENEL Spa.** Der italienische Energiekonzern wird in den nächsten drei Jahren einen selektiveren Ansatz bei Investitionen verfolgen, um die Rentabilität zu maximieren und gleichzeitig die Risiken zu minimieren, sagte CEO Flavio Cattaneo bei der Vorstellung der Strategie des Unternehmens für den Zeitraum 2024-2026. Enel wird sich verstärkt auf die Netze konzentrieren, um die Regulierungsrahmen und europäische Zuschüsse zu nutzen. Das Unternehmen plant Gesamtbruttoinvestitionen von 35,8 Mrd. EUR (39,2 Mrd. USD) für diesen Zeitraum, von denen rund 18,6 Mrd. EUR in die Netze, 12,1 Mrd. EUR in erneuerbare Energien und etwa 3 Mrd. EUR auf das Kundensegment entfallen. Geografisch gesehen werden sich die Gesamtinvestitionen auf Italien (49%), die iberische Halbinsel (25%), Lateinamerika (19%) und Nordamerika (7%) aufteilen. Außerdem beabsichtigt man Partnerschaften für Projekte im Bereich der erneuerbaren Energien mit einem Gesamtvolumen von 6,1 Mrd. EUR einzugehen. Enel wird in Onshore-Windkraft, Solarenergie und Batteriespeicher investieren. Der größte Teil der Investitionen in erneuerbare Energien wird in Europa getätigt, etwa 7,2 Mrd. EUR. Milliarden Euro, während auf Lateinamerika und Nordamerika rund 2,6 Milliarden Euro Mrd. EUR bzw. 2,3 Mrd. EUR entfallen. Die Aktie bleibt weiter mit einem TotalReturn (incl. Dividenden) von +37,9% YTD noch deutlich über dem hohen italienischen Gesamtmarkt (FTSE MIB +25,4% YTD). Italiens staatlich kontrollierter Verteidigungs- und Raumfahrtkonzern **Leonardo Spa** hat mitgeteilt, dass er einen 6,3%igen Minderheitsanteil an seiner US-Tochter Leonardo DRS am Markt verkaufen will. Die 16,5 Millionen Aktien von Leonardo DRS, aus denen die Beteiligung besteht sind etwa 344,2 Mio. $ wert. Der Erlös aus dem Verkauf wird dazu verwendet, die finanzielle Flexibilität zur Finanzierung möglicher Investitionen und Akquisitionen, sagte Leonardo in seiner Erklärung zur Ankündigung des Verkaufs. Morgan Stanley, BofA Securities und J.P. Morgan fungieren als gemeinsame Book-Running-Manager für das geplante Aktienangebot. Leonardo meldete vorher steigende Kerngewinne, Umsätze und Auftragseingänge und bestätigte seine Prognose für das Gesamtjahr. Die hohe Rentabilität von Leonardo in den neun Monaten bis zum 30. September wurde hauptsächlich durch Elektronik, Flugzeuge und Hubschrauber getragen. Die Aktie bleibt einer der großen Outperformer des Jahres mit einem TotalReturn (incl. Dividenden) von jetzt eindrucksvollen +76,7% YTD. Der niederländi-

sche Tech-Investor mit südafrikanischen Wurzeln **Prosus NV** zeigte für das am 30. September zu Ende gegangene Halbjahr einen Kerngewinn von 2,0 Mrd. USD, gegenüber 1,1 Mrd. USD im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Das Unternehmen gab an, dass dies einem Anstieg von 118 Prozent entspricht, wenn man es um Währungsschwankungen und Geschäftsveräußerungen bereinigt. Der Kerngewinn ist eine nicht standardisierte Kennzahl, die nach Angaben des Unternehmens die operative Leistung des Konzerns am besten widerspiegelt. Darin enthalten ist die große Beteiligung von Prosus am chinesischen Unternehmen Tencent, die nach Angaben des Unternehmens von 26,2 Prozent auf 25 Prozent reduziert wurde, um ein fortlaufendes Aktienrückkaufprogramm zu finanzieren. Diese Aktienrückkäufe kommen durchaus den Aktionären zugute, da die Tencent-Beteiligung, die jetzt 98 Milliarden US-Dollar wert ist, etwa 30 Prozent mehr wert ist als Prosus selbst. Bei den anderen E-Commerce-Unternehmen, die das Unternehmen besitzt und betreibt, stieg der Umsatz laut Prosus um 13 Prozent auf 2,6 Milliarden US-Dollar, während sich das Handelsergebnis auf einen Verlust von 36 Millionen US-Dollar verbesserte und damit von einem Verlust von 256 Millionen US-Dollar im gleichen Zeitraum des Vorjahres zurückging. Die Aktie liegt aber z.Zt. mit einem TotalReturn von +3,1% YTD immer noch unter Indexniveau (AEX-Index +11% YTD). Das britische Öl- und Gasexplorationsunternehmen **Tullow Oil** hat vor einigen Wochen einen fünfjährigen Kreditvertrag über 400 Millionen Dollar mit Glencore unterzeichnet um die Refinanzierung der bis 2026 fälligen vorrangigen Anleihen zu unterstützen. Die Vereinbarung mit Glencore Energy UK Ltd. gilt für 18 Monate und ermöglicht Tullow, alle ausstehenden 2025er Anleihen zu bedienen und auch die 2026er Anleihen zu refinanzieren. Das Unternehmen unterzeichnete außerdem einen Ölvermarktungs- und Abnehmervertrag mit Glencore zur Abnahme von Rohöl aus seinen Quellen in Ghana und Gabun. Zuvor hatte Tullow das Rohöl selbst vermarktet. Der Vertrag umfasst die gesamte Produktion aus den Offshore-Feldern in Ghana Jubilee und TEN. Man rechnet mit einem Nettovolumen aus seinen ghanaischen Feldern von rund 46.000 Barrel pro Tag (bpd) in diesem Jahr, zusätzlich zu etwa 10.000 bpd aus Gabun. Mit den positiven Meldungen konnte die Aktie zeitweise bis zu 20% zulegen und zeigt jetzt ein Ergebnis von -2,1% YTD. **Volkswagen Vz.** hat in Sachen E-Mobilität gegenüber der Konkurrenz noch einen Rückstand. Doch der Autobauer arbeitet mit Hochdruck daran den Elektroanteil zu steigern und baut offensichtlich intensiv an einem Stromer für unter 20.000 Euro. Aufgrund der großen Herausforderungen, etwa bei den Batteriekosten, sei es „Champions League" bei diesem Preis ein profitables Auto zu bauen, hieß es aus VW-Kreisen. Konkret will VW nach Auslaufen der achten Generation des Golfs die Reihe als E-Auto weiterführen. Dabei soll der elektrifizierte Golf in einer Kompaktbaureihe mit dem ID.3 zusammengeführt werden und seinen Namen behalten. VW-Markenchef Thomas Schäfer unterstrich die Wichtigkeit des Modells. Der Golf sei und bleibe für Volkswagen ein absolutes Kernmodell. Da das neue Modell aber zu 100 Prozent VW-Gene tragen soll, also auf der eigens dafür gefertigten Plattform basiert, wird es bis zur Markteinführung noch lange dauern. Bis 2027 plant der Autobauer mit elf neuen E-Modellen, der Einstiegs-Stromer gehört allerdings noch nicht dazu. Und auch beim elektrischen Golf soll es noch einige Zeit dauern. Bis 2027 wird noch die achte Generation des Kompaktwagens produziert, erst danach soll die Baureihe elektrifiziert erscheinen. Die Elektro-Modelle sind für Volkswagen ein wichtiger Pfeiler bei Transformation ins Elektrozeitalter. Die Konkurrenz aus China, aber auch Renault und Dacia aus Europa, drängen mit günstigen E-Autos auf den Markt und versuchen sich früher als VW Marktanteile zu sichern. Insgesamt erwartet der europäische Autoverband ACEA im kommenden Jahr weniger Wachstum der Neuzulassungen in der Europäischen Union als 2023. Nach der Prognose sollen 2024 mit rund 10,7 Millionen 2,5 Prozent mehr Neuwagen als in diesem Jahr auf die Straße kommen. Das laufende Jahr werde mit einem Plus von zwölf Prozent enden, so dass mit 10,5 Millionen neuen Pkw der Markt noch rund ein Fünftel unter 2019, dem Jahr vor Ausbruch der Corona-Pandemie, liegen werde. Die europäischen Autobauer fordern von der Europäischen Union mit Blick auf die im nächsten Jahr anstehende Wahl des Europäischen Parlaments, das Tempo bei der Regulierungen zu drosseln. Die Volkswagen Vorzugsaktien zeigen mit einen TotalReturn von -1,9% YTD immer noch eine deutliche Underperformance.

Kurzbeschreibung der Portfolio-Mitglieder

Anheuser-Busch InBev ist eine belgische Unternehmensgruppe und – gemessen am Absatzvolumen – die größte Brauereigruppe der Welt. Sie hat ihren juristischen Sitz in Brüssel und operative Sitze in Löwen sowie New York City und entstand 2008 durch die Übernahme von Anheuser-Busch durch die InBev-Gruppe. Das Unternehmen ist an der Brüsseler Euronext-Börse notiert und Teil des EURO STOXX 50 sowie des BEL20. Es beschäftigt über 160.000 Mitarbeiter und ist mit 630 Marken, gebraut in 260 Brauereien, in über 150 Ländern vertreten. Damit ist das Unternehmen der weltweit größte Bierproduzent gemessen an Produktionsvolumen und Umsatz.

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.

Deutsche Bank Aktiengesellschaft ist das nach Bilanzsumme und Mitarbeiterzahl größte Kreditinstitut Deutschlands. Das Unternehmen mit Sitz in Frankfurt am Main ist als Universalbank tätig und unterhält bedeutende Niederlassungen in London, New York City, Singapur, Hongkong und Sydney. In Deutschland arbeiteten 2020 rund 37.300, weltweit rund 84.700 Mitarbeiter für die Bank. Besonderes Gewicht legt die Bank auf das Investmentbanking mit der Emission von Aktien, Anleihen und Zertifikaten. Unter der Marke DWS Investments ist die Deutsche Bank mit einem Marktanteil von ca. 26 Prozent der größte Anbieter von Publikumsfonds in Deutschland.

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.

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.

Ping An Insurance (Group) Company aus China bietet Versicherungen, Banking, Vermögensverwaltung und Internetfinanzierungen an. Der Konzern ist doppelt so groß wie die deutsche Allianz.

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.

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.

Bei der ausgewiesenen Performance handelt es sich um eine Performance ohne Gebühren und Steuern. Die tatsächliche Performance kann durch abweichende Ausführungskurse, Steuern und Gebühren auf Portfolioebene von der ausgewiesenen Performance abweichen.

Grafik 17

ICM InvestmentBank AG
UNABHÄNGIGE VERMÖGENSVERWALTER

15er Aktienportfolio

Auslastung: 73% 01.12.23

No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2023 YTD	P/L total	ESG Grade
1	ABI.BR	**AB INBEV/d**	Consumer Non-Cyclicals	BE0974293251	EUR	BRU	25.09.23	52,93	**57,61**	2,38%	**8,85%**	A-
2	BABA.DF	**ALIBABA GRP AD/d**	Technology	US01609W1027	USD	ADC	26.01.21	264,00	**74,86**	-14,99%	**-71,64%**	C+
3	BHC.DF	**BAUSCH HEALTH /d**	Healthcare	CA0717341071	USD	ADC	18.05.22	10,97	**7,14**	13,78%	**-34,91%**	B+
4	DBKGn.DE	**DEUTSCHE BANK N**	Financials	DE0005140008	EUR	GER	03.02.23	11,55	**11,426**	7,91%	**-1,06%**	A
5	ENEI.MI	**ENEL/d**	Utilities	IT0003128367	EUR	MIL	13.12.22	5,27	**6,486**	28,95%	**23,17%**	A+
6	LDOF.MI	**LEONARDO/d**	Industrials	IT0003856405	EUR	MIL	13.04.22	10,03	**14,07**	74,57%	**40,33%**	A
7	2318.HK	**PING AN/d**	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	**36,15**	-30,01%	**-61,62%**	B
8	PRX.AS	**PROSUS/d**	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	33,94	**30,4**	2,81%	**-10,44%**	B+
9	TME.DF	**TENCENT MUSIC/d**	Technology	US88034P1093	USD	ADC	06.04.21	20,07	**8,515**	2,78%	**-57,57%**	D+
10	TLW.L	**TULLOW OIL/d**	Energy	GB0001500809	GBp	LSE	27.09.19	83,59	**36,14**	-2,11%	**-56,76%**	B
11	VOWG_p.DE	**VOLKSWAGEN VZ**	Consumer Cyclicals	DE0007664039	EUR	GER	18.10.22	112,49	**106,42**	-8,59%	**-5,40%**	A
12												
13												
14												
15												

	Aktiendepot in €	MSCI in €
Performance in 2017	24,84%	5,50%
Performance in 2018	-9,56%	-5,92%
Performance in 2019	16,53%	27,49%
Performance in 2020	-3,15%	11,86%
Performance in 2021	**10,88%**	**30,73%**
Performance in 2022	**9,03%**	**-15,12%**
Performance in 2023 (YT	**17,69%**	**13,98%**

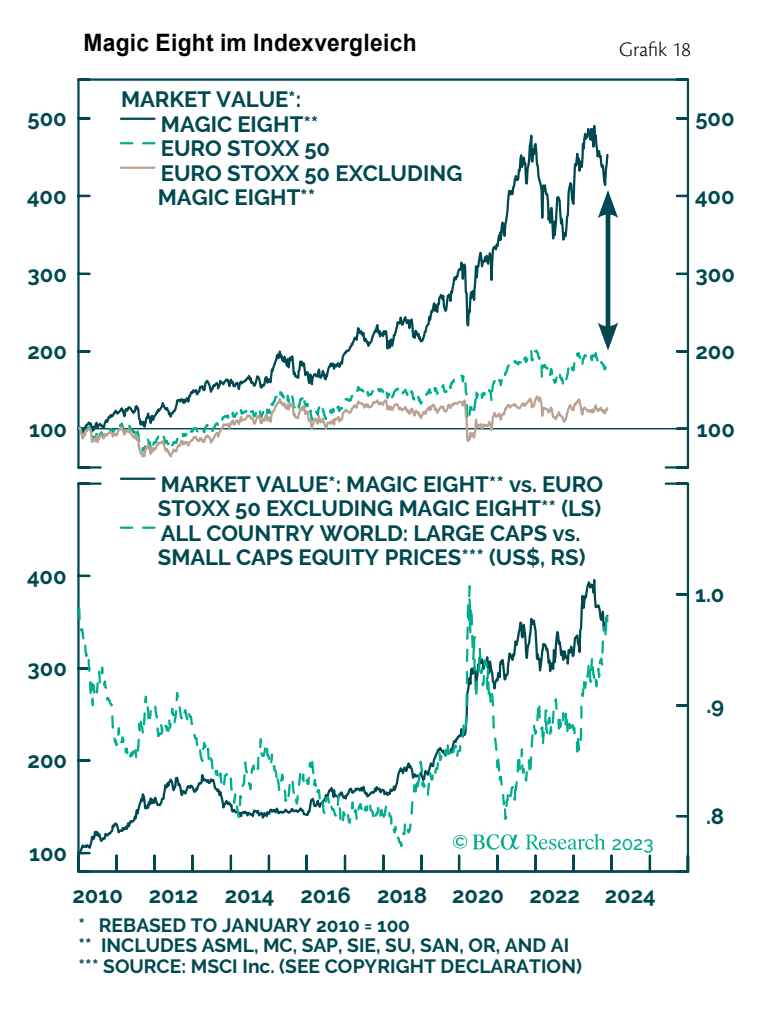
Die in diesem Dokument enthaltenen Zahlen, Daten und sonstige Informationen sind nach Auffassung der ICM InvestmentBank AG verlässlich und/oder wurden aus verlässlichen Quellen bezogen. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt allerdings keine Gewähr.

Die Magic Eight – das europäische Gegenstück zu den Magnificient Seven der USA

Wie ihre „Magnificent Seven" in den USA sind die „Magic Eight" acht der größten Unternehmen in allen Aktienindizes der Eurozone und gehören zum EURO STOXX 50. Auf die Magic Eight entfallen 21,8 % der Marktkapitalisierung des EURO STOXX 50, 27,2 % der MSCI Euro Area Benchmark und 10,7 % des EURO STOXX 600. Geografisch konzentrieren sie sich auf Frankreich, Deutschland und die Niederlande. Sie heißen Air Liquide, ASML, L´Oréal, LVMH, Sanofi, SAP, Schneider Electric und Siemens.

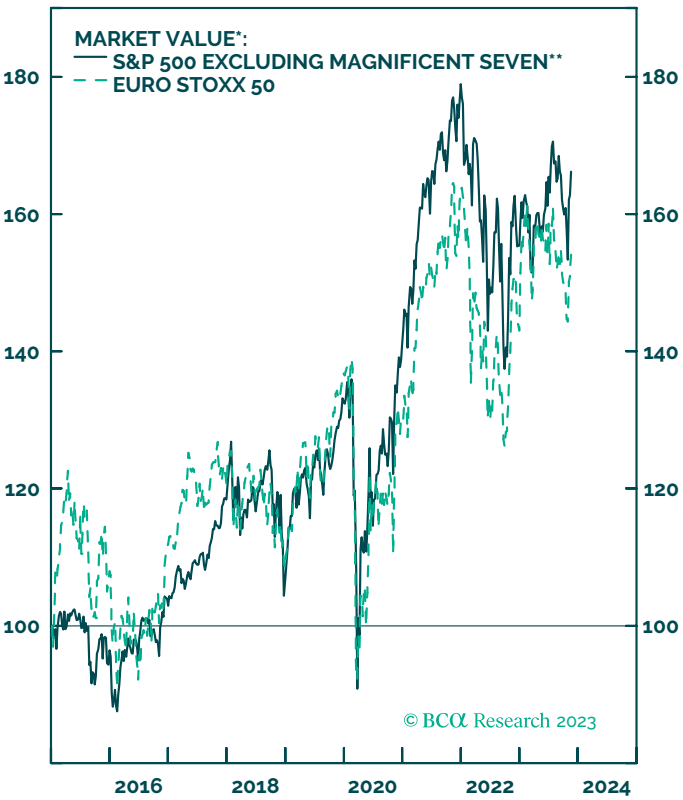
Eine Besonderheit ist, dass die „Magic Eight" wie die „Magnificent Seven" im Verhältnis zum S&P 500 einen unverhältnismäßig großen Anteil an den Gewinnen der europäischen Aktienbenchmarks in den letzten zehn Jahren hatten. Genauer gesagt machen sie rund 50 % der Gewinne des EURO STOXX 50 seit 2015 aus, was bedeutet, dass die annualisierte Rendite des EURO STOXX 50 ohne diese Handvoll Namen bei 1,8 % und nicht bei 4,8 % gelegen hätte. Mit anderen Worten: Die „Magic Eight" sind in Europa der Ausdruck der weltweiten Outperformance von Large-Cap-Aktien gegenüber Small-Cap-Aktien, insbesondere seit 2018.

Die „Magischen Acht" unterscheiden sich in einem Punkt von den „Glorreichen Sieben" des S+P 500: die Diversifizierung. In den USA konzentrieren sich die dominierenden Namen auf den weit gefassten Technologiesektor. In der Eurozone hingegen bilden die „Magic Eight" eine viel breiter gefächerte Gruppe von Sektoren, die sich über Technologie, Konsumgüter, Industrie, Chemie und Gesundheitswesen erstreckt. Letztlich ist es diese Eigenschaft, die zu ihrer unterdurchschnittlichen Performance im Vergleich zu den „Magnificent Seven" beigetragen hat. Allerdings ohne die US-Schwergewichte, die für 36 % der Kursgewinne im Index seit 2015 stehen, hätten EuroStoxx 50 und S+P500 nicht derart ausgeprägte Abweichungen in der Performance der letzten Jahre ausgewiesen.



Eurostoxx 50 und S+P 500 ohne M7 im Gleichlauf

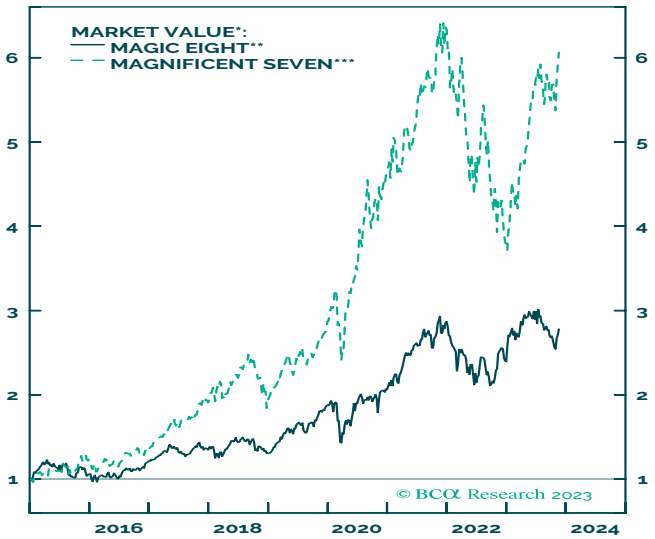
Grafik 19



* REBASED TO JANUARY 2015 = 100
** INCLUDES AAPL, MSFT, GOOGL, AMZN, META, NVDA, AND TSLA

stärkere Gewinndynamik seit 2011 offensichtlich

Grafik 20



* REBASED TO JANUARY 2015 = 1
** INCLUDES ASML, MC, SAP, SIE, SU, SAN, OR, AND AI
*** INCLUDES AAPL, MSFT, GOOGL, AMZN, META, NVDA, AND TSLA

Ein weiteres Merkmal der „Magischen Acht" ist, dass sie im Vergleich zu den defensiven Werten nur eine geringe Korrelation mit der Performance der globalen Zykliker aufweisen, obwohl die meisten Vertreter ihrer Bestandteile in zyklischen Branchen tätig sind. Dies ist eine attraktive Eigenschaft, da es ihre Korrelation mit dem sehr zyklischen Aktienmarkt der Eurozone verringert. Außerdem deutet es darauf hin, dass wir uns auf die Faktoranalyse konzentrieren müssen, um ihr Verhalten zu verstehen.

Teuer sind die Magic Eight allerdings auch geworden. Dieser Aktienkorb wird mit dem 21,2-fachen der 2024er Gewinnerwartungen gehandelt, verglichen mit dem 12,4-fachen des EURO STOXX 50, was bedeutet, dass die verbleibenden Bestandteile der Benchmark der Eurozone nur mit dem 10,1-fachen des 2024er Gewinns gehandelt werden, wenn wir diese acht Namen ausschließen.

Das wesentliche Merkmal der „Magic Eight"-Aktien ist, dass sie hauptsächlich zwei Faktoren ausgesetzt sind, die sich in den letzten zehn Jahren stark überschnitten haben: Wachstum und Qualität. Sie zeichnen sich durch ein konstant hohes Gewinnwachstum aus. Seit 2011 haben die „Magic Eight" ein jährliches EPS-Wachstum von 8,3 % erzielt, verglichen mit 6,8 % für den Rest des EURO STOXX 50.

Ein erheblicher Teil der Outperformance fand nach der Pandemie statt, die auch mit einer Beschleunigung der Kursgewinne der „Magic Eight" zusammenfiel. Sie weisen auch wichtige Merkmale des Qualitätsfaktors auf. Mit Ausnahme eines kurzen Zeitraums zwischen Juni und Dezember 2019 war ihre durchschnittliche Eigenkapitalrendite stets höher als die des übrigen EURO STOXX 50. Heute hat der Abstand ein Rekordhoch erreicht: Die Eigenkapitalrendite der „Magic Eight" steht bei fast 30 %, während die des restlichen Marktes eher bei 15 % liegt. Die „Magic Eight" weisen auch einen solideren Zinsdeckungsgrad und einen niedrigeren Verschuldungsgrad als der Rest des Marktes auf. Allerdings haben sich diese beiden Vorteile in den letzten 24 Monaten abgeschwächt.

Das Kursverhalten dieser Aktien bestätigt, dass sie in erheblichem Maße auf die Faktoren Wachstum und Qualität reagieren. Die Wertentwicklung der „Magic Eight" im Vergleich zum übrigen EURO STOXX 50 folgt sowohl der Entwicklung des MSCI ACWI Growth gegenüber der MSCI ACWI Value-Benchmark als auch der des MSCI ACWI Quality gegenüber der MSCI ACWI-Benchmark. Das bestätigt, dass die Wachstums- und Qualitätsattribute dieser acht Aktien die wichtigsten Bestimmungsfaktoren für ihre überdurchschnittliche Performance in den letzten zehn Jahren waren.

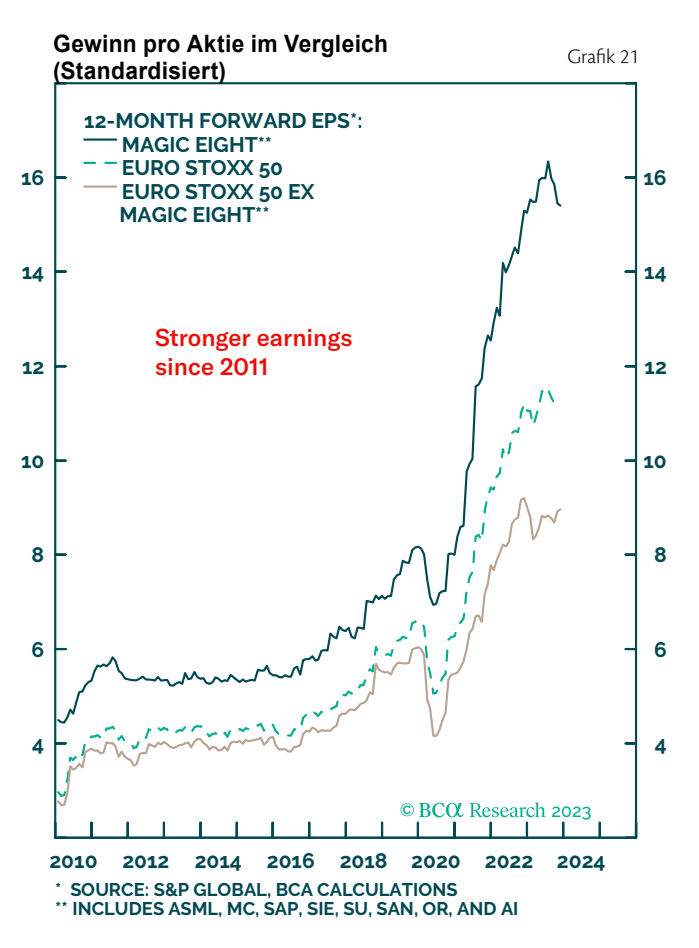
Am Rande sei erwähnt, dass der Qualitätsfaktor eine wichtigere Rolle spielte als der Wachstumsfaktor. Eine einfache Regressionsanalyse zeigt, dass die Performance der „Magic Eight" im Vergleich zum Rest des EURO STOXX 50 stärker auf den Qualitätsfaktor (statistisch signifikanter Betakoeffizient von 1,8) als auf den Wachstums- bzw. Wertfaktor (statistisch signifikanter Betakoeffizient von 0,5) zurückzuführen ist.

Die „Magic Eight" weisen ein starkes Gewinnwachstum und eine höhere Gewinnqualität auf als der Rest des europäischen Marktes. Diese Eigenschaften bedeuten, dass sie sowohl mit dem globalen Qualitätsfaktor als auch mit dem Growth-to-Value-Faktor eng korrelieren.

Hingegen nur sehr wenige wirtschaftliche Variablen erklären die Outperformance der „Magic Eight" gegenüber dem EURO STOXX 50, abgesehen vielleicht von ihrem internationalen Engagement.

Wie bereits erwähnt weist die Performance der „Magic Eight" im Vergleich zum Rest des EURO STOXX 50 eine geringe Korrelation mit der Aufteilung in zyklische und defensive Werte auf, was überraschend ist, da die meisten dieser Aktien in zyklischen Branchen tätig sind.

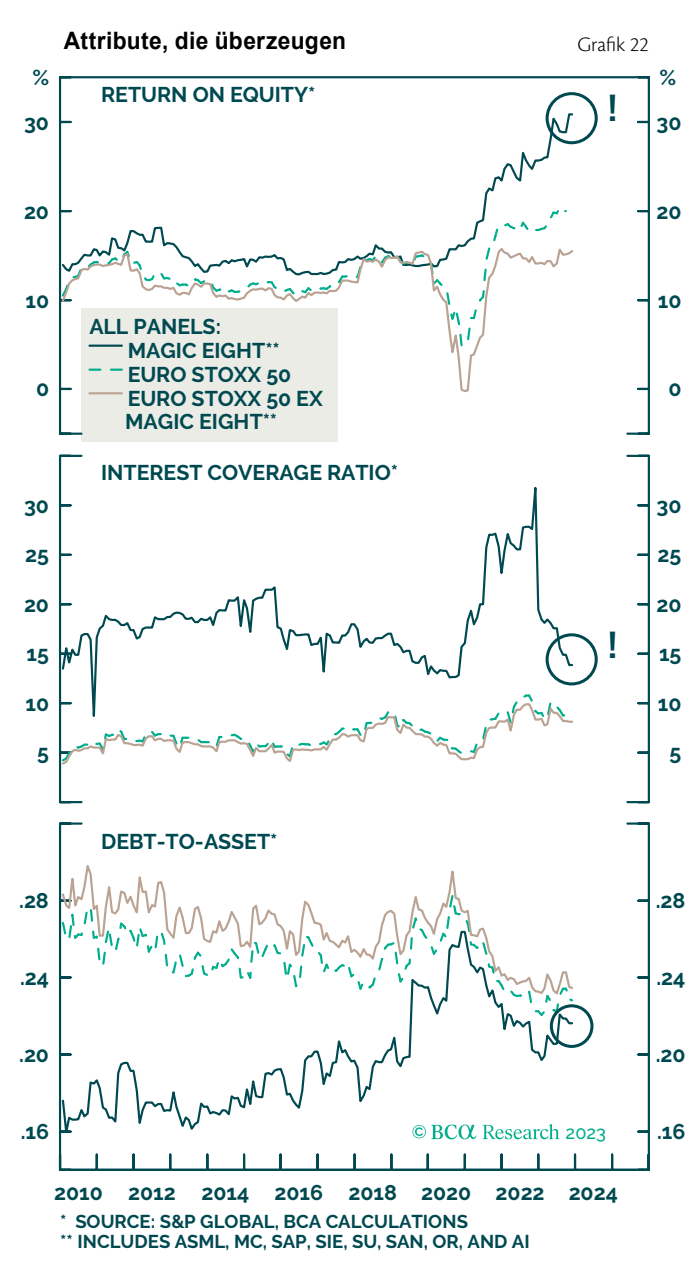
Die Outperformance der „Magic Eight" scheint jedoch mit einer wichtigen makroökonomischen Entwicklung zusammenzuhängen: Die schwache Leistung der Binnenwirtschaft der Eurozone. Die relative Performance der „Magic Eight" im Vergleich zum Rest des EURO STOXX 50 folgt nämlich in etwa dem stärkeren BIP-Wachstum der USA im Vergleich zu dem des Euroraums sowie den europäischen Exporten nach China, sowohl in absoluten Zahlen als auch als Anteil am BIP des Euroraums.



Diese Verbindung ist intuitiv. Bei diesen Unternehmen handelt es sich um internationale Giganten, die einen sehr großen Teil ihrer Erträge außerhalb der Eurozone erwirtschaften, und zwar in stärkerem Maße als die europäische Benchmark, bei der inländisch geprägte Finanzwerte stärker gewichtet werden. Infolge dieses Auslandsengagements haben sich ihre Erträge und ihr Gewinnwachstum besser entwickelt als das des übrigen europäischen Marktes. Unterm Strich: Die Leistung der „Magic Eight" ist nicht stark an makroökonomische Variablen gebunden. Nichtsdestotrotz waren sie wichtige Nutznießer der Globalisierung, da sie aufgrund ihrer hohen Auslandseinnahmen ein stärkeres Umsatz- und Gewinnwachstum verzeichnen konnten, als wenn sie enger an die wachstumsschwache europäische Wirtschaft gebunden gewesen wären.

Die Aussichten für die „Magic Eight" in den nächsten sechs bis neun Monaten sind allerdings nicht gerade aufregend, aber strukturell werden sie wahrscheinlich weiterhin eine bessere Performance als der übrige europäische Markt aufweisen.

Die kurzfristigen Risiken für diese acht Aktien hängen mit der Einschätzung zusammen, dass die europäische und globale Wirtschaft gegen Mitte 2024 von einer Rezession erfasst wird. In einer globalen Rezession schrumpft der internationale Handel schneller als das BIP, was bedeutet, dass die hohen internationalen Einnahmen dieser Unternehmen von einem Rückenwind zu einem vorübergehenden Gegenwind werden.



Eine Rezession wird wahrscheinlich auch zu einem breiten Ausverkauf bei globalen Aktien führen. Da Wachstums- und Qualitätswerte in den letzten zehn Jahren den größten Teil der Kapitalströme angezogen haben, wird ein Kapitalabfluss diese beiden Faktoren wahrscheinlich unverhältnismäßig stark treffen. Darüber hinaus weisen die „Magic Eight" eine positive Korrelation zum Momentum-Faktor von 22 % auf (wenn auch eine wesentlich geringere Beziehung als zu den Faktoren Wachstum und Qualität). Wenn die Aktienmärkte zu leiden beginnen, könnte sich die Schwäche der „Magischen Acht" folglich selbst verstärken, insbesondere wenn die teuren Highflyer des letzten Jahrzehnts die Hauptlast der Kapitalabflüsse tragen.

Unterm Strich: Die Performance der „Magischen Acht" ist nicht stark an makroökonomische Variablen gebunden. Dennoch waren sie wichtige Nutznießer der Globalisierung, da ihre hohen Auslandseinnahmen ihnen ein stärkeres Umsatz- und Gewinnwachstum ermöglichten, als wenn sie enger an die wachstumsschwache europäische Wirtschaft gebunden gewesen wären. In der ersten Hälfte des Jahres 2024 werden die „Magic Eight" wahrscheinlich einen starken Rückgang sowohl in absoluten als auch in relativen Zahlen erleben, wenn die Weltwirtschaft bis Mitte des Jahres in eine Rezession abgleitet. Dennoch bleiben ihre langfristigen Aussichten gut, da der Qualitätsfaktor und ihre diversifizierte sektorale Zusammensetzung attraktive Eigenschaften darstellen.

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 ohne klaren Trend, 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.

Abb. 23: technische Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

Grafik 23

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

Standard&Poor's 500 Kursindex

Grafik 24

Der S+P 500 Index konnte nach den Rückgängen im Oktober die 200Tage Linie bei 4280 Punkten wieder deutlich überschreiten. Nächstes Ziel sind die Höchststände aus dem Juli. Der ADX Indikator signalisiert eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung. Der Geldstromindex zeigt seit Anfang November deutliche Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index hat sich aus dem überkauften Bereich wieder leicht nach unten bewegt und ist neutral. Der MACD zeigt zwar nachlassende Dynamik der Aufwärtsbewegung gibt aber noch kein negatives Signal. Der William %R Oszillator verharrt im überkauften Bereich und gibt ein Verkaufssignal. **Ergebnis: neutral/positiv**

EuroStoxx 50 - Kursindex

Grafik 25

Der EuroStoxx50-Index konnte den 10% Rückgang von August bis Ende Oktober wieder aufholen und liegt jetzt wieder deutlich über der 200 Tage Linie bei 4270 Punkten. Nächster Widerstand ist die Marke von 4400 Punkten und der alte Höchststand von Ende Juli. Der ADX Indikator weist klar auf eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung hin. Der Geldstromindex zeigt seit Anfang November wieder Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index ist in der überkauften Zone angekommen und gibt erste leichte Verkaufssignale. Der MACD zeigt jetzt auch ein leicht negatives Signal aus dem überkauften Bereich. Der William %R Oszillator gibt ebenfalls ein Verkaufssignal. **Ergebnis: neutral**

DAX40 - Kursindex

Grafik 26

Wie EuroStoxx50 konnte der DAX40-Kursindex seinen Abwärtstrend von August bis Oktober im November wieder wettmachen und kämpft jetzt gegen den Widerstand bei 6.500 Punkten. Die 200 Tagelinie bei ca. 6.250 Punkten ist eine gute Unterstützung. Der ADX Indikator zeigt deutlich eine Fortsetzung des positiven Trends. Der Geldstromindex zeigt seit Anfang November wieder Mittelzuflüsse und ist auch positiv. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator zeigen beide ein Verkaufssignal aus dem überkauften Bereich. Der MACD Indikator ist ebenfalls schon relativ weit nach oben gelaufen, zeigt aber noch kein klares Negativsignal.

Ergebnis: neutral

Nikkei 225 - Kursindex

Grafik 27

Der japanische Markt versucht weiter die Höchststände von Mitte Juni und Anfang Juli bei ca. 34.000 Punkten zu durchbrechen. Die 200 Tage Linie bei ca. 30.950 Punkten wurde während der Korrektur im Oktober nicht gebrochen und ist eine gute Unterstützung. Der ADX-Indikator deutet eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung an. Der Money-Flow-Index zeigt seit Anfang November gleichbleibende Nettokäufe. Der MACD dreht langsam im hohen Bereich nach unten, gibt aber noch kein klares Verkaufssignal. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide zwar relativ hoch, aber wieder im neutralen Bereich.

Ergebnis: positiv

Hang Seng – Kursindex

Nach dem Jahreshoch im Januar befindet sich HongKong in einem stetigen Abwärtstrend und musste im August auch die wichtige 200Tage-Linie bei z.Zt. 18.970 Punkten nach unten verlassen. Um diese Marke wieder zu erreichen müsste allerdings erst der Widerstand bei 18.000 Punkten geknackt werden. Der ADX Indikator ist weiter uneinheitlich und gibt kein Bild. Der Money-Flow-Index zeigt seit Mitte Juli immer noch stetige, aber langsam nachlassende, Mittelabflüsse. Der MACD ist absolut neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide deutlich überverkauft und geben jetzt erste Kaufsignale. **Ergebnis: neutral**

Grafik 28

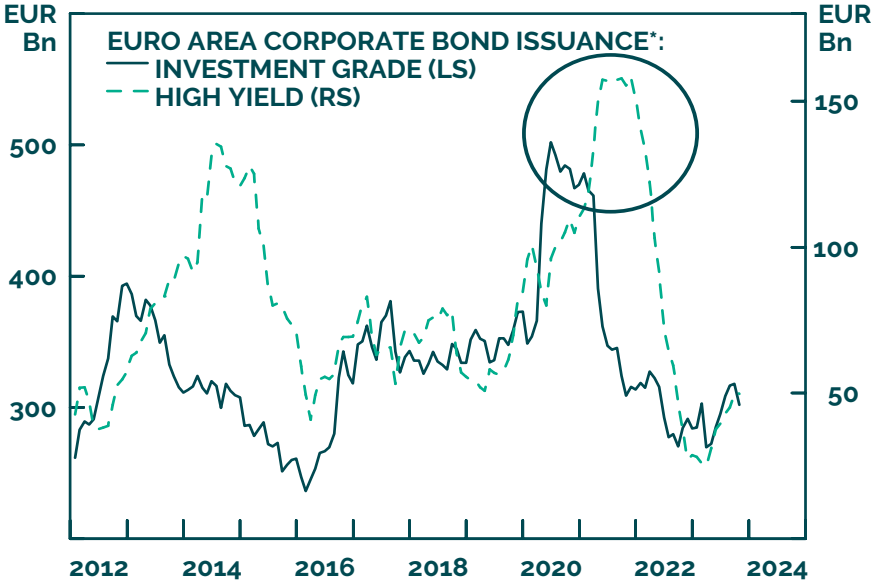
Anleihen: Kursgewinne sind geholt.

Das Ende der Straffungskampagne der EZB ist positiv für die Kreditvergabe, zumindest am Rande. Die Geldmenge hat ihren Tiefpunkt erreicht und der Bankensektor verschärft die Kreditvergabestandards nicht mehr so aggressiv wie zu Beginn des Jahres. Aber der Kreditzyklus ist weit fortgeschritten. Die europäischen Unternehmen nutzten die günstigen Kreditkosten in den Jahren 2020 und 2021, um mehr Unternehmensanleihen zu emittieren, insbesondere im Bereich der Hochzinsanleihen. Dennoch weist der europäische Markt für Unternehmensanleihen kürzere Laufzeiten als der US-amerikanische auf und hat eine kürzere Duration. Die durchschnittliche Restlaufzeit beträgt 5 Jahre bzw. 3,5 Jahre für Investment Grade und High Yield im Euroraum, verglichen mit 10,7 Jahren und 5,9 Jahren in den USA.

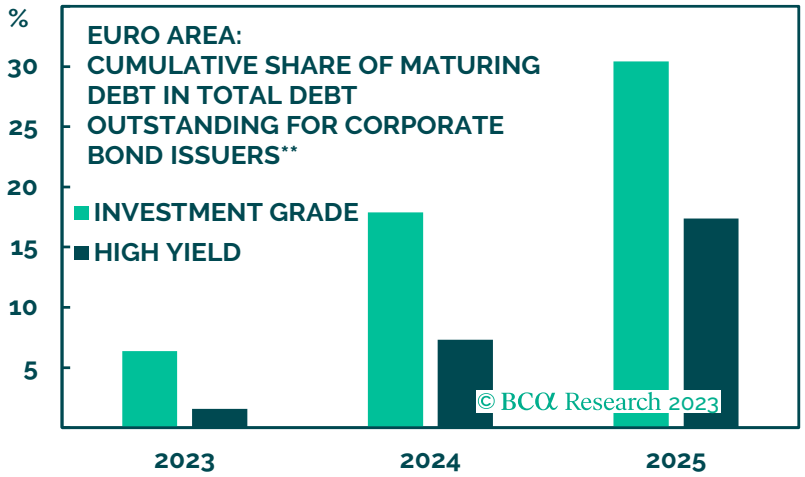
Im Euroraum sind in den nächsten zwei Jahren bei Emittenten mit Investment-Grade-Rating 30 % und bei HY-Emittenten die Hälfte der gesamten ausstehenden Anleihen fällig. Unternehmensanleihen werden in der Regel etwa zwölf Monate vor ihrer Fälligkeit refinanziert, was bedeutet, dass die kommenden Monate im Kontext nun höherer Zinsen und strengerer Finanzierungsbedingungen belastet sein werden.

Der aktuelle geldpolitische Hintergrund und die Erwartung einer weiteren Verschlechterung der Bilanzsituation von Unternehmen haben die Aufmerksamkeit der Anleger auch auf die europäischen Ausfallraten gelenkt. Obwohl die von Moody's ermittelte 12-Monats-Ausfallrate für spekulative Schuldner seit Ende 2021 tendenziell gestiegen ist (ohne russische Ausfälle), liegt sie derzeit bei 2,7 % und entspricht damit ihrem 10-Jahres-Durchschnitt. Derzeit liegt die Ausfallquote relativ nahe an den Ergebnissen eines Modells unseres Partners BCA Research, das auf dem Bruttoverschuldungsgrad von Unternehmen außerhalb des Finanzsektors, den Kreditvergabestandards der Banken und dem realen BIP basiert.

Refinanzierungen drücken auf den Markt Grafik 29

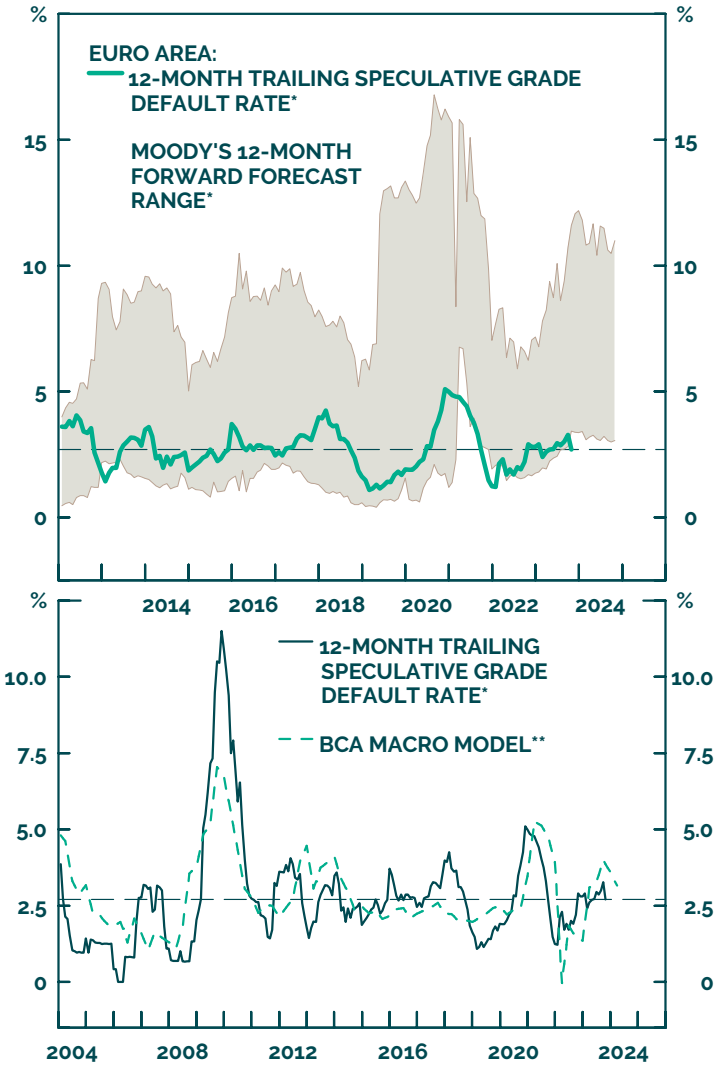


* SHOWN AS A 12-MONTH MOVING TOTAL.
SOURCE: MOODY'S INVESTOR SERVICES



** AS OF MAY 2023. SOURCE: BLOOMBERG FINANCE L.P., MOODY'S ANALYTICS, AND ECB

Ausfallraten werden steigen. Grafik 30



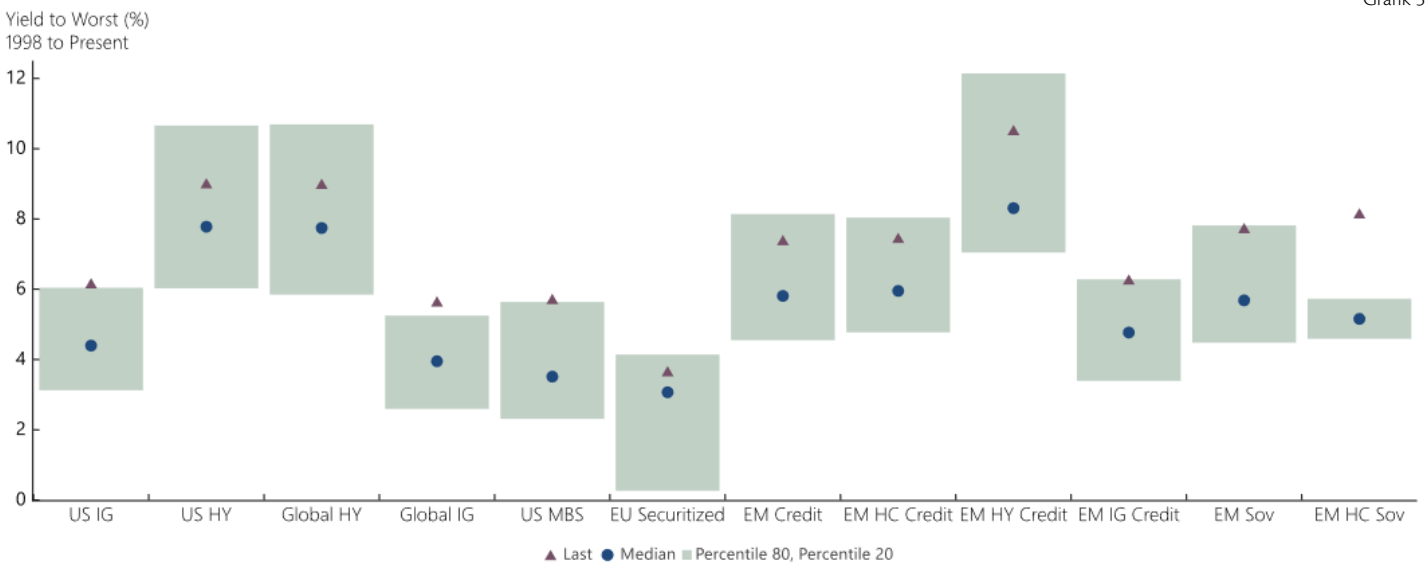
* SOURCE: MOODY'S INVESTORS SERVICE
** MODEL BASED ON NONFINANCIAL CORPORATE GROSS LEVERAGE, BANK LENDING STANDARDS, AND REAL GDP
NOTE: VERTICAL DASHED LINES DENOTE DEFAULT RATE AVERAGE FROM 2012 TO PRESENT

Die Bandbreite der geschätzten Ausfallraten, die mit der Erwartung einer weiteren Verschlechterung der Unternehmensbilanzen und einer leichten Rezession in der zweiten Hälfte des Jahres 2024 übereinstimmen, liegt zwischen 4,5 % und 5,8 %. Dies entspricht einem Spitzenwert, der zwischen dem Basisszenario und dem moderat pessimistischen Szenario von Moody's für die nächsten 12 Monate liegt.

Der Wind dürfte daher in den kommenden Monaten rauer werden.

Die Grafik 31 gibt einen Anhaltspunkt, wie einzelne Marktsegmente im Mittel der letzten 25 Jahre rentierten und wo ihre Rendite sich aktuell befindet. Spätestens hier sieht man, dass die langfristigen Mittelwerte in den meisten Fällen um rund 2 Prozentpunkte höher lagen.

Global Credit Sectors Grafik 31



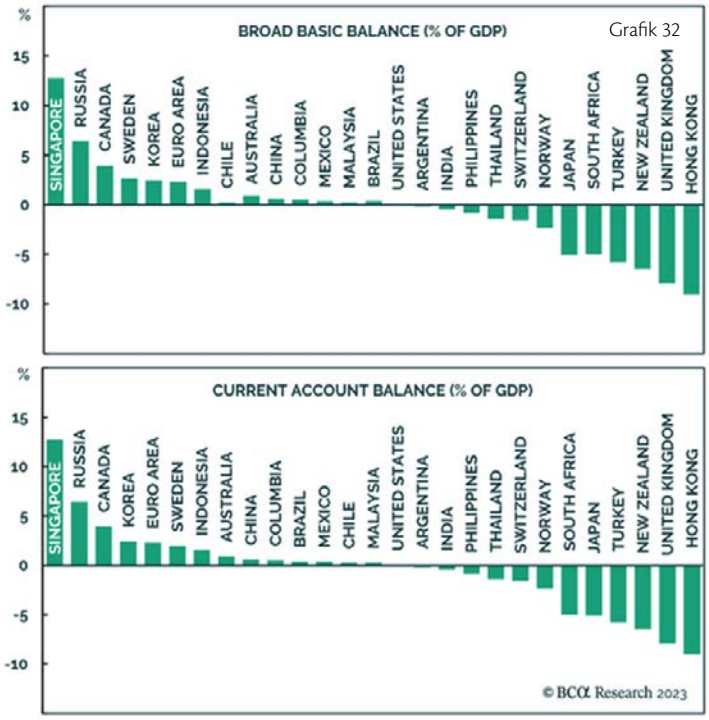
Brandywine Global, Macrobond, ICE BofAML
As of 13/11/2023

Währungen

Die meisten Zentralbanken der Industrieländer haben ihre Zinserhöhungen ausgesetzt. Da die Zinsdifferenzen in den letzten zwei Jahren die wichtigste Triebkraft für die Währungen waren, könnte sich der Fokus nun auf andere Faktoren verlagern.

Ein solcher Faktor könnte die Zahlungsbilanz sein. Im Allgemeinen muss ein Leistungsbilanzdefizit durch Ersparnisse aus dem Ausland finanziert werden, während ein Überschuss bedeutet, dass man ein Gläubiger gegenüber anderen Ländern sein könnte. Aus dem obigen Schaubild geht hervor, dass Singapur, Schweden, Kanada, Indonesien und Korea Basisbilanzüberschüsse aufweisen definiert als Leistungsbilanz plus Nettoportfolioströme plus Nettodirektinvestitionen, was auf eine gewisse Attraktivität ihrer Währungen schließen lässt. Im Allgemeinen ist ein positiver Basissaldo ein Rückenwind für den Wechselkurs, sollten diese Zuflüsse anhalten.

Die USA befinden sich an einem kritischen Punkt. Trotz eines Leistungsbilanzdefizits in Höhe von 3,2 % des BIP konnten die Portfolioströme und die ausländischen Direktinvestitionen zur Finanzierung dieser Ausgabenlücke genutzt werden. Dies ist auf die höheren Realzinsen in den USA sowie auf die hervorragende Performance des Aktienmarktes und die Verlagerung der Produktion zurückzuführen. Während dies in der nächsten Rezession eine Quelle der Stärke sein könnte, da diese Zuflüsse in sicheren Häfen anhalten, ist diese Finanzierungslücke letztlich ein Gegenwind für die längerfristige Entwicklung des US-Dollars.



Disclaimer

1. Die vorliegenden Empfehlungen können je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Sie sind grundsätzlich auf eine mittelfristige Anlagestrategie – also einem Zeithorizont von mindestens sechs Monaten – ausgerichtet und für Anleger geeignet, die ein höheres Verlustrisiko in ihrer Anlagestrategie in Kauf nehmen. Genannte Kursziele sind dagegen an keinen Zeitraum für deren Erreichen geknüpft. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen wurden von der ICM InvestmentBank AG nach bestem Urteilsvermögen abgegeben und entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können sich aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen jederzeit ändern.

2. Dieses Dokument darf in anderen Ländern nur in Einklang mit dort geltendem Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und befolgen.

3. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung durch die ICM InvestmentBank AG dar, soweit nicht andere Quellen angegeben sind. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen dritter Parteien überein. Die ICM InvestmentBank AG hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend gibt die ICM InvestmentBank AG keine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Alle verwendeten und zitierten Quellen können auf Anfrage gerne zur Verfügung gestellt werden.

4. Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkauf- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die ICM InvestmentBank AG Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die ICM InvestmentBank AG sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

5. Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1, A2QSG7), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Galilei Global Bond Opportunities UI(A3DD93, A3DD94), des Cybersecurity Leaders UI (A3D058, A3D059) und des Bronzin Premium Income Fonds (A14XNT, A3D9G1). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: keine

HyperLinks:

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

Titelbild: Royalty Free/Shotshop.com

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:
06.12.2023

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.