PERSPEKTIVEN

Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG

Ausgabe 1-2/2024

Liebe(r) Leser(in),

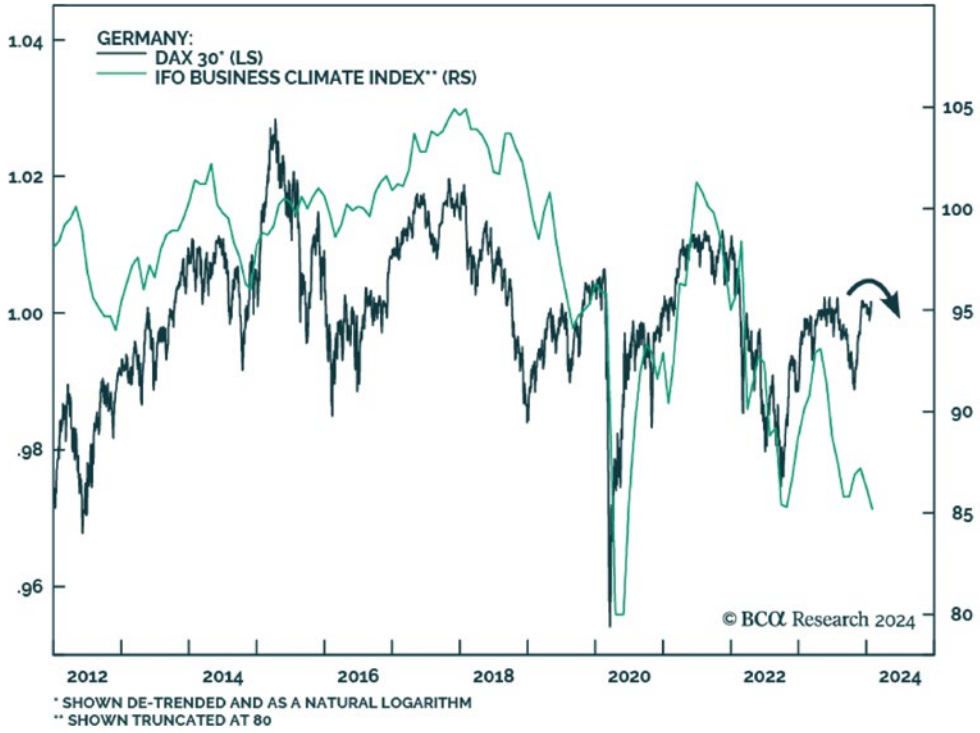
in den letzten drei Monaten haben die Kapitalmärkte erstaunlich viel Positives eingepreist. Eine Serie von Zinssenkungen der wichtigen Notenbanken Federal Reserve und EZB soll über das Jahr hinweg stattfinden, wovon die erste in den USA schon bald erfolgen soll. Dabei darf man nicht vergessen, dass hierzu eine gesicherte Perspektive auf weiterhin rückläufige Inflationsraten die Grundvoraussetzung ist. Das wiederum kollidiert etwas mit der verbreiteten Annahme, dass in den USA eine Rezession ausbleiben wird und das reale Wachstum des Bruttoinlandsprodukts im Jahresverlauf zu keinem Zeitpunkt die Nulllinie nach unten durchstößt - gemeinhin als „soft landing" bezeichnet. In Euroland wird zugleich ein leicht rezessiver Jahresverlauf prognostiziert. Als weiterer Teil des Gesamtbilds kommt hinzu, dass die Arbeitslosenquoten auf beiden Seiten des Atlantiks seit dem Winter wieder zu steigen begonnen haben. So ist die Dezember-Arbeitslosenquote in den USA auf immer noch geringe 3,7 % geklettert, im Euroraum stieg sie auf 6,4 %. Es besteht also eine große Chance, dass es aufgrund einer Entspannung an den Arbeitsmärkten zu keinen weiteren Lohnerhöhungen kommt, die über die Hintertür zu Zweitrundeneffekten bei der Inflationsrate führen könnten.

Ob nun die Gratwanderung zwischen fallenden Inflationsraten einerseits und einer stabilen konjunkturellen Entwicklung andererseits gelingen kann, ist aber keineswegs sicher.

In der letzten ifo-Umfrage vom Januar fiel der deutsche Geschäftsklimaindex unerwartet den zweiten Monat in Folge. Vor allem der zunehmende Pessimismus in Bezug auf die aktuelle Lage und die Aussichten war ursächlich für die Verschlechterung der Stimmung unter den deutschen Unternehmen. Das Signal des ifo-Instituts steht im Widerspruch zum jüngsten ZEW-Investorenstimmungsindex, der durch die Erwartung einer lockeren Geldpolitik gestützt wurde. Ein präventiver Schwenk der EZB zu Zinssenkungen, der eine stärkere Rezession verhindern würde, ist allerdings untypisch. Stattdessen wird eine Zinssenkung im zweiten Quartal wahrscheinlich als Reaktion auf die sich verschlechternden Wachstumsbedingungen erfolgen. Die Aufschlüsselung des ifo-Index nach Sektoren zeigt, dass sich die Stimmung der Unternehmen im Dienstleistungssektor, im Handel und im Baugewerbe verschlechtert hat. Dagegen waren die Unternehmen hinsichtlich der aktuellen Geschäftslage und der Erwartungen für das verarbeitende Gewerbe etwas weniger pessimistisch. Vielleicht kann doch noch etwas draus werden.

Herzlichst, Ihr

ifo Geschäftsklima-Index fällt Grafik 1



Enttäuschungspotenzial

Die europäische Wirtschaft zeigt in der genaueren Betrachtung erste Anzeichen einer Erholung, die jedoch aufgrund der starken Auswirkungen der vergangenen EZB-Zinserhöhungen möglicherweise nicht über die zweite Jahreshälfte hinaus anhalten wird. Die Flash-PMIs[1] für Januar zeigten eine gewisse Belebung im verarbeitenden Gewerbe. Die Zahlen lagen über den Konsensschätzungen, wobei der PMI des verarbeitenden Gewerbes der Eurozone von 44,4 auf 46,6 anstieg. Diese Erholung entspricht den Erwartungen, dass sich das europäische Wachstum in der ersten Hälfte des Jahres 2024 festigen würde. Diese Einschätzung beruht auf den folgenden vier Hauptfaktoren, die auch in den kommenden Monaten eine Rolle spielen werden:

a) Lockerere globale Finanzbedingungen

Der von unserem kanadischen Partner BCAResearch entwickelte globale Wachstumsindikator, der das globale finanzielle Umfeld auf der Grundlage der Renditen, des Dollars und der Energiepreise misst, hat sich seit Oktober 2023 stark abgeschwächt. Infolgedessen hellen sich die Geschäftsbedingungen weltweit auf, was eine Verbesserung der globalen Industrietätigkeit ermöglicht

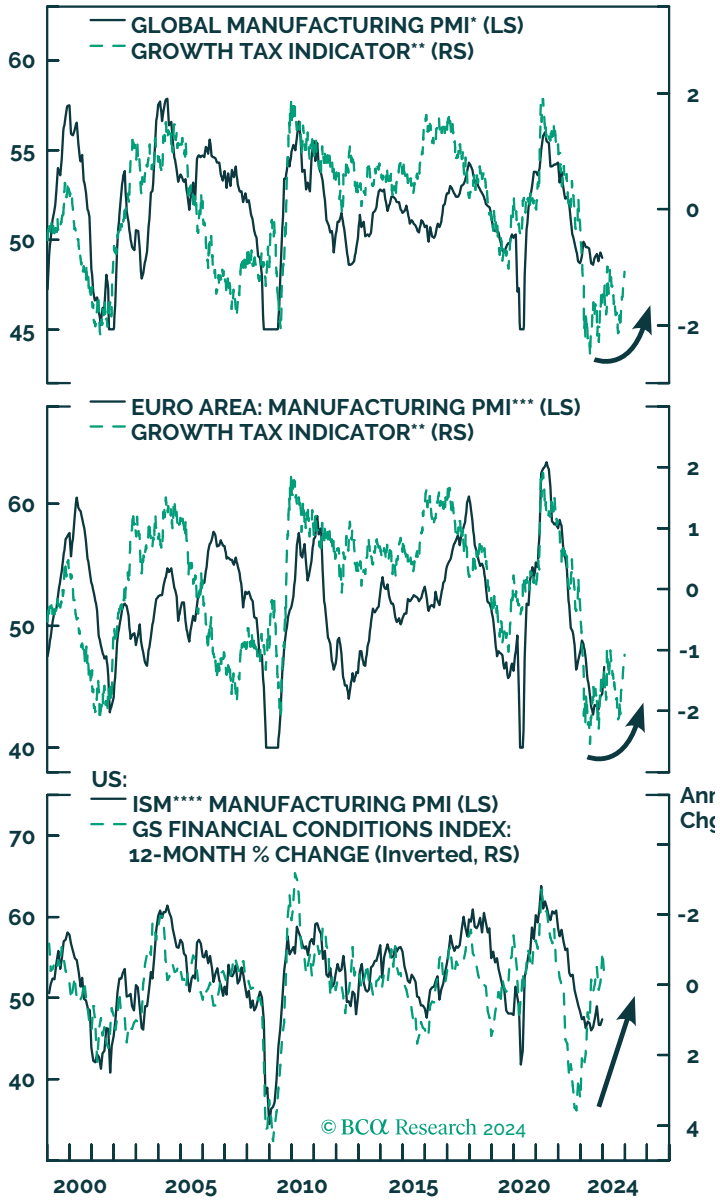
b) Ende des Lagerabbaus

Die Lockerung der inländischen Finanzbedingungen unterstützt auch eine Erholung des verarbeitenden Gewerbes in den USA, dem größten Handelspartner der Eurozone, der seine Lagerbestände weiter abbaut. Die Beseitigung des 2022 entstandenen Lagerüberhangs hatte die weltweite Industrietätigkeit zuletzt beeinträchtigt. Im Januar 2024 ist die Bestandskomponente des PMI für das verarbeitende Gewerbe in der Eurozone zusammengebrochen, und der Einkauf von Vorprodukten beginnt sich zu erholen. Durch diesen Prozess wird eine wichtige Bremse für die Industrietätigkeit beseitigt, die den PMI insgesamt anheben wird.

c) Stärkung der Frühindikatoren für das verarbeitende Gewerbe

Verschiedene Frühindikatoren des Industriesektors erholen sich, was ein gutes Zeichen für Europa ist. So deutet der Anstieg des Verhältnisses zwischen Auftragseingängen und Lagerbeständen in Schweden auf eine stärkere europäische Industriekonjunktur hin. Dieser Aufschwung ist kein isoliertes Phänomen. Sowohl die vom ZEW abgeleiteten globalen Wachstumserwartungen als auch die PMI-Zahlen aus Korea und Taiwan deuten auf höhere europäische PMI hin. Der Anstieg der Halbleiterpreise steht ebenfalls im Einklang mit einem Aufschwung der weltweiten Industrietätigkeit.

Finanzielles Umfeld wird besser Grafik 2



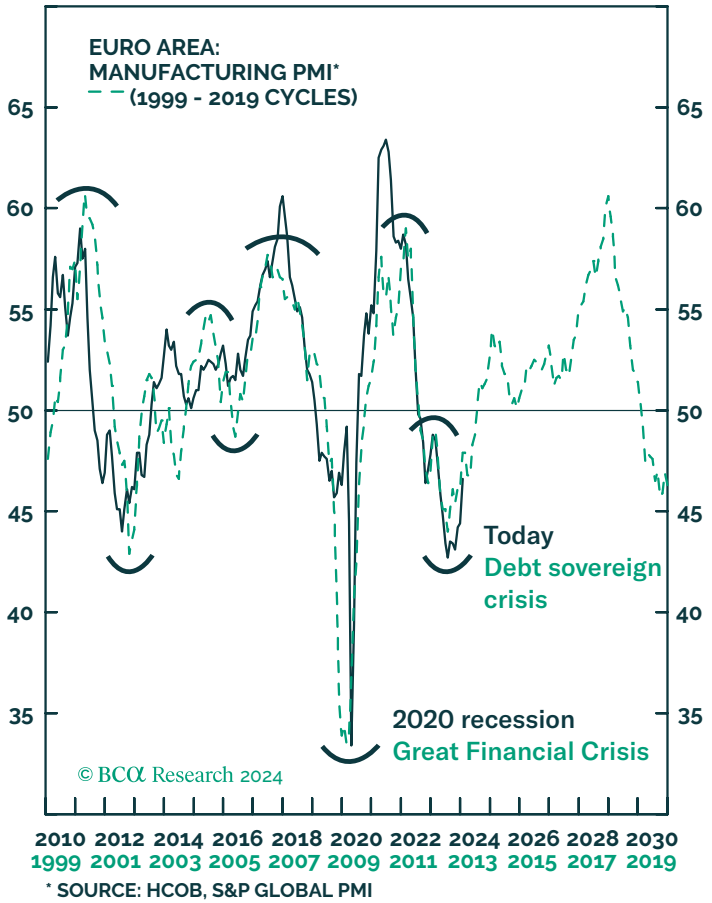
* TRUNCATED AT 45 FOR PRESENTATION PURPOSES. SOURCE: JPMORGAN CHASE & CO. / S&P GLOBAL
** BASED ON RATES, DOLLAR, AND OIL, ADVANCED 1 YEAR
*** TRUNCATED AT 40 FOR PRESENTATION PURPOSES. SOURCE: HCOB, S&P GLOBAL PMI
**** SOURCE: INSTITUTE FOR SUPPLY MANAGEMENT

[1] PMI = Purchasing Manager Index, deutsch: Einkaufsmanager-Index

d) Historische Muster

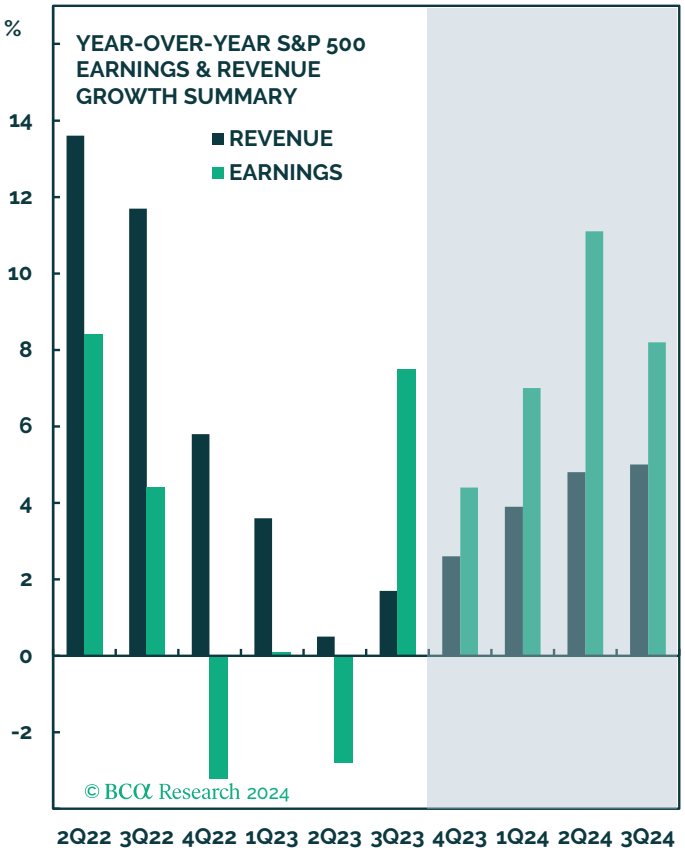
Das Wachstum in der Eurozone folgt weiterhin genau dem Muster, das im letzten Jahrzehnt beobachtet werden konnte. Das historische „Echo" wird sich zwar irgendwann auflösen, aber im Moment ist es noch gültig. Bislang scheint sich die beginnende Erholung auf das verarbeitende Gewerbe zu beschränken, da der PMI für den Dienstleistungssektor im Januar noch leicht zurückging. Diese Schwäche dürfte sich als vorübergehend erweisen, denn historisch gesehen hinkt der europäische Dienstleistungssektor dem Industriesektor hinterher. Eine Verschiebung des Reallohnwachstums zurück in den positiven Bereich und ein Wiedererstarken des Verbrauchervertrauens werden die Dienstleistungskonjunktur in naher Zukunft ebenfalls stützen. Die Erholung ist allerdings gedämpft. Die Investitionsabsichten sind nach wie vor gering, die Fiskalpolitik wird das Wachstum in diesem Jahr mit 0,8 % des BIP belasten und die Geldpolitik bleibt extrem restriktiv. Letztere hat sich noch nicht vollständig auf die Wirtschaft ausgewirkt. Der **reale** Leitzins ist zuletzt auf den höchsten Stand seit 2009 gestiegen und da sich die Inflation abschwächt, wird er weiter steigen und das Wachstum in den kommenden Quartalen beeinträchtigen, solange die EZB keine Zinsschritte nach unten vornimmt. Außerdem war die Serie der Zinserhöhungen außergewöhnlich schnell. Infolgedessen sind die realen Zinssätze in Europa so stark wie nie zuvor über ihren langfristigen Trend gestiegen.

Zyklen wiederholen sich Grafik 3



Der jüngste Aufschwung im verarbeitenden Gewerbe kann noch weitergehen, unterstützt durch die Lockerung der globalen Finanzbedingungen, das Ende des Lagerabbaus und die Stärkung der globalen Frühindikatoren. Das stärkere Reallohnwachstum deutet auch darauf hin, dass dieser Aufschwung bald auf den Dienstleistungssektor übergreifen wird. Die Anleger sollten noch nicht feiern, denn dies ist nicht der Beginn eines neuen, mehrjährigen Aufschwungs. Vielmehr handelt es sich nur um einen Minizyklus, der letztlich durch die zu straffe globale Geldpolitik ausgebremst werden wird.
Verzwickt bleibt die Situation In den Vereinigten Staaten, wo von den Analysten bei den Unternehmen eine Fortsetzung des positiven Trends in Gewinn und Umsatz erwartet wird. Der Konsens geht von einem Gewinnwachstum i.H.v. 11,8 % im Jahr 2024 aus, was natürlich voraussetzt, dass es zu keiner Rezession kommt. Die große Unbekannte bleibt jedoch, ob ein zweistelliges Gewinnwachstum und eine weiche Landung gleichzeitig erreicht und aufrechterhalten werden können. Die fallenden Inflationsraten in Verbindung mit starren Arbeitskosten stellen eine Herausforderung für Unternehmen dar, die stets bestrebt sind, ihre Gewinnspannen zu erhalten.

Weitere gute Quartale voraus Grafik 4



Werden sie in der Lage sein, die Preise zu erhöhen, um die steigenden Arbeitskosten auszugleichen, oder werden sie auf den Abbau

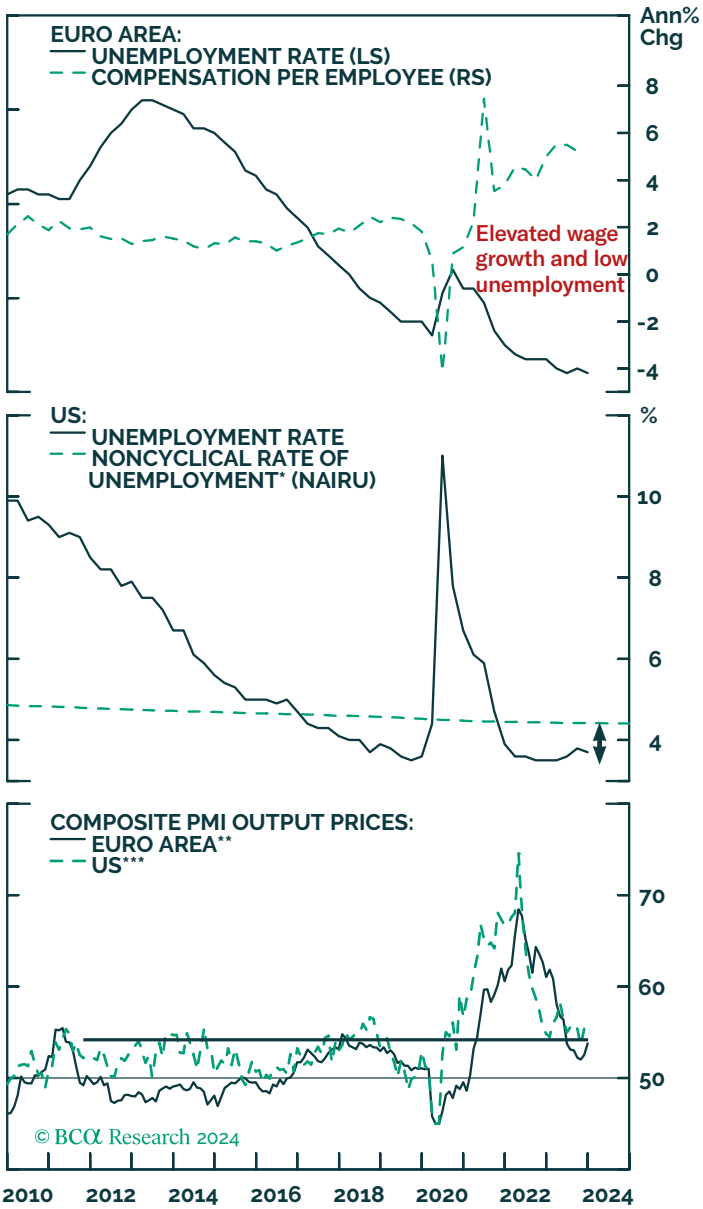
von Arbeitsplätzen zurückgreifen müssen? Ersteres könnte zu einer zweiten Inflationswelle führen, während letzteres eine Rezession zur Folge haben könnte. Leider sind beide Szenarien tendenziell ungünstig für Aktien.

Zwei Faktoren begrenzen das Gelingen der Gradwanderung zwischen Inflation und Rezession: Entweder verbessert sich die positive Stimmung hin zu mehr Wachstum, was letztlich die Inflationsängste wieder aufflammen lässt, oder das Wachstum verschlechtert sich, was die Rezessionsängste wieder verstärkt. Warum sollten Inflationsängste wieder auftauchen, wenn sich die Stimmung verbessert? Da es in der Weltwirtschaft kaum noch hohe Lagerbestände gibt, wird die stärkere Nachfrage erneut das Angebot übertreffen und könnte einen neuen Preisruck nach oben erzeugen.

In der Eurozone beispielsweise ist die Arbeitslosenquote im Dezember auf ein Rekordtief von 6,4 % gesunken, während das Einkommen je Arbeitnehmer mit einer Jahresrate von 5,2 % wächst (oberes Feld). In den USA liegt die Arbeitslosenquote bei 3,7 % und damit 0,7 Prozentpunkte unter der vom Congressional Budget Office geschätzten natürlichen Mindestarbeitslosenquote (mittleres Feld)[2]. Darüber hinaus hat sich die Produktionslücke[3] in den USA auf nur noch 1,4 % des potenziellen BIP verringert, was die Vorstellung, dass eine Wachstumsbelebung die Inflation wieder anheizen wird, weiter unterstützt.

Besorgniserregend bleibt, dass sich die Preiskomponente des Composite PMI der Eurozone wieder festigt, während sie sich in den USA auf einem hohen Niveau im Vergleich zur Zeit vor der Pandemie stabilisiert hat (unteres Feld). Eine Verschlechterung des Wachstums würde dagegen die Rezessionsängste wieder aufleben lassen, die zuletzt in den Jahren 2022 und 2023 aufgetreten waren. Der jüngste US ISM Services zeigte einen Rückgang der Beschäftigungskomponente auf 43,3. Diese Art von Rückgang wird normalerweise mit Rezessionen in Verbindung gebracht und könnte leicht die Stimmung beeinträchtigen, wenn sich andere Indikatoren für die Wirtschaftstätigkeit zu verschlechtern beginnen. In Europa deutet die Beschäftigungskomponente des composite PMI ebenfalls auf einen Anstieg der Arbeitslosigkeit im Laufe dieses Jahres hin. Unterdessen verschlechtern sich die Investitionsabsichten sowohl in den USA, als auch in der Eurozone, was ebenfalls auf ein fragiles Wachstum im weiteren Verlauf dieses Jahres hindeutet.

Wenig Spielraum am Arbeitsmarkt Grafik 5



* SOURCE: US CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE
** TRUNCATED AT 45 FOR PRESENTATION PURPOSES. SOURCE: HCOB, S&P PMI GLOBAL
*** TRUNCATED AT 45 FOR PRESENTATION PURPOSES. SOURCE: S&P GLOBAL

Das oben beschriebene Umfeld deutet erstens darauf hin, dass es für Aktien schwierig sein wird, sich von hier aus deutlich weiter zu erholen, und zweitens, dass auf kurze Sicht das Risiko rückläufiger Aktienkurse nicht von der Hand zu weisen ist. Europäische Aktien sind im Vergleich zu ihren US-amerikanischen Pendants zwar nicht besonders teuer, indem sie mit dem 12,2fachen der künftigen Gewinne gehandelt werden. Allerdings sind europäische Aktien anfällig für eine Infektion durch einen Rückschlag in den USA, wenn man bedenkt, wie stark beide Indizes miteinander korrelieren. Der Bewertungsindikator für den S&P 500 befindet sich nach wie vor im überbewerte-

[2] Die sog. NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) ist die niedrigste Arbeitslosenquote, die langfristig vorherrschen kann, ohne dass sich die Inflation beschleunigt oder verlangsamt. Im Deutschen wird die NAIRU daher auch als „inflationsneutrale Arbeitslosenquote" bezeichnet

[3] Die Produktionslücke ist die Differenz zwischen der tatsächlichen Produktion einer Volkswirtschaft und dem Produktionspotenzial.

ten Bereich. Darüber hinaus hat die Positionierung gegenüber dem technologielastigen NASDAQ ein schwindelerregendes Niveau erreicht. Dies bedeutet, dass der US-Aktienmarkt anfällig ist, wenn das „Soft Landing" so nicht eintritt.

Unterm Strich: Europäischen Aktien auf ihrem derzeitigen Niveau hinterher zu jagen, sollte man besser lassen. Die Rallye hat die sehr optimistischen Erwartungen hinsichtlich Wachstum und Inflation im Jahr 2024 bereits absorbiert. Stattdessen wird ein stärker als erwartetes Wachstum Inflationssorgen und die Tendenz hin zu höheren Zinsen schüren, während ein schwächer als erwartetes Wachstum Rezessionsängste wieder aufleben lassen wird. Infolgedessen sind europäische Aktien in den kommenden sechs Monaten anfällig für einen stärkeren Kursrückgang, der sie sogar um 20 bis 25 % drücken könnte. Kurserholungen sollten eher genutzt werden, um Bestände an europäischen Aktien zu reduzieren.

Krise im Roten Meer: kein dauerhaftes Inflationspotenzial

Die neue Krise im Roten Meer beeinträchtigt weiterhin den Welthandel und führt zu steigenden Kosten, da die meisten Spediteure die Region angesichts der zunehmenden Risiken meiden. Die Straße von Bab El-Mandeb ist die Schnittstelle zwischen der arabischen Halbinsel und dem Horn von Afrika. Etwa 15 % des Welthandels, 8 % des Erdöls und 10 % des Flüssigerdgases fließen durch diese 32 Kilometer lange schmale Wasserstraße.

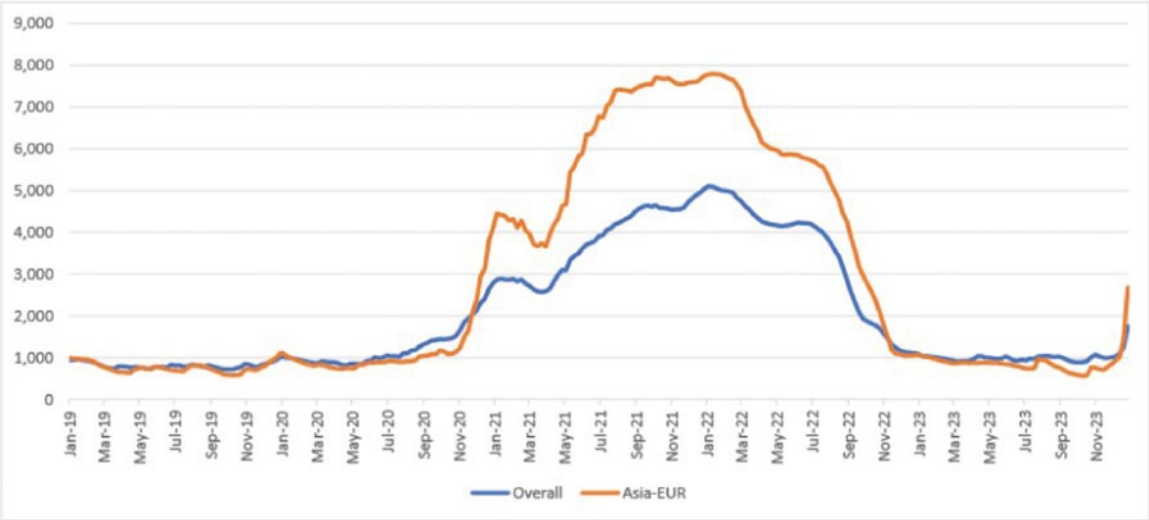
Die Straße von Bab al-Mandab Grafik 6

Es ist damit zu rechnen, dass es in der Fahrzeugindustrie zu Störungen kommen wird, da große Frachtverkehre über diesen Kanal laufen. Die Krise stellt die Widerstandsfähigkeit der Lieferketten auf die Probe, insbesondere bei Elektrofahrzeugen, die ein wichtiger Bestandteil des Handels zwischen China und Europa sind, da China „new energy vehicles" (NEVs) hauptsächlich nach Europa exportiert und diese auf dem Seeweg mit Ro-Ro-Schiffen transportiert werden, die das Rote Meer passieren. Wenn sie nicht durch das Rote Meer fahren können, müssen die Schiffe einen Umweg um das Kap der Guten Hoffnung machen, was schätzungsweise 7.000 bis 10.000 Kilometer und sieben bis zehn Tage mehr Fahrzeit bedeutet. Mehr Strecke und Zeitverlust verursachen zusätzliche Kosten. Die großen Schifffahrtsgesellschaften der Welt haben deswegen bereits die Preise signifikant erhöht. Reifenhersteller wie Michelin hatten schon Anfang Januar ihre Werke in Spanien für einige Tage stillgelegt. Wir gehen davon aus, dass die übrigen von uns beobachteten Reifenhersteller Pirelli, Nokian und Conti ebenfalls Werksschließungen ankündigen werden.

Die vom Iran unterstützten Houthi-Rebellen im Jemen haben im vergangenen Herbst das Feuer auf die internationale Schifffahrt im Bab El-Mandeb gerichtet, um gegen den israelischen Krieg im Gazastreifen zu protestieren und Unterstützung im eigenen Land zu gewinnen. Die USA und das Vereinigte Königreich bildeten daraufhin eine Flottenallianz und führen nun Angriffe gegen die Houthis an und eskortieren Schiffe durch die Meerenge. Die USA und ihre Verbündeten werden das Rote Meer innerhalb von Wochen oder Monaten räumen. Die Fähigkeiten der Houthis sind im Vergleich zu den größten Seestreitkräften der Welt hingegen äußerst begrenzt. Kurzfristig könnte es zu einem Zwischenfall kommen, der für Unruhe sorgt - ein Treffer könnte durchaus ein Schiff versenken. Man beachte, dass bereits zwei US-Matrosen ums Leben gekommen sind. Aber im Allgemeinen sollten sich die Anleger nicht nur auf das Rote

Explosion in den Frachtraten

Grafik 7



Meer konzentrieren. Sie sollten sich auf den Persischen Golf und die Straße von Hormuz konzentrieren. Durch diese berüchtigte Meerenge fließen jedes Jahr durchschnittlich 21 % des weltweiten Erdöls und 26 % des Erdgases - und zeitweise ist der Anteil der weltweiten Erdölexporte sogar noch größer. Irans größtes Druckmittel gegenüber der Weltwirtschaft ist die militärische Fähigkeit, die Straße von Hormuz zu sperren - und dieses Druckmittel will er behalten. Der Iran würde eine Sperrung nur dann veranlassen, wenn er mit einem direkten Angriff einer ausländischen Macht konfrontiert wäre. Zum Beispiel durch überwältigende Luftangriffe der USA oder Israels auf seine Atomanlagen und kritische Infrastruktur.

Die Biden-Administration wird den Iran angesichts der bevorstehenden Wahlen nicht angreifen - es sei denn in einem Extremszenario, in dem die Wahl bereits verloren ist. Stattdessen bestehen die USA darauf, dass Israel seine Angriffe auf die Stellvertreter des Irans beschränkt und den Iran nicht direkt angreift. Das Ziel ist es, einen Krieg in der gesamten Region und einen Ölschock zu vermeiden. Der Iran kann es sich nicht leisten, von den Vereinigten Staaten bombardiert zu werden, und wird daher keine Maßnahmen von einer Größenordnung ergreifen, die einen direkten US-Angriff auf den Iran erzwingt. Aber er kann viele Dinge tun, die nicht so groß sind und den Welthandel stören, wie die Schließung des Roten Meeres beweist. Optimisten an den Finanzmärkten argumentierten, dass der Iran die weltweiten Ölströme nicht beeinträchtigen werde. Doch am 11. Januar beschlagnahmte die iranische Marine einen griechischen Tanker, der irakisches Öl durch die Meerenge transportierte, um gegen die US-Ölsanktionen zu protestieren. Offensichtlich antwortet der Iran auf innere Unruhen mit äußeren Aggressionen. Der Iran sagt, er werde eskalieren, solange der Krieg in Gaza andauert. Sein Ziel ist es, einen Bruch zwischen Israel und dem Westen herbeizuführen, insbesondere indem er die Regierung Biden zwingt, zwischen Israel und seiner eigenen Wiederwahl zu wählen. Sollte die Biden-Administration Israel zu einer Feuerpause zwingen, oder sollte Israel im Gazastreifen einen Haltepunkt erreichen und mit der Hisbollah über eine Deeskalation verhandeln, dann könnte der Iran deeskalieren.

Der Iran hat sogar die Straße von Gibraltar bedroht, über die ein vergleichbarer Anteil des Welthandels läuft wie über den Suezkanal. Die Möglichkeiten des Iran, Gibraltar anzugreifen, sind hierzu äußerst begrenzt. Es gibt keinen Aufmarschplatz, der mit der Houthi-Hochburg im Nordwesten Jemens vergleichbar wäre. Außerdem würde ein Angriff auf NATO-Staaten erhebliche Vergeltungsmaßnahmen nach sich ziehen. Sabotage oder Terrorismus durch vom Iran unterstützte Kämpfer sind jedoch nicht auszuschließen.

Auch der europäische Staatenverbund hat keineswegs Interesse an kriegerischen Auseinandersetzungen. Europa will keinen neuen Energieschock, wenn es sich weiterhin mit Russland auseinandersetzen muss. Es will genauso wenig, dass Donald Trump die US-Wahl gewinnt und einen Handelskrieg gegen Europa anzettelt. Keiner dieser Akteure ist also bereit, aggressive Maßnahmen zu ergreifen, um den Iran zum Rückzug zu zwingen. Das verschafft dem Iran einen Vorteil, zumindest im Moment.

Unterm Strich: Während das Rote Meer relativ bald wieder frei für die Frachtverkehre sein dürfte, wird der Konflikt zwischen Israel und dem Iran weiter eskalieren. Die Schifffahrt im Persischen Golf, im Golf von Oman und im Indischen Ozean wird weiterhin potenziellen Gefährdungen ausgesetzt sein, selbst wenn man davon ausgeht, dass der Iran nicht die Absicht hat, eine Schließung der Straße von Hormuz zu veranlassen.

Asset Allocation: Aktiengewichtung von 62 % auf 50 % reduziert.

Mit dem Beginn des Monats Februar und der Hochphase der Berichterstattung über die Unternehmensergebnisse des vierten Quartals 2023 haben sich im Vergleich zur letzten Perspektiven-Ausgabe einige relevante Veränderungen ergeben. Das neue Benchmark-Portfolio im MacroQuant-Modell unseres kanadischen Partners BCA Research, das nun zu 50 % aus dem Aktienindex MSCI Welt, zu 47,5 % aus dem Staatsanleihen-Index Barclays Global Aggregate Treasury und zu 2,5 % aus Bargeld (US-$) besteht, wurde zulasten der Aktienquote und zugunsten der Staatsanleihen umgewichtet. Waren es im Dezember nur 35,7 % Staatsanleihen, sind es nun 47,4 %. Bei den Aktien ging die Gewichtung von 62,3 % auf 50,2 % zurück.

Das wahre Bild für Aktien und Staatsanleihen zeigt allerdings diese monatliche Allokation nicht ganz. Isoliert betrachtet und dargestellt auf einer Skala von 0 bis 100 in der Zielgewichtung stehen nämlich globale Aktien bei 29 % (Vormonat 38 %) und globale Anleihen mit 36 % nur etwas darüber. Die Hauptursache für den Rückgang war der US-Aktienindex, der von 44 % (neutral) auf 32 % (bearish) fiel. Ausschlaggebend für den Rückgang waren die nachlassende Dynamik der Aktienmärkte, ein Rückgang in der Zahl der Arbeitslosen und ein fallender Baltic Dry Index.

Übersetzt auf ein gemischtes Portfolio sieht das Allokationsmodell bei diesen aktuellen Punktzahlen die zu erwartenden Erträge für Aktien, Anleihen und Bargeld im laufenden Monat als gleichwertig an.

Beim Vergleich von Scores zwischen verschiedenen Anlageklassen wiederum fließen die erwarteten Renditen ein, die sich aus den Score-Werten ergeben. Ein globaler Aktien-Score von 50 % bedeutet beispielsweise, dass sich globale Aktien im Großen und Ganzen entsprechend ihrem historischen Durchschnitt entwickeln werden. Das Gleiche gilt für Anleihen. Wenn also beispielsweise der Global Equity Score und der Global Bond Score bei je 50 % liegen, würde das Modell Aktien bevorzugen, da die Rendite von Aktien höher ist als die von Anleihen. Im aktuellen Fall jedoch liegt der Global Equity Score bei nur 29 %. Das bedeutet,

Grafik 8

Quant Modell Überblick

Asset Allocation	Bench	MQ	Dev.	Chg.
Equities	50.0%	50.2%	+0.2%	-1.0%
Bonds	47.5%	47.4%	-0.1%	+1.2%
Cash	2.5%	2.4%	-0.1%	-0.1%
Global Equities				
Japan	6.2%	8.3%	+2.0%	+1.3%
France	3.3%	4.0%	+0.7%	+1.2%
Germany	2.3%	2.8%	+0.5%	+0.4%
India	2.0%	2.4%	+0.4%	-0.2%
China	2.8%	2.9%	+0.03%	-0.7%
Italy	0.7%	0.7%	-0.0004%	+0.01%
Brazil	0.6%	0.5%	-0.1%	-0.2%
UK	4.0%	3.7%	-0.3%	+0.5%
US	72.8%	72.1%	-0.7%	-1.5%
Australia	2.0%	1.1%	-0.9%	-0.8%
Canada	3.2%	1.6%	-1.7%	+0.01%
Global Sectors				
Consumer Staples	6.8%	9.8%	+3.0%	+2.2%
Health Care	12.1%	14.9%	+2.7%	+2.4%
Technology	23.9%	26.5%	+2.6%	-4.8%
Consumer Discretionary	10.6%	11.9%	+1.3%	-1.0%
Real Estate	2.3%	2.4%	+0.1%	+0.3%
Communication Services	7.6%	7.6%	+0.1%	-0.3%
Materials	3.9%	3.6%	-0.3%	+0.7%
Energy	4.4%	3.8%	-0.5%	-1.3%
Utilities	2.5%	1.8%	-0.6%	-0.04%
Industrials	10.9%	10.2%	-0.7%	+1.5%
Financials	15.1%	7.5%	-7.6%	+0.3%

Grafik 9

Quant Modell Ländergewichtungen

	2023-NOV	2023-DEC	2024-JAN	2024-FEB	
JAPAN	7.0% (0.7%)	10.7% (4.4%)	7.0% (0.8%)	8.3% (2.0%)	+ +
FRANCE	1.7% (-1.6%)	3.3% (-0.0%)	2.8% (-0.6%)	4.0% (0.7%)	
INDIA	2.0% (0.0%)	3.3% (1.4%)	2.6% (0.6%)	2.4% (0.4%)	+
GERMANY	1.6% (-0.7%)	2.5% (0.1%)	2.4% (-0.0%)	2.8% (0.5%)	
CHINA	2.3% (-1.4%)	4.8% (1.4%)	3.6% (0.4%)	2.9% (0.0%)	
ITALY	0.4% (-0.4%)	0.6% (-0.1%)	0.7% (-0.0%)	0.7% (-0.0%)	=
US	79.0% (7.4%)	66.1% (-5.8%)	73.5% (1.4%)	72.1% (-0.7%)	
UK	2.2% (-2.1%)	3.6% (-0.5%)	3.2% (-0.9%)	3.7% (-0.3%)	-
BRAZIL	0.4% (-0.2%)	1.1% (0.4%)	0.8% (0.1%)	0.5% (-0.1%)	
AUSTRALIA	0.8% (-1.2%)	2.1% (0.1%)	1.9% (-0.1%)	1.1% (-0.9%)	- -
CANADA	2.7% (-0.5%)	1.9% (-1.3%)	1.6% (-1.7%)	1.6% (-1.7%)	

NOTE: GREEN (RED) SHADING INTENSIFIES AS THE UNDERLYING SCORE, SHOWN IN **TABLE 3**, 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: GAA QUANT MODEL.

Grafik 10

Quant Modell Sektorengewichtungen

	2023-NOV	2023-DEC	2024-JAN	2024-FEB	
CON. STAPLES	8.4% (1.0%)	9.6% (2.6%)	7.5% (0.7%)	9.8% (3.0%)	+ +
HEALTH CARE	12.7% (0.1%)	12.8% (0.7%)	12.5% (0.5%)	14.9% (2.7%)	
CON. DISC.	11.5% (0.8%)	10.7% (-0.2%)	12.9% (1.9%)	11.9% (1.3%)	+
TECHNOLOGY	27.9% (5.7%)	26.4% (3.2%)	31.2% (8.0%)	26.5% (2.6%)	
REAL ESTATE	2.0% (-0.3%)	2.0% (-0.4%)	2.2% (-0.3%)	2.4% (0.1%)	
COMM. SERV.	8.1% (0.8%)	9.3% (2.1%)	8.0% (0.9%)	7.6% (0.1%)	=
INDUSTRIALS	9.7% (-1.0%)	10.2% (-0.6%)	8.6% (-2.4%)	10.2% (-0.7%)	
BASE MATERIALS	3.3% (-0.8%)	4.1% (0.0%)	2.9% (-1.2%)	3.6% (-0.3%)	-
ENERGY	7.3% (2.1%)	4.9% (0.2%)	5.1% (0.6%)	3.8% (-0.5%)	
UTILITIES	1.9% (-0.8%)	2.5% (-0.2%)	1.9% (-0.8%)	1.8% (-0.6%)	- -
FINANCIALS	7.3% (-7.6%)	7.6% (-7.5%)	7.2% (-7.9%)	7.5% (-7.6%)	

NOTE: GREEN (RED) SHADING INTENSIFIES AS THE UNDERLYING SCORE, SHOWN IN **TABLE 5**, 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: GAA QUANT MODEL.

dass die erwartete Rendite unterdurchschnittlich ausfällt, aber nicht unbedingt negativ ist. Der Global Bond Score mit 36 % bedeutet, dass die erwartete Rendite ebenfalls etwas unter dem Durchschnitt liegt. Letztendlich sind die erwarteten Renditen in etwa gleich, was bedeutet, dass das Modell keinen Vermögenswert gegenüber einem anderen bevorzugt.

Allerdings ist keiner der beiden Werte niedrig genug, um eine Übergewichtung von Barmitteln zu rechtfertigen. Der Global Bond Score blieb im Vergleich zum Vormonat relativ unverändert.

Das globale Aktienmodell verwendet die Sektor- und Währungs-Scores sowie eine Trendkomponente, um die einzelnen regionalen Aktien-Scores zu ergänzen und ein empfohlenes Länderengagement in US-Dollar abzuleiten. Das Modell schätzt Japan, Frankreich, Indien und Deutschland positiv, China, Italien, die USA und das Vereinigte Königreich neutral und Brasilien, Australien und Kanada negativ ein. Vor zwei Monaten war noch Brasilien der favorisierte Kandidat. Die Zahlen sind die prozentualen Gewichtungen im Vergleich zum Index MSCI-Welt, in Klammern stehen die prozentualen Abweichungen.

Das Sektormodell berücksichtigt das Beta des Markts, die Dynamik, das Kreditrisiko und die Bewertungen des Sektors sowie die Signale unserer Modelle für US-Dollar, globale Anleihen und Öl, um die empfohlenen Sektorengagements zu ermitteln. Das Sektormodell ist derzeit optimistisch für Basiskonsumgüter, Gesundheitswesen, zyklische Konsumgüter und Technologie, neutral für Immobilien, Kommunikationsdienste, Industriewerte und Grundstoffe und negativ für Energie, Versorger und Finanzwerte.

Länder- und Sektorenallokation des BCA-Modells fließen auch in unserem ETF-Portfolio ein. Aktuell hängt das Portfolio dem MSCI Welt-Index etwas hinterher, da es keine Position im US-Aktienmarkt hält.

Grafik 11

01.02.24 — **Referenz-Portfolio Fonds und ETFs** — **9:50**

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 10,21%	X MSCI WORLD HEALTH CARE A113FD	MSCI World Health Care Kauf am 13.09.2023	45,63 €	47,92 €	5,02%	16.654,95 € 13.09.23	17.490,80 €	5,02% 835,85 €	B
119 14,97%	ISHARES MDAX UCITS DE EUR A 593392	MDAX Germany (Halbierung 26.04.23 / Nachkauf 30.11.23)	202,25 €	214,85 €	6,23%	24.144,68 € 12.10.22/18.10.22	25.648,79 €	6,23% 1.504,12 €	B
436 11,87%	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	46,65 €	37,70%	14.769,50 € 28.02.20	20.337,22 €	37,70% 5.567,72 €	B
172 11,96%	AMUNDI ETF GOVIES 0-6 MONTHS A0RNWC	STAATSANLEIHEN C A S H - E R S A T Z	117,49 €	119,14 €	1,40%	20.208,28 € 15.09.23	20.492,08 €	1,40% 283,80 €	B
1.389 8,55%	KRANESHARES CSI CHINA IT EUR A2QE7P	CSI China Internet UCITS ETF London (Nachkauf am 26.10.2022)	13,910 €	10,55 €	-24,17%	19.320,99 € 18.10.21/26.10.22	14.651,17 €	-24,17% -4.669,82 €	E
126 7,48%	AMUNDI IBEX 35 UCITS ETF LYX0A6	IBEX35 (Nachkauf am 23.11.2020)	86,549 €	101,56 €	17,34%	10.919,08 € 04.07.19	12.812,81 €	17,34% 1.893,73 €	D
90 8,86%	ISHARES CORE FTSE 100 ACC A0YEDM	FTSE 100	135,920 €	168,40 €	23,90%	12.257,27 € 07.04.21	15.186,31 €	23,90% 2.929,05 €	B
71 5,60%	ISHARES FTSE MIB ACC A0YEDP	Italien (Halbierung am 23.06.23)	84,08 €	135,20 €	60,79%	5.969,92 € 09.03.20 / 18.10.21	9.599,20 €	60,79% 3.629,28 €	B
169 2,80%	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 9,12%	ISHARES MSCI INDIA UCITS ETF A2AFCY	Indien (Kauf am 12.09.2023)	7,33 €	8,16 €	11,25%	14.043,08 € 12.09.23	15.622,57 €	11,25% 1.579,49 €	B
65 8,57%	ISH NIKKEI 225 A A0YEDQ	Nikkei 225 (Nachkauf 20.01.23/Halbierung 23.06.23)	194,09 €	225,80 €	16,34%	12.616,05 € 08.08.22	14.677,00 €	16,34% 2.060,95 €	E
0,00%	Cash Position						0,00 €		

Benchmark:	Kurs am	3.169,18 USD	letzter	3.205,32 USD	Performance	1,14%	B
MSCI WORLD	29.12.2023	2.864,41 EUR	Schlusskurs	2.971,19 EUR	Benchmark	3,73%	

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	11,25%	21,77%	17,88%
2024 (YTD)	0,23%	1,14%	3,73%
p.a. (ab 25.04.08)	8,12%	4,87%	7,35%

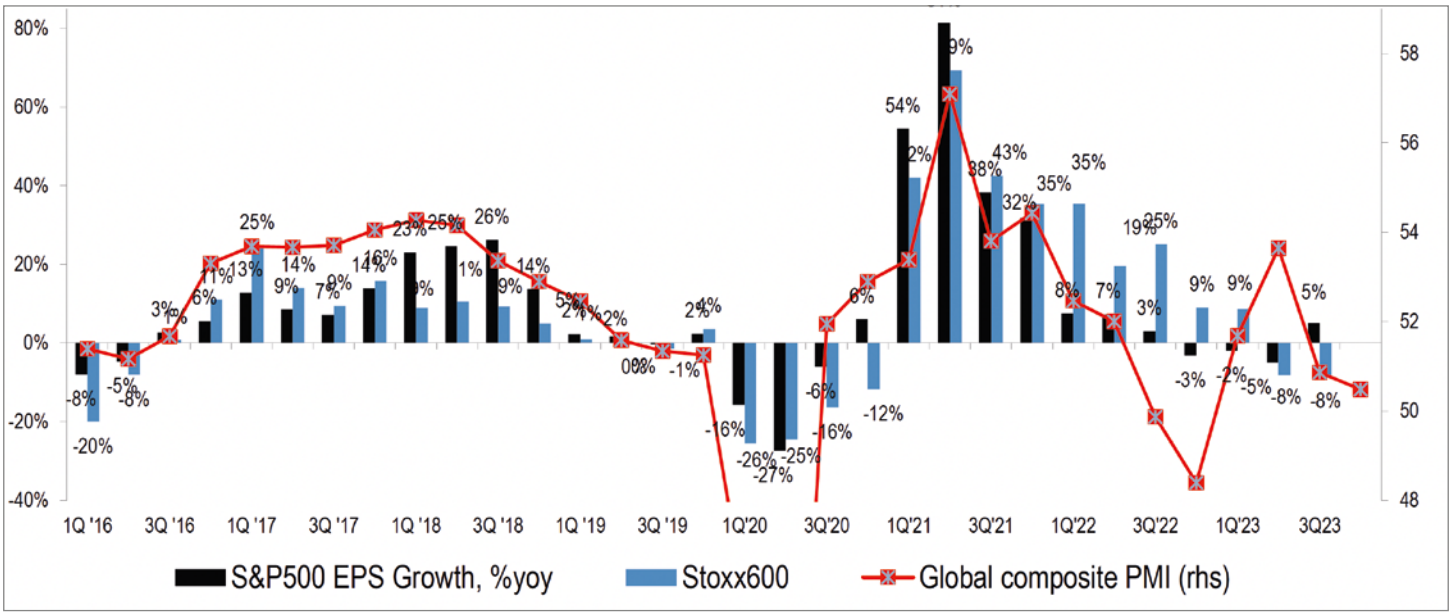
	ETF	MSCI in $	MSCI in €
Performance seit Start am 25.04.08	242,64%	111,64%	206,34%
Performance seit Start p.a.	8,12%	4,87%	7,35%

Portfolioentwicklung mit Absicherung			RK
Aktueller Portfoliowert in EURO:	171.319,68 €	01.02.2024	B
Portfoliostartwert in EURO:	170.932,95 €	29.12.2023	
Gewinn / Verlust absolut:	386,73		
Gewinn / Verlust in Prozent:	0,23%		
Datenlänge der historischen Simulation:			260
Datum der historischen Simulation:			29.01.24

EUR in USD	1,0788	DAX30	16.869,41	S&P 500	4.845,65

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.

jährliches Gewinnwachstum S&P 500, Stoxx 600 in Prozent und Entwicklung PMI) Grafik 12



Aktien: Berichterstattung für Q4-2023 läuft auf Hochtouren.

Die gute Nachricht vorab: die Hürde für die Unternehmensergebnisse ist zuletzt stark gesunken. Die S&P500-Prognosen für das vierte Quartal gehen indexbezogen von einem um 4 US-$ niedrigeren Gewinn je Aktie als im dritten Quartal aus, und die jährliche Wachstumsrate ist von 10 % auf nur noch 2 % gesunken. In Europa ist der Trend ähnlich. In Anbetracht dessen werden die tatsächlichen Ergebnisse die stark gesenkten Schätzungen wahrscheinlich noch einmal übertreffen können.

Zum Problem könnte werden, dass der Markt wirklich einige Nettogewinnsteigerungen braucht, um von den aktuellen Niveaus aus voranzukommen, und nicht nur ein Übertreffen der stark gesenkten Prognosen. Dies liegt daran, dass die aktuelle Anlegerpositionierung in Aktien viel höher ist als im letzten Jahr, die Stimmung viel Optimismus aufweist, die Bewertungsmultiplikatoren gestiegen sind und der Haupttreiber der Rallye im vierten Quartal - der Rückgang der Anleiherenditen - vorerst vorbei sein dürfte. Im Rahmen der bis Ende Januar bereits erfolgten Berichterstattung wurden Gewinnübertreibungen mehrheitlich nicht mit Kursanstiegen belohnt. Im S&P500 liegt die durchschnittliche Aktie, die die Schätzungen übertroffen hat, im Tagesvergleich 1 % im Minus.

Im Großen und Ganzen dürfte die Rentabilität der Unternehmen in den nächsten Quartalen unter Druck stehen. Der durch COVID-19 verursachte Verzerrungseffekt hebt sich vollständig auf. Die Gewinn-prognosen für 2024 werden in den meisten Regionen weiter nach unten korrigiert werden müssen. Es bestehen Risiken für die Preisgestaltung und die Absatzmengen in diesem Jahr, zusätzlich zu den allgemein hohen Hürden für die meisten Unternehmen - die Gewinnmargen sind im Vergleich zu den üblichen Werten erhöht und liegen bei fast 75 % der Unternehmen über den Werten, die vor COVID galten.

Wo könnten sich die Gewinnspannen wieder ihrem langfristigen Trend annähern? Auf der Ebene der Teilsektoren befinden sich die Gewinnspannen von Halbleitern, Autos und Banken auf einem Rekordhoch und könnten sich abschwächen. Dies könnte auch bei den Rohstoffsektoren der Fall sein. Die Gewinnspannen von Baumaterialien und Investitionsgütern sind ebenfalls hoch, könnten sich aber relativ besser halten. JP Morgan hat in der nachfolgenden Tabelle die eigenen Empfehlungen nach Sektoren und Regionen zusammengestellt. Anders als im monatlichen Quant-Modell handelt es sich hier um Empfehlung mit Zeithorizont Jahresende 2024. Die Prozentzahlen weisen die bisherige Kursentwicklung bis Ende Januar auf.

Sektorempfehlungen und YTD-Renditen) Grafik 13

	US		Europe		Japan		EM	
Energy	1%	OW	-2%	OW	5%	N	3%	OW
Materials	-4%	N	-4%	N	1%	UW	-8%	UW
Industrials	0%	UW	1%	UW	6%	N	-6%	N
Discretionary	-3%	UW	2%	UW	7%	OW	-7%	OW
Staples	1%	OW	1%	OW	3%	OW	-5%	OW
Healthcare	2%	OW	3%	OW	5%	N	-7%	UW
Financials	2%	N	1%	UW	9%	OW	-1%	N
Technology	6%	N	10%	N	6%	UW	-3%	N
Comm Service	9%	N	5%	OW	7%	N	-3%	N
Utilities	-3%	OW	-4%	OW	2%	N	0%	N
Real Estate	-2%	UW	-8%	OW	5%	N	-7%	N
Overall	**2.5%**		**1.2%**		**6.1%**		**-4%**	

ICM 15er-Aktienportfolio

Die Volkswirtschaften der Eurozone und Chinas sind bereits schwächer geworden. Und auch in den USA zeichnen sich Probleme ab: Zunehmende Insolvenzen, Ausfälle von Anleihen und erste Anzeichen für Risse auf dem Arbeitsmarkt, könnten auf einen Beginn einer Rezession in den USA um die Jahresmitte hindeuten. Der Aktienmarkt zeigte sich stabil und preiste eine rasche Zinssenkung in den USA ein. Die Fed und andere Zentralbanken werden die Zinsen in diesem Jahr auch senken. Aber nicht so schnell, wie die Märkte vermuten lassen, denn die Inflationsrisiken bleiben bestehen.

Das Depot wurde auf dreizehn von fünfzehn möglichen Titeln aufgestockt. Die aktuelle Performance YTD des Portfolios liegt bei etwas gestiegenem Risiko bei -1,48% unter der Benchmark MSCI World mit +3,39%.

Wieder im Portfolio:

PUMA SE ist ein deutscher Hersteller von Sportartikeln mit Sitz in Herzogenaurach. Puma war mit 8,47 Milliarden Euro Jahresumsatz und 16.669 Beschäftigten im Jahr 2022 nach Nike und Adidas der drittgrößte Sportartikelanbieter weltweit. Das Unternehmen hält einen Anteil von 5 % an der Borussia Dortmund, dessen Ausrüster Puma seit 2012 ist. Die Segmente des Unternehmens umfassen Europa, den Nahen Osten und Afrika (EMEA), Amerika (Nord- und Lateinamerika) und Asien/Pazifik. Man bietet in sechs Geschäftsbereichen sowohl Performance- als auch Sportstyle-Produkte an: Teamsport, Laufen und Training, Basketball, Golf, Motorsport, Sportstyle, Zubehör und Lizenzen. Das Unternehmen vertreibt die Produkte der Marken PUMA und COBRA Golf über den Groß- und Einzelhandel sowie über den Direktverkauf an Verbraucher in seinen Einzelhandelsgeschäften und Online-Shops und vermarktet seine Produkte weltweit hauptsächlich über seine Tochtergesellschaften in rund 120 Ländern. Für verschiedene Produktsegmente wie Düfte, Brillen und Uhren vergibt das Unternehmen Lizenzen, die es unabhängigen Partnern erlauben, diese Produkte zu entwerfen, zu entwickeln und zu verkaufen.

Neu im Portfolio:

STMicrolelectronics N.V. ist ein in der Schweiz ansässiges Halbleiterunternehmen. Weitere wichtige Standorte befinden sich in Frankreich und in Italien. Die Holdinggesellschaft hingegen ist als Aktiengesellschaft in Schiphol in den Niederlanden eingetragen. Die Firma ging zunächst als SGS-Thomson im Juni 1987 aus einer Fusion zwischen der italienischen SGS Microelettronica und der französischen Thomson Semiconducteurs hervor, seit 1998 nennt sie sich STMicroelectronics. Die Aktien sind an der New York Stock Exchange, an der Euronext in Paris (CAC 40) und an der Borsa Italiana in Mailand (FTSE MIB) gelistet. Das Produktspektrum umfasst diskrete Halbleiterbauelemente und integrierte Schaltkreise (ICs, Standardprodukte, kundenspezifische Schaltungen und ASICs sowie ASSPs) für allgemeine Elektronik-Anwendungen. Anwendungsschwerpunkte sind dabei die Automobilindustrie und das Internet der Dinge.

Neues zu den Portfolio-Mitgliedern:

AB InBev Der weltweit tätige Bierriese hat Pläne zur Änderung der Struktur seines Vertriebsteams in den USA bekannt gegeben. In einer Erklärung sagte ein Sprecher, dass der Konzern „Aktualisierungen" an seinem Verkaufsteam vornehme, die das Unternehmen „vereinfachen" würden. Die Nachricht wurde den Mitarbeitern Anfang des Monats mitgeteilt. Es ist unklar, wie viele Vertriebsmitarbeiter von der Entscheidung betroffen sein werden und wann der Schritt in Kraft treten soll. Die USA sind seit April letzten Jahres ein schwieriger Markt für den Bierbrauer, als das Unternehmen wegen seiner Partnerschaft mit dem TikTok-Star Dylan Gegenwind bekam. Im letzten Quartal 2023 betonte aber CEO Michel Doukeris, dass sich die Marke wieder „stetig verbessert" und „in die richtige Richtung" bewegt. In den drei Monaten bis Ende September verzeichnete das Unternehmen einen Umsatzrückgang von 13,5 %. Das Unternehmen erklärte, dass die Marge pro Hektoliter aufgrund von „Initiativen zur Umsatzsteuerung" um 4,9% gestiegen sei. Auch der Absatz an den Großhandel ging im dritten Quartal um 17,6 % zurück, verglichen mit einem Rückgang von 10,5 % im zweiten Quartal. AB InBev machte für den Umsatzrückgang die „Verschiebung von Lieferungen vor unserer Preiserhöhung im Oktober letzten Jahres", vor allem aber auf den geringeren Bud Light-Umsatz. Der Aktienkurs tritt seit Anfang des Jahres auf der Stelle, d.h. für uns ein Ergebnis von aktuell -1,51% YTD%. **Alibaba Group Holding** Nach der Ankündigung von Jack Ma, Aktien im Wert von 200 Millionen Dollar zurückzukaufen, erlebte die Alibaba-Aktie einen Aufschwung. Dies wurde durch einen Nachrichtenbericht über ein Versprechen der chinesischen Regierung unterstützt. Das chinesische Kabinett erklärte, es werde energische Maßnahmen ergreifen, um das Vertrauen in den Aktienmarkt zu stabilisieren. Die politischen Entscheidungsträger versuchen, etwa 2 Billionen Yuan (279 Mrd. $), hauptsächlich von Offshore-Konten staatlicher Unternehmen zu mobilisieren, um Aktienkäufe zu finanzieren. Der potenzielle Rettungsfonds würde zwar die Stimmung und die Liquidität aufhellen, wird aber wahrscheinlich nicht die Kernprobleme lösen, darunter Probleme in der Wirtschaft und bei den Unternehmensgewinnen, so ein Analyst. „Wir glauben, dass koordinierte makroökonomische Stimulierungsmaßnahmen notwendig sind für einen nachhaltigen Aufschwung", sagte er. Die Aktie quittierte die Meldungen mit Käufen und zeigt trotzdem nur einen TotalReturn von -6,90% YTD. **Ping An** Die jüngsten Zahlen zu den Prämieneinnahmen von Ping An Insurance im Dezember 2023 waren gerin-

ger als die seiner wichtigsten Konkurrenten. Das führende Markenbewertungsunternehmen Brand Finance hat Ping An dennoch wieder zur wertvollsten Versicherungsmarke Chinas gekürt. Dies ist das achte Jahr in Folge, in dem Ping An diesen Titel trägt. Im Brand Finance's Global 500 Report of the World's Most Valuable and Strongest Brands for 2024 rangiert Ping An mit einem Markenwert von 44,36 Mrd. USD auf Platz 31 der wertvollsten Marken der Welt, auf Platz 2 der Versicherungsmarken und auf Platz 6 der globalen Finanzunternehmen. Im Jahr 2023 stellte Ping An trotz des komplexen externen Umfelds die Widerstandsfähigkeit seines Markenwerts sicher, indem es seine Präsenz in umfassenden Finanzszenarien über verschiedene Ökosysteme hinweg ausbaute. Durch das Angebot integrierter Finanz- und Gesundheitsdienstleistungen aus einer Hand bietet Ping An seinen Kunden eine „sorgenfreie, zeit- und geldsparende" Erfahrung. Bis Ende September 2023 verzeichnete Ping An fast 230 Millionen Privatkunden mit durchschnittlich 2,99 Verträgen pro Kunde. Die Aktie bleibt durch die Turbulenzen rund um den chinesische Immobilienkonzern Evergrande schwach mit einem Ergebnis von -7,78% YTD. **Tencent Music Entertainment Group** veröffentlichte seine Quartalsergebnisse zuletzt am Dienstag, den 14. November. Das Unternehmen meldete ein EPS von $0,74 für das Quartal und übertraf damit die Konsensschätzungen der Analysten von $0,11 um $0,63. Der Umsatz des Unternehmens lag im Berichtsquartal bei 6,57 Mrd. $ und damit über den Analystenschätzungen von 6,28 Mrd. $. Die Eigenkapitalrendite liegt bei 9,71% bei einer Nettomarge von 16,82%. Der Quartalsumsatz des Unternehmens sank im Vergleich zum Vorjahresquartal um 10,8 %. Im gleichen Zeitraum des Vorjahres verzeichnete das Unternehmen einen Gewinn von 0,10 US-Dollar pro Aktie. UBS Group hat die Aktien von Tencent einem am kürzlich veröffentlichten Bericht von einem neutralen Rating auf ein Buy-Rating hochgestuft und haben derzeit ein Kursziel von $10,50 für die Aktie. Der Kurs von TME konnte sich in den letzten Wochen nach Verkäufen Anfang des Jahres erholen und liegt jetzt bei +4,33% YTD. **Bausch Health Companies** Tochter Bausch + Lomb investieren in Sanoculis, ein israelisches Unternehmen für Augenheilkunde, die ein innovatives minimal-invasives chirurgisches Verfahren zur Behandlung des Glaukoms entwickelt. Glaukom ist die häufigste Ursache für irreversible Erblindung, und es wird geschätzt, dass 79,6 Millionen Menschen im Jahr 2020 an einem Glaukom litten, eine Zahl, die bis zum Jahr 2040 voraussichtlich auf 111,8 Millionen ansteigen wird. 1MIMS® ist eine stentlose, einfache und schnelle Glaukom-Behandlung, die den Augeninnendruck wirksam senkt, ohne dass ein invasiver Eingriff erforderlich ist. MIMS® erzeugt während des Eingriffs einen sklero-kornealen Drainagekanal, so dass kein Stent in das Auge implantiert werden muss. „Sowohl die Vertriebsvereinbarung als auch die Investition sind ein wichtiger Meilenstein für Sanoculis, denn sie zeigen das große Vertrauen, das Bausch + Lomb in unsere Technologie setzt. Die umfangreiche Vertriebspräsenz von Bausch + Lomb in Europa wird sicherstellen, dass viele zusätzliche Glaukomspezialisten und ihre Patienten Zugang zu MIMS® haben werden. Wir glauben, dass MIMS® eine starke Ergänzung des Produktportfolios von Bausch + Lomb sein wird und seine Führungsposition im Glaukom-Segment festigt", sagte Nir Israeli, Mitbegründer und CEO von Sanoculis. Die Aktie von Bausch Health zeigt ein Ergebnis von -2,18% YTD. Die **Deutsche Bank AG** will nach einem Gewinnrückgang im vergangenen Jahr den Sparkurs fortsetzen und 3500 Stellen abbauen. Das Vertriebsnetz solle weiter gestrafft und interne Prozesse vereinfacht werden, beschrieb die Bank die Maßnahmen ihres Effizienzprogramms, das schon länger läuft. Daraus sollen weitere Einsparungen von 1,6 Mrd. Euro erzielt werden. Bereits umgesetzt worden seien 900 Mio. Euro an Kostensenkungen, davon 350 Mio. Euro im vergangenen Jahr. Starke Geschäfte mit Firmenkunden schoben die Ergebnisse der Deutschen Bank im vergangenen Jahr zwar an. Unter anderem eine höhere Steuerquote ließ den Gewinn des Kreditinstituts aber um 16 Prozent auf 4,21 Mrd. Euro sinken. Trotzdem übertraf das Institut die Schätzungen von Analysten deutlich, die unter dem Strich nur 3,66 Mrd. Euro erwartet hatten. Damit schloss die Deutsche Bank das vierte Jahr in Folge mit einem Gewinn ab. Der Finanzkonzern erwirtschaftete Erträge von 28,9 Milliarden Euro - ein Plus von 6%. Den Aktionären stellte Bankchef Christian Sewing eine Dividende von 0,45 Euro je Aktie in Aussicht nach 0,30 Euro im Jahr zuvor. Für das Jahr 2025 peilt der Konzern eine Dividende von 1,00 Euro an. Sie sei gut positioniert, ihr Ziel einer Ausschüttung von acht Milliarden Euro für die Jahre 2021 bis 2025 zu übertreffen, erklärte die Bank. „Wir haben den höchsten Vorsteuergewinn seit 16 Jahren erzielt, sind stärker als geplant gewachsen und haben trotz wichtiger Investitionen unseren Fokus auf Kostendisziplin beibehalten." Die Bank sei sehr zuversichtlich, die Ziele für das Jahr 2025 zu erreichen. Sie strebt 2025 Erträge von etwa 32 Mrd. Euro an. Das Wachstumsziel für den Zeitraum von 2021 bis 2025 wurde von 3,5 bis 4,5 % auf 5,5 bis 6,5 % erhöht. „In wichtigen Bereichen haben wir einen Wendepunkt erreicht", erklärte Finanzvorstand James von Moltke. Die Bank sei gut aufgestellt, um auf dem Weg zu den Zielen für 2025 schnellere Fortschritte zu erzielen. Der Return der Aktie bleibt mit +0,44% YTD immer noch etwas hinter dem DAX40-Index (+0,91% YTD) zurück. **ENEL Spa.** Der italienische Energiekonzern führt die GlobalData-Rangliste der Energieunternehmen an, die sich am stärksten im Bereich der erneuerbaren Energien engagieren. Man übertrumpfte damit seinen spanischen Konkurrenten Iberdrola, wenn es um die Stromspeicherkapazität

und den produzierten Emissionen pro Megawatt geht. Das Unternehmen ist der weltweit größte private Akteur im Bereich der erneuerbaren Energien und der zweitgrößte Stromversorger der Welt nach Umsatz. Während Enel eine Vielzahl von Deals tätigte, um sich von Regionen und Geschäftsbereichen zu trennen, die nicht mehr passen, gab es viele Entwicklungen in Südamerika. Das Unternehmen hat die Genehmigung zur Aufnahme des kommerziellen Betriebs seines Solarkraftwerks Campos del Sol und die Inbetriebnahme der 398-MW-Solaranlage Guanchoi erhalten, die sich beide in Chile befinden. Außerdem sicherte man sich ein 300-Mio. USD-Darlehen von der International Finance Corporation für den Bau neuer Infrastrukturen, die Verstärkung und Erweiterung des Energieverteilungsnetzes und die Entwicklung elektrischer Massentransportsysteme in Kolumbien. Außerhalb Südamerikas unterzeichnete Enel Stromabnahmeverträge im Wert von 220 MW mit Air Liquide und Sasol in Südafrika und erhielt den Zuschlag für eine Ausschreibung zum Bau einer 22-MW Photovoltaikanlage auf dem Flughafen Leonardo da Vinci in Rom, Italien. Die Aktie bleibt weiter mit einem TotalReturn (incl. Dividenden) von -7,15% YTD noch unter dem italienischen Gesamtmarkt (FTSE MIB +1,29% YTD). Italiens staatlich kontrollierter Verteidigungs- und Raumfahrtkonzern Leonardo Spa bleibt weiter im Aufwind. Italien, Japan und Großbritannien könnten ein gerade gestartetes Programm zur Entwicklung eines modernen Kampfjets für andere Länder öffnen, sagte Italiens Verteidigungsminister in einem kürzlich veröffentlichten Interview. Die drei Länder unterzeichneten im Dezember einen internationalen Vertrag zur Einrichtung des Global Combat Air Programme (GCAP) - die erste große Zusammenarbeit der Verteidigungsindustrie der teilnehmenden Länder bei Kampfflugzeugen der nächsten Generation. „Wir werden (das Programm) nicht für andere öffnen, bevor die Anfangsphase abgeschlossen ist", sagte Guido Crosetto und fügte hinzu, dass viele Länder an einer Teilnahme interessiert seien. „Später, wenn alle einverstanden sind, könnten wir es auf andere Länder ausdehnen", fügte er hinzu. Ziel ist es, das neue Kampfflugzeug bis 2035 in die Luft zu bringen. Die gemeinsame Entwicklungsphase wird voraussichtlich 2025 beginnen. Die Aktie ist auch im neuen Jahr einer der Outperformer mit einem Plus von schon +8,54% YTD. Der niederländische Tech-Investor mit südafrikanischen Wurzeln **Prosus NV** konnte in den letzten Tagen zulegen, nachdem Chinas Glücksspiel-Regulierungsbehörde den Entwurf von Regeln zur Kontrolle der Ausgaben für Videospiele von ihrer Website genommen hat. Die Aktie liegt aber z.Zt. mit einem Ergebnis von +1,72% YTD etwas unter Indexniveau (AEX-Index +3,99% YTD). Das Westafrika fokussierte britische Öl- und Gasexplorationsunternehmen **Tullow Oil** gab bekannt, es sei auf dem Weg, in den nächsten zwei Jahren einen freien Cashflow von 600 Mio. USD zu erzielen, um sein Ziel von 800 Mio. $ zwischen 2023 und 2025 zu erreichen, was die Aktien beflügelte. Der an der Londoner Börse notierte Öl- und Gasexplorer sagte, dass die Inbetriebnahme von Jubilee South East vor der Küste Ghanas den 2023Cashflow über seine Erwartungen hinaus gesteigert hat und fügte hinzu, dass die Nettoverschuldung zum Jahresende um etwa 250 Mio. USD auf 1,6 Mrd. USD verringert werde. Die Produktion im Jahr 2023 sei im Durchschnitt etwa 63.000 Barrel Öl pro Tag (kboepd) gewesen und man erwartet eine durchschnittliche Produktion zwischen 62.000 und 68.000 kboepd im Finanzjahr 2024. Das Unternehmen plant, bis 2024 etwa 250 Mio. $ zu investieren, wobei etwa 60 % der Investitionsausgaben auf das Jubilee-Programm entfallen. Die positiven Meldungen konnten der Aktie aber noch nicht helfen, es bleibt ein Ergebnis von schlechten -19,12% YTD. **Volkswagen Vz**. hält nach eigenen Angaben an seinem Zeitplan für die Finanzierung der Batterieeinheit PowerCo fest. „Das Interesse der Investoren ist nach wie vor groß. Ein IPO ist eine greifbare Option für die Zukunft", sagte Volkswagen in einer Erklärung, und wiederholte damit seine frühere Position in dieser Angelegenheit. Ein Sprecher von PowerCo dementierte, dass sich der Zeitplan geändert habe, fügte in einer schriftlichen Erklärung hinzu, dass die Produktion der Batterieeinheit weiterhin für das Jahr 2025 geplant sei. Außerdem baut VW im Zuge der Restrukturierung seinen Markenvorstand um und schickt Thomas Ulbrich nach China. Er werde dort ab April für die Entwicklungsaktivitäten des gesamten Konzerns verantwortlich sein, teilte der Konzern mit. Seine Aufgaben in der Softwareentwicklung übernehme VW-Entwicklungschef Kai Grünitz. Die Zahl der Vorstandsmitglieder reduziere sich mit dem Schritt auf sieben. VW-Markenchef Thomas Schäfer sagte, die Zusammenlegung der beiden Vorstandsressorts trage dazu bei, die Entwicklungszeiten zu verkürzen. Volkswagen hat sich im Rahmen seines milliardenschweren Sparprogramms vorgenommen, neue Autos künftig in 36 Monaten zu entwickeln, bislang dauert es ungefähr 50 Monate. Der zweitgrößte Autohersteller weltweit meldete Anfang des Monats einen Anstieg der Auslieferungen im vergangenen Jahr um 12% auf 9,2 Millionen Fahrzeuge, was eine Erholung nach der Pandemie und der Engpässe in der Lieferkette zeigte. Die Volkswagen Vorzugsaktien zeigen mit einem Return von +7,17% seit Anfang des Jahres ein deutlich besseres Ergebnis als der DAX40-Index mit +0,91% YTD.

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 14

ICM InvestmentBank AG
UNABHÄNGIGE VERMÖGENSVERWALTER

ICM 15er Aktienportfolio

Auslastung: 87% 01.02.24

No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2024 YTD	P/L total	ESG Grade
1	ABI.BR	**AB INBEV/d**	Consumer Non-Cyclicals	BE0974293251	EUR	BRU	25.09.23	52,93	**57,54**	-1,51%	**8,71%**	A-
2	BABA.DF	**ALIBABA GRP AD/d**	Technology	US01609W1027	USD	ADC	26.01.21	264,00	**72,17**	-6,90%	**-72,66%**	C+
3	BHC.DF	**BAUSCH HEALTH /d**	Healthcare	CA0717341071	USD	ADC	18.05.22	10,97	**7,85**	-2,18%	**-28,44%**	B+
4	DBKGn.DE	**DEUTSCHE BANK N**	Financials	DE0005140008	EUR	GER	03.02.23	11,55	**12,418**	0,44%	**7,53%**	A
5	ENEI.MI	**ENEL/d**	Utilities	IT0003128367	EUR	MIL	13.12.22	5,27	**6,247**	-7,15%	**18,63%**	A
6	LDOF.MI	**LEONARDO/d**	Industrials	IT0003856405	EUR	MIL	13.04.22	10,03	**16,21**	8,54%	**61,67%**	A
7	2318.HK	**PING AN/d**	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	**32,6**	-7,78%	**-65,39%**	B
8	PRX.AS	**PROSUS/d**	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	33,94	**27,46**	1,72%	**-19,10%**	B
9	PUMG.DE	**PUMA**	Consumer Cyclicals	DE0006969603	EUR	GER	05.01.24	47,00	**36,96**	-26,82%	**-21,36%**	A
10	STMMI.MI	**STMICROELEC.N./d**	Technology	NL0000226223	EUR	MIL	24.01.24	42,17	**40,95**	-9,42%	**-2,89%**	A
11	TME.DF	**TENCENT MUSIC/d**	Technology	US88034P1093	USD	ADC	06.04.21	20,07	**9,395**	4,33%	**-53,19%**	D+
12	TLW.L	**TULLOW OIL/d**	Energy	GB0001500809	GBp	LSE	27.09.19	83,59	**31,50**	-19,12%	**-62,31%**	B
13	VOWG_p.DE	**VOLKSWAGEN VZ**	Consumer Cyclicals	DE0007664039	EUR	GER	18.01.22	112,49	**119,82**	7,17%	**6,51%**	A-
14												
15												

	Aktiendepot in €	MSCI in €
Performance in 2017	24,84%	5,50%
Performance in 2018	-9,56%	-5,92%
Performance in 2019	16,53%	27,49%
Performance in 2020	-3,15%	11,86%
Performance in 2021	**10,88%**	**30,73%**
Performance in 2022	**9,03%**	**-15,12%**
Performance in 2023	**20,61%**	**18,25%**
Performance in 2024 (YTD)	**-1,48%**	**3,39%**

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.

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.

Grafik 15

Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S&P500 Index konnte die Höchststände aus dem Juli 2023 deutlich überschreiten und zeigt immer noch einen stabilen Aufwärtstrend. Der ADX-Indikator signalisiert eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung. Der Geldstromindex zeigt seit Anfang November Mittelzuflüsse, die aber seit Anfang des Jahres nachlassen. 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 hat sich aus dem überkauften Bereich wieder in die neutrale Zone bewegt.

Ergebnis: positiv

EuroStoxx 50 - Kursindex

Der EuroStoxx50-Index konnte den Widerstandsbereich bei 4.500 verlassen und erreichte neue Höchststände und liegt jetzt weiter deutlich über der 200 Tage Linie bei 4323 Punkten. Der ADX- Indikator weist klar auf eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung hin. Der Geldstromindex zeigt seit Anfang November wieder Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index bewegt sich aus der überkauften Zone nach unten und gibt noch leichte Verkaufssignale. Der MACD steigt nach einem Kaufsignal weiter und ist positiv. Der William %R Oszillator ist klar überkauft und gibt ein Verkaufssignal.

Ergebnis: positiv

Grafik 16

DAX40 – Kursindex

Der DAX40-Kursindex konnte im Dezember 2023 neue Höchststände erreichen, die aber im neuen Jahr nicht nachhaltig durchbrochen werden konnten. Allerdings erscheinen die Marken von 6.500 Punkten und 200 Tagelinie bei ca. 6.320 Punkten als gute Unterstützung. Der ADX Indikator zeigt deutlich eine Fortsetzung des positiven Trends. Der Geldstromindex zeigt seit Mitte Januar 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 aus dem überkauften Bereich in die neutrale Zone zurückgekehrt, gibt aber noch kein Kaufsignal.

Ergebnis: neutral/positiv

Grafik 17

Nikkei 225 - Kursindex

Der japanische Markt konnte nach mehrmaligen Versuchen Anfang Januar die Höchststände des letzten Jahres bei ca. 34.000 Punkten zu durchbrechen und zeigt weiter Stärke. Die alten Tops und die aufsteigende 200 Tage Linie bei ca. 32.260 Punkten sind eine gute Unterstützung. Der ADX-Indikator deutet eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung an. Der Money-Flow-Index zeigte Anfang des Jahres leichte Nettokäufe und ist jetzt neutral. 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 wieder aus der überkauften Zone in den neutralen Bereich zurückgelaufen.

Ergebnis: positiv

Grafik 18

Hang Seng – Kursindex

Nach dem Jahreshoch im Januar letzten Jahres befindet sich HongKong weiter in einem stetigen Abwärtstrend. Die wichtige 200Tage-Linie bei z.Zt. 18.155 Punkten scheint weit entfernt. Erst müsste allerdings erst der Widerstand bei 18.000 Punkten geknackt werden. Der ADX Indikator deutet eine Fortsetzung der Abwärtsbewegung an. Der Money-Flow-Index zeigt seit nach einer kurzen Kaufphase im Januar wieder Mittelabflüsse. Der MACD könnte aus der neutralen Zone ein leichtes positives Signal geben. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide absolut neutral.

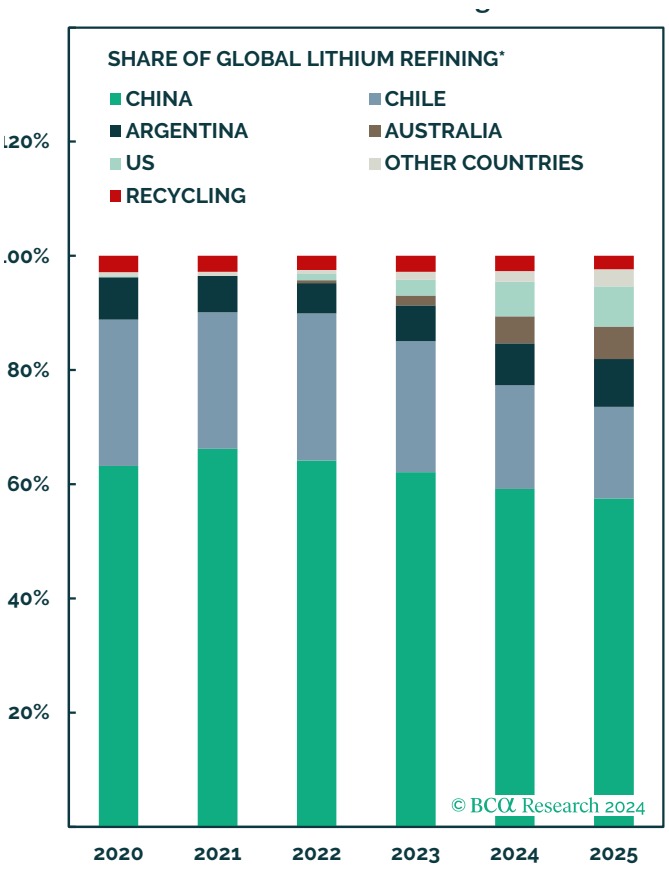
Ergebnis: negativ

Grafik 19

Erobern die chinesischen Elektroauto-Produzenten die Welt ?

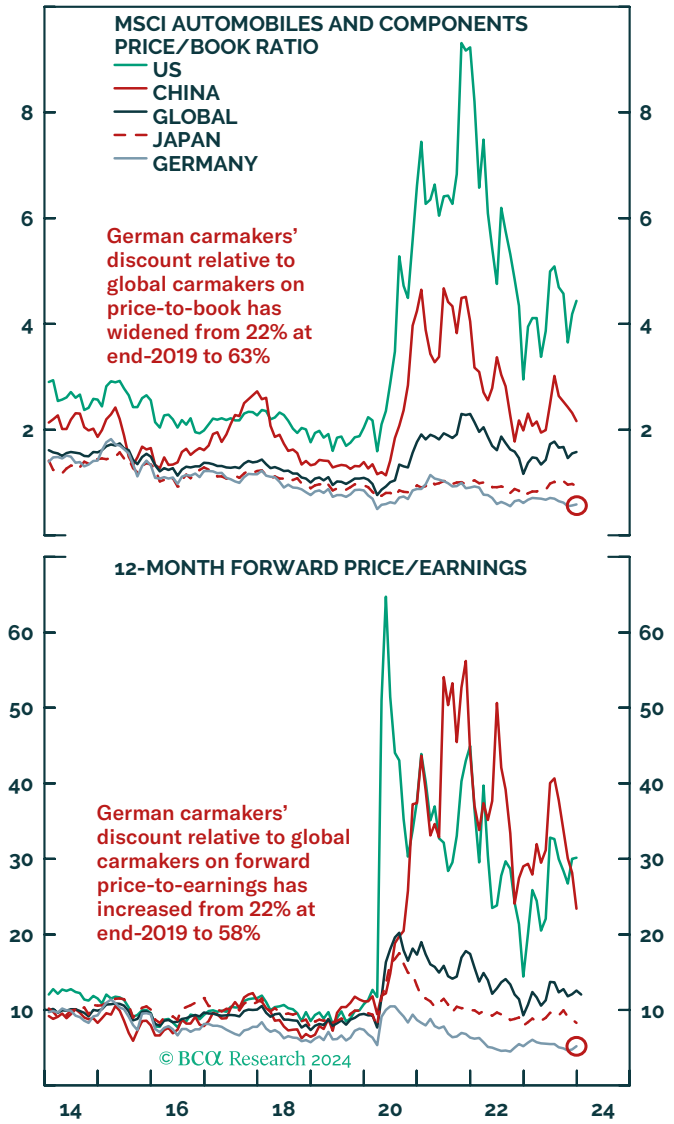
Die bevorstehende weltweite Umstellung auf Elektrofahrzeuge (EVs) ist schon seit einiger Zeit in aller Munde. Aber der Startschuss für die EV-Revolution fiel erst vor etwa einem Jahr, als der jährliche weltweite Absatz von Elektrofahrzeugen die 10-Millionen-Marke überschritt. Seitdem werden die Posteingänge von Vermögensverwaltern mit Research über E-Fahrzeughersteller überschwemmt. Es ist kaum zu übersehen, dass die meisten dieser Berichte über die Produzenten viele Parallelen in ihrer Fokussierung haben. Da China in der Lage ist, eine Vielzahl funktionaler Elektroauto-Modelle zu produzieren und die globale Lithium-Lieferkette im Griff hat, gelten chinesische Autohersteller als Favoriten für den Sieg im Rennen um Elektroautos
Die Berichte über die US-Elektroautohersteller sind ebenfalls von spürbarem Optimismus geprägt. Dies ist Elon Musk zu verdanken, aber auch Joe Biden. Der Inflation Reduction Act (IRA), der von der Biden-Regierung verabschiedet wurde, schützt den US-EV-Markt vor einer Überflutung durch chinesische E-Fahrzeuge und Batterien.
Die europäischen Autohersteller hingegen sind die unbeliebtesten unter ihnen. Die Märkte scheinen sichtlich verärgert darüber zu sein, dass die europäischen Automobilhersteller trotz ihrer guten Tradition die globale EV-Revolution verschlafen haben.

Chinas Weltmarktanteil an Lithium sinkt. Grafik 20



* DATA REFLECTS PRODUCTION OF GLOBAL REFINED LITHIUM.
NOTE: FORECAST STARTS FROM 2023.
SOURCE: AUSTRALIAN DEPARTMENT OF INDUSTRY, SCIENCE AND RESOURCES, 2023.

MSCI Automobile und Komponenten Grafik 21



SOURCE: REFINITIV / IBES AND MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION).

Schließlich wurden die japanischen Autohersteller in die Bedeutungslosigkeit gedrängt. Niemand erwartet, dass die Marktführer der Verbrennungsmotor-Ära in der Lage sein werden, im Zeitalter der Elektroautos ein Zeichen zu setzen. Diese Wahrnehmungen sind alles andere als unzutreffend. Sie beruhen jedoch implizit auf dem Fortbestehen des Status quo.

Es wird erwartet, dass chinesische Autohersteller ihre Position als Vorreiter der globalen Elektroauto-Revolution nun zementieren werden. Tesla soll daneben der große Gewinner auf dem umkämpften US-EV-Markt bleiben. Und schließlich wird erwartet, dass die europäischen Automobilhersteller weiterhin Marktanteile an chinesische Produzenten verlieren werden.

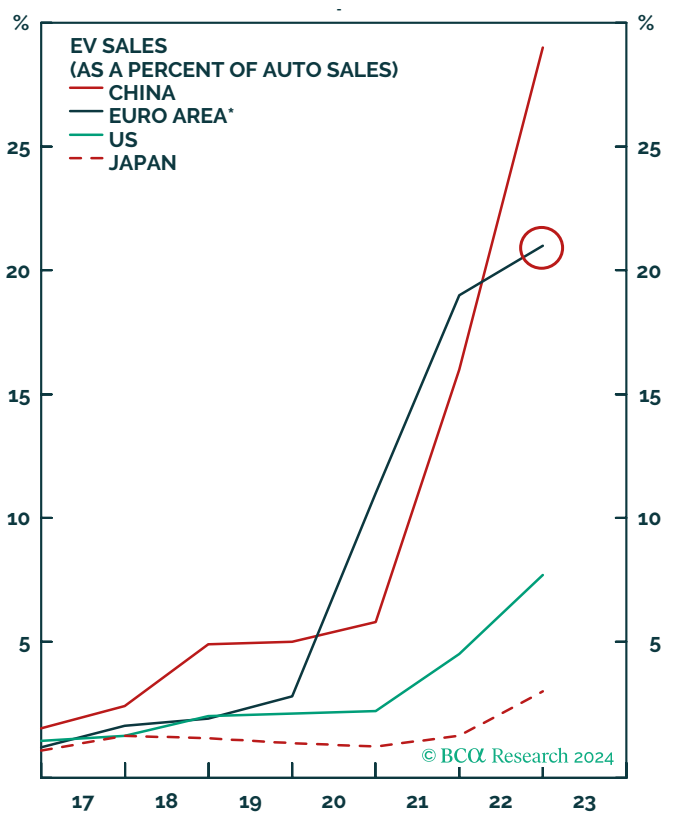
Die Geschichte des Automobils ist eine Geschichte voller Überraschungen. Damals, im Jahr 1900, galten die europäischen Automobilhersteller als Vorreiter im weltweiten Wettlauf um die Massenproduktion von Autos. Diese Annahme war völlig logisch, wenn man bedenkt, dass es dem Deutschen Karl Benz 1885 gelungen war, das erste moderne Automobil, den Benz Patent-Motorwagen, zu bauen. Doch dann nahm die Geschichte eine unerwartete Wendung. Fast zwei Jahrzehnte später, im Jahr 1908, brachte Henry Ford das Model-T auf den Markt. Fords Model-T war genauso praktisch wie der Benz Patent-Motorwagen, aber vor allem konnte es mit Hilfe von Fließbandtechniken in Massenproduktion hergestellt werden. Dementsprechend günstig war dann der Preis. Das in den USA hergestellte Model-T wurde zum einflussreichsten Auto des 20. Jahrhunderts und begründete, dass die Geschichte des motorisierten Verkehrs in den USA wirklich begann.

Ein Jahrhundert später, mit dem Aufkommen der Elektroautos, befindet sich die Autoindustrie an einem weiteren Wendepunkt. Die gängige Meinung ist, dass China am stärksten von diesem Übergang profitieren wird. Was aber, wenn die Nichtlinearität wieder auftauchen würde, wie es oft der Fall ist? Dann könnte auch diese Revolution, wie schon in der Vergangenheit, eine unerwartete Liste von Gewinnern und Verlierern hervorbringen. Einige mögliche Wendungen sind nachfolgend aufgezählt.

Möglichkeit Nr. 1: Die EU lernt von den USA und schottet ihren Automarkt ab.

Wenn es um globale grüne Ziele geht, ist die Europäische Union ein Fackelträger in dieser Sache. Ob es um die Entwicklung eines umfassenden Marktes für Emissionsgutschriften oder den Aufbau einer Infrastruktur zur Förderung von E-Fahrzeugen geht, die europäischen Entscheidungsträger übernehmen in diesen Bereichen fast immer die Führung. Daher ist es nicht verwunderlich, dass Europa heute nach China der zweitgrößte Markt für Elektrofahrzeuge ist . Die Ironie liegt

Neuwagenabsatz von E-Autos Grafik 22



* MEDIAN OF DATA FOR GERMANY, FRANCE, ITALY, NETHERLANDS, AND SPAIN.
SOURCE: INTERNATIONAL ENERGY AGENCY.

jedoch in der Tatsache, dass die deutschen Automobilhersteller in der Anfangsphase der Umstellung auf Elektrofahrzeuge in Europa nicht profitiert, sondern gelitten haben. Die Rentabilität des führenden europäischen Automobilherstellers Volkswagen (1,6 % Gewicht im MSCI ACW Automobil- und Komponentenindex) hat sich auf 8 % verschlechtert. Die Bewertungen des Unternehmens sind folgerichtig im Keller gelandet.

Ein Hauptgrund dafür, dass die europäischen Autohersteller nicht in der Lage waren, von der Nachfrage nach Elektrofahrzeugen in Europa zu profitieren, ist China. Chinesische E-Autos machen heute etwa ein Zehntel der E-Auto-Verkäufe in Europa aus - eine Zahl, die sich noch vervielfachen dürfte. Das liegt vor allem daran, dass chinesische Autohersteller wie BYD anstreben, bis 2030 jedes zehnte in der Region verkaufte Elektroauto zu produzieren. Wenn diese Ambitionen tatsächlich realisiert werden, werden die Bewertungen der europäischen Autohersteller neue Tiefststände erreichen.

Abgesehen von den Auswirkungen auf die Finanzmärkte werden die Auswirkungen des ungehinderten Vordringens Chinas auf den europäischen EV-Markt auch in der Politik zu spüren sein. Europa

hat – verglichen mit den Vereinigten Staaten - schon seit einiger Zeit ein großes Problem mit der Arbeitslosigkeit. Die europäischen Automobilhersteller haben sich jedoch als eine Art Retter erwiesen, da es der Autoindustrie in letzter Zeit gelungen ist, ihren Anteil an der Beschäftigung wieder zu erhöhen. Wenn vor diesem Hintergrund die chinesischen Elektroautos dazu führen, dass die europäischen Autohersteller „ausbluten" und Arbeitsplätze abbauen, wird die Politik darauf zu Lasten der chinesischen Exporteure reagieren.

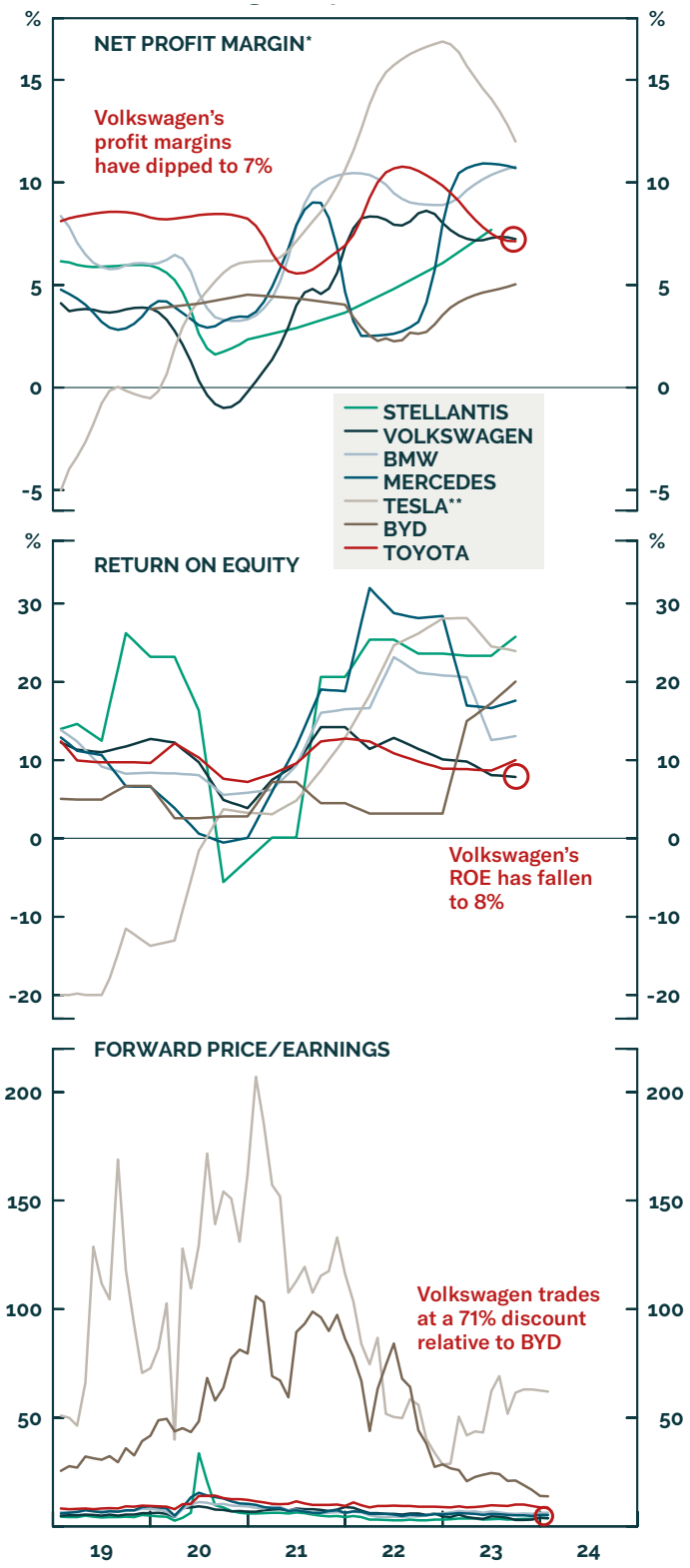
Man kann davon auszugehen, dass Europa für chinesische E-Fahrzeuge nicht bis in alle Ewigkeit gastfreundlich bleiben wird. Die abwartende Haltung gegenüber E-Fahrzeugen, hat die EU bislang eingenommen, da der Markt für E-Fahrzeuge nicht groß genug war, um von Bedeutung zu sein. Aber spätestens wenn der Markt für Elektroautos beginnt, den Markt für Verbrennungsmotoren in rasantem Tempo aufzufressen, dürfte die europäische Autolobby aktiv werden und die EU schließlich davon überzeugen, politische Änderungen zu beschließen, die Chinas Zugang zum europäischen Automarkt einschränken.

Was könnte als Katalysator für diesen Wandel dienen? Die Geschichte beweist, dass der Protektionismus zunimmt, wenn sich das Wachstum verlangsamt. Eine Rezession in Europa im Laufe dieses Jahres könnte der Auslöser für die Einführung von Zollschranken oder die Änderung von Subventionsregelungen sein, so dass Autos aus chinesischer Produktion aktiv ausgeschlossen werden. Die Tatsache, dass sich die Wahrnehmung Chinas durch die Europäer stetig verschlechtert hat, bedeutet, dass die Schwelle für die Einleitung solcher Maßnahmen recht niedrig ist.

Aber würde ein solches Vorgehen nicht auch die Geschäftsaussichten der europäischen Automobilhersteller in China gefährden? Dies ist zwar ein eindeutiger Risikofaktor, doch ist diese Einschränkung nicht mehr so zwingend wie früher. Die französischen Automobilhersteller hatten in China von Anfang an nur einen begrenzten Marktanteil. Die deutschen Automobilhersteller hatten in der Vergangenheit einen großen Anteil am chinesischen Automobilmarkt, haben aber jetzt weniger Einfluss auf diesen Markt.
Darüber hinaus bedeutet die Tatsache, dass die ausländischen Direktinvestitionen in China auf den niedrigsten Stand seit mehreren Jahrzehnten gesunken sind, dass China selbst nur begrenzte Vorteile in einer harten Vergeltungsstrategie sehen wird, die die Produktionsstätten ausländischer Automobilhersteller in China betrifft.

Daher ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass die EU in den nächsten 12-24 Monaten eine Art Mauer um ihren Automobilmarkt errichtet. In der Tat gibt es bereits erste Anzeichen für einen Wandel. Die EU

Gewinnmargen verschiedener Automobilhersteller Grafik 23



* SHOWN AS A 12-MONTH MOVING AVERAGE.
** TRUNCATED AT AN ROE OF -20%.
SOURCE: REFINITIV DATASTREAM.

© BCA Research 2024

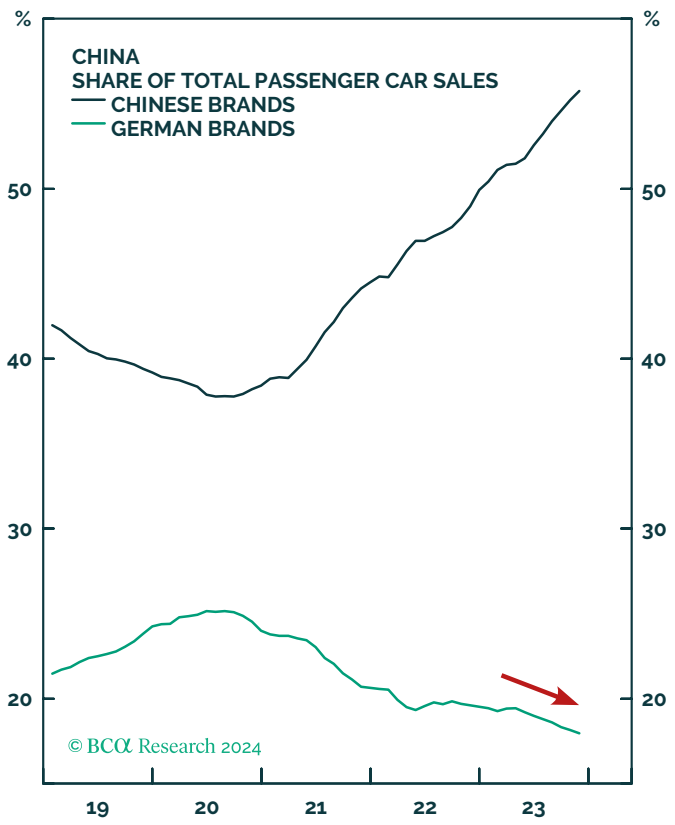
hat im letzten Herbst offiziell eine Anti-Subventionsuntersuchung für chinesische E-Fahrzeuge eingeleitet. Noch wichtiger ist, dass Frankreich im letzten Monat sein Förderprogramm für E-Fahrzeuge dahingehend geändert hat, dass in China hergestellte E-Fahrzeuge von der Förderung ausgeschlossen sind - ein Schritt, den weitere europäische Länder nachahmen dürften.

Aus Sicht der Investoren stellt sich die Frage, ob eine erfolgreiche Abschottung des europäischen Automobilmarktes ausreichen wird, um die Bewertung der europäischen Autoaktien wieder auf Normalniveau zu bringen. Auch wenn die gesamte europäische Automobilindustrie die Herausforderung möglicherweise nicht meistern kann, so könnten doch einige wenige als Sieger hervorgehen. Denn die Erfahrung der EV-Marktführer beweist eines: Der Markt steht einer kurzfristigen Verschlechterung der Renditen gleichgültig gegenüber, wenn die Verschlechterung durch Kapitalzuweisungen an wertsteigernde Geschäftsbereiche verursacht wird. Die Erfahrungen von BYD und Tesla zeigen deutlich, dass die Märkte trotz des Lochs im Cashflow, das Investitionserweiterungen verursachen, dazu neigen, solche Entscheidungen zu belohnen, solange die Erhöhung der Investitionen mit steigenden Einnahmen einhergeht. Mit einem überschaubaren Verschuldungsgrad, einem gesunden Current Ratio[5] und einem anständigen Bargeldbestand scheinen europäische Automobilhersteller wie Volkswagen das Zeug dazu zu haben, das Beste aus der europäischen EV-Chance zu machen. Die Tatsache, dass 2024 der Beginn eines Zinssenkungszyklus in Europa eingeläutet wird, bedeutet, dass, wenn sich ein europäisches Automobilunternehmen dazu entschließt, das Beste aus den EV-Chancen der Region zu machen, die Investitionen auch zu niedrigen Fremdkapitalkosten finanziert werden können.

Möglichkeit Nr. 2: Die japanischen Automobilhersteller geben Gas.

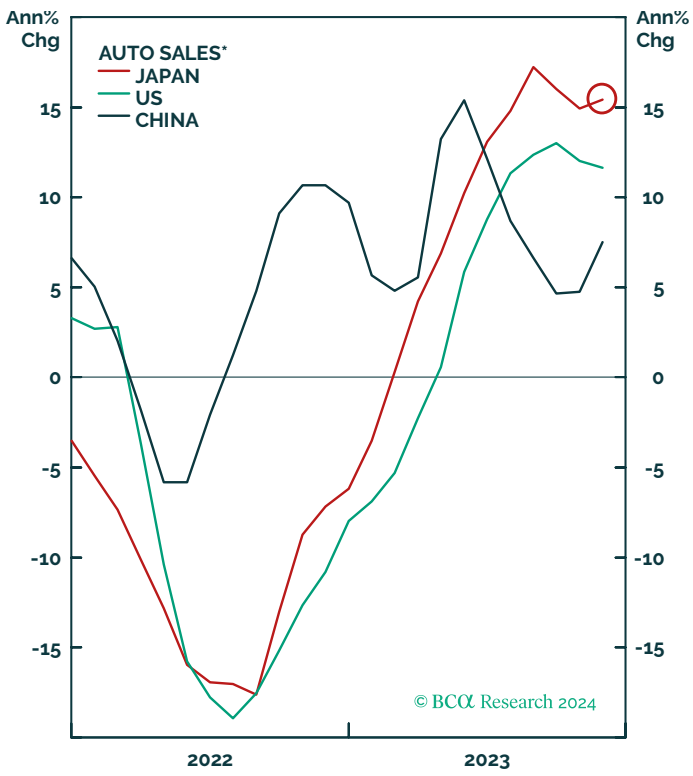
Die Märkte setzen wenig Hoffnung in den japanischen Automobilsektor. Der Abschlag der japanischen Automobilhersteller im Vergleich zu den globalen Automobilherstellern beim Kurs-Buchwert-Verhältnis ist von 13 % Ende 2019 auf jetzt 42 % gestiegen. Doch könnten die japanischen Automobilhersteller für eine positive Überraschung sorgen? Auch wenn dies heute nur schwer vorstellbar ist, gibt es eine Reihe von Gründen, warum ein solches Ergebnis möglich ist.

Deutsche Hersteller verlieren Marktanteile in China Grafik 24



NOTE: BOTH SERIES SHOWN AS 12-MONTH MOVING TOTAL.

Starkes Absatzwachstum japanischer Hersteller Grafik 25

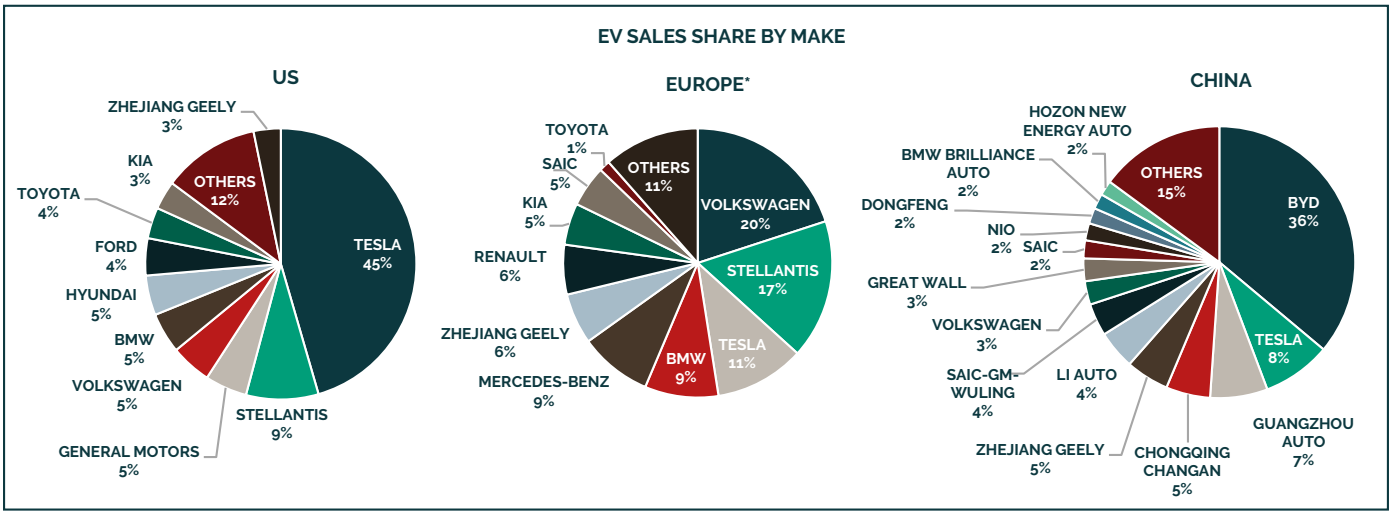


* 12-MONTH MOVING TOTAL.
SOURCE: CEIC.

[5] Die Current Ratio (deutsch: „Liquidität 3. Grades" oder „umsatzbedingte Liquidität") misst die Schuldentilgungsfähigkeit eines Unternehmens unter Berücksichtigung aller Vermögenswerte. Bei einem Wert von 1 bzw. 100 % sind alle kurzfristigen Verbindlichkeiten durch entsprechende Vermögenswerte gedeckt.

EV-Umsatzanteil nach Herstellern

Grafik 26



* INCLUDES DATA FROM UK, GERMANY, FRANCE, ITALY, NETHERLANDS, AND SPAIN.
NOTE: BASED ON DATA FROM JANUARY TO SEPTEMBER, 2023.

© BCA Research 2024

Zunächst einmal haben japanische Autohersteller den Vorteil eines starken Absatzes im Heimatland - eine Dynamik, die sich für ihre chinesischen Konkurrenten als Problem erweisen wird.

Darüber hinaus könnte sich dieser Vorteil angesichts der Aussichten auf ein strukturell höheres nominales BIP-Wachstum in Japan durchaus behaupten. Auch die demografische Entwicklung könnte für Japan eine geringere Belastung darstellen als für China.

Japanische Autohersteller könnten ihre Präsenz auf dem umkämpften US-Automarkt ausbauen, zu dem chinesische Wettbewerber nur begrenzt Zugang haben. Der US-amerikanische Markt für Elektroautos ist ein Traummarkt für Verkäufer, da er weniger fragmentiert ist (GIS 12.01.24, S. 10; Titel: EV-Umsatzanteil nach Herstellern) und die Preise auf diesem Markt tendenziell höher sind. Wenn die japanischen Autohersteller ihren Marktanteil in diesem Markt erhöhen können, wird dies die Gewinnspannen der japanischen Autohersteller erheblich steigern. Dies steht im Gegensatz zu ihren chinesischen Konkurrenten, die zwar einen hohen Marktanteil auf dem weltgrößten Markt für Elektrofahrzeuge, nämlich China, haben aber aufgrund der hohen Wettbewerbsintensität auf ihrem Hauptmarkt mit Margendruck zu kämpfen. Schließlich bestätigt eine Porter-Analyse, dass sich eine Reihe von Kräften für japanische Automobilhersteller im Hinblick auf den Bereich der Elektrofahrzeuge günstig entwickeln. Bei den japanischen Automobilherstellern schreiben wir Toyota (Anteil am MSCI ACW Automobil und Komponenten: 10,8 %) eine höhere Wahrscheinlichkeit zu, ein unerwarteter Nutznießer der globalen EV-Revolution zu sein. Der Grund dafür ist, dass Toyota eine einzigartige Strategie zu haben scheint, um neue EV-Modelle vorzustellen und seine Abhängigkeit von der chinesischen Lieferkette zu verringern. Vor allem aber macht das Unternehmen weiterhin Fortschritte bei der Massenproduktion von Festkörperbatterien der nächsten Generation. Es stimmt zwar, dass Toyota bisher nur begrenzte Fortschritte an der EV-Front gemacht hat, aber das wird sich wahrscheinlich ändern, wenn die Marktchancen für EVs endlich groß werden. Schließlich bestätigt eine Analyse der Branchenstruktur, dass sich eine Reihe von Einflussfaktoren sich im Hinblick auf den Bereich der Elektrofahrzeuge günstig entwickeln.

Möglichkeit 3: Die Lithiumpreise bleiben niedrig und ebnen das Spielfeld für nicht-chinesische E-Fahrzeuge

Ein entscheidender Wettbewerbsvorteil Chinas im Bereich der Elektrofahrzeuge ist seine Kontrolle über das Ökosystem der Lithiumverarbeitung. Was aber, wenn sich alle Befürchtungen bezüglich der Lithiumversorgung als unangebracht erweisen und die Welt in den nächsten Jahren mit einem Überangebot an Lithium zu kämpfen hat? Die Geburt der Elektroauto-Revolution hat die Lithiumpreise in die Höhe getrieben - ein Anstieg, der so spektakulär war, dass er fast einer Preisblase glich. Seit diesem Höchststand sind die Preise nun um 78 % gefallen. Was ist, wenn diese niedrigen Lithiumpreise anhalten oder vielleicht sogar noch weiter fallen? Ungeachtet der langfristigen Aussichten für die Lithiumnachfrage ist es durchaus möglich, dass die Lithiumpreise in den nächsten 12 bis 24 Monaten niedrig bleiben. Dies liegt daran, dass die Lithiumindustrie möglicherweise eine klassische Phase expansiver Investitionen durchläuft, d. h. eine Phase, die mit hoher Rentabilität beginnt und mit Überkapazitäten endet.

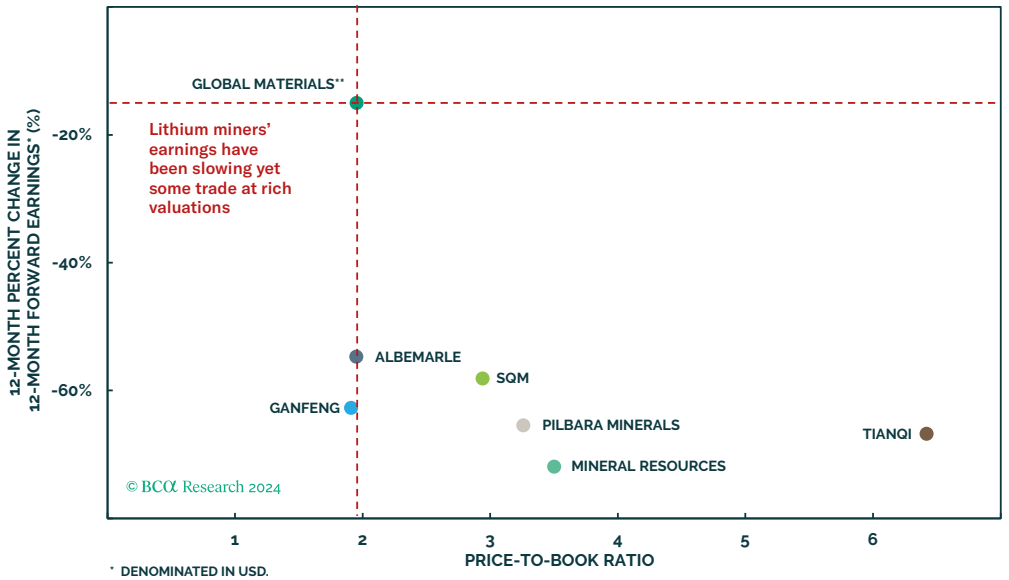
Die Gewinne der Lithiumbergbauunternehmen begannen vor einigen Jahren zu steigen. Dies wiederum löste einen massiven Investitionsboom aus. Bei der Lithiumproduktion gibt es eine zeitliche Verzögerung zwischen der Entscheidung zur Kapazitätserweiterung und dem Zeitpunkt, zu dem das Angebot auf den Markt kommt. Das bedeutet im Wesentlichen, dass jeder Wettbewerber die Nachfrageprognosen der Branche nutzte, um das Angebot zu erhöhen, aber nur wenige bemerkten, dass ein Zeitpunkt kommen wird, an dem das gesamte geplante Angebot auf den Markt kommt und das Angebot der Branche die Nachfrage übersteigt.

Dass sich diese Dynamik bereits manifestiert, zeigt sich daran, dass prominente Investmentbanken einen Überschuss auf dem Lithiummarkt prognostizieren. Aber das Angebot hat möglicherweise noch nicht seinen Höhepunkt erreicht, da die Ölproduzenten nun planen, ebenfalls auf den Zug der Lithiumproduktion aufzuspringen. ExxonMobil plant, in drei Jahren mit der Lithiumproduktion zu beginnen, und in den Vorstandsetagen anderer Ölkonzerne werden ähnliche Überlegungen angestellt.

Es stimmt, dass Faktoren wie langfristige Lieferverträge und begrenzte Lithium-Raffineriekapazitäten die Geschwindigkeit verlangsamen können, mit der niedrigere Lithiumpreise in das Ökosystem der Elektrofahrzeuge einfließen. Da jedoch etwa ein Viertel des Wertes eines Elektroautos auf die Batterie entfällt, sollte der Rückgang der Lithiumpreise um 78 % seit dem Höchststand im Januar 2023 ceteris paribus einen Schub in Richtung einer Korrektur der Preise für Elektroautos um 10-15 % bewirken. Während dies allen Herstellern von Elektroautos die Möglichkeit gibt, ihre Preise zu senken, dürfte es für die alte Garde eine Gelegenheit sein, Marktanteile zurückzuerobern. Alteingesessene Autohersteller könnten von der Preissenkung stärker profitieren, da sie bereits über eine starke Marke und einen starken Vertrieb verfügen, wobei die Preisgestaltung ihr Hauptproblem ist. Niedrigere Lithiumpreise könnten also dazu beitragen, den Druck auf diesen entscheidenden relativen Wettbewerbsnachteil zu verringern, unter dem sie in der Vergangenheit gelitten haben.

Tatsächlich könnte ein Rückgang der Batteriepreise in Kombination mit der Schaffung von Zugangsbarrieren um den europäischen E-Mobilitätsmarkt (siehe Möglichkeit Nr. 1) genau das sein, was nötig ist, um den strategischen Nebel zu lichten, der das Engagement der europäischen Automobilhersteller für E-Fahrzeuge bisher eingetrübt hat. Sollte dies geschehen, könnten die Kurse ausgewählter europäischer Autoaktien in einer Weise beflügelt werden, die heute nur schwer vorstellbar ist. Schließlich lohnt es sich, einen weiteren Faktor im Auge zu behalten, der Chinas Wettbewerbsposition im Bereich der Elektrofahrzeuge schwächen könnte, nämlich ein möglicher Durchbruch in der Batterietechnologie. Die chinesischen Unternehmen CATL und BYD haben derzeit einen Anteil von 53 % am weltweiten Markt für Elektroauto-Batterien und dominieren die LFP-Technologie (Lithium-Eisen-Phosphat). Auch wenn die Wahrscheinlichkeit, dass sich eine nicht auf LFP basierende Batteriechemie durchsetzt, gering ist, könnten chinesische E-Fahrzeuge im Falle eines solchen Wandels erneut von der Konkurrenz überholt werden.

Weiter rückläufige Gewinne bei den Lithium-Förderern Grafik 27



* DENOMINATED IN USD.
** MSCI ACW MATERIALS.
SOURCE: REFINITIV / IBES AND MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION).

Anleihen: Kursgewinne werden unwahrscheinlicher.

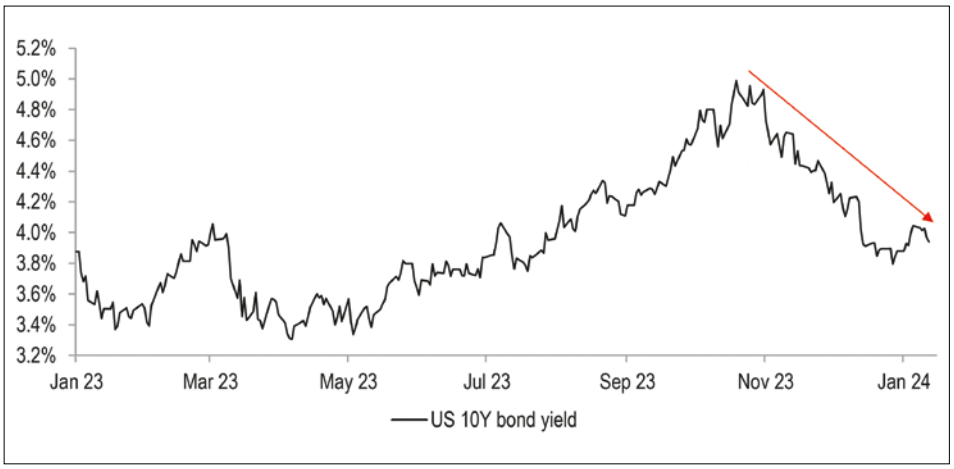
Aktuell stellt sich die Frage, ob die Abwärtsbewegung der Anleiherenditen vorerst zu Ende ist und ob sie sich im weiteren Verlauf fortsetzen kann, ohne dass eine deutliche Schwächung der Wirtschaftstätigkeit parallel dazu eintreten muss? Im Oktober letzten Jahres lag die Rendite zehnjähriger US-Treasuries zeitweise über 5 %, heute ist sie bei gut 4 %. Nach diesem schnellen und starken Rückgang wäre eine Konsolidierung oder Gegenbewegung eigentlich an der Tagesordnung.

Die Prognosen für die Geldmarktsätze der Zentralbanken haben sich bereits erheblich verändert und gehen nun kumulativ von 150-170 Basispunkte für Zinssenkungen der Fed und der EZB in den nächsten 12 Monaten aus. Die Märkte haben hiermit quasi eine Reihe von günstigen Inflationsdaten eingepreist.

Im Großen und Ganzen ist davon auszugehen, dass Positionen in 10-jährigen Anleihen auch 2024 ihre Berechtigung haben werden, aber wahrscheinlich wird es zunächst eine Pause geben. Technisch besteht sogar das Risiko, dass die Anleiherenditen temporär steigen, weil nun auch weniger vorteilhafte Inflationsdaten in den kommenden Monaten veröffentlicht werden. Unserer Ansicht nach ist ein weiterer Rückgang der Anleiherenditen in naher Zukunft daher unwahrscheinlich, es sei denn, es kommt zu einer deutlichen Verschlechterung bei den Konjunkturdaten. Für die zehnjährigen US-Treasuries prognostizieren wir zum Ende des ersten Quartals 3,95 % und 3,65% für das Jahresende.

Die Situation wird auch klarer, wenn man die Geldmarkt-Zinssätze mit den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen vergleicht. Noch immer liegen bis auf Japan die kurzen über den langen Zinsen und sind noch ein Stück entfernt von der Normalität.

10-jährige US-Treasuries – Renditen 1 Jahr Grafik 28



Folgende Szenarien mit jeweils unterschiedlichen Auswirkungen sind für den weiteren Verlauf denkbar:

Basisszenario („Zinssenkungen später“)

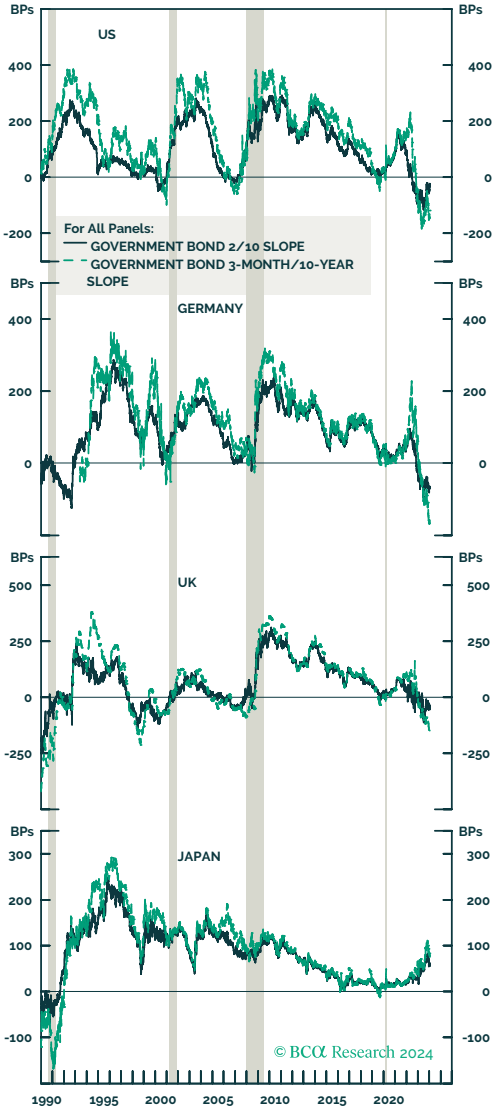
Die globale Wachstumsdynamik verlangsamt sich und in den USA bis zum Sommer auf ein Tempo unterhalb des Trends, während Europa in eine Rezession fällt. Chinas Wirtschaft hat weiterhin zu kämpfen. Die Kerninflationsraten in den USA und Europa weiter und Europa, da das unterdurchschnittliche Wachstum die Arbeitslosigkeit ansteigt und die inländische Inflation und Lohnwachstum abschwächt. Die Entwicklung - Zentralbanken der Schwellenländer gehen zu Zinssenkungen - beginnt aber später als es die Märkte derzeit erwarten. Für die Märkte fehlt es an mehr Daten, die darauf hindeuten, dass sich die Inflation nachhaltig wieder auf die Inflationsziele der Notenbanken zubewegt. Es wird einige Zentralbanken geben, die eine frühere Lockerung anstreben. Dazu gehören die EZB und die Bank of Canada. Die Bank von Japan wird in die entgegengesetzte Richtung gehen und ihren Leitzins im Laufe des Jahres aus den negativen Bereich führen.

Abwärtsszenario für das Wachstum („Zinssenkungen früher“)

Das weltweite Wachstum schwächt sich in den ersten Monaten des Jahres 2024 merklich ab, insbesondere in den USA, wo die Verbraucher nach fast zwei Jahren überdurchschnittlicher Ausgaben, die durch überschüssige Ersparnisse angeheizt wurden, endgültig „den Hahn zugedreht“ haben. Europa und das Vereinigte Königreich geraten in eine Rezession, während sich die schleppende Wirtschaftslage in China nicht verbessert. Die weltweiten Inflationsraten sinken in den nächsten Monaten noch schneller, während die wachstumssensiblen Aktien- und Kreditmärkte deutlich an Wert verlieren. Die US-Notenbank beginnt entweder im März oder April mit Zinssenkungen, gefolgt von der EZB und der Bank of Canada. Die Kurve der US-Staatsanleihen wird steiler,

Unterschied Staatsanleihenrendite 10 Jahre zu 2 Jahre und 10 Jahre zu 3 Monate)

Grafik 29



NOTE: SHADING DENOTES NBER-DESIGNATED RECESSIONS.

da der Markt mit der Lockerung der Politik beginnt und die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen bis Juni um 50 Basispunkte gesenkt wird, was zu einem Rückgang auf 3,7 % führt. Der VIX-Index klettert auf 25, die Ölpreise fallen um -20 % und der USD fällt um -5 %, da die Fed schließlich beginnt, die Zinsattraktivität des Greenback zu verringern.

Optimistisches Wachstumsszenario („Keine Zinssenkungen")

Die globale Wachstumsdynamik bleibt stabil, wobei sich die angespannte Arbeitsmarktlage in den USA und Europa kaum lockert. Die chinesische Politik führt umfangreichere fiskal- und geldpolitische Stimulierungsmaßnahmen ein, um das Wachstum anzukurbeln. Die Kerninflation und die Löhne gehen in den USA, Europa und dem Vereinigten Königreich nicht wesentlich zurück, während die Gesamtinflation aufgrund höherer Energiepreise wieder anzieht. Die Fed, die EZB und die Bank of England kehren bei den künftigen Leitzinsen zu der Formulierung „höher für länger" zurück, was dazu führt, dass die Zinsmärkte die für 2024 erwarteten Zinssenkungen auspreisen. Die Bank of Japan hebt nicht nur die Zinssätze aus dem negativen Bereich an, sondern verspricht, noch mehr zu tun, und beendet abrupt die Kontrolle der Renditekurve. In diesem Szenario verflacht sich die Kurve der US-Schatzpapiere, da der Markt die für 2024 erwarteten Zinssenkungen der Fed auspreist. Die 10-jährige UST-Rendite steigt auf 4,5 %, während die Ölpreise um 20 % steigen. Höhere Anleiherenditen treiben die Aktienvolatilität trotz des robusteren Wirtschaftswachstums in die Höhe und lassen den VIX auf 25 steigen.

Die nachstehende Tabelle gibt einen Überblick, wie JP Morgan sich den Quartalsverlauf in den Zinsen und Anleiherenditen vorstellen kann.

Zinsen und Renditen 2024

Grafik 30

Rates	Current	Mar-24	Jun-24	Sep-24	Dec-24
US (SOFR)	5.32	5.35	5.10	4.65	4.15
10-year yields	4.11	3.95	3.80	3.75	3.65
Euro area (depo)	4.00	4.00	3.75	3.50	3.00
10-year yields	2.25	2.15	2.00	1.85	1.75
Italy-Germany 10Y (bp)	151	175	170	180	200
Spain-Germany 10Y (bp)	90	90	80	80	90
United Kingdom (repo)	5.25	5.25	5.25	5.00	4.50
10-year yields	3.92	3.80	3.65	3.55	3.45
Japan (call rate)	-0.10	-0.10	-0.10	0.00	0.00
10-year yields	0.72	0.60	0.65	0.80	0.80
EM Local (GBI-EM yield)	6.24		6.10		5.76

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/NewAfrica/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:
05.02.2024

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.