

PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 5-6/2024





Liebe Leser,

die Kapitalmärkte haben sich in den letzten Wochen weiter von ihrer starken Seite gezeigt. Man muss sich fragen, ob die Bremspolitik der Notenbanken trotz des höheren Zinsniveaus wirklich als ausreichend restriktiv bezeichnet werden kann. Ein Teil der Investorengemeinde ist der Meinung, dass die Politik restriktiv sei; sie verweisen auf die sinkende Zahl offener Stellen, die schwache

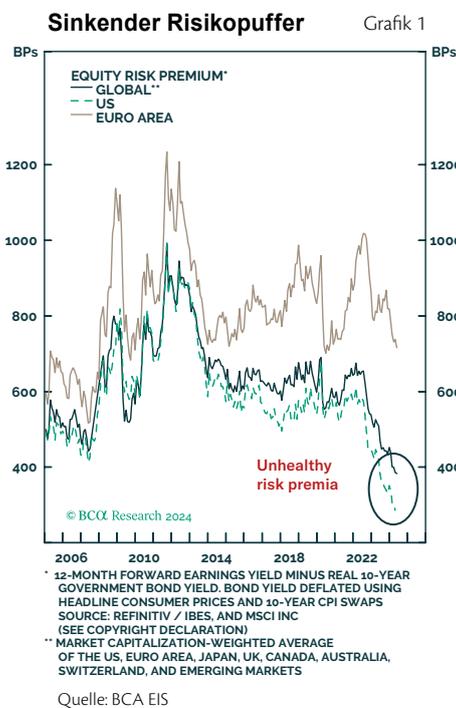
Kreditnachfrage und die sich verlangsamende Inflation in den westlichen Volkswirtschaften. Andere sind sich sicher, dass die Politik weiterhin expansiv ist, und verweisen auf die steigenden Metallpreise, auf die Aktienindices, die zuletzt wieder neue Allzeithochs erreichten – und das fast ausschließlich über höhere Bewertungen und nicht über höhere Gewinne. Risiken würden immer weniger entgolten.

und damit die Bewertungen verschiedener Vermögenswerte aufgebläht.

Die Zentralbanken der Welt machen sich derzeit mehr Sorgen um die kurzfristigen Auswirkungen auf das Wachstum als um die Finanzstabilität. Daher werden sie die Zinsen nicht anheben, um die Spekulation auf den Finanzmärkten zu begrenzen. Dies bedeutet wiederum, dass Aktien weiter teurer werden könnten, selbst wenn sich die wirtschaftlichen Fundamentaldaten verschlechtern. Diese Entkopplung birgt kurzfristig ein gewisses Aufwärtspotenzial speziell für europäische Aktien und Anleihen. Ob es sich lohnt angesichts der labilen Konjunktursituation darauf zu setzen, bleibt allerdings offen. So halten wir es lieber mit der Vorsicht in unserer taktischen Ausrichtung.

Was wäre, wenn beide Seiten richtig wären? Was wäre, wenn die Geldpolitik für die Wirtschaft straff, für die Finanzmärkte aber akkommodierend wäre? Diese scheinbar paradoxe Situation ist das Ergebnis der umfangreichen Konjunkturspritzen während der Pandemie, des hohen Maßes an Ungleichheit (insbesondere in den USA) und der großen Gewinnspannen der Unternehmen. Kurz gesagt, all das Geld, das in den letzten vier Jahren in die Wirtschaft gepumpt wurde, stützte zunächst das Wirtschaftswachstum und sickerte dann zu den wohlhabenden Wirtschaftsakteuren mit einer geringen marginalen Konsumneigung. Diese haben in die Finanzmärkte investiert

Herzlichst, Ihr



Disclaimer

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

- 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 Investimentanalysen 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.

- 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>.



Wirtschaft und Finanzmärkte im Clinch über den Zustand der US-Konjunktur.

Die US-Wirtschaft weist Risse auf, doch die Aktienmärkte sind so robust wie eh und je. Dieser Zwiespalt macht jedes Urteil über die Straffheit der Geldpolitik komplexer als üblich. Das Bild lässt sich auch auf Europa übertragen.

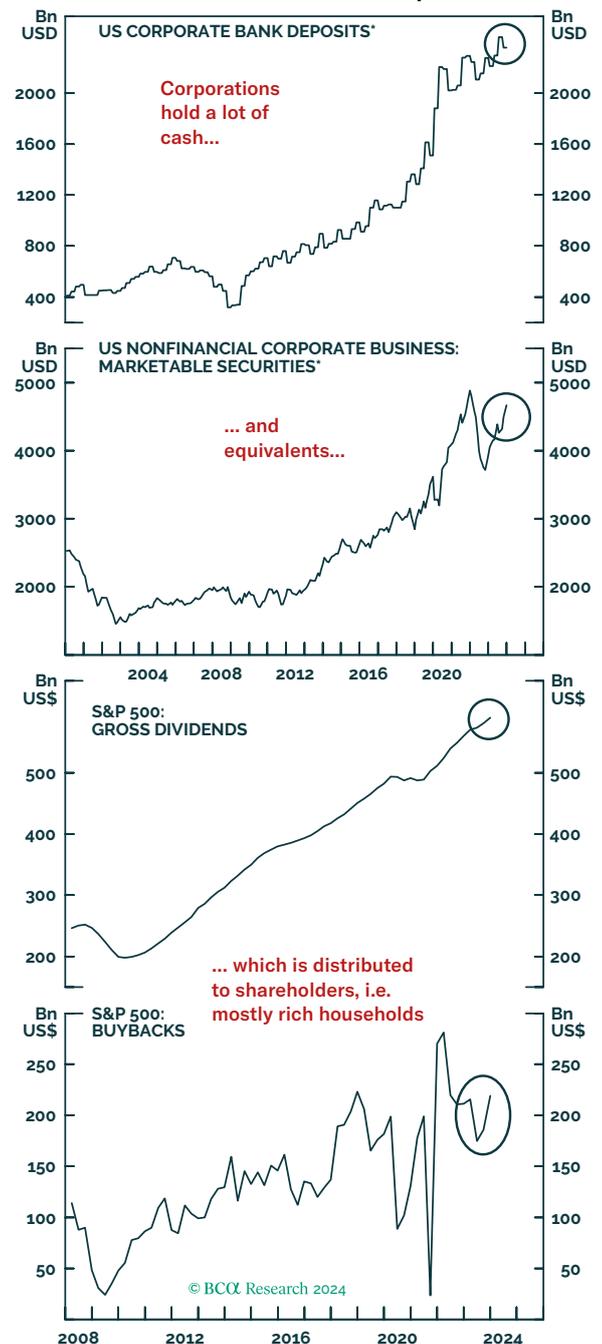
Ein einfacher Gedanke kann diese Divergenz erklären. Während der Pandemie hat die US-Regierung 5,3 Billionen Dollar in die Wirtschaft gepumpt, das ist das größte Konjunkturprogramm seit dem Zweiten Weltkrieg. Darüber hinaus wurde der Pool an wachstumsfördernden Mitteln durch die nachfolgenden Konjunkturprogramme um 1 Billion Dollar aufgestockt. In der Zwischenzeit erleichterte die US-Notenbank diese Mittelverwendung, indem sie 4 Billionen Dollar über die quantitative Lockerung in die Wirtschaft pumpte. Auch die europäischen Regierungen gaben großzügig Geld aus, wenn auch in geringerem Umfang.

Zunächst stützte all dieses Geld das Wirtschaftswachstum. Kleine Unternehmen, Haushalte mit niedrigem Einkommen und Haushalte der Mittelschicht erhielten einen großen Teil der Mittel. Da die Haushalte der Mittelschicht eine hohe marginale Konsumneigung haben, trieben sie die Ausgaben in die Höhe, was das US-Wirtschaftswachstum ankurbelte.

Die Ausgabe dieser überschüssigen Ersparnisse hat nicht dazu geführt, dass das Geld quasi „verdunstet“ ist. Es befindet sich immer noch irgendwo in der Wirtschaft: Es ist über die Gewinnmargen zu den reichsten Haushalten durchgesickert. Heute machen die Gewinne (das Einkommen der reichsten Haushalte) einen Rekordanteil am BIP aus, während sich die Löhne (das Einkommen der Mittelschicht) ihrem historischen Tiefpunkt nähern. Da die Mittelschicht ihre überschüssigen Ersparnisse ausgab, übertrug sie diese Mittel an die reichsten Unternehmen und amerikanischen Bürger.

Die größten Unternehmen und die reichsten Haushalte haben nur wenig von ihren neuen Mitteln ausgegeben. Sie haben eine geringe marginale Ausgabenbereitschaft. Dies wird durch die enorme Lücke zwischen den Ersparnissen des Privatsektors und seinen Investitionen deutlich. Die Differenz zwischen Ersparnissen und Investitionen stellt im Wesentlichen den Liquiditätspool dar, der seit der Pandemie im Finanzsystem entstanden ist und nicht in Investitionen ging. Er spiegelt in hohem Maße den Einbruch

Unternehmen ohne Investitionspläne Grafik 2



* NONFARM NONFINANCIAL CORPORATE BUSINESS' CHECKABLE DEPOSITS, CURRENCY, AND TIME AND SAVINGS DEPOSITS
 ** CALCULATED AS TOTAL LIQUID ASSETS LESS DEPOSITS
 SOURCE: FLOW OF FUNDS

Quelle: BCA EIS



der Investitionen in der Wirtschaft wider. Der Kapitalstock des Unternehmenssektors wächst weiterhin langsamer als die Wirtschaft, ebenso wie die Preise für Investitionsgüter im Vergleich zum BIP-Deflator. Die Unternehmen benötigen einen geringeren Kapitalstock, um höhere Gewinne zu erwirtschaften, was gleichbedeutend damit ist, dass die Rendite des vorhandenen Kapitals in die Höhe geschossen ist. Infolgedessen fließen die hohen Gewinne nicht in Form höherer Investitionen in die Wirtschaft zurück, sondern werden stattdessen gespart.

Die Unternehmen sind reichlich mit Liquidität ausgestattet. Die Bankeinlagen des Unternehmenssektors (ohne Banken) haben

ein Rekordhoch erreicht, ebenso wie die Bestände an marktfähigen Wertpapieren. Und wenn die Unternehmen nicht auf dieser Liquidität sitzen bleiben, geben sie das Geld in Form von Dividenden und Aktienrückkäufen an die Aktionäre zurück.

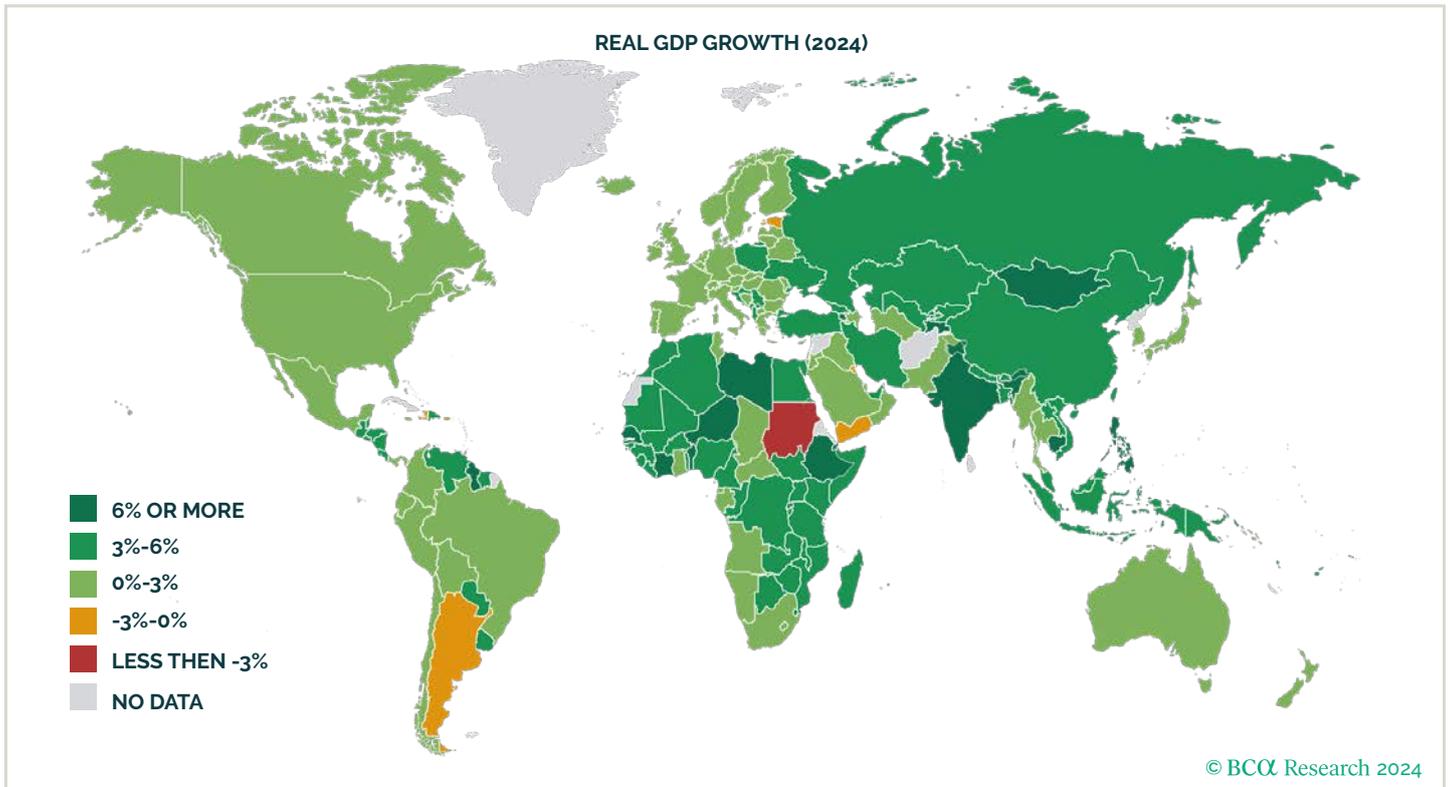
In den USA entfallen 42 % des Gesamtvermögens der wohlhabendsten Haushalte auf Aktien. Diese Haushalte sind letztendlich die Hauptnutznießer des Anstiegs der Gewinne, der Barmittel der Unternehmen und der Barmittelrückflüsse der Unternehmen. Dieselben Haushalte haben jedoch eine geringe marginale Ausgabenneigung. Infolgedessen steigen ihre Bargeldbestände an. Auch die Geldmarktfonds haben aufgrund der reichen Ersparnisse der Haushalte und

Unternehmen Rekordhöhen erreicht. Die wohlhabendsten amerikanischen Haushalte und die erfolgreichsten US-Firmen geben dieses Geld nicht aus. Es bleibt im Finanzsystem gefangen und treibt den Anstieg der Vermögenspreise an, unabhängig davon, wie die Fed ihre Geldpolitik ändert.

Alles gut? Mitnichten. Während Ende 2022 der Konsens der Analysten (70 % Wahrscheinlichkeit) auf eine nahende Rezession im zweiten Quartal 2023 setzte, ist das aktuelle Bild im Mai 2024 exakt andersherum: 30 % Wahrscheinlichkeit für eine Rezession und über die Quartale hinweg Realwachstum von 1,6 Prozent und mehr. Doch Zweifel sind berechtigt.

Weltwirtschaftswachstum real 2024 – ein Überblick

Grafik 3



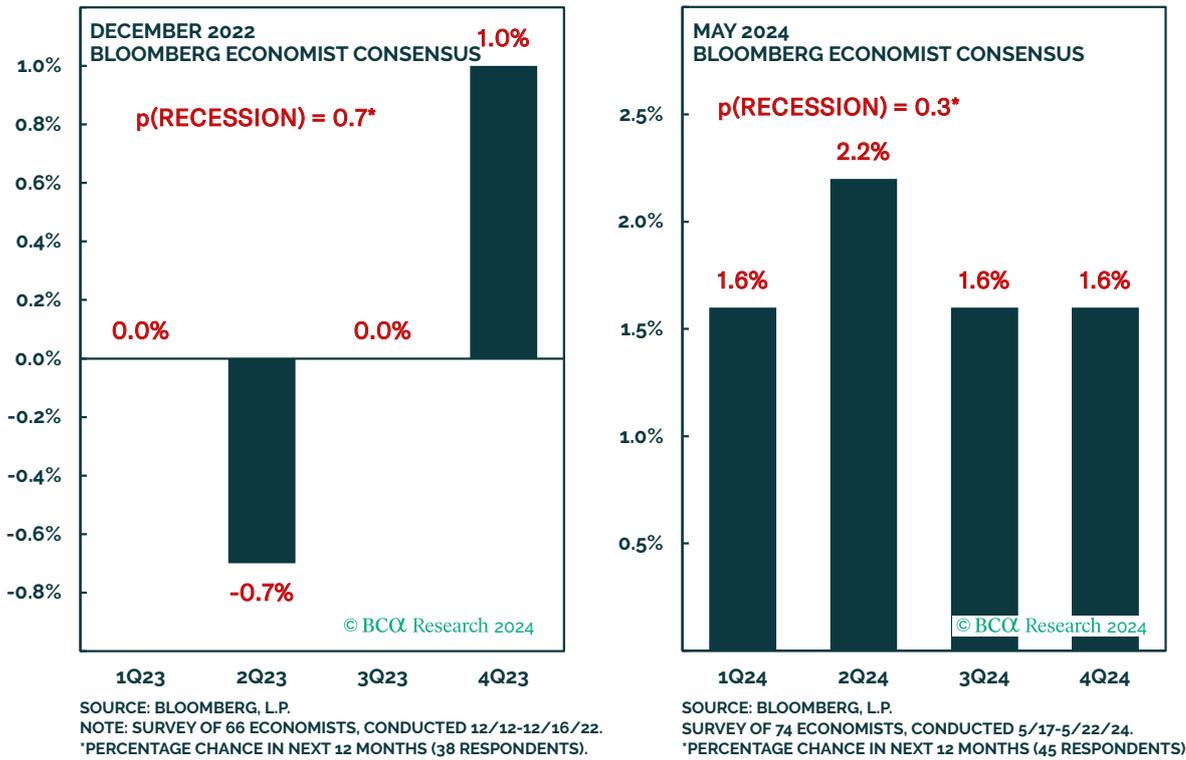
SOURCE: IMF WORLD ECONOMIC OUTLOOK (APRIL 2024)

Quelle: BCA FES



Ende 2023 lagen die Pessimisten falsch, jetzt könnten es die Optimisten sein

Grafik 4



Quelle: BCA USIS

Der Arbeitsmarkt in den Vereinigten Staaten ist das Schlüsselement einer jeden Rezessionsbeobachtung. In den letzten Jahrzehnten hat das NBER-Komitee¹ zur Bestimmung des Konjunkturzyklus sein Hauptaugenmerk auf das reale persönliche Einkommen ohne Transfers (sprich: Arbeitsentgelte) und die Beschäftigung außerhalb der Landwirtschaft gelegt. Diese übereinstimmenden Indikatoren sind felsenfeste Anhaltspunkte für einen Ausschuss, der rückwirkende Feststellungen über die Spitzen- und Tiefstwerte des Konjunkturzyklus trifft, aber die Anleger müssen die Wendepunkte antizipieren. Daher liegt es nahe für eine Reduzierung der Aktienquote in der Asset Allocation gerade auf Frühindikatoren zu achten.

Dennoch ist die Arbeitslosenquote gerade ein nachlaufender Indikator, der zur Vorsicht mahnt, weil ein Anstieg um einen Drittelpromillepunkt im gleitenden Dreimonatsdurchschnitt in den Rezessionen der Nachkriegszeit öfters vorkam. Seit dem Zweiten Weltkrieg hat der gleitende Durchschnitt zwischen sechs Monaten vor und drei Monaten nach Beginn der Rezession vor einer solchen gewarnt, mit einem mittleren und medianen Vorlauf/Verzögerung von null Monaten, also zeitgleich (siehe Tabelle). Aktien erreichten ihren Höchststand schon vor Rezessionsbeginn, aber ein Anleger, der erst beim Signal des gleitenden Dreimonatsdurchschnitts der Arbeitslosenquote in die Defensive gegangen wäre, hätte dennoch einen bedeutenden Teil der Bärenmärkte der letzten 55 Jahre (vor 2020) umgangen, als der Index in fünf pandemischen Wochen jedes Mal ein Drittel seines Wertes (!) verlor.

Grafik 5

RECESSIONS*		UNEMPLOYMENT +33 BPS	
START	END	DATE	LEAD(-)/LAG(+)
NOV-48	OCT-49	JAN-49	2
JUL-53	MAY-54	OCT-53	3
AUG-57	APR-58	JUL-57	-1
APR-60	FEB-61	OCT-59	-6
DEC-69	NOV-70	FEB-70	2
NOV-73	MAR-75	FEB-74	3
JAN-80	JUL-80	JAN-80	0
JUL-81	NOV-82	NOV-81	-4
JUL-90	MAR-91	AUG-90	-1
MAR-01	NOV-01	MAR-01	0
DEC-07	JUN-09	DEC-07	0
FEB-20	APR-20	APR-20	2

* AS DETERMINED BY NBER BUSINESS CYCLE DATING COMMITTEE.

Quelle: BCA USIS

¹ Das National Bureau of Economic Research ist eine US-amerikanische private, überparteiliche Nonprofit-Forschungsorganisation, die sich dem Studium von Theorie und Empirie der Ökonomik widmet, insbesondere der amerikanischen Wirtschaft. Der Sitz ist in Cambridge, Massachusetts.



An der alten Weisheit, dass Expansionen nicht an Altersschwäche sterben, sondern weil die Fed sie abwürgt, ist ebenfalls ein Körnchen Wahrheit. Die empirischen Daten zeigen, dass eine restriktive Geldpolitik eine notwendige Bedingung für jede Rezession seit den späten sechziger Jahren war. Leider ist eine restriktive Notenbankpolitik aber ebenfalls keine hinreichende eigenständige Bedingung. Nicht jede Zinserhöhungskampagne hat zu einer Rezession geführt, und der Zielsatz für die Fed Funds Rate (effektive Fed Funds Rate für die Zeit vor 1995) lag über weite Strecken über den Schätzungen für das Gleichgewicht, ohne dass es zu einem Abschwung kam.

Ein klares Rezessionsmuster ergibt sich, wenn man das reale BIP-Wachstum in seine Nicht-Handelskomponenten aufschlüsselt:

Konsum (C), Investitionen (I) und Staatsausgaben (G). Das reale Konsumwachstum verlangsamt sich, bleibt aber in den meisten Rezessionen erstaunlicherweise positiv und schrumpft nominal fast nie. Aber die Investitionen brechen ein, wobei das annualisierte Wachstum dort im Durchschnitt um gefährliche 15% sinkt. In ausnahmslos jeder Nachkriegsrezession war der Rückgang jedenfalls zweistellig.

Die Ergebnisse der Nachkriegszeit deuten darauf hin, dass gerade Investitionen der ausschlaggebende Faktor sind, der Rezessionen auslöst, wenn plötzlich ängstliche Unternehmen von ihrem Ermessen bei der Kapitalplanung Gebrauch machen und auf die Bremse treten. Ein einfacher Durchschnitt der standardisierten Investitionsabsichten aus den Umfragen des NFIB² und

der regionalen Fed im verarbeitenden Gewerbe hat in der Vergangenheit eine gewisse Vorwarnung vor einer Verlangsamung der Ausgaben geboten. Er bewegt sich derzeit in der Nähe des unteren Endes seines Spektrums -ausgenommen große Finanzkrise und COVID-Schock. Schon früher konnte man feststellen, dass der Konsum den Investitionen vorausleitet, und man kann daraus auch schließen, dass Konsum und Investitionen stärker miteinander verbunden sind, als es auf den ersten Blick scheint. Es geht aber nicht darum, dass die Verbraucher nachfragen werden, wenn die Unternehmen etwas anbieten, sondern darum, dass die Unternehmen ihre Kapazitäten erst dann erweitern, wenn sie sicher sind, dass die bestehende Nachfrage groß genug ist, um sie zu absorbieren.

Grafik 6

BEAR MARKET			UNEMPLOYMENT SIGNAL	
BEGIN	END	DECLINE	DATE SENT*	SPX DECLINE**
11/29/68	5/26/70	-36.1%	3/6/70	-22.5%
1/11/73	10/3/74	-48.2%	3/8/74	-36.3%
N/A	N/A	N/A	2/8/80	N/A
1/6/81	8/12/82	-25.8%	12/4/81	-18.9%
7/16/90	10/11/90	-19.9%	9/7/90	-8.6%
3/24/00	9/21/01	-36.8%	4/6/01	-14.4%
10/9/07	3/9/09	-56.8%	1/4/08	-52.1%
2/19/20	3/23/20	-33.9%	5/8/20	N/A

* FIRST FRIDAY OF THE SUBSEQUENT MONTH.
 ** MEASURED FROM THE SIGNAL DAY'S CLOSE.

Quelle: BCA USIS

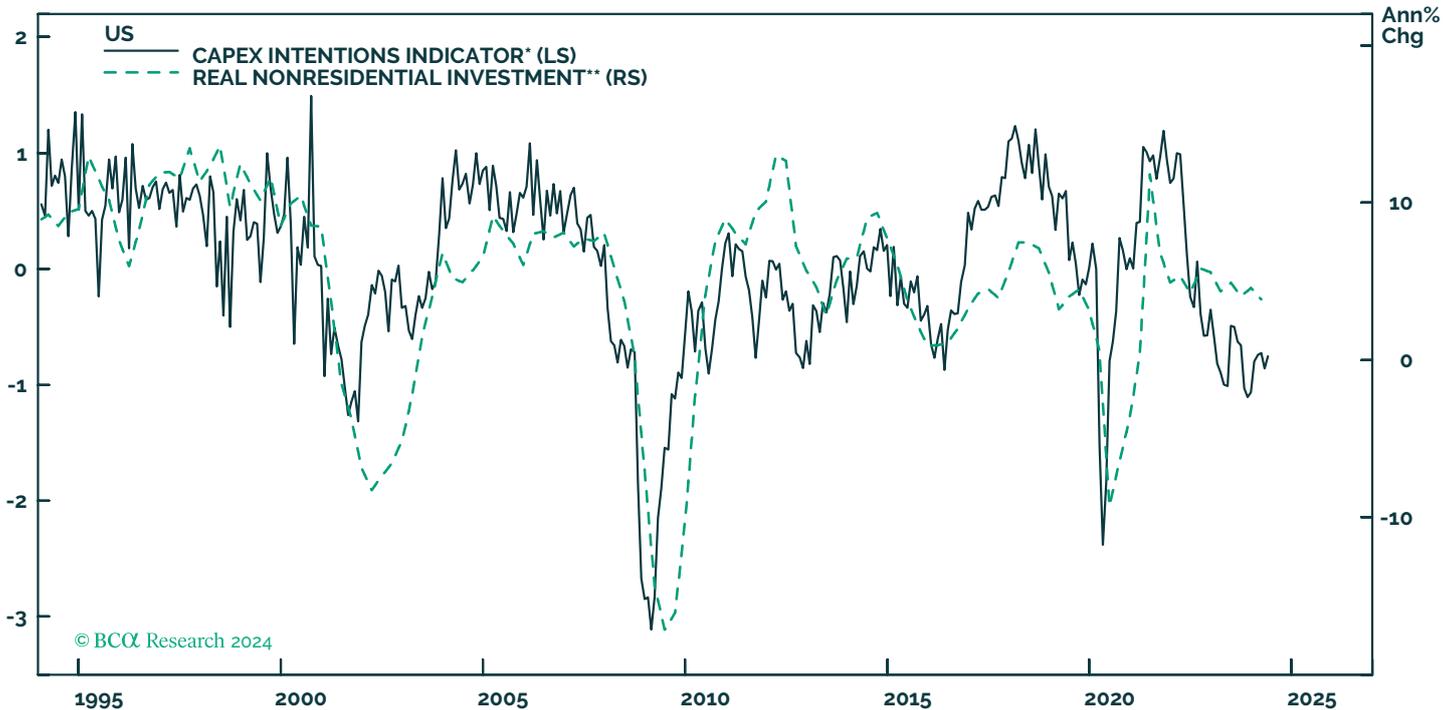
² Die National Federation of Independent Business ist eine Vereinigung kleiner Unternehmen in den Vereinigten Staaten. Der Hauptsitz befindet sich in Nashville, Tennessee, mit Niederlassungen in Washington, D.C. und allen 50 Landeshauptstädten.

³ Wechselkurs: 1 RMB = 0,13 EUR



Anlageinvestitionen schwach

Grafik 7



*AVERAGE OF STANDARDIZED CAPITAL EXPENDITURE EXPECTATIONS FOR THE NFIB SURVEY (3-TO-6 MONTHS), DALLAS, KANSAS CITY, NEW YORK EMPIRE, PHILADELPHIA, AND RICHMOND FED REGIONAL SURVEYS (6 MONTHS). LATEST DATA POINT IS AN ESTIMATE.
 **REAL GROSS PRIVATE NONRESIDENTIAL FIXED INVESTMENT.

Quelle: BCA USIS

Unterm Strich gehen wir davon aus, dass der Weg zu einem abrupten Rückgang der Anlageinvestitionen führt, der durch eine fallende Verbrauchernachfrage induziert wird. Die Einkommensaussichten der privaten Haushalte sind nach wie vor von entscheidender Bedeutung, und das gilt auch für die überschüssigen Ersparnisse, egal wie sehr wir uns bemühen, sie loszuwerden.

Der Weg zur erhofften sanften Landung der US-Konjunktur bleibt bestehen, aber er ist schmal geworden. Das wahrscheinlichste Ergebnis ist, dass die Weltwirtschaft Ende 2024 oder Anfang 2025 einen „Phasenübergang“ durchläuft, wenn sich die Arbeitsmärkte so weit abkühlen, dass die Arbeitslosigkeit steigt.

China als Joker

Vor dem Hintergrund der angespannten Lage im Welthandel und einer Immobilienkrise im Inland erwarten Experten des Internationalen Währungsfonds (IWF) für Chinas Wirtschaft in diesem Jahr ein Wachstum von immerhin fünf Prozent. 2025 dürfte die zweitgrößte Volkswirtschaft der Welt dann um 4,5 Prozent wachsen, sagte IWF-Vize-Direktorin Gita Gopinath zuletzt in Peking. Damit hob die Sonderorganisation der Vereinten Nationen (UN) ihre Erwartung für die Volksrepublik verglichen mit ihrem Ausblick vom April leicht an. Grund dafür sind laut Gopinath starke Wachstumszahlen in China im ersten Quartal und jüngste politische Maßnahmen Pekings. Die Kerninflation dürfte demnach zwar steigen, aber auf einem niedrigen Niveau verharren, da die Produktion unter ihrer Kapazität bleibt.

Mitte Mai hatten die chinesischen Regierungsorgane Maßnahmen zur Stabilisierung des Wohnungsmarktes angekündigt. Neben der Senkung des Hypothekenzinssatzes und der Lockerung der Kaufbeschränkungen wird die Zentralbank über die Banken Finanzmittel in Höhe von 300 Mrd. RMB³ für staatliche Unternehmen bereitstellen, damit diese bestehende Wohnungsbestände aufkaufen und in preisgünstige Mietwohnungen umwandeln können. Die Banken können diesen Betrag um weitere 200 Mrd. RMB aufstocken, so dass sich insgesamt 500 Mrd. RMB ergeben. Wird diese Finanzierung ausreichen, um eine zyklische Erholung des Immobilienmarktes herbeizuführen? Eher nein. Die erwähnten 500 Mrd. RMB entsprechen nur 4 % der Gesamtfinanzierung der Bauträger in den letzten 12 Monaten. Wenn die Finanzierung



der Bauträger aus allen bestehenden Quellen um 4 % schrumpft, wird dies dieses neue Finanzierungsprogramm vollständig ausgleichen. Ende 2022 wiesen die Behörden die Banken an, 1,88 Billionen Yuan an Bauträger auszusahlen, um unfertige Bauten fertigzustellen. Dieser Finanzierungsbetrag hat die Fertigstellungen vorübergehend angekurbelt. Seit Anfang dieses Jahres sind jedoch sowohl die Finanzierungen als auch die Fertigstellungen zurückgegangen.

Dieses Finanzierungspaket in Höhe von 1,88 Billionen RMB wurde wahrscheinlich im Jahr 2023 vollständig ausgezahlt und wird in Zukunft nicht mehr verfügbar sein. Der Betrag entsprach rund 15 % der Gesamtfinanzierungsbedarfs für Bauträger im Jahr 2023. Würde man die 1,88 Billionen Yuan durch 0,5 Billionen Yuan ersetzen, würde sich der jährliche Finanzierungsbetrag gegenüber dem Vorjahr um 9,5 % verringern. Darüber hinaus stammen etwa 50 % der Finanzmittel für Bauträger aus dem Verkauf von Wohnraum. Ein Rückgang der Verkäufe um 8 % im Jahresvergleich würde bereits ausreichen, um die Finanzmittel der Bauträger in den nächsten 12 Monaten um 4 % zu verringern und das neue Finanzierungspaket so ineffektiv zu machen. Angesichts der Tatsache, dass die Hausverkäufe zwischen Januar und April um 17 % gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen sind, ist ein Rückgang um 8 % für den Rest des Jahres daher sehr wahrscheinlich. Wenn also staatseigene Unternehmen leer-

stehende Wohnungsbestände mit einem Abschlag von 20 % auf den aktuellen Marktpreis kaufen würden, würden die 500 Mrd. RMB an Finanzmitteln 63 Mio. m² Nutzfläche oder 15,3 % der zum Verkauf stehenden leerstehenden neuen Wohnungen entsprechen.

Das Bild der Wohnungsbestände in China wird jedoch durch die Vielfalt der verschiedenen Arten von Wohnungsbeständen kompliziert. Das Volumen der leerstehenden (fertiggestellten und zum Verkauf stehenden) Neubauten ist mit 400 Mio. m² oder 5 Mio. Einheiten sehr gering. Schätzungen haben ergeben, dass das Volumen des unverkauften Wohnungsbestands, einschließlich der unfertigen Einheiten, viel größer ist (etwa 1550 Mio. m² oder 17 Mio. Einheiten). Diese Schätzung basiert auf der kumulierten Wohnfläche abzüglich der verkauften. Die gemeldete Wohnfläche im Bau ist mit 5.280 Mio. m² oder 60 Mio. Wohnungen ebenfalls sehr hoch. Und schließlich ist die kumulierte begonnene, aber nicht fertig gestellte Wohnfläche mit 9.300 Mio. m² oder etwa 100 Mio. Einheiten enorm. Die Behörden hoffen wahrscheinlich, dass diese Finanzspritze von 500 Mrd. Yuan an die Bauträger es ihnen ermöglichen wird, die noch nicht fertig gestellten Bauarbeiten abzuschließen und die Wohnungen an die Käufer zu liefern, die bereits dafür bezahlt haben. Alternativ würden die 500 Milliarden RMB auch nicht ausreichen, um den großen Anteil der unfertigen Wohnungen fertigzustellen.

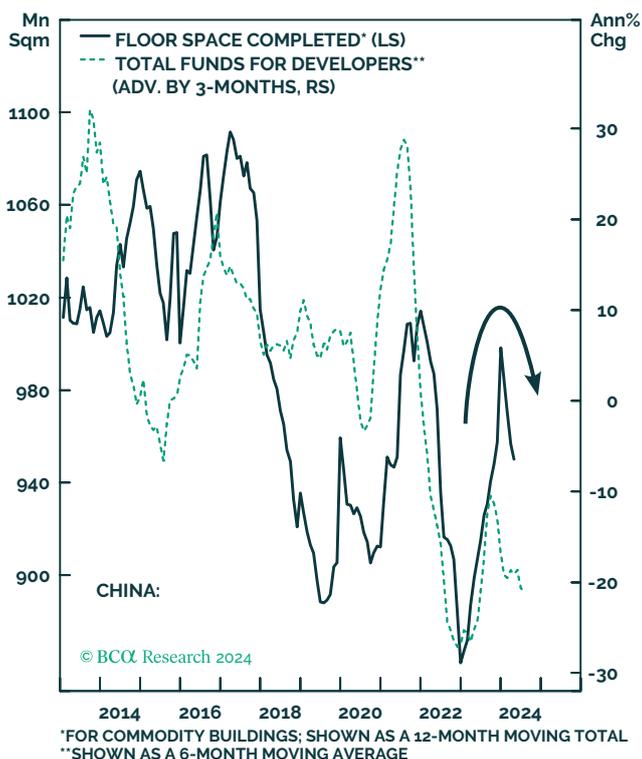
Angesichts der unerbittlichen Antikorruptionskampagne, die alle Ebenen des öffentlichen Sektors in China trifft, werden die Manager staatlicher Unternehmen zögern, Transaktionen mit Geldern durchzuführen, die sie im Rahmen des Pekinger Wohnungsbauprogramms aufgenommen haben. Es ist sehr wahrscheinlich, dass einige dieser Transaktionen in den kommenden Jahren von der Antikorruptionskommission untersucht werden.

Das mögliche Zögern staatlicher Unternehmen, sich an diesem Programm zu beteiligen, könnte die Bereitstellung der Mittel außerdem verzögern und damit die positiven Auswirkungen auf den Wohnungsmarkt verringern.

Unterm Strich: Das 500-Milliarden-RMB-Finanzierungsprogramm ist im Vergleich zu den neuen Mitteln, die Bauträger für die Fertigstellung und Auslieferung unfertiger Wohnungen benötigen, gering. Wichtig ist, dass das letztjährige Finanzierungsprogramm in Höhe von 1,88 Billionen RMB nicht mehr verfügbar ist. Trotz dieses neuen 500-Milliarden-Yuan-Pakets wird die Gesamtfinanzierung der Bauträger daher wahrscheinlich geringer ausfallen als im letzten Jahr. Dies wird eine Erholung des Immobiliensektors in diesem Jahr ausschließen.

Grafik 8

Bauträgerfinanzierungen und Fertigstellungen von Wohnraum



Quelle: EMS

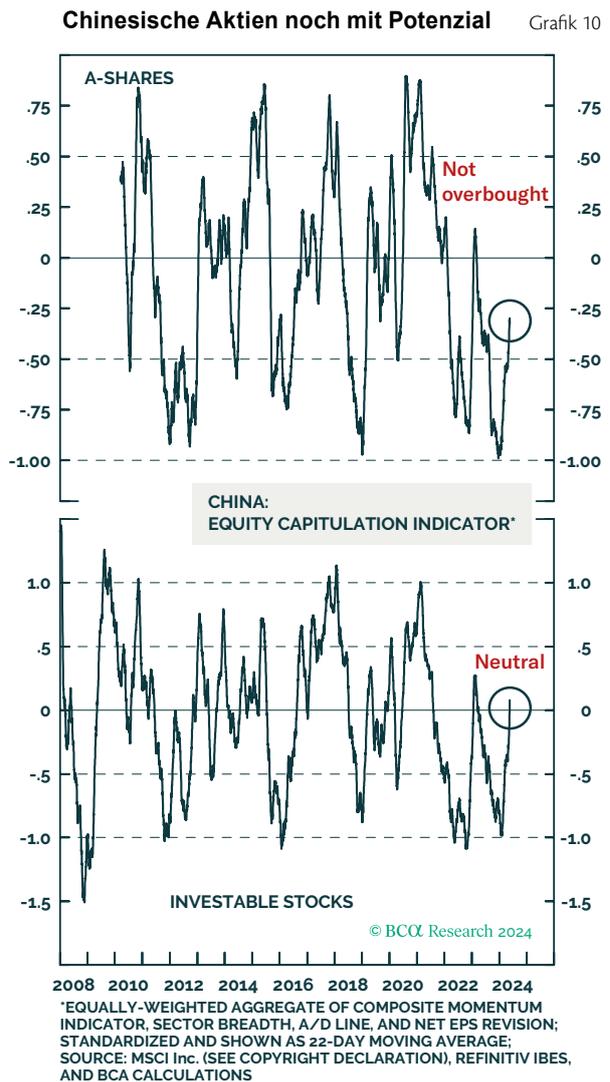
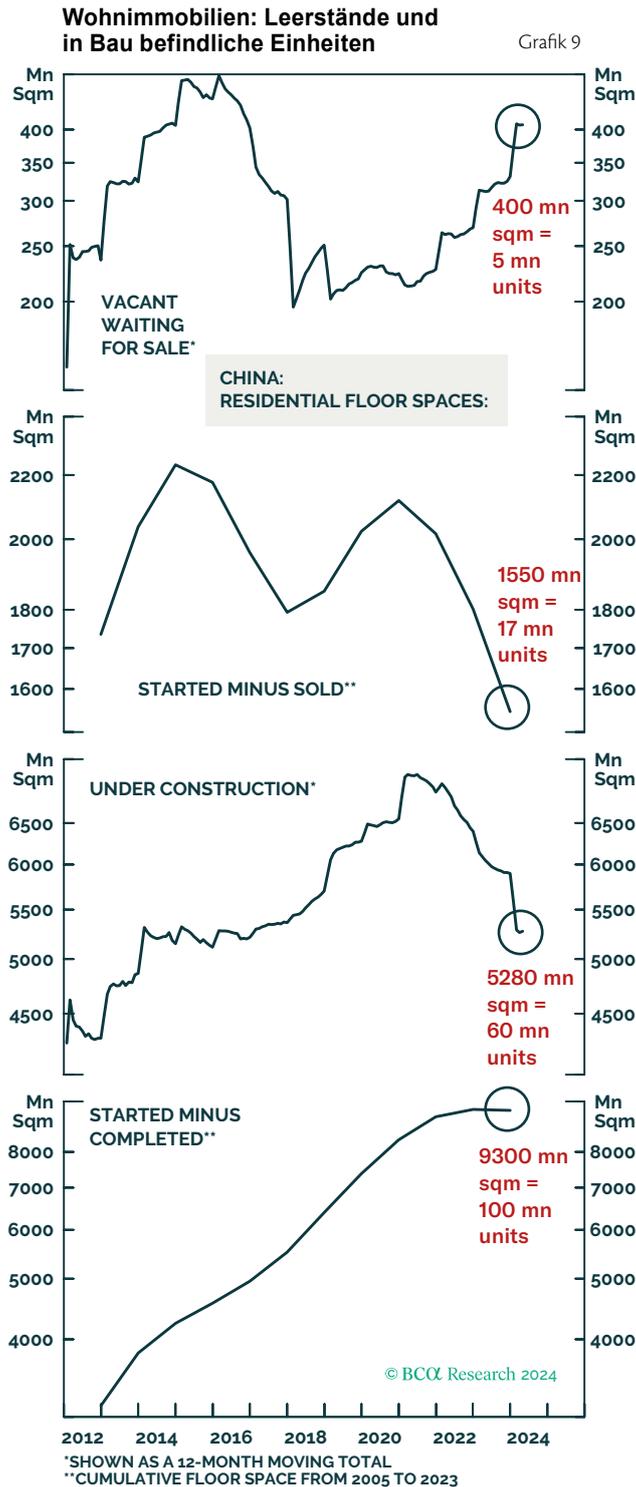


Die chinesischen Aktienkurse hatten sich von ihren Tiefstständen Anfang Februar zuletzt deutlich erholen können. Gemessen am kurzfristigen Momentum sind sowohl die Onshore- als auch die Offshore-Aktienmärkte überkauft und in eine Konsolidierungsphase eingeschwenkt. Aus zyklischer Sicht sind sie jedoch nicht überdehnt

Unserer Meinung nach werden nicht die chinesische Wirtschaft im Allgemeinen, sondern die Unternehmensgewinne im Besonderen sowie die Entwicklung der weltweiten Aktienmärkte die Entwicklung der chinesischen Aktienkurse in einem eher kürzeren Zeithorizont bestimmen.

Das Wirtschaftswachstum in China wird wahrscheinlich so schwach bleiben wie in den letzten 12 Monaten, wobei einige Sektoren und Branchen schrumpfen, während andere kräftig wachsen. Dieses wirtschaftliche Umfeld ist jedoch allein kein Grund für eine Kurserholung chinesischer Aktien.

Der entscheidende Faktor wird die Entwicklung der Unternehmensgewinne sein. Wenn die Unternehmensgewinne zügig steigen, etwa um 10 % oder mehr bis zum Jahresende, dann wird sich die Aktienrallye fortsetzen. Bleiben die Unternehmensgewinne glanzlos, d. h. wachsen sie um 5 % oder weniger, dann wird der Aufwärtstrend der Aktienkurse begrenzt sein.

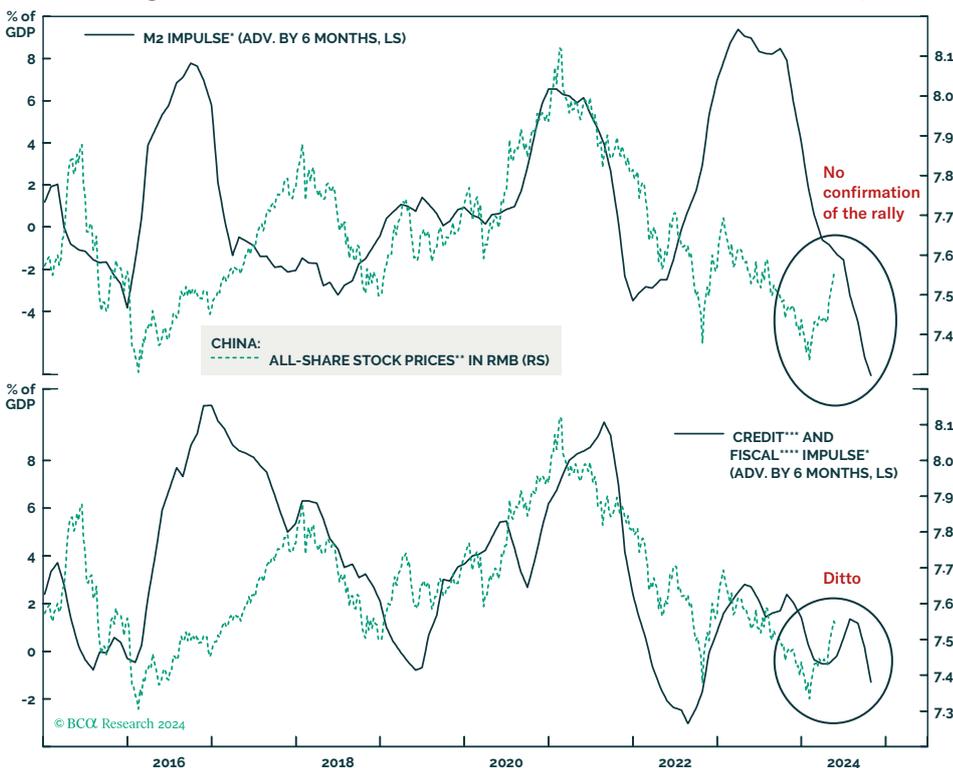




Insbesondere die chinesischen Unternehmensgewinne haben sich trotz der moderaten Erholung der Wirtschaftsleistung des chinesischen Festlands in den letzten 12 Monaten nicht erholt. Der Gewinn je Aktie für A-Aktien ist zurückgegangen, der Gewinn pro Aktie des MSCI Investable Universums hat sich auf niedrigem Niveau stabilisiert, aber nicht erholt. Eine Umfrage der chinesischen Notenbank unter 5.000 Industrieunternehmen zeigt, dass die Rentabilität und die Preissetzungsmacht der Unternehmen nach wie vor äußerst schwach sind. Das Gewinnwachstum korreliert mit der Erzeugerpreis-inflation. Beide Datensätze sind schwach und liegen bei null oder darunter.

Geldmengen- und Kreditwachstum

Grafik 12

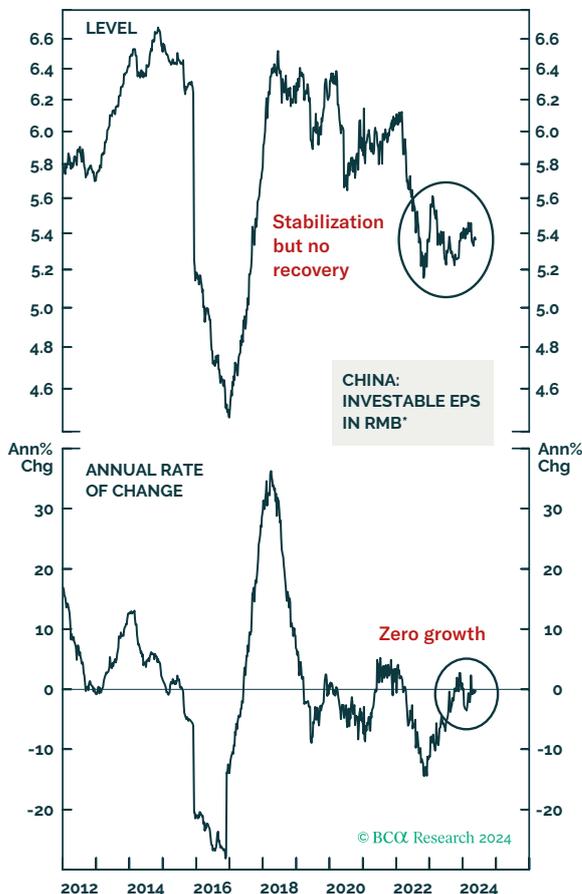


© BCO Research 2024
 *SHOWN AS A 3-MONTH MOVING AVERAGE
 **SHOWN AS A NATURAL LOGARITHM; SOURCE: MSCI Inc. (SEE COPYRIGHT DECLARATION)
 ***CUMULATIVE AGGREGATE FINANCING EXCLUDING EQUITY FINANCING, AND CENTRAL AND LOCAL GOVERNMENT BONDS ISSUANCE; INCLUDING LGFV SWAP FROM 2015 TO 2018
 ****GENERAL (CENTRAL AND LOCAL) GOVERNMENT, GOVERNMENT MANAGED FUNDS SPENDING AND SPECIAL INFRASTRUCTURE FUND FROM 2015 TO 2017

Quelle: EMS

MSCI China; Gewinn pro Aktie stabilisiert aber kein Wachstum

Grafik 11



*SOURCE: REFINITIV IBES

Quelle: BCA EMS

Die besten Frühindikatoren für den Konjunkturzyklus in Festlandchina sind Geldmengenwachstum und Kredit- bzw. Fiskalausgabenimpulse. Beide sind regelmäßig für die Entwicklung der Aktienkurse maßgeblich. Sie haben allerdings die Nachhaltigkeit der letzten Aktienrallye noch nicht bestätigt

Außerdem sind die Ausgabenbereitschaft der privaten Haushalte und Unternehmen nach wie vor sehr gering. Dies wird die Endnachfrage dämpfen und auf die Mengen und Preise drücken.

Die Deflation in China wird also bis auf Weiteres anhalten, was die Unternehmensgewinne selbst bei einem bescheidenen Mengenwachstum belasten wird.

Unterm Strich: Die Unternehmensgewinne in China werden sich wahrscheinlich nicht mehr erholen, d.h. nicht mehr um 10 % oder so wachsen, und zwar für den Rest dieses Jahres.



Asset Allocation

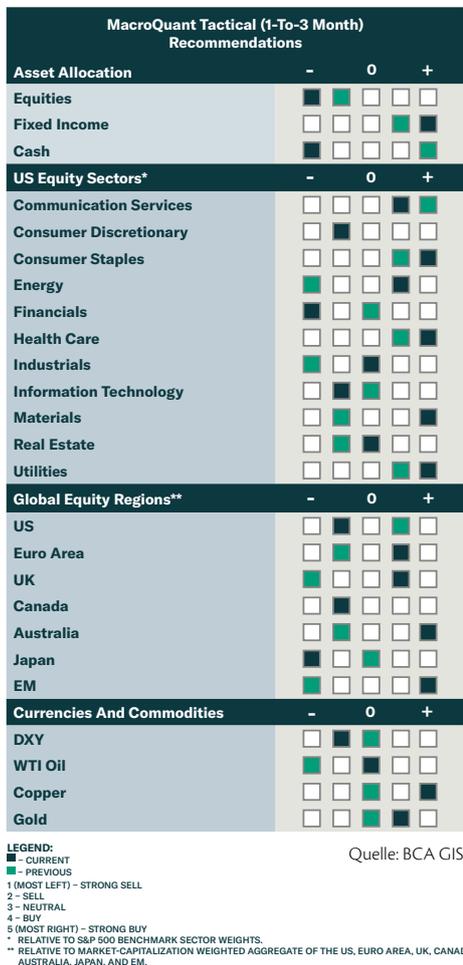
Nachdem das MacroQuant-Modell unseres Partners BCA Research im vergangenen Jahr eine positive Haltung gegenüber Aktien eingenommen hatte, wurde es Mitte März neutral und stufte sie dann im April auf untergewichtet zurück. Aktuell hat das Modell seine Aktiengewichtung noch weiter reduziert und bildet erhebliche Abwärtsrisiken für Aktien auf Sicht von 1 bis 3 Monaten ab. In den beiden Grafiken ist die vorherige Einstufung grün, die neue schwarz gekennzeichnet.

Dementsprechend bevorzugt es defensive Aktiensektoren wie Basiskonsumgüter, Gesundheitswesen und Versorger gegenüber zyklischen Sektoren wie Konsumgütern und Finanzwerten. Außerdem bevorzugt es den Kommunikationsdienstleistungssektor gegenüber dem konjunkturanfälligeren IT-Sektor.

Anfang April witterte das Modell Aufwärtsrisiken bei den Anleiherenditen und empfahl, die Erlöse aus Aktienverkäufen in Bargeld und kurzfristigen Wechseln zu parken. Ab Juni schätzt das Modell die Duration positiver ein und empfiehlt daher eine deutliche Erhöhung des Engagements in langfristigen Anleihen.

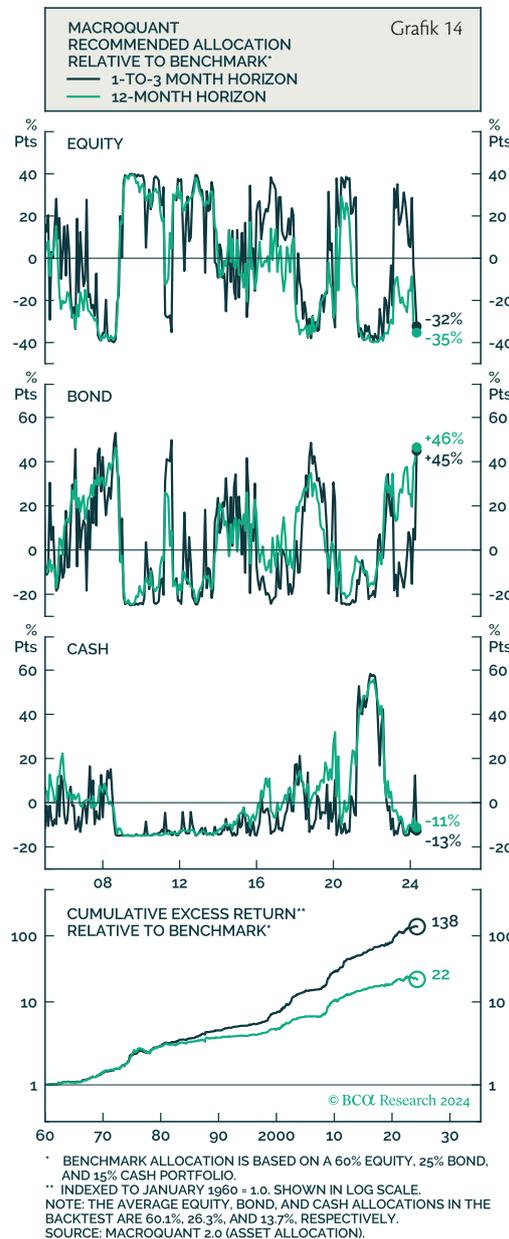
Alle Modelle wie auch dieses beruhen auf der Annahme, dass Korrelationen aus der Vergangenheit eine gewisse Relevanz für die Zukunft haben. Diese Annahme ist nach der Pandemie an-

MacroQuant Asset Allocation Grafik 13



gesichts all der beispiellosen Ereignisse der letzten Jahre allerdings etwas weniger haltbar geworden. Im Gegensatz zum Modell sehen wir daher derzeit eine neutrale Gewichtung von Aktien und es besteht eine gute Chance, dass sich die Aktien bis in die Sommermonate hinein erholen, da die Inflationssorgen nachlassen, bevor die Rezessionsorgen in den Vordergrund treten.

MakroQuant Gewichtungen im Zeitverlauf und Modellperformance 1960 – heute Grafik 14





US-Aktien: Hier könnte es kritisch werden.

Die untenstehende Abbildung zeigt die verschiedenen Komponenten des US-Aktienmodells von MacroQuant, Stock Coach. Mit Ausnahme der Inflationskomponente - die sich seit Jahresbeginn zwar verschlechtert hat, aber immer noch in einem leicht bullischen Bereich liegt - sind alle anderen Komponenten eher bearish. Der Gesamtwert für Aktien liegt derzeit im 10. Perzentil der Verteilung der erwarteten Renditen. Dies ist der niedrigste Wert seit August 2022. In der Vergangenheit war ein so niedriger Wert mit negativen Renditen für den S&P 500 in den folgenden ein bis drei Monaten verbunden.

Die größte Bewegung in diesem Monat gab es bei den technischen Komponenten des Modells. Sie waren Ende April noch neutral, befinden sich jetzt aber in einem extrem rückläufigen Bereich. Das Modell sieht ein hohes Maß an Selbstzufriedenheit unter den Aktienanlegern. Die Wirtschaftswachstumskomponente des Modells fiel auf den schwächsten Stand seit November 2022. Die Wachstumsindikatoren von MacroQuant sind so konzipiert, dass sie ultraleitende Eigenschaften haben, d. h., dass sie nicht nur herkömmlichen Frühindikatoren, sondern auch dem Aktienmarkt selbst voraus sind. Der schwächste Satz von Wachstumsindikatoren konzentriert sich auf den Arbeitsmarkt. MacroQuant weist auf das Risiko eines starken Anstiegs der Arbeitslosigkeit in den USA hin, der wahrscheinlich gegen Ende des Jahres einsetzen wird. Auch auf dem Wohnungsmarkt gibt es erste Anzeichen einer Abkühlung. Nur die Indikatoren des verarbeitenden Gewerbes befinden sich noch im neutralen Bereich. Das Ausbleiben eines stärkeren Anstiegs der Investitionsabsichten inmitten eines boomenden Aktienmarktes birgt jedoch die Gefahr, dass die beginnende Verbesserung des verarbeitenden Gewerbes ins Stocken gerät. Die Indikatoren des Modells für die finanziellen und monetären Bedingungen

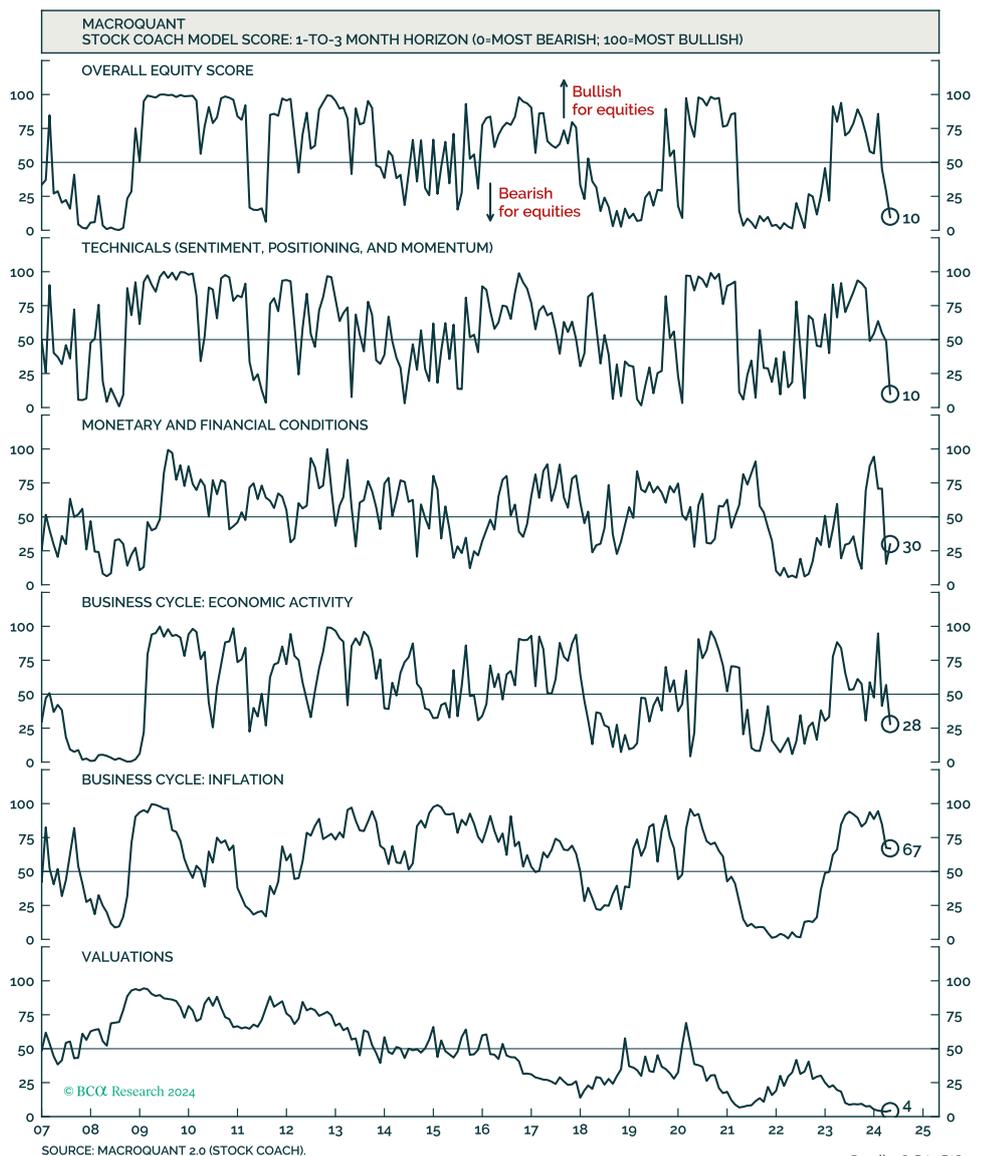
verbesserten sich im Mai, allerdings von einer sehr niedrigen Basis aus. Positiv zu vermerken ist, dass eine langsamere Verschärfung der allgemeinen Kreditvergabestandards der Banken ein positives Signal für Aktien darstellt. Dies wurde jedoch zum Teil durch die strengeren Kreditbedingungen für kleine Unternehmen kompensiert, was sich sowohl in der Fed-Umfrage zum Meinungsbild der Senior Loan Officer als auch in der NFIB-Umfrage für kleine Unternehmen zeigt.

Wie in den Vormonaten haben die Bewertungen einen negativen Beitrag zum Ge-

samtergebnis des Modells geleistet. Der S&P 500 wird derzeit mit einem Aufschlag von 44 % auf den dem Index zugrundeliegenden fairen Wert gehandelt, der auf dem Nettogegenwartswert künftiger Gewinne basiert. Dies ist der höchste Stand der Überbewertung seit Oktober 2000(!). Im Allgemeinen legt das Modell bei der Beurteilung der voraussichtlichen Renditen über lange Zeiträume mehr Gewicht auf die Bewertungen. Die Auswirkungen der Bewertungen auf den taktischen Renditehorizont von 1 bis 3 Monaten sind zugegebenermaßen sehr gering.

MacroQuant Modell S&P 500 Indikatoren

Grafik 15



Quelle: BCA GIS



Sektoren: Defensive Ausrichtung

Nachdem das Aktiensektor-modell über ein Jahr lang eine positive Einschätzung des IT-Sektors beibehalten hatte, ging es im vergangenen Monat zu einer neutralen Einschätzung über. Im Mai reduzierte das Modell sein Engagement weiter auf Untergewichtung. Die langjährige Vorliebe des Modells für US-Technologiewerte ist jedoch noch nicht ganz verloren. Bevorzugt wird nach wie vor der Kommunikationsdienstleistungssektor, in dem Alphabet, Meta und Netflix 51 % der Marktkapitalisierung auf sich vereinen.

Die oben beschriebene Dynamik im Spätstadium veranlasste das Modell zu einer taktischen Übergewichtung von Rohstoffen und in geringerem Maße von Energie. Die anderen drei bevorzugten Sektoren sind jedoch alle defensiv: Basiskonsumgüter, Gesundheitswesen und Versorger.

Regionen: EM, Australien und Europa.

Für einen Trade Im Einklang mit der Herabstufung des IT-Sektors hat das regionale Aktienmodell von MacroQuant, die USA leicht untergewichtet. Auf der anderen Seite hob das Modell seine kurzfristigen Aussichten für Australien und Schwellenländer an. Die kurzfristige Erwartung eines etwas schwächeren US-Dollars und höherer Rohstoffpreise verbesserten die Aussichten für die beiden Regionen. Auch für das Vereinigte Königreich ergab sich eine spürbare Verbesserung des Rankings. Bessere Wirtschaftswachstumsdaten und ein günstiger Branchenmix trugen zu der Aufwertung bei.

US-Staatsanleihen: Anleihen sind zurück

Anfang April warnte MacroQuants Modell für US-Staatsanleihen davor, dass die Renditen aufgrund höherer Inflationswerte vorübergehend steigen könnten. Diese Befürchtungen haben sich im Laufe des Mais gelegt, und zu Beginn Juni wird wieder eine lange Duration empfohlen. Die Erwartung einer schwächeren US-Wirtschaft durch das Modell ist der Hauptgrund für die positive Einschätzung von Anleihen. Neben der Inflationsdynamik sind die Entwicklungen auf dem Arbeitsmarkt der wichtigste makroökonomische Treiber für die Anleiherenditen. Wie bereits erwähnt, haben sich letztere verschlechtert. Auch das technische Bild hat sich für Anleihen verbessert. Die Netto-Long-Positionierung in der Umfrage von JP Morgan zum Treasury Investment Sentiment hat sich von sehr ausgedehnten +26 Prozentpunkten im Juni 2023 auf vernünftige +8 Punkte verringert. Nach Angaben von Market Vane sank die optimistische Stimmung gegenüber Staatsanleihen in der letzten Wochenerhebung auf 30 % und damit unter den historischen Durchschnitt von 55 %.

Das MakroQuant Modell fließt auch in die Struktur des im Jahr 2008 aufgelegten ETF-Portfolio ein, dem daher aktuell eine defensive Struktur zueigen ist. Seit Ende April wurden einige Umschichtungen vorgenommen:

Mit einem Anteil der Assetklasse Bonds von 18,56 % und Cash i.H.v. 17,76 % ist das Portfolio der defensiven Ausrichtung des Modells gefolgt. Die Performance seit Jahresanfang beträgt 9,87 %, die des Referenz-Index MSCI Welt in Euro 10,69 % (Stand 03.06.24).



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 Portfoliobene von der ausgewiesenen Performance abweichen.

Grafik 16

03.06.24										Referenz-Portfolio Fonds und ETFs										16.00									
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	X MSCI WORLD HEALTH CARE A113FD	MSCI World Health Care Kauf am 13.09.2023	45,63 €	49,63 €	8,77%	16.654,95 € 13.09.23	18.114,95 €	8,77% 1.460,00 €	B																				
60	ISHARES MDAX UCITS DE EUR A 593392	MDAX Germany (Nachkauf 30.11.23 / Halbjährig 16.04.24)	202,25 €	222,40 €	9,96%	12.072,34 € 12.10.22/18.10.22	13.275,06 €	9,96% 1.202,72 €	B																				
436	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	51,57 €	52,24%	14.769,50 € 28.02.20	22.484,52 €	52,24% 7.715,02 €	B																				
67	AMUNDI ETF GOVIES 0-6 MONTHS A0RNVWC	STAATSANLEIHEN CASH - ER SATZ (Nachkauf am 16.02.24 - 42 Stück)	117,84 €	120,53 €	2,28%	7.941,25 € 15.09.23	8.122,19 €	2,28% 180,94 €	O																				
1.389	KRANESHARES CSI CHINA IT EUR A2QE7P	CSI China Internet UCITS ETF London (Nachkauf am 26.10.2022)	13,910 €	13,11 €	-5,75%	19.320,99 € 18.10.21/26.10.22	18.209,79 €	-5,75% -1.111,20 €	D																				
126	AMUNDI IBEX 35 UCITS ETF LY0A6	IBEX35 (Nachkauf am 23.11.2020)	86,549 €	116,94 €	35,11%	10.919,08 € 04.07.19	14.753,15 €	35,11% 3.834,07 €	B																				
90	ISHARES CORE FTSE 100 ACC A1C1HV	FTSE 100	135,920 €	185,90 €	36,77%	12.257,27 € 07.04.21	16.764,46 €	36,77% 4.507,20 €	B																				
71	ISHARES FTSE MIB ACC A0YEDP	Italien (Halbjährig am 23.06.23)	84,08 €	157,72 €	87,58%	5.969,92 € 09.03.20 / 18.10.21	11.198,12 €	87,58% 5.228,20 €	B																				
169	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 €	E																				
	VANECK JR. GOLD MINERS ETF CASH Position	Goldminen-Gesellschaften Kauf am 07.03.24 / Verkauf am 10.03.24	29,18 €	34,05 €	16,71%	0,00 € 07.03.24	33.344,90 €																						
	ISH NIKKEI 225 A A0YEDQ	Verkauf am 14.02.2024	194,09 €	233,36 €	20,23%																								
270,00	GALILEI GLB BD OPPRTNTY UHP DE000A3DD937	CASH ERSATZ	96,570 €	99,02 €	2,54%	26.073,90 € 16.02.24	26.735,40 €	2,54% 661,50 €	B																				
Benchmark: MSCI WORLD			Kurs am 29.12.2023	letztter Schlusskurs		Performance Benchmark																							
			3.169,18 USD	3.445,17 USD		3.170,60 EUR		8,71% 10,69%	B																				
			2.864,41 EUR																										
										ETF Portfolio										Portfolientwicklung mit Absicherung									
Jahre										ETF										MSCI in \$									
2008 (ab 25.04.08)										275,61%										MSCI in €									
2009										8,56%										226,89%									
2010																				7,63%									
2011																													
2012																													
2013																													
2014																													
2015																													
2016																													
2017																													
2018																													
2019																													
2020																													
2021																													
2022																													
2023																													
2024 (YTD)																													
p.a. (ab 25.04.08)																													
										Aktueller Portfolientwert in EURO:										187.804,26 €									
										Portfolientwert in EURO:										170.932,95 €									
										Gewinn / Verlust absolut:										16.871,31									
										Gewinn / Verlust in Prozent:										9,87%									
										Datenlänge der historischen Simulation:										260									
										Datum der historischen Simulation:										03.06.24									
										Aktien-Exposure										63,68%									
										Renten-Exposure										18,56%									
										Cash										17,76%									
																				100,00%									
										EUR in USD										1,0866									
										DAX30										18.665,91									
										S&P 500										5.301,25									

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



AKTIEN: Sturm nach dem Goldrausch?

In der Berichtssaison über das erste Quartal, die Anfang Mai startete, zeigte sich erneut das alte Muster des Vorjahres - bereits gesenkte Gewinnerwartungen wurden übertroffen. Für den S&P500 lauteten die Konsensprognosen vor 9 Monaten 9% Gewinnwachstum pro Aktie im Jahresvergleich, nur um dann im Vorfeld der Ergebnisse ab April auf 1% gesenkt zu werden. Am Ende meldeten die Unternehmen ein Wachstum von 6% - besser als erwartet, aber immer noch niedriger als vor 9 Monaten. Für das Gesamtjahr 2024 sind die Gewinnprognosen in den USA gegenüber dem Vorjahr unverändert, während sie in Europa um einige Prozent höher liegen. Wir halten es für wahrscheinlich, dass die Erwartungen für Europa von 5% im Jahresvergleich weiter zurückgenommen werden, um am Ende zu stagnieren. Die Herabstufungen der Gewinnerwartungen während des Jahres sind nichts Ungewöhnliches, sie passieren meistens ohne negative Reaktion des Aktienmarktes.

Für den S&P500 müssten sich die Gewinne pro Aktie in Q3 und Q4 deutlich erhöhen, um die erwarteten 16% Plus gegenüber Q1 zu erfüllen. Das ist unwahrscheinlich, insbesondere wenn die jüngste Periode schwächerer Konjunkturdaten anhält. Außerdem scheinen die Erwartungen der Marktteilnehmer bei den Margenprognosen gerade bei der IT zu hoch zu sein. So hat beispielsweise der SAP-Rivale Salesforce mit seinem Ausblick auf das zweite Quartal die Anleger zuletzt enttäuscht. Der Umsatz soll nun im zweiten Vierteljahr zwischen 9,2 und 9,25 Milliarden Dollar liegen. Analysten hatten LSEG-Daten zufolge mit 9,37 Milliarden gerechnet. In einem unsicheren wirtschaftlichen Umfeld mit steigender Inflation und anhaltend hohen Zinsen hielten sich die Kunden offenbar mit Investitionen zurück.

Die Salesforce-Aktie wurde mit fast 20 % Kursverlust abgestraft. Im ersten Quartal lag der Umsatz bei 9,13 Milliarden Dollar und damit ebenfalls unter den Markterwartungen von 9,18 Milliarden.

Auch die Aktien des Computerherstellers Dell Technologies waren trotz eines positiven Quartalsberichts aber wegen einer schwachen Margenprognose nach der Veröffentlichung der Zahlen um 20 % gefallen. „In Anbetracht der inflationsbedingten Kostensteigerungen, des Wettbewerbsumfelds und des höheren Anteils KI-optimierter Server erwarten wir einen Rückgang unserer Bruttomarge“, sagte Finanzchefin Yvonne McGill in einer Telefonkonferenz nach Veröffentlichung der Quartalszahlen. Dell rechnet mit einem Rückgang der bereinigten Bruttomarge um etwa 150 Basispunkte im Geschäftsjahr 2025.

Star in der Manage war im Mai ein weiteres Mal der Grafikchip-Entwickler NVIDIA mit

seinem Finanzergebnis für das erste Quartal. Die Einnahmen beliefen sich auf 26 Mrd. USD für das Quartal und der ausgewiesene Nettogewinn auf fast 15 Mrd. USD. Obwohl das sequentielle Umsatz- und Gewinnwachstum von NVIDIA eher linear als exponentiell verläuft, waren die Ergebnisse stark genug, um das GenAI-Narrativ in den Köpfen der Anleger zu halten und die NVIDIA-Aktie gut 20 % nach oben zu katapultieren.

Die treffendste Metapher dürfte „Goldrausch“ sein, um zu beschreiben, was derzeit im GenAI-Bereich passiert. Nach dieser Metapher verkauft NVIDIA die „Schaufeln“ (GPUs) an Alphabet/Google, Amazon, Microsoft und Meta, die „nach Gold schürfen“, d. h. nach der erfolgreichen Kommerzialisierung von GenAI-Modellen. Während die Finanzergebnisse von NVIDIA weiterhin zeigen werden, wie sich das Tempo dieser Investitionen verändert, stellt sich für Aktienanleger zunehmend die Frage, ob es tatsächlich „Gold in den Bergen“ gibt.

Vorab: es gibt keine sichere Antwort auf diese Frage, aber zwei Dinge können mit Sicherheit festgehalten werden: Erstens sind die bisherigen Beispiele für GenAI-Anwendungen wenig überzeugend und taugen noch nicht für eine hochwirksame „Allzwecktechnologie“. Zweitens gehen die Investoren bei der Bewertung großer Technologieunternehmen bereits von der Annahme aus, dass GenAI-Modelle einen enormen Wert für diese Firmen schaffen werden.

Die nebenstehende Tabelle zeigt, dass die Marktkapitalisierung von Microsoft seit Oktober 2022 um etwa 1,4 Billionen Dollar gestiegen ist, davon 400 Milliarden Dollar als Reaktion auf eine tatsächliche grundlegende Ergebnisverbesserung. Das bedeutet, dass

Grafik 17

Microsoft – Entwicklung der Marktkapitalisierung basierend auf Fundamentaldaten Oktober 2022 bis heute

CHANGE IN MICROSOFT'S MARKET CAPITALIZATION NOT ATTRIBUTABLE TO FUNDAMENTALS (OCT 2022-PRESENT)	
Market Cap (October 2022, US\$Bn)	1730.4
Annualized Q2 2022 Net Income (US\$Bn)	70.2
Q2 2022 Price / Earnings Ratio	24.6
Annualized Q4 2023 Net Income (US\$Bn)	87.5
Market Cap At October 2022 P/E	2155.6
Current Market Cap (US\$Bn)	3198.3
Difference (US\$Bn)	1042.7

Quelle: Bank Credit Analyst



die Marktkapitalisierung von Microsoft als Reaktion auf das Auftauchen von ChatGPT um etwa 1 Billion Dollar gestiegen ist. Wäre dieser Wertzuwachs ein eigenständiges börsennotiertes Unternehmen, würde es im MSCI All Country World Index nach Größe problemlos zu den 10 größten Unternehmen gehören. Dies veranschaulicht, wie viel „Gold“ die Anleger von den GenAI-Modellen für große Technologieunternehmen erwarten.

Ein Gegenargument zu der dargestellten Analyse ist, dass die Erwartungen für eine Rezession in den USA seit Ende 2022 deutlich zurückgegangen sind und dass ein Teil des Wertzuwachses von Microsoft daher aufgrund der verbesserten Konjunkturaussichten gerechtfertigt ist. Die Risikoprämie für Microsoft-Aktien entsprach aber bereits Ende 2022 dem Durchschnitt der Jahre 2004 bis 2007 und ist nun fast wieder auf das Niveau der 1990er Jahre zurückgefallen - als Microsoft von weniger als 1 % auf 3 bis 4% der US-Aktienmarktkapitalisierung anwuchs. Bei einem Anteil von 7% der Marktkapitalisierung am S&P 500 scheint die Messlatte für Microsoft extrem hoch zu liegen, um eine ähnliche Wachstumsrate wie in den 1990er Jahren zu erreichen. Genau das wird derzeit eingepreist.

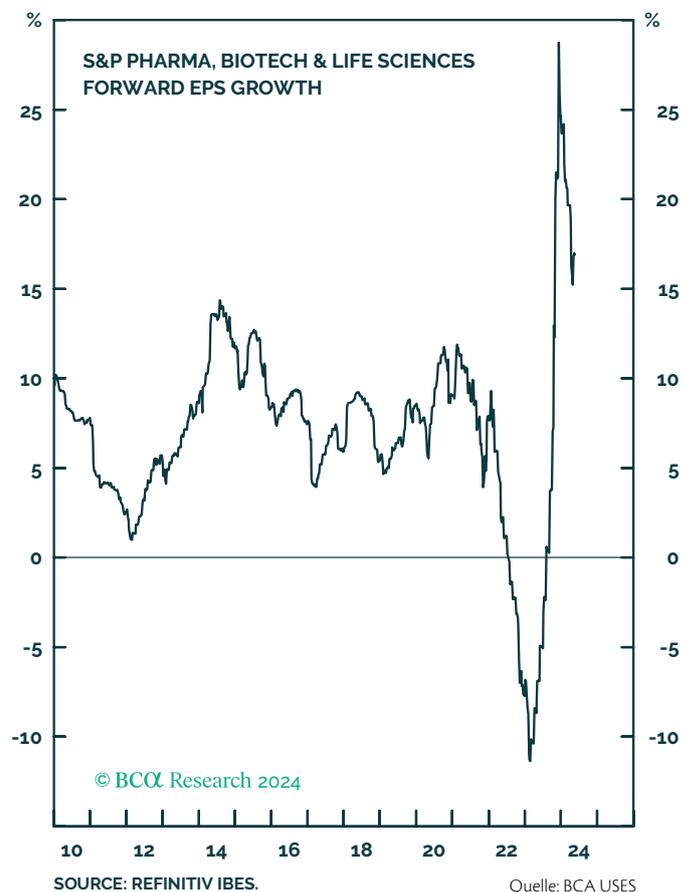
Die Outperformance des NASDAQ gegenüber dem breiten Markt wird wahrscheinlich anhalten, solange die Finanzergebnisse von NVIDIA die Existenz des GenAI-Goldrausches bestätigen und die großen Technologieunternehmen weiterhin optimistisch sind, dass sie von den hohen Investitionen, die sie tätigen, profitieren können. Gleichzeitig besteht die Gefahr eines plötzlichen und heftigen Ausverkaufs von Technologieaktien und damit auch des breiten Aktienmarktes, wenn die Anleger zu dem Schluss kommen, dass das „Gold in den Bergen“ weniger wert ist als bisher angenommen.

Das genaue Gegenbeispiel ist die Kursentwicklung der Pharmariesen – speziell in den USA. Die COVID-bezogenen Ausgaben sind ausgelaufen und haben die Umsätze nach unten gezogen. Die Inflation schlug gerade im Pharmabereich erbarmungslos zu, die Preiserhöhungen hielten nicht mit den steigenden Kosten Schritt. Die staatlichen Ausgaben für die Gesundheitsfürsorge werden generell zurückgehen, was die aktuellen Gewinnspannen in Frage stellt. Das Schlimmste ist jedoch überstanden, und die schlechten Nachrichten sind eingepreist.

Strukturelle Rückenwinde bringen die Babyboomer. Sie werden immer älter und sind weniger gesund als ihre Eltern. Die Morbidität geht langsamer zurück als die Mortalität. Im Jahr 2023 wurde eine Rekordzahl von Blockbuster-Medikamenten auf den Markt gebracht. Medikamente zur Behandlung von Krebs, Fettleibigkeit und Gentherapien werden der Branche viel Geld einbringen. Auch die

generative KI wird der Branche großen Rückenwind geben. Sie wird den Zyklus für Forschung und Entwicklung erheblich verkürzen und den Unternehmen Milliarden von Dollar sparen. Generika und Biosimilars, ein kostengünstiger Ersatz für patentfreie Medikamente, werden weiterhin Druck auf das Umsatzwachstum ausüben. Die Pipeline neuer Medikamente wird immer wichtiger. Aus diesem Grund nehmen die M&A-Aktivitäten wieder zu. Die politischen Rahmenbedingungen sind günstiger, als der Markt sie einschätzt. Es ist unwahrscheinlich, dass die Demokraten bei den US-Wahlen die Alleinherrschaft erlangen und somit die Preisobergrenzen nicht ausweiten können. In der Zwischenzeit würden die Republikaner, sollten sie gewählt werden, eher die diskretionären Sozialausgaben kürzen als die Ausgaben für das Gesundheitswesen. Es wird erwartet, dass sich das Gewinnwachstum nach dem jüngsten Einbruch deutlich erholt und den Marktdurchschnitt übertrifft. Interessant: Die meisten Unternehmen der Branche werden mit einem Abschlag gegenüber dem breiten Markt gehandelt. Unterdessen ist die Branche aus technischer Sicht überverkauft.

Gewinnwachstumsraten von „Big Pharma“ Grafik 18



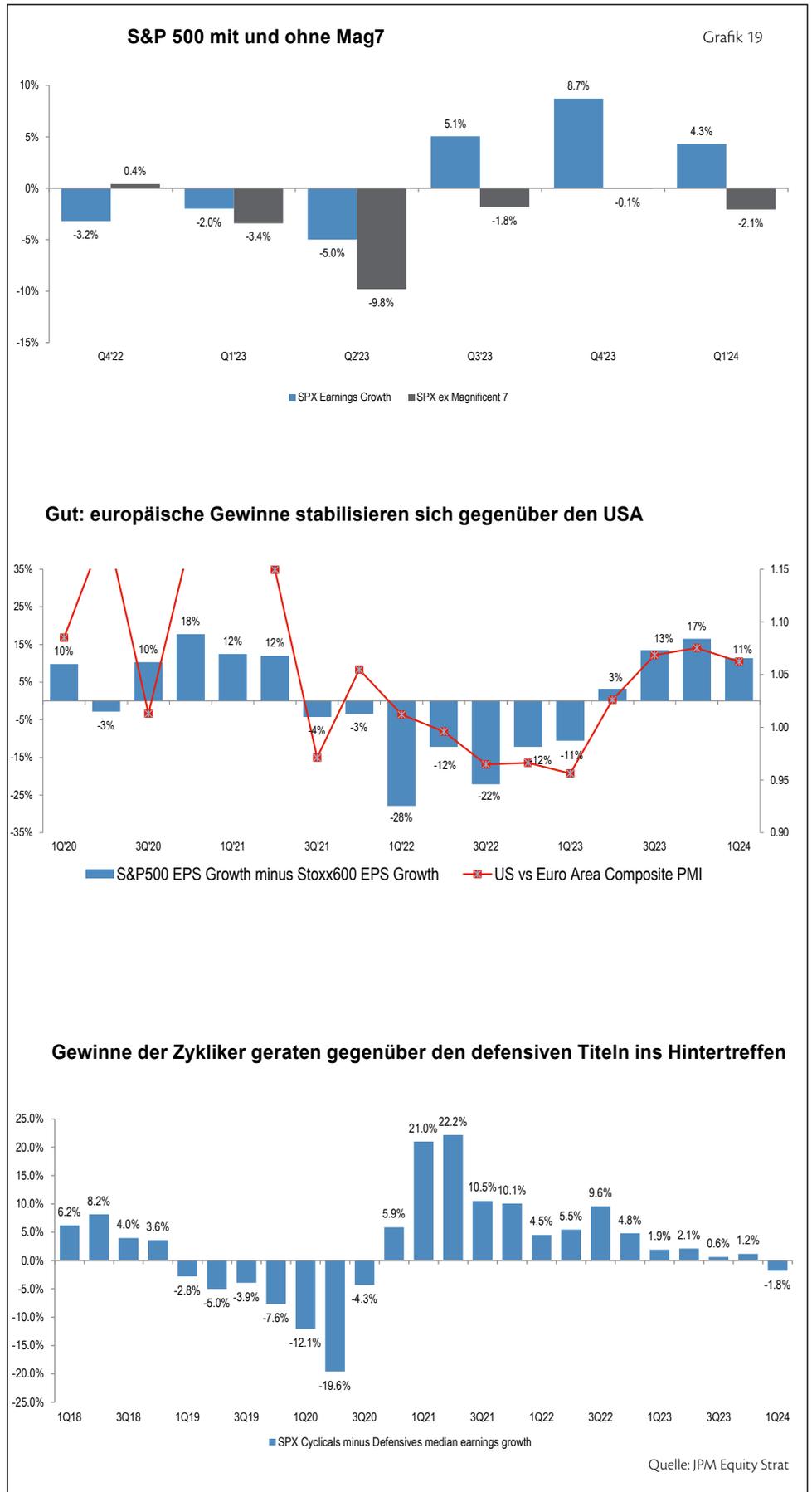


Zurück zum Gesamtmarkt:

Unter der Oberfläche gibt es drei interessante Trends, von denen sich einer fortsetzt, und zwei, die eine Änderung aufweisen:

Das gesamte Ertragswachstum in den USA ist nach wie vor Mag-7 getrieben. Q1 war das fünfte Quartal in Folge, in dem, wenn man den Beitrag der Mag-7 herausrechnet, die übrigen 493 Konstituenten des S&P500 ein negatives EPS-Wachstum im Jahresvergleich aufwiesen.

Europa beginnt im Vergleich zu den USA besser abzuschneiden, gemessen an den historischen Trends. Über den letzten Quartalen übertrafen die US-Gewinne die der Eurozone deutlich. Dies ändert sich jetzt, da sich der Abstand zwischen den US-Gewinnen und denen Europas in Q1 verringerte. Betrachtet man die Wachstumsraten des Gewinns pro Aktie in Q1, so verbessert sich Europa von -7% auf 0% im Jahresvergleich. Diese Verschiebung steht im Einklang mit der relativen Bodenbildung in den Einkaufsmanager-Indices der Eurozone gegenüber den USA und war einer der Gründe, warum wir die Eurozone gegenüber den USA im letzten Quartal bevorzugten. Wir glauben weiterhin, dass sich die Region gegenüber den USA zumindest behaupten wird, unabhängig von der Entwicklung des gesamten Aktienmarktes. Die Gewinne der zyklischen Sektoren geben gegenüber den defensiven Sektoren nach. Für den S&P500, liegt der Median des zyklischen EPS-Wachstums nun zum ersten Mal seit COVID unter dem der defensiven Aktien. Für den europäischen Stoxx600-Preisindex ist der Unterschied bereits bedeutende -15%. Dies folgt auf eine Phase schlechter Gewinnentwicklung. Aus einer Top-Down-Perspektive könnten bei den Zyklikern die Gewinnaussichten des Automobilsektors, aufgrund der Preisgestaltung, des Volumens und der Margen leiden.





Die nachstehende Tabelle zeigt die YTD-Performance verschiedener Sektoren in USA, Europa, Japan und den Schwellenländern und gibt die Einschätzungen von JP Morgan für den weiteren Verlauf wider.

JP Morgan Sektoren-Performance und Gewichtungsempfehlungen

	US		Europe		Japan		EM	
Energy	14%	OW	8%	OW	30%	N	10%	OW
Materials	8%	N	9%	N	3%	UW	1%	UW
Industrials	11%	UW	13%	UW	25%	N	7%	N
Discretionary	3%	UW	11%	UW	16%	OW	12%	OW
Staples	10%	OW	3%	OW	9%	OW	-1%	OW
Healthcare	7%	OW	13%	OW	11%	N	-5%	UW
Financials	14%	N	17%	UW	33%	OW	7%	N
Technology	15%	N	16%	N	17%	UW	11%	N
Comm Services	20%	N	8%	OW	11%	N	16%	N
Utilities	17%	OW	4%	OW	20%	N	12%	N
Real Estate	-2%	UW	-8%	OW	5%	N	6%	N
Overall	11.6%		11.3%		18.4%		8%	

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

Die Tabelle mit den Kurszielen für verschiedene Aktienindices zeigt aber in weiten Bereichen, dass die große Investmentbank von fallenden Kursen ausgeht. Nennenswerte Gewinner bleiben im weiteren Jahresverlauf lediglich Brasilien, Japan und Saudi-Arabien.

Seit Mitte März hatte es viele Veränderungen gegeben, die den MSCI Brazil nach unten zogen: die Neubewertung der Fed/Copom/Fiskal-/Inflationserwartungen, der schwächere BRL, die Flutkatastrophe in Rio Grande do Sul und die Ablösung des Präsidenten vom halbstaatlichen Ölförderer Petrobras. Einige Dinge haben sich jedoch verbessert: 1) An der Wachstumsfront gibt es nichts zu beanstanden; 2) Einzelheiten zum regulatorischen Teil der Steuerreform wurden endlich bekannt gegeben und begrüßt; 3) der Oberste Gerichtshof hat das Gesetz über staatliches Eigentum gebilligt; 4) die starken ausländischen Kapitalabflüsse könnten sich dem Ende zuneigen; 5) die Bewertung ist nach wie vor unangemessen niedrig.

ICM 15er-Aktienportfolio

Ein wichtiger Teil der Allokation von Risikokapital ist die Betrachtung der Zyklen in Bezug auf Wirtschaftswachstum und Kapazitätsauslastung. Das ideale Umfeld für Aktienanlagen ist ein über dem Trend liegendes Wachstum ohne übermäßige Inflation. Heute aber, da die Arbeitslosigkeit in den USA niedrig und das BIP bei 0,6% liegt, kann ein starkes Wachstum nur mit einer höheren Inflation einhergehen. Das ist genau die Situation, die wir in den letzten neun Monaten erlebt haben. Die wahrscheinlichste nächste Phase ist nun die „Rezession“, obwohl der Markt immer noch eine weiche Landung einpreist. Daher empfehlen wir weiterhin eine defensive Ausrichtung der Portfolios gegenüber Aktienrisiken.

Darum besteht das 15er-Aktienportfolio z.Zt. nur aus zwölf von fünfzehn möglichen Titeln. Die aufgebaute Liquidität dient als Puffer für evtl. Korrekturen am Markt. Die aktuelle Performance YTD des Portfolios liegt bei +7,9%.

Neu im Portfolio:

Bristol-Myers Squibb Company ist ein biopharmazeutisches Unternehmen, das sich mit der Entdeckung, Entwicklung und Bereitstellung fortschrittlicher Arzneimittel beschäftigt, die Patienten helfen, schwere

Krankheiten zu besiegen. Das Unternehmen bietet Produkte für verschiedene therapeutische Bereiche an, darunter Onkologie, Hämatologie, Immunologie, Herz-Kreislauf und Neurowissenschaften. Zu den pharmazeutischen Produkten des Unternehmens gehören chemisch synthetisierte oder niedermolekulare Arzneimittel, aus biologischen Prozessen hergestellte Produkte, so genannte Biologika, und chimäre Antigenrezeptor-(CAR-T)-Zelltherapien. Analysten haben ihre Gewinnschätzungen für das zweite Quartal 2025 für das Unternehmen erhöht. Man geht nun von einem Gewinn pro Aktie von \$1,78 für das Quartal aus. Die Konsensschätzung für den aktuellen Jahresgewinn von Bristol-Myers liegt bei \$0,59 pro Aktie. Das biopharmazeutische Unternehmen meldete (\$4,40) EPS für das 1.Quartal24 und übertraf damit die Konsensschätzungen der Analysten. Das Unternehmen erzielte im Berichtsquartal einen Umsatz von 11,87 Mrd. \$, verglichen mit Analystenschätzungen von 11,45 Mrd. \$. Im gleichen Zeitraum des Vorjahres verdiente das Unternehmen 2,05 \$ pro Aktie. Der Umsatz von Bristol-Myers Squibb stieg im Vergleich zum Vorjahresquartal um 4,7%. Allgemein scheint eine Übergewichtung in Pharma aus taktischen und strategischen Gesichtspunkten sinnvoll, da die Herausforderungen, die in letzter Zeit die Perfor-

JP Morgan Kursziele Jahresende 2024

Grafik 20

Equities	Current	Dec-24
S&P 500	5303	4200
MSCI Eurozone	302	256
FTSE 100	8428	7700
TOPIX	2768	3000
MSCI EM (\$)	1100	1070
MSCI China	64	66
MSCI Korea	852	835
MSCI Taiwan	843	650
MSCI India	2723	2500
Brazil (Ibovespa)	128151	142000
Mexico (MEXBOL)	57583	58000
MSCI Saudi Arabia	801	855

Quelle: JP Morgan, The JP Morgan View



mance der Industriegruppe behindert haben, abnehmen, während wichtige neue Trends wie generative KI für die Arzneimittelentwicklung und die alternde Bevölkerung langfristigen Rückenwind bieten. Das aktuelle Kursziel für die Aktie liegt bei ca. 52 \$, was einem Potenzial von 29% entspricht.

The Boeing Company ist ein internationales Luft- und Raumfahrtunternehmen mit Sitz in Arlington, Virginia. Boeing war im Jahr 2020 der zweitgrößte Produzent innerhalb seiner Branche (nach Lockheed Martin, gemessen am Umsatz). Gemeinsam mit dem europäischen Wettbewerber Airbus bildet der Konzern das Duopol für Großraumflugzeuge. Das Unternehmen ist in drei Segmenten tätig: Verkehrsflugzeuge (BCA), Verteidigung, Raumfahrt und Sicherheit (BDS), Global Services (BGS). Die Familie der produzierten Verkehrsflugzeuge umfasst das Schmalrumpfflugzeug 737 sowie die Großraumflugzeuge 767, 777 und 787. Als Anfang Januar ein Kabinenteil einer Boeing Passagiermaschine im Flug abgerissen wurde und erhebliche Mängel bei der Qualitätskontrolle seitens der US-Luftfahrtbehörde festgestellt wurden, ging es für die Boeing-Aktie stark bergab. Nun hat Boeing gerade einen Bericht für die US-Aufsichtsbehörden vorbereitet, in dem es um die Qualitätssicherung und eine geplante Produktionserhöhung geht. Die negative Einstellung der Investoren könnte sich dadurch jetzt ändern, zudem gab es jüngst einen knapp 7,5 Milliarden Dollar schweren Auftrag von der US Air Force. Bei der Order handelt es sich um die Lieferung von präzisionsgelenkten Bomben, die von Flugzeugen abgeworfen werden können. Der Vertrag soll bis zum Jahr 2030 laufen und umfasst zusätzlich Wartungs- und Reparaturleistungen. Analysten sehen nun auch die Aktie deutlich optimistischer. Gerade gab es eine Kaufempfehlung für die Aktie mit einem Kursziel von 225 \$ pro Stück. Das zeigt ein Kurspotenzial von 27% in den nächsten 12 Monaten.

Nicht mehr im Portfolio:

Deutsche Bank AG Nachdem das Unternehmen einen Gewinnanstieg von 10% im ersten Quartal verzeichnete, nahmen wir nach dem schönen Kursanstieg der vorherigen Wochen Gewinne mit („Sell on good news!“). Die Wiederbelebung des Handels mit festverzinslichen Wertpapieren trieb die Erträge der Investmentbanking-Sparte in die Höhe. Der den Aktionären zurechenbare Nettogewinn belief sich im Quartal auf 1,275 Milliarden Euro. Im Vorjahresquartal lag der Gewinn bei 1,158 Milliarden Euro und übertraf damit die Erwartungen der Analysten, die einen Gewinn von rund 1,2 Milliarden Euro erwartet hatten. „Diese Ergebnisse stellen einen weiteren Schritt nach vorne dar“, sagte der Vorstandsvorsitzende Christian Sewing in einer Mitteilung an die Mitarbeiter. Uns bleibt ein schöner Gewinn von 42,3%.

ENEL SA Auch bei dem italienischen Versorger haben wir die guten Quartalszahlen für den Verkauf genutzt. Enel hat einen Anstieg des Konzerngewinns um 86,8% für Q1 2024 und erreichte 1,03 Mrd. im Q1 2023. Der Anstieg erfolgte trotz eines Einbruchs des Umsatzes um 26,4% auf 19,4 Mrd. E gegenüber 26,4 Mrd. E in Q1 2023. Der Rückgang der Einnahmen ist bedingt durch einen Preisverfall und geringere Strommengen aus thermischen Quellen. Der Konzerngewinn stieg im Q1 2024 um 86,8% auf 1,93 Mrd., von 1,03 Mrd. Euro im Q1 2023. Die aktuelle Bewertung der Aktie spiegelt das gute Ergebnis wieder und sorgt für einen Gewinn von 27,2%. Das kann sich sehen lassen.

Neues zu den Portfolio-Mitgliedern:

Alibaba Group Holding Ltd. Der chinesische E-Commerce-Riese hat den ehemaligen englischen Kapitän David Beckham als Markenbotschafter für seine Marketingkampagne zur UEFA Euro 2024 verpflichtet. Beckham wird globaler Markenbotschafter für den chinesischen Billigmarktplatz AliExpress. Der Deal wird als das bisher größte

Sponsoring des Unternehmens angepriesen. Alibaba gab die Partnerschaft im Rahmen seiner Werbekampagne für die nächsten Monat beginnende Euro 2024 bekannt, und bei der Alibaba ebenfalls als Sponsor auftritt. Beckham wird Alibabas „Score More with AliExpress“-Kampagne anführen, die mit speziellen Angeboten zur Feier des Turniers beworben wird. „AliExpress hilft den Fans, der Uefa Euro 2024 in diesem Sommer noch näher zu kommen, indem wir ihnen tolle Preise anbieten, während die Spiele auf dem Platz stattfinden“, wurde Beckham zitiert. AliExpress schließt sich anderen großen chinesischen Unternehmen wie dem Elektrofahrzeughersteller BYD und dem Elektronikriesen Vivo an, die die Euro sponsern. Der Aktie konnte die Meldung noch nicht nachhaltig auf die Sprünge helfen. Der Total Return liegt z.Zt. bei 1,11% YTD. **Ping An Insurance (Group)** veröffentlichte zuletzt am Dienstag, den 23. April, seine Geschäftsergebnisse. Das Unternehmen meldete einen Gewinn von 0,57 \$ pro Aktie für das Quartal. Die Nettomarge lag bei 8,22% und die Eigenkapitalrendite bei 6,80%. Das Unternehmen erzielte im Berichtsquartal einen Umsatz von 38,53 Mrd. \$. Aktienanalysten prognostizieren im laufenden Geschäftsjahr einen Gewinn von 1,98 EPS. Das Unternehmen hat außerdem kürzlich eine Dividende angekündigt, die am 5. August, ausgezahlt wird. Aktionäre erhalten eine Dividende von 0,3532 \$. Dies ist eine Erhöhung gegenüber der vorherigen Dividende von 0,21 \$. Die Dividendenausschüttungsquote von Ping An Insurance (Group) Company of China liegt bei 44,27 %. Außerdem erscheint die 8% Beteiligung an HSBC wohl unterbewertet. Die HongKonger Bank hat seit mehreren Quartalen eine annualisierte Eigenkapitalrendite im unteren bis mittleren Zehnerbereich und erreichte 16% in den ersten drei Monaten dieses Jahres. Theoretisch sollte dies einen Kurs von etwa dem 1,6-fachen des Buchwerts rechtfertigen. Das sind etwa 60 % höher als die derzeitige Bewertung, so dass



Spielraum nach oben besteht, selbst wenn das Ergebnis ein wenig wackelt. Hinzu kommt, dass die Bank wieder ordentliche Dividenden zahlt, nach einer von der britischen Regierung erzwungenen Pandemie-Pause. Die Rendite sollte im nächsten Jahr anständige 7 % betragen. Das sind verlockende Aussichten für Ping An, dessen Vermögensverwaltungseinheit HSBC als „langfristige Finanzinvestition“ ansieht. Die Aktie konnte sich im Zuge des Rebounds des HangSeng-Index deutlich erholen und zeigt jetzt eine Outperformance von 14,85% YTD. **Tencent Music Entertainment Group** HSBC Holdings PLC hat seine Position in Aktien der Tencent Music im vierten Quartal um 234,7 % erhöht, wie aus der jüngsten 13F-Einreichung bei der SEC hervorgeht. Das Unternehmen besitzt 10.116.989 Aktien des Unternehmens, nachdem es im Laufe des Quartals weitere 7.094.511 Aktien erworben hat. Die Beteiligung hatte zum Zeitpunkt der letzten Einreichung einen Wert von 91.012.000 \$. Aktienanalysten haben sich kürzlich zu dem Unternehmen geäußert und erhöhten das Kursziel für Tencent Music von \$14,00 auf \$19,00 und stuften die Aktie mit „Buy“ ein. HSBC erhöhte das Kursziel für Tencent Music Entertainment Group von \$9,50 auf \$10,40 und stuft die Aktie in einem Bericht vom Mittwoch, 20. März, als „Hold“ ein. Die Bank of America hob ihr Kursziel für Tencent Music Entertainment Group von 10,50 \$ auf 12,30 \$ an und stuft das Unternehmen in einem Bericht vom Mittwoch, 20. März, als „Buy“ ein. Der Aufwärtstrend bei den Korrekturen der Schätzungen für das Unternehmen spiegelt den wachsenden Optimismus der Analysten hinsichtlich der Gewinnaussichten wider, was sich im Aktienkurs widerspiegeln sollte, denn es besteht eine Korrelation zwischen Gewinnabschätzungsrevisionen und den kurzfristigen Aktienkursbewegungen. Der Kurs von TME setzt den deutlichen Kursanstieg fort und liegt jetzt bei massiven +60,52% YTD.

Bausch Health Companies Tochter Bausch + Lomb Corporation, ein weltweit führendes Unternehmen der Augenheilkunde, gab bekannt, dass Health Canada die enVista(®) Envy™* Intraokularlinse (IOL) zugelassen hat. Dies ist die erste weltweite behördliche Zulassung für die Linse, die einen vollständigen Sehbereich mit hervorragender Dysphotopsie auf der weit verbreiteten enVista IOL-Plattform bietet. „enVista Envy ist der nächste Schritt in der dramatischen Umgestaltung unseres IOL Portfolios“, sagte Luc Bonnefoy, Präsident, Global Surgical, Bausch + Lomb. „Diese erste Premium-IOL auf der enVista-Plattform folgt auf die US-Einführung von enVista Aspire™ Ende letzten Jahres. Allgemein wurden die Schätzungen für den Gewinn je Aktie für das zweite Quartal 2024 gesenkt. Analysten erwarten einen Quartalsgewinn von 1,17 \$ pro Aktie, gegenüber ihrer vorherigen Prognose von 1,27 \$. Die Konsensschätzung für den aktuellen Jahresgewinn liegt bei 4,85 \$ pro Aktie. Die Aktie von Bausch Health quittierte die verhaltenen Ergebnisse mit deutlich niedrigeren Kursen und zeigt jetzt eine schlechte Jahresperformance von -18,13% YTD. Der italienische Ölmulti Eni SpA hat gerade angekündigt, die erste Tranche seines neuen Aktienrückkaufprogramms zu starten. Die erste Tranche wird maximal 6,4 Millionen Eni-Aktien oder etwa 0,2% des Aktienkapitals betreffen, bis zu einem Gesamthöchstbetrag von 150 Millionen Euro, der für die Umsetzung des Mitarbeiterbeteiligungsprogramms 2024-2026 verwendet werden soll. Eni bestätigte, dass das Aktienrückkaufprogramm 2024, das bis April 2025 durchgeführt werden soll, einen Gesamtbeitrag von 1,6 Milliarden Euro haben wird. Dieser Betrag kann bis zu einer Gesamtsumme von 3,5 Milliarden Euro erhöht werden, so das Unternehmen. Dagegen hat die italienische Regierung gerade den Verkauf von 2,8% der Anteile an Eni SpA für 1,50 Mrd. USD angekündigt. Dies und der stagnierende Ölpreis lassen den Aktienkurs z.Zt. auf

der Stelle treten. Es bleibt eine Performance von aktuell von -0,69% auf den Einstandskurs. Der niederländische Tech-Investor mit südafrikanischen Wurzeln **Prosus NV** gab bekannt, dass die Vorstände von Prosus und Naspers einstimmig die Ernennung von Fabricio Bloisi zum Chief Executive Officer (CEO) von Prosus und der Naspers-Gruppe beschlossen haben. Die Ernennung erfolgt mit Wirkung zum 1. Juli 2024. Fabricio Bloisi übernimmt die Rolle des CEO der Gruppe von seiner Funktion als CEO von iFood. Fabricio übernahm iFood im Jahr 2013, als das Unternehmen noch ein Start-up mit 20 Mitarbeitern war. Seitdem hat er das Unternehmen schnell und profitabel zu Brasiliens führendem Essenslieferanten ausgebaut. Fabricio Bloisi sagte: „Es ist eine Ehre, Prosus und Naspers in einer sehr spannenden Zeit der Innovation und des Wandels im Technologiebereich leiten zu dürfen. Ich bin stolz darauf, dass wir iFood zu einer der größten und erfolgreichsten Marken in Lateinamerika gemacht haben. Dies wurde von einem leidenschaftlichen Team vorangetrieben, das Innovation mit disziplinierten Investitionen in Einklang brachte, schnell handelte und unsere großartigen Mitarbeiter förderte. Diese Kombination liegt in meiner DNA, und ich werde sie in meine neue Rolle als CEO von Prosus und Naspers einbringen. Die Aktie liegt z.Zt. mit einem erfreulichen Ergebnis von +23,7% YTD deutlich über Indexniveau (AEX-Index +14,8% YTD). **PUMA SE** dominiert die Erste Bundesliga. Einerseits wirft die EM ihre Schatten voraus, andererseits startet am 23. August die Bundesliga in die neue Saison. Die ewige Nummer 2 ist jetzt die Nummer 1 in der obersten Liga. Vorbei ist es mit der jahrzehntelangen Übermacht von Adidas als hauptsächlichem Ausrüster. Sechs der 18 Erstligaklubs stattet Puma nächste Saison aus: Neben Dortmund, Mönchengladbach und Heidenheim lüchsten die Franken RB Leipzig von Nike zu sich und haben zudem die beiden Aufsteiger FC St. Pauli sowie Holstein Kiel unter Vertrag.



Drei Mannschaften laufen in Nike auf. Adidas kommt momentan nur mehr auf zwei. Alle anderen Teams haben kleinere Unternehmen als Ausrüster, Meister Leverkusen etwa das britische Start-up Castore. Den ersten Platz bei Trikotverkäufen hat aber immer noch der FC Bayern mit Adidas. Die Münchner setzten 2023 mit ihren Leibchen 147 Millionen Euro um. Das bedeutet europaweit Platz 3 hinter Barcelona (179 Millionen) und Real Madrid (155 Millionen). Adidas setzte 2023 insgesamt 21,4 Milliarden Euro um, Puma 8,6 Milliarden. Positive Impulse erwartet man jetzt natürlich auch von der kommenden Heim-EM. Die führenden Sportartikelhersteller rechnen mit einem Sondereffekt durch Merchandising (Trikots der Nationalmannschaften usw.). Weltmarktführer Nike hat bei der EM neun Teams unter Vertrag, Adidas sechs und Puma vier. Die Puma-Aktie selbst bleibt noch hinter den Erwartungen bei einem Ergebnis von z.Zt. +1,17% gegenüber unserem Einstandskurs.

STMicroelectronics N.V. Die Titel des europäischen Chipkonzerns mit Hauptstandorten in der Schweiz, Frankreich und Italien treten weiter auf der Stelle. Auch die positiven Überraschungen bei den Chipkonzernen ASM International und Texas Instruments in den letzten Tagen trugen nicht zur Stimmung im Halbleitersktor bei. Wegen einer schwächelnden Nachfrage hat STMicro die Umsatzziele für das Gesamtjahr heruntergeschraubt. Der Chip-Konzern gab außerdem Geschäftszahlen unter Markterwartungen bekannt. „Im Laufe des Quartals verlangsamte sich die Nachfrage nach automobilen Halbleitern überraschend deutlich, während sich die Korrektur in der Industrie beschleunigte“, sagte Firmenchef Jean-Marc Chery. Daher rechnet er für 2024 nur noch mit Konzernerlösen zwischen 14 und 15 Milliarden Dollar statt 15,9 und 16,9 Milliarden Dollar. Zum Jahresauftakt fielen die Erlöse weiteren Angaben zufolge um 18 Prozent auf 3,46 Milliarden Dollar. Der operative Gewinn brach um ebenfalls überraschend deutliche

54 Prozent auf 551 Millionen Dollar ein. Die Aktie bleibt dadurch deutlich hinter den Erwartungen zurück und zeigt eine Performance von z.Zt. -10,38% gegenüber dem Einstandskurs. Das britische Öl- und Gasexplorationsunternehmens **Tullow Oil** hat eine strategische Partnerschaft mit der ghanaischen Forstbehörde (Ghana Forestry Commission) geschlossen, um ein hochintegriertes REDD+-Programm (Reduced Emissions from Deforestation and Degradation) umzusetzen. Dieses Programm ist ein wichtiger Meilenstein auf dem Weg zur Erreichung des Tullow-Ziels für 2030, die Treibhausgasemissionen netto auf Null zu reduzieren. Der Hauptfokus der Net Zero-Strategie liegt auf der Dekarbonisierung der Produktionsanlagen in Ghana, um das routinemäßige Abfackeln bis Ende 2025 zu eliminieren. Verbleibende, schwer zu vermeidende Emissionen werden in Form einer Allianz mit der Forestry Commission of Ghana, die für die nachhaltige Bewirtschaftung der ghanaischen Wälder und Wildtiere zuständig ist, gemildert. Insgesamt soll sich das Projekt positiv auf das Leben von mehr als einer Million Menschen auswirken, indem es in enger Zusammenarbeit mit den Gemeinden alternative wirtschaftliche Lebensgrundlagen schafft, Verwaltungsstrukturen für die Erhaltung und Wiederherstellung der Wälder einführt und nachhaltige, langfristige Arbeitsplätze in der Region schafft. Ghanas Minister für Land und natürliche Ressourcen, Hon. Samuel A. Jinapor, lobte die Partnerschaft während der Unterzeichnungszereemonie in Accra mit den Worten: „Zweifellos stellt die ERPA, die wir mit Tullow unterzeichnet haben, eine wichtige Transaktion auf dem freiwilligen Kohlenstoffmarkt dar, die sehr einzigartig ist, da sie ein direktes Engagement der Regierung und des Privatsektors fördert, um die Umsetzung von Zielen und die Klimafinanzierung zu beschleunigen.“ Die positiven Meldungen konnten der Aktie aber noch nicht helfen, es bleibt ein Ergebnis von +0,57% YTD. **Volkswagen Vz.** 2027, also erst

in drei Jahren, will VW ein Einstiegsangebot für Elektroautointeressenten machen. 20 000 Euro, das ist die Preisgrenze, die der größte deutsche Autokonzern als realistisch ansieht. Aber nur mit einem harten Sparkurs und der Ansage, dass solch ein Wagen aufgrund der hohen Standortkosten nicht in einer deutschen Fabrik gebaut werden kann. Ist bis dahin VW nicht längst abgehängt, sei es von Tesla, den Franzosen oder natürlich von den Chinesen. Doch es ist längst nicht ausgemacht, dass es wirklich so kommt. VW ist gut beraten, lieber ein richtig gutes Auto zu einem späteren Zeitpunkt auf den Markt zu bringen als einen Kompromiss, der weder profitabel ist noch Abnehmer findet. Das Grundproblem der E-Mobilität bleibt der enorme Preisunterschied zum Verbrenner. Das lässt sich sehr gut beim Stellantis-Konzern beobachten. Mit dem elektrischen Citroën C3 haben die Franzosen für 23 300 Euro ein Modell im Angebot, dem Autoexperten gerade reihenweise das Prädikat „viel E-Auto für wenig Geld“ geben. Doch die exakt gleich ausgestattete Variante als Verbrenner kostet rund 8000 Euro weniger. Die Volkswagen Vorzugsaktien zeigen sich mit einem Total Return von +11,0% seit Anfang des Jahres etwas über Indexniveau (DAX40-Index +9,66% YTD).

Kurzbeschreibung der Portfolio-Mitglieder

Alibaba Group Holding Limited ist ein Unternehmen mit Sitz in Hangzhou, China. Es wurde von dem ehemaligen Englischlehrer Jack Ma im Jahr 1999 gegründet und betreibt u. a. die gleichnamige B2B-Plattform Alibaba.com sowie das Online-Auktionshaus Taobao und ist nach eigenen Angaben die größte IT-Firmengruppe Chinas.

Bausch Health Companies Inc. ist ein kanadisches Unternehmen für Spezialpharmazeutika und medizinische Geräte. Das Unternehmen entwickelt, produziert und vermarktet vor allem in den therapeutischen Bereichen Augenheilkunde, Gastroenterologie und Der-



matologie 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.

Eni SpA (Eni) ist ein in Italien ansässiges Unternehmen, das in der Exploration, Erschließung und Förderung von Kohlenwasserstoffen, der Lieferung und Vermarktung von Gas, Flüssigerdgas (LNG) und Strom, der Raffination und Vermarktung von Erdölprodukten sowie im Rohstoffhandel tätig ist. Zu den Segmenten des Unternehmens gehören Exploration & Produktion, Gas & Strom sowie Raffination & Marketing in über 40 Ländern.

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

PUMA SE ist ein deutscher Hersteller von Sportartikeln mit Sitz in Herzogenaurach. Puma war mit 8,47 Milliarden Euro Jahresum-

satz und 16.669 Beschäftigten im Jahr 2022 nach Nike und Adidas der drittgrößte Sportartikelanbieter weltweit. Man bietet in sechs Geschäftsbereichen sowohl Performance- als auch Sportstyle-Produkte an: Teamsport, Laufen und Training, Basketball, Golf, Motorsport, Sportstyle, Zubehör und Lizenzen.

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.

STMicroelectronics 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. Das Produktspektrum umfasst diskrete Halbleiterbauelemente und integrierte Schaltkreise (ICs, Standardprodukte, kun-

denspezifische Schaltungen und ASICs sowie ASSPs) für allgemeine Elektronik-Anwendungen. Anwendungsschwerpunkte sind dabei die Automobilindustrie und das Internet der Dinge.

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.

ICM InvestmentBank AG UNABHÄNGIGE VERMÖGENSWERVALTER		15er Aktienportfolio				Auslastung: 80%		03.06.24		Grafik 21		
No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2024 YTD	P/L total	ESG Grade
1	BABA.DF	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	USD	ADC	26.01.21	264,00	78,37	1,11%	-70,31%	C+
2	BHC.DF	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	ADC	18.05.22	10,97	6,57	-18,13%	-40,11%	B-
3	BA	BOEING CO/d	Industrials	US0970231058	USD	NYQ	17.05.24	183,25	177,61	-31,86%	-3,08%	A-
4	BMY	BRISTOL MYERS /d	Healthcare	US1101221083	USD	NYQ	28.03.24	53,60	41,09	-19,92%	-23,34%	A-
5	ENI.MI	ENI/d	Energy	IT0003132476	EUR	MIL	28.03.24	14,60	14,50	-5,55%	-0,69%	A
6	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	40,60	14,85%	-56,90%	B
7	PRX.AS	PROSUS/d	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	33,94	33,38	23,70%	-1,66%	B
8	PUMG.DE	PUMA	Consumer Cyclical	DE0006969603	EUR	GER	05.01.24	47,00	47,55	-5,88%	1,17%	A
9	STMML.MI	STMICROELEC.N./d	Technology	NL0000226223	EUR	MIL	24.01.24	42,17	37,79	-16,41%	-10,38%	A
10	TME.DF	TENCENT MUSIC/d	Technology	US88034P1093	USD	ADC	06.04.21	20,07	14,46	60,52%	-27,98%	D+
11	TLW.L	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	GBP	LSE	27.09.19	83,59	39,14	0,57%	-53,17%	B
12	VOWG_p.DE	VOLKSWAGEN VZ	Consumer Cyclical	DE0007664039	EUR	GER	13.03.24	112,49	115,00	2,86%	2,23%	A-
13												
14												
15												

	Aktiendepot in €	MSCI in €
Performance in 2017	24,84%	5,50%
Performance in 2018	-9,56%	-5,92%
Performance in 2019	16,53%	27,49%
Performance in 2020	-3,15%	11,86%
Performance in 2021	10,88%	30,73%
Performance in 2022	9,03%	-15,12%
Performance in 2023	20,61%	18,25%
Performance in 2024 (YTD)	7,91%	9,90%



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 Durchschnitt von unten nach oben, gibt es ein Kaufsignal – umgekehrt ein Verkaufssignal.

- 5) Williams %R:** Der Williams %R gehört zu den Oszillatoren, mittels denen man ermitteln kann, ob Märkte überverkauft oder überkauft sind. Das Ergebnis schwankt von 0 bis -100 Punkte. Bei Werten von 0 bis -20 entsteht ein Verkaufssignal, bei -80 bis -100 ein Kaufsignal.

technische Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

Grafik 22

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

Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S&P500 Index zeigt weiter stabilen Aufwärtstrend mit neuen Höchstständen. Der Supportbereich liegt jetzt bei ca. 5.000 Punkten, noch deutlich über der 200 Tage Line bei 4.773 Punkten. Der ADX Indikator ist uneinheitlich und signalisiert eher eine Verlangsamung der Aufwärtsbewegung. Der Geldstromindex zeigt aber seit Anfang Mai wieder deutliche Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index hat sich aus dem überkauften Bereich wieder deutlich nach unten bewegt und zeigt sich schon leicht positiv. Der MACD hat aber auf hohem Niveau nach unten gedreht und ist negativ. Der Williams %R Oszillator ist neutral.

Ergebnis: neutral/positiv



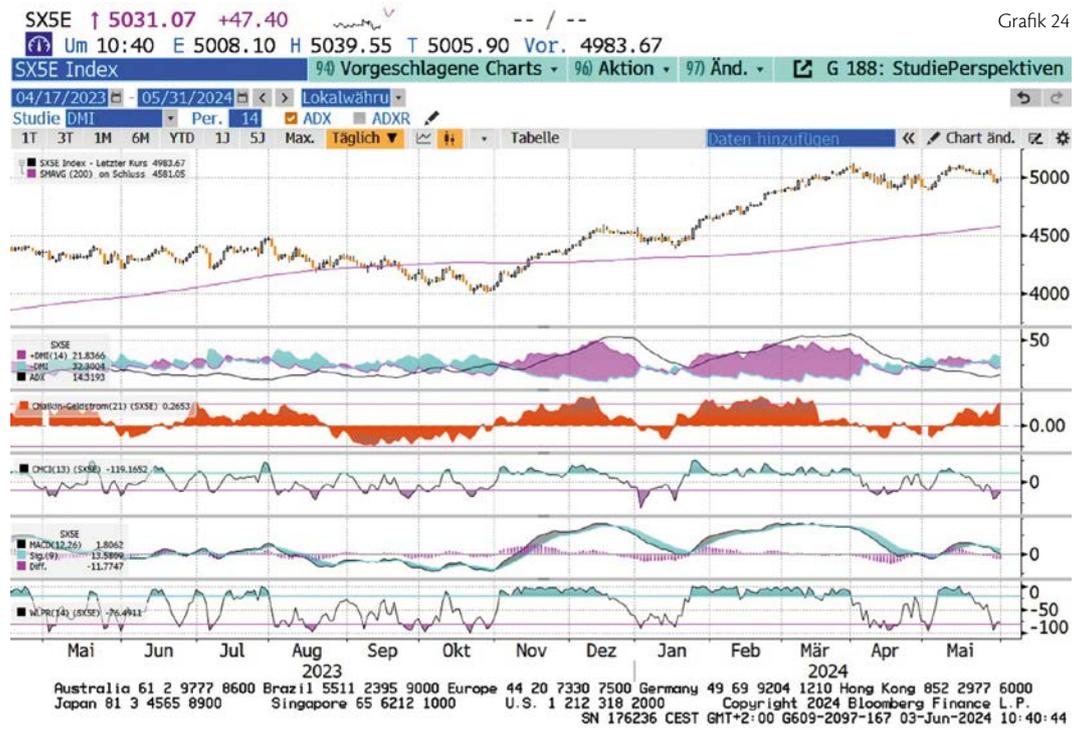
Grafik 23



EuroStoxx 50 - Kursindex

Der EuroStoxx50-Index konnte die Höchststände von Anfang April nicht durchbrechen und zeigt einen Seitwärtstrend um die 5.000 Punkte Marke. Der erste Supportbereich liegt bei ca. 4.900 Punkte, aber die 200 Tage Linie ist mit 4.581 Punkten noch weit entfernt. Der ADX Indikator zeigt nachlassende Aufwärtsdynamik. Der Geldstromindex zeigt nach Mittelabflüssen im April wieder neues Kaufinteresse. Der Commodity-Channel-Index bewegt sich aus der überverkauften Zone und gibt ein Kaufsignal. Der MACD ist absolut neutral. Der William %R Oszillator ist überverkauft und gibt ein positives Signal.

Ergebnis: positiv

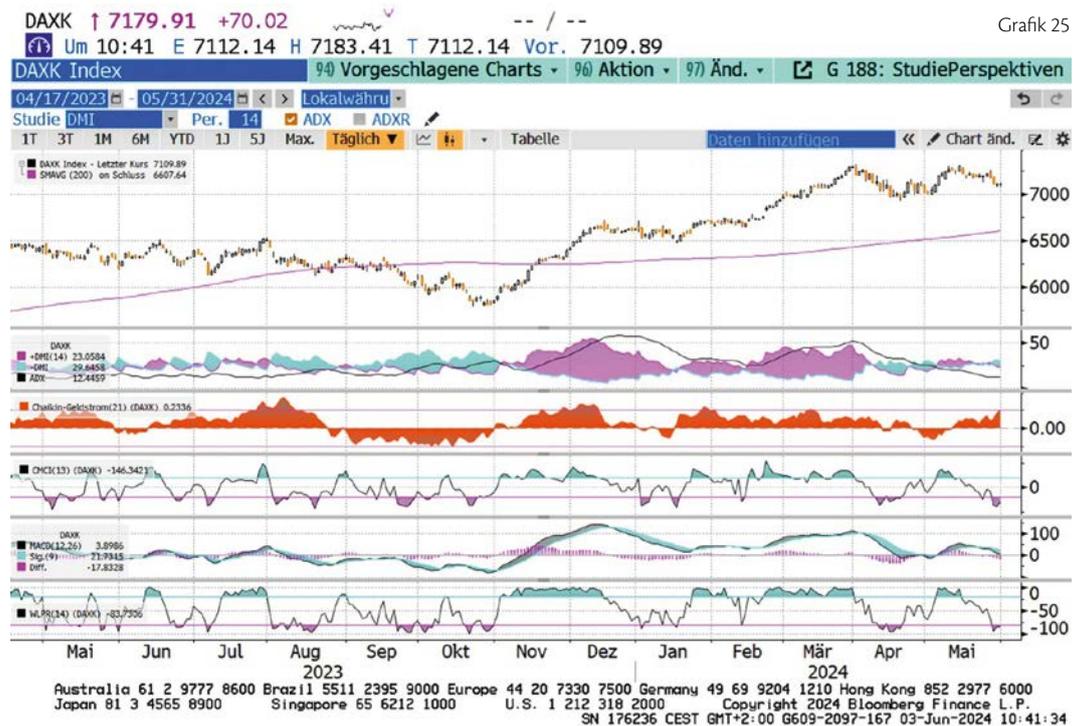


Grafik 24

DAX40 – Kursindex

Der DAX40-Kursindex hat ein Doppeltop bei ca. 7.320 Punkten ausgebildet. Die erste Unterstützungslinie ist im Bereich von 7.000 Punkten und die 200 Tage Linie bei 6.607 Punkten ist weit entfernt. Der ADX Indikator ist seit Mitte April neutral. Der Geldstromindex zeigt seit Anfang Mai wieder steigende Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator zeigen beide Kaufsignale aus dem überverkauften Bereich. Der MACD Indikator ist deutlich neutral.

Ergebnis: positiv



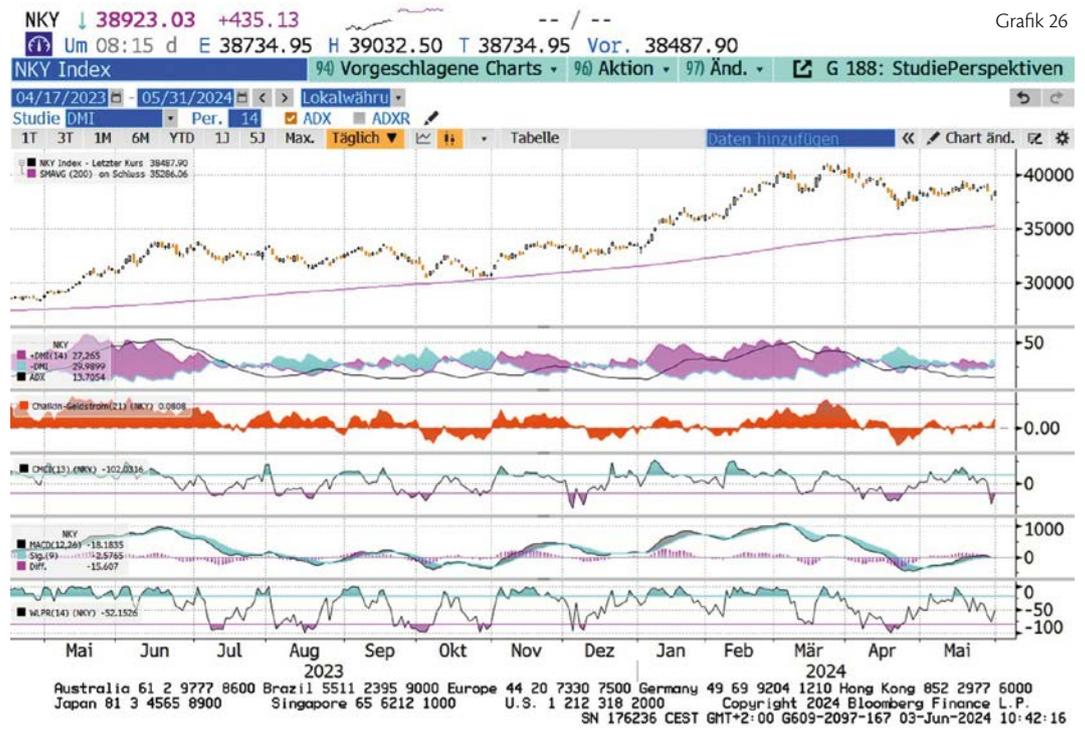
Grafik 25



Nikkei 225 - Kursindex

Der japanische Markt konnte Ende März die 40.000 Marke knacken, sieht aber seitdem eine leichte Seitwärtskorrektur. Die 200 Tage Linie bei ca. 35.290 Punkten ist die nächste große Unterstützung. Der ADX-Indikator ist uneinheitlich und leicht negativ. Der Money-Flow-Index zeigt seit Anfang Mai neutral. Der MACD bewegt sich leicht nach oben, ist aber auch neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide leicht aus der überverkauften Zone in den neutralen Bereich zurückgekommen.

Ergebnis: neutral



Grafik 26

Hang Seng – Kursindex

Der starke Rebound des chinesischen Marktes zwischen Mitte April und Mitte Mai brach die 200Tage-Linie bei 17.220 Punkten und machte kurz vor 20.000 Marke halt, mit der folgenden Korrektur Richtung 18.000. Der ADX Indikator zeigt sich nach der deutlichen Aufwärtsbewegung neutral. Der Money-Flow-Index zeigt seit Ende April deutliche Nettoverkäufe, die aber jetzt nachlassen. Der MACD hat oben gedreht und ist negativ. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator geben beide wieder Kaufsignale aus dem überverkauften Bereich.

Ergebnis: neutral/positiv



Grafik 27



Der Mittlere Osten nach dem Tod des iranischen Präsidenten Ebrahim Raisi

Zu den geopolitischen Schlüsselthemen gehört seit eh und je der Einfluss des Iran auf die Region. Nun destabilisiert der Tod des iranischen Präsidenten das Land. Ein Hubschrauberabsturz bei schlechtem Wetter ist eine vernünftige Erklärung für einen Unfall. Aber der Zeitpunkt ist verdächtig, und viele Menschen werden nie glauben, dass Raisis Tod nur ein Unfall war. Manche würden sagen, dass der Nachfolgeprozess nun einfacher geworden ist, da Ajatollah Ali Chameneis Sohn Mojtaba nun der Favorit für die Nachfolge ist,

wenn der 85-jährige Diktator irgendwann stirbt. Doch nicht jeder im Regime wird den Übergang zur Erbmonarchie gutheißen.

Der Iran destabilisiert auch den Nahen Osten: Die Grundlage für den Optimismus der Investoren in der Region ist der Glaube an die iranische Zurückhaltung, die angeblich einen Kampf um den Irak und die dortige Ölförderung verhindern soll. Die israelische Regierung ist ihrerseits verwundbar und auf langfristige Sicherheit bedacht, was bedeutet, dass sie versuchen wird, die militanten Stellvertreter des Iran zurückzudrängen, während die Islamische Revolutionsgarde versuchen wird, ihren regionalen Einfluss zu stärken. Außerdem muss sich der Iran auf eine mögliche „Maximaldruck“-Kampagne Trumps vorbereiten, sollte dieser die US-Präsidentenwahlen im November gewinnen.

Russland und China bauen weiterhin eine De-facto-Allianz auf: Russland und China versprechen offen, gegen die „hegemonialen“ Vereinigten Staaten zusammenzuarbeiten. Anders als in den Tagen der chinesisch-sowjetischen Spaltung ergänzen sich ihre nationalen Sicherheitsstrategien und Volkswirtschaften heute.

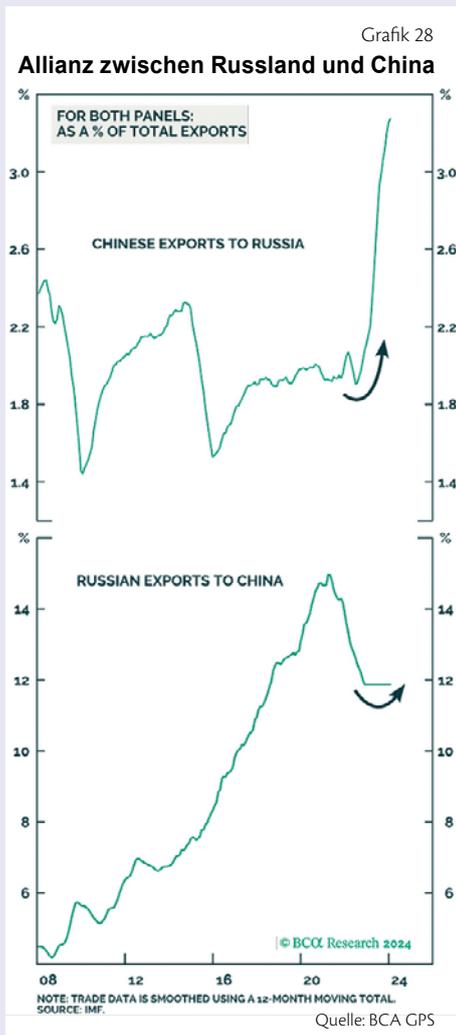
China bietet wirtschaftliche und quasi-militärische Unterstützung für Russlands Krieg in der Ukraine. Die militärische Unterstützung erfolgt in Form von Gütern mit doppeltem Verwendungszweck, der Umleitung von Drittstaaten und anderen Mitteln, wie aus dem steigenden Handel mit Nordkorea und Kasachstan mit Russland hervorgeht. Chinas Friedensvorschlag untermauert die Forderungen Russlands und ermöglicht es

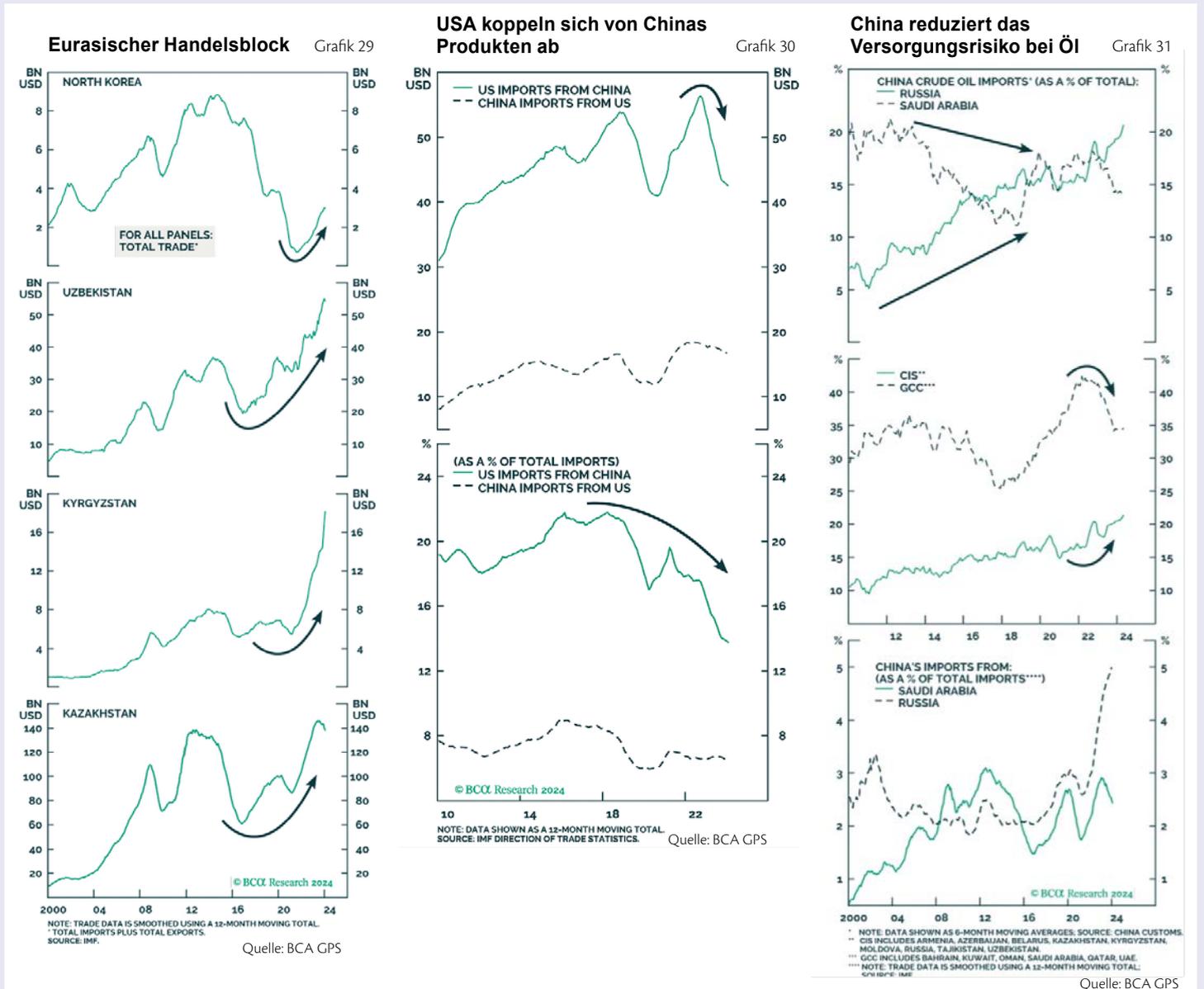
Russland, ihn anzunehmen und den Westen unter Druck zu setzen, damit er sich darauf einlässt. Die Entspannung zwischen den USA und China hat eigentlich nie stattgefunden. Das war eher ein Produkt der Medien.

China versucht nun, seinen Weg aus dem wirtschaftlichen Abschwung, der sich im April verschärft hat, über den Export zu finden.

Die Regierung Biden hat am 15. Mai die Zölle auf chinesische Produkte aber erhöht, um gegenüber Trump im Wahlkampf hart aufzutreten. Der Einfluss ist zugegebenermaßen vorerst begrenzt, aber das Signal ist negativ für die Zukunft.

Mit einer starken Wirtschaft und schwachen Zustimmungswerten wird Biden bildlich von einer Taube zu einem Falken gegenüber China. Bei den Zöllen handelt es sich um einseitige Dekrete der Exekutive. Die rechtlichen Befugnisse sind ungenau, genau wie bei Trump in den Jahren 2018-19. Bidens Übernahme von Trumps Politik dürfte damit allerdings abgeschlossen sein. China wird Vergeltungsmaßnahmen ergreifen, die über eine Anti-Dumping-Untersuchung für Polyformaldehyd-Copolymere hinausgehen, weil es die US-Bevölkerung spalten muss. Denn wenn die Stimmung in den US-Unternehmen leidet, werden Bidens Chancen auf einen Wahlsieg sinken. Eine Wahlniederlage würde künftige Präsidenten von einer Eskalation der Handelskriege abhalten. Wenn China aber nichts unternimmt, werden Biden oder Trump den Handels- und Technologiekrieg verschärfen.





Bidens Zölle umfassten gerade auch Elektrofahrzeuge und Solarzellen, obwohl der Klimawandel der einzige Bereich sein sollte, in dem Biden und Xi zusammenarbeiten könnten. Klimapolitik funktioniert nur, wenn sie dem Wettbewerb der Großmächte untergeordnet wird.

Auch an anderer Stelle destabilisiert sich der Mittlere Osten weiter: Israel setzt die Rafah-Offensive fort. Die Biden-Administration hat Israel von direkten Feindseligkeiten mit dem Iran abgehalten, es aber versäumt, es in anderen Bereichen einzuschränken. Trotz der Warnungen vor einem Stopp der

Waffenverkäufe bietet Washington neue Waffen im Wert von 1 Milliarde Dollar an.⁵

Da es keinen Waffenstillstand gibt, ist die Wahrscheinlichkeit groß, dass es zu neuen iranischen oder israelischen Aktionen kommt, die die Spannungen weiter verschärfen. Die Beziehungen zwischen Saudi-Arabien und dem Iran sind ins Stocken geraten. Saudi-Arabien bleibt strategisch auf die Vereinigten Staaten ausgerichtet. Die Saudis werden zwar weiterhin mit China Handel treiben, aber die USA bieten ihnen Sicherheit, während China sich für den Ölimport in Richtung Russland bewegt, um

möglichen Blockaden für Importe aus dem Mittleren Osten durch die US-Marine zu entgehen.

Indien verhält sich neutral, kauft russische Energie und verhandelt mit dem Iran über Handelsabkommen. Die USA werden Indien schlimmstenfalls eine Ohrfeige verpassen - sie können es sich nicht leisten, es in die Arme von Russland und China zu treiben. Indiens Neutralität ist gegenüber dem Westen wohlwollend. Neu-Delhi sucht ange-

⁵ Seung Min Kim et al, "Biden administration is moving ahead on new \$1 billion arms sale to Israel, congressional aides say," Associated Press, May 15, 2024, apnews.com.



sichts des chinesischen Flottenwachstums und des russisch-chinesischen Bündnisses nach westlicher strategischer und wirtschaftlicher Unterstützung. Der Handel mit China hat zwar zweimal einen Höchststand erreicht, wächst aber nicht weiter. Der Handel mit dem Westen hingegen könnte weiter anziehen.

Die ostasiatischen Staaten werden ebenfalls mit China Handel treiben, aber die Sicherheits- und Verteidigungsbeziehungen zu den USA wiederaufbauen. Etwaige demokratische Rückschritte in Ländern wie Indonesien werden wie im Kalten Krieg ignoriert werden.

Aus der Reihe der genannten Punkte lassen sich folgende Schlussfolgerungen für die Anleger ziehen:

1. Der geopolitische Wettbewerb wird die Stimmung im Welthandel und bei den Investitionen beeinträchtigen und zu einer Divergenz der Lieferketten führen. Dieser Prozess wird nicht reibungslos verlaufen, sondern zu Unterbrechungen führen. Der

Gedanke an eine allmähliche Verringerung des Risikos wird möglicherweise nicht einmal den Wahltag am 5. November überstehen. China und Russland haben gerade eine gemeinsame Erklärung abgegeben, in der sie sich der „direkten Bedrohung“ ihrer Sicherheit durch die USA widersetzen.⁶ Auf die globalen Aktienmärkte dürfte sich die Gemengelage kaum positiv auswirken und auch Schwellenländeraktien werden in den nächsten 12 Monaten günstig bleiben.

2. Die Instabilität im Nahen Osten wird schließlich das weltweite Ölangebot einschränken. Der Ölpreis wird volatil sein, aber große Ausschläge sind wahrscheinlicher als große Einbrüche. Die Energiewende erleidet politische Rückschläge, wird aber durch anhaltende geopolitische Bedrohungen neu belebt werden. Sowohl China als auch Europa werden steuerpolitische und technologische Maßnahmen ergreifen, um die Energieunsicherheit zu verringern. In den USA könnten sich das durch die neue Legislaturperiode 2024-28 verzögern, aber letztlich

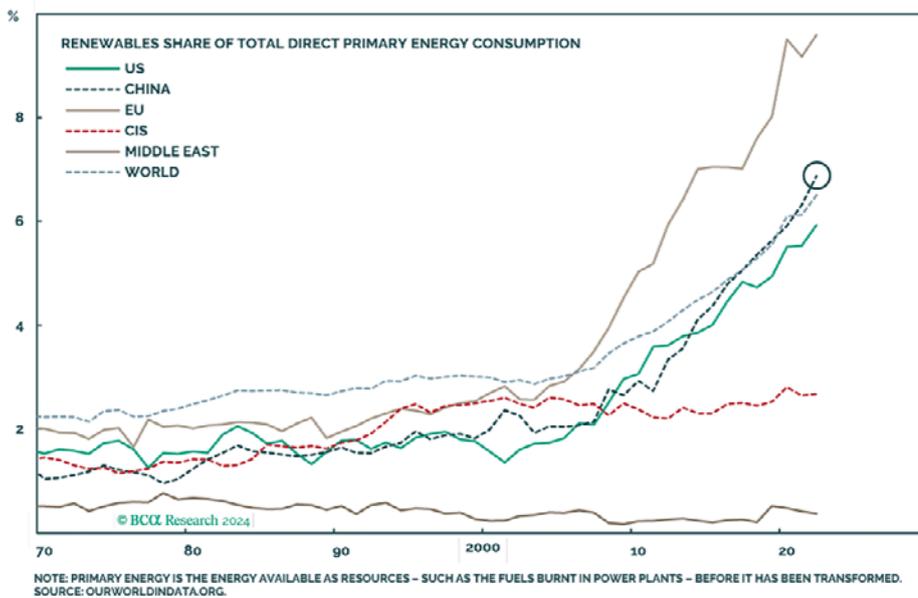
kann sich das Land nicht leisten, wichtige neue Energie- und Technologiefortschritte zu verpassen.

Denkt man an Aktien, so sollten nord- und südamerikanische Ölproduzenten gegenüber den Produzenten aus dem Mittleren Osten bevorzugt werden. Erneuerbare Energien mit ihren ausgebombten Aktientiteln sind auf jeden Fall langfristig interessant – darunter vielleicht mehr die europäischen Protagonisten als ihre US-Konkurrenten, denen ein möglicher Regierungswechsel eher schaden dürfte.

3. Chancen werden sich auch in anderen Regionen ergeben. Zu den Nutznießern gehören andere Herstellerländer als China und andere Rohstofflieferanten als Russland und der Mittlere Osten. Indien und Südostasien werden einen größeren Marktanteil am Welthandel gewinnen. Der amerikanische Kontinent und Australien werden den vom russisch-chinesischen Block bedrohten Staaten Rohstoffsicherheit bieten.

Trend zu den erneuerbaren Energien setzt sich fort

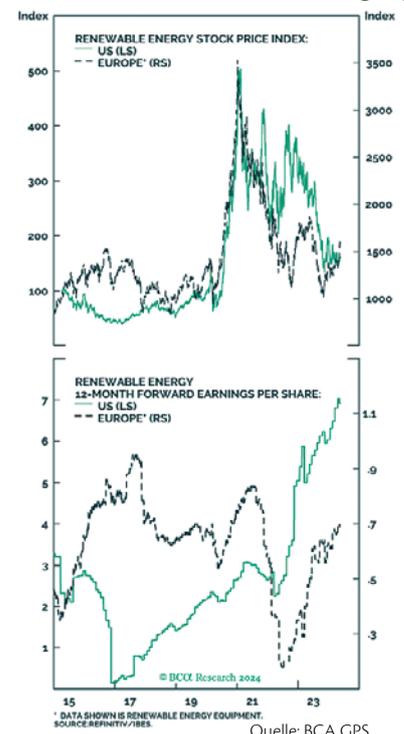
Grafik 32



Quelle: BCA GPS

US-Titel unter den erneuerbaren stehen vor Risiko des Wahlausgangs

Grafik 33



Quelle: BCA GPS

⁶ "Factbox-What is Putin and Xi's 'new era' strategic partnership?" Reuters, 16.05.2024, au.news.yahoo.com; Charlotte Yang, "Michael Burry Boosts Bets on China Big Tech as Stocks Rebound," Bloomberg, 15.05.2024, www.bloomberg.com.



Bachelier UI seit 01.04.2024 mit neuer Strategie: „ESG gem. Artikel 6 Taxonomie-Verordnung“

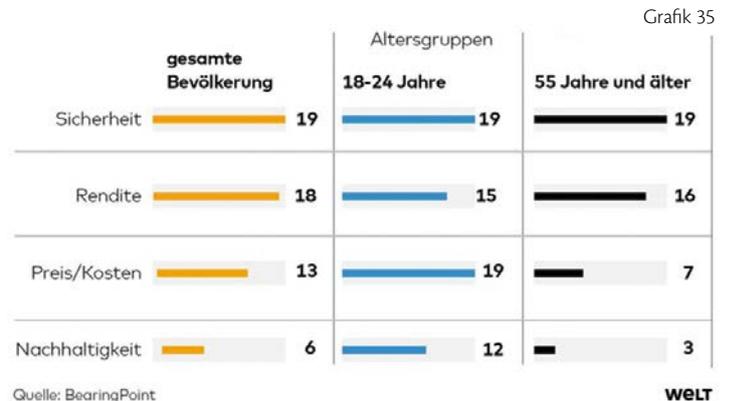
Die Europäische Union fördert diese Form der nachhaltigen Geldanlage mit immer neuen Vorgaben und die Fondsgesellschaften machen eifrig mit. Nur die Anleger sehen das anscheinend differenzierter. Investments mit ESG-Anlagepriorität (i.e. Umwelt, Soziales, Unternehmensführung) enttäuschten die hohen Erwartungen. So stürzte beispielsweise der S&P Global clean Energy Index seit Anfang 2022 um rund 30% ab während der S&P World Energy Index, der auch fossile Energien umfasst, um 50 % zulegen.

Einer Analyse der Fondsratingagentur Morningstar zufolge mussten gerade Fonds mit strengeren ESG Auflagen (Artikel 8 deutlich höher, und Artikel 9 mit den strengsten Vorgaben) in 2023 sinkende Kapitalzugänge, teils sogar Abflüsse hinnehmen. Eine Umfrage des Beratungsunternehmens BearingPoint ergab, dass für lediglich 6% der Befragten die ökologische Nachhaltigkeit das wichtigste Kriterium der Investitionsentscheidung darstellt. Rendite, Sicherheit und Kosten sind nach wie vor von zentraler Bedeutung.

Uneinheitliche Bewertungen der Ratingagenturen, an denen sich die meisten Fonds bei der Auswahl Ihrer Investments orientieren schaffen zusätzliche Verunsicherung.

Bis eine einheitliche, verbindliche Regelung durch die Gesetzgeber erfolgt, sind wir in einer Übergangsphase, in der nachhaltig orientierte Unternehmen Kostennachteile haben können. Es gilt für Anleger Investitionsentscheidungen zu treffen, um ein Gleichgewicht zwischen erwarteter Rendite und ESG-Ausrichtung zu finden, das allen Interessengruppen langfristig Vorteile bringt.

Das Streben nach Nachhaltigkeit ist per se langfristig der einzig richtige Weg, da die Ressourcen unseres Planeten endlich sind. Diese nötige Transformation der Wirtschaft kann jedoch nur ökonomisch verträglich umgesetzt werden und muss letztendlich auch bezahlbar sein. In einer guten Wirtschaftslage besteht eine größere Bereitschaft für Nachhaltigkeit mehr zu bezahlen als in einer konjunkturell schwierigen Phase. Das angestrebte Ziel ist daher sowohl Nachhaltigkeitsaspekte bei der Investitionsentscheidung zu berücksichtigen und gleichzeitig auch die Renditeerwartungen der Anleger zu erfüllen. Daher erfolgte zu 2. Quartal 2024 eine Neuausrichtung der Strategie des Bachelier UI, die den vorgenannten Themen Rechnung trägt.



Der ICM Fonds „Bachelier UI“ soll, mit einem auf Art. 6 der EU Offenlegungsverordnung ausgerichteten ESG-Auswahlprozess, ein Portfolio von Aktien großer börsennotierter Unternehmen kuratieren und wettbewerbsfähige Renditen erzielen. Die Auswahl umfasst Aktien und Derivate (Optionen/Futures) von Unternehmen der führenden Industrienationen mit einem langfristig bewährten und funktionierenden Geschäftsmodell, wobei ein Mindestscore von 50 Punkten nach LSE Refinitiv EIKON als ESG-Investitionskriterium angestrebt wird. Die aktive Finanz- und Nachhaltigkeitsanalyse ermöglicht es, die langfristigen, positiven Fortbestehensprognosen der Unternehmen in der Risikosteuerung mit den ESG-Faktoren abzugleichen. Die Diversifikation findet nach qualitativer und quantitativer Risikosteuerung unter Einbindung monatlicher Analyseergebnisse des kanadischen Research Partners, BCA statt.



Anleihen: nach hin und her wieder Kursgewinne möglich.

Anleihen entwickelten sich zuletzt uneinheitlich, wobei die USA nach etwas schwächeren Konjunktur- und Inflationsdaten eine Outperformance erzielten. Da auch die Einzelhandelsumsätze schwächer ausfielen, rechnen die Volkswirte nun mit einem gegenüber dem 1. Quartal 2024 geringeren BIP-Wachstum von 1,2% und gehen weiterhin von einer Zinssenkung durch die Fed im Juli aus. Dazu wäre eine weitere Abkühlung auf den Arbeitsmärkten nötig. Da sich die Renditen zehnjähriger Treasuries in der Mitte ihrer jüngsten Spanne bewegen und die Märkte wahrscheinlich weitere Daten benötigen, um die Erwartungen von Zinssenkungen der Fed zu bestätigen, sollte man das Pulver vorerst trocken halten, bis ein moderates Wachstum und eine moderate Inflation der Fed eine Lockerung im weiteren Jahresverlauf ermöglichen werden.

Im Euroraum deuten die jüngsten Kommentare der EZB weiterhin auf eine Zinssenkung im Juni hin, gefolgt von einer weiteren von Wirtschaftsdaten abhängig gemachten im weiteren Jahresverlauf. Im Vereinigten Königreich könnte ein schwächerer Verbraucherpreisindex angesichts der begrenzten Sichtbarkeit eines neutralen Zinssatzes eine gewisse Lockerung bereits in 2024 statt für 2025 bedeuten.

JP Morgan Zins-/Renditeschätzungen quartalsweise bis 3/2025

Grafik 36

Rates	Current	Jun-24	Sep-24	Dec-24	Mar-25
US (SOFR)	5.31	5.30	4.85	4.60	4.35
10-year yields	4.45	4.15	4.05	4.00	3.90
Euro area (depo)	4.00	3.75	3.50	3.25	3.00
10-year yields	2.53	2.20	2.05	1.90	1.80
Italy-Germany 10Y (bp)	129	150	160	170	170
Spain-Germany 10Y (bp)	76	80	75	80	80
United Kingdom (repo)	5.25	5.25	5.00	4.75	4.50
10-year yields	4.16	4.10	3.85	3.80	3.70
Japan (call rate)	-0.10	0.10	0.25	0.50	0.50
10-year yields	0.98	0.85	1.05	1.30	1.30
EM Local (GBI-EM yield)	6.48		6.10		5.76

JP Morgan Unternehmensanleihen – Risikoprämien in 100stel Prozent aktuell und Jahresende

Credit		Current	Dec-24
US High Grade (bp over UST)	JPM JULI	101	95
Euro High Grade (bp over Bunds)	iBoxx HG	123	125
US High Yield (bp vs. UST)	JPM HY	324	425
Euro High Yield (bp over Bunds)	iBoxx HY	342	400
EM Sovereigns (bp vs. UST)	JPM EMBIGD	363	450
EM Corporates (bp vs. UST)	JPM CEMBI	225	270

Source: J.P. Morgan flagship weekly/monthly strategy publications. Quelle: JP Morgan, The JP Morgan View

In Zahlen hieße das laut der Investmentbank JP Morgan, dass die Rendite der US-Fed Funds bis März 2025 um ein Prozent und die der 10-jährigen Staatsanleihen um ein halbes Prozent nachgeben werden. Auf nahezu die gleiche Prognose kommt die Bank für die Euroregion. Im Vereinigten Kö-

nigreich fällt der Rückgang auf der kurzen und der langen Seite rund ein Viertel geringer aus. Und zuletzt Japan geht den entgegengesetzten Weg mit Ziel von 0,5 Prozent am Geldmarkt und 1,3 % Rendite bei den 10-jährigen Staatsanleihen.



Commodities

Die Ölpreise haben sich in letzter Zeit anders entwickelt als andere Industrierohstoffe. Während Kupfer, Aluminium, Nickel, Zinn und Zink seit Anfang April stark angestiegen sind, ist der Ölpreis in diesem Zeitraum eingebrochen.

Eine Abschwächung des Wachstums der weltweiten Ölnachfrage im bisherigen Jahresverlauf trägt zu der relativen Schwäche der Ölpreise bei. Nach Angaben der EIA hat sich das jährliche Wachstum des weltweiten Ölverbrauchs von 2,18 Mio. b/d Ende 2023 (2 % des Verbrauchs) auf 0,94 Mio. b/d im April verlangsamt (1 % des Verbrauchs). Eine Schlüsselfrage für die Ölmärkte ist, ob der zyklische Nachfragehintergrund anhält und zu günstigen Fundamentaldaten für die Ölpreise beiträgt. Dies und die bevorstehende Entscheidung der OPEC+ über das Angebot werden die Ölpreisdynamik für den Rest des Jahres bestimmen.

Die IEA, die EIA und die OPEC gehen alle davon aus, dass sich das Wachstum der Ölnachfrage in diesem Jahr verlangsamen wird, nachdem es in den letzten drei Jahren nach der Pandemie stark angestiegen war. Allerdings sind die Prognosen der OPEC relativ optimistischer. Mit 2,25 Mio. b/d liegt die OPEC-Prognose für das Ölnachfragewachstum 2024 mehr als doppelt so hoch wie die Schätzungen der IEA und der EIA. Keine der drei Prognosen geht jedoch von einem im historischen Vergleich schwachen Verbrauchswachstum aus. In diesem Sinne würden die Rohölpreise gestützt, wenn diese Ölverbrauchsprognosen eintreten.

Die erwartete Verlangsamung spiegelt lediglich eine Normalisierung nach dem außergewöhnlich starken Wiederanstieg der Ölnachfrage nach dem COVID wider.

Die Schätzungen der IEA und der EIA für das Verbrauchswachstum liegen innerhalb der Spanne, die in den letzten vier Jahrzehnten vorherrschte, während die OPEC-Prognose eher am oberen Ende dieser Spanne liegt. Rückgänge beim Ölverbrauch gab es nur in Zeiten globaler Rezessionen.

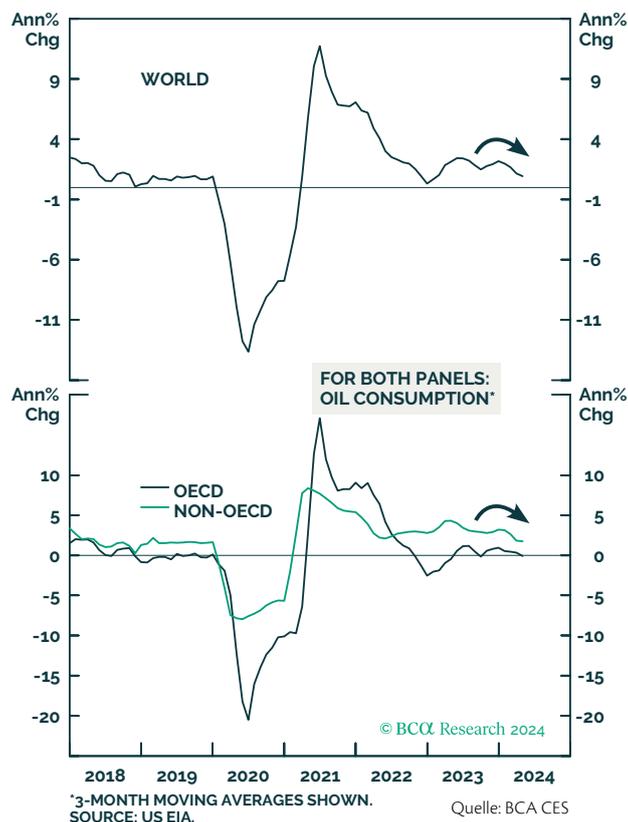
Letztlich gehen alle drei Prognosen von einer stabilen Weltwirtschaftslage aus. So basiert die EIA-Prognose für das Nachfragewachstum - die schwächste der drei Prognosen - auf der Annahme, dass das reale BIP-Wachstum weltweit im Jahr 2024 bei 2,9 % und im Jahr 2025 bei 3,2 % liegen wird, was allerdings unter dem durchschnittlichen Wachstum von 3,7 % im Jahrzehnt vor der Pandemie liegt.

Das globale Wirtschaftswachstum ist letztlich die treibende Kraft des Ölverbrauchs über einen zyklischen Horizont. Es überrascht nicht, dass es eine starke positive Beziehung zwischen dem Wachstum der Weltwirtschaft und dem Ölverbrauch gibt, wobei letzterer in den Jahren, in denen das Weltwirtschaftswachstum um oder unter 2 % lag, zurückging.

Eine Verschlechterung der globalen Wirtschaftsbedingungen würde eine Abwärtskorrektur der Prognosen für die globale Ölnachfrage in den kommenden sechs Monaten erfordern. Die Vergangenheit hat gezeigt, dass die weltweite Ölnachfrage im Falle einer Rezession wahrscheinlich zurückgehen wird.

Ölnachfrage ist rückläufig

Grafik 37





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:
07.06.2024

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.