

PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 7-8/2024





Liebe Leser,

„dabei sein ist alles“ mag zwar als olympischer Gedanke seinen berechtigten Platz haben – an den Börsen jedenfalls war das in den letzten Tagen und Wochen ein eher teures Unterfangen. FOMO, ausgeschrieben „fear of missing out“, galt im ersten Halbjahr häufig als Grund für Aktienkäufe, gerade im IT-Sektor. Nun kommen verstärkt Sorgen vor einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums in den USA und anderswo auf. Sie haben zum Monatsbeginn August für teils massive Abgaben gesorgt. Am deutlichsten fielen die Verluste in Tokio aus, wo

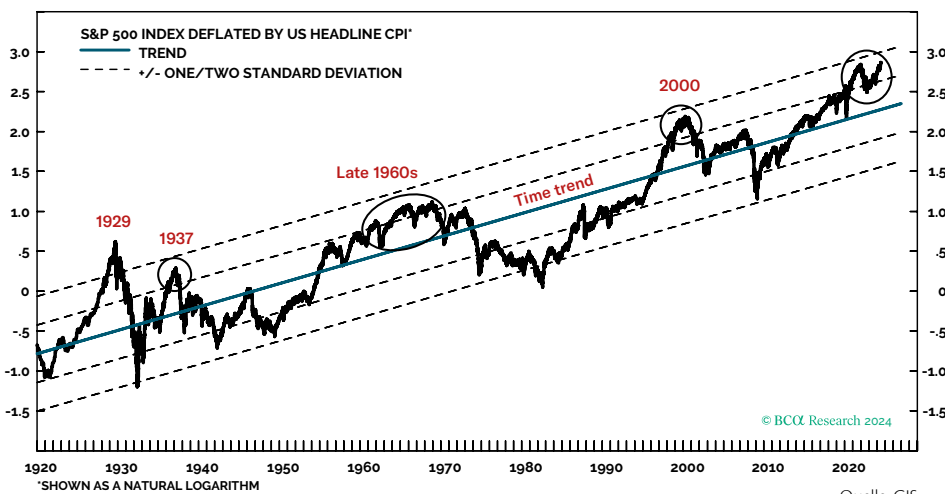
der Nikkei-225 am Freitag, den 02.08., um 5,8 Prozent und dann am darauffolgenden Montag weitere unglaubliche 12,2 % absackte. Hier belastete speziell der weiter steigende Yen, der als „sicherer Hafen“ galt und mit dem offensichtlich zukünftig restriktiveren geldpolitischen Kurs der Bank of Japan (BoJ) kam ein zusätzlicher Negativfaktor hinzu. Der Dollar fiel auf 142 Yen von rund 149,90 Yen. Anfang Juli hatte der Greenback noch bei 161 Yen gelegen.

Schwache US-Einkaufsmanagerindizes und Arbeitsmarktdaten verstärkten die Besorg-

nis über eine Verlangsamung der US-Konjunktur und darüber, dass eine Zinssenkung der Federal Reserve im September für eine sanfte Landung der Wirtschaft möglicherweise zu spät kommen könnte. Der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe ist im Juli bereits den vierten Monat in Folge gesunken und hat sich weiter von der Expansionsschwelle von 50 Punkten entfernt. Dazu kamen schwache Ergebnisse von Intel und Amazon. Der US-Chipkonzern hat im zweiten Quartal einen Verlust eingefahren, will im kommenden Jahr die Kosten um 10 Milliarden Dollar verringern und zudem müssen die Anleger vorerst ganz auf eine Dividende verzichten. Vor diesem Hintergrund waren weltweit die Chipproduzenten massiv unter die Räder gekommen. Zum Wochenschluss setzte es mit der US-Arbeitslosenquote von 4,3 % - erwartet waren 4,1 % - ein weiteres negatives Schlaglicht. Sind wir an einem Wendepunkt angelangt und Aktien aktuell übersteuert?

S&P 500 inflationsbereinigte Darstellung mit einer und zwei Standardabweichungen

Grafik 1



Quelle: GIS

Herzliche Grüße,

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 Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkauf- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die ICM InvestmentBank AG Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die ICM InvestmentBank AG sämtliche Daten auf der verlinkten Seite

bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

- 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 (A1145E, 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.bc&research.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>.



Weltwirtschaft wird schwächer

Der Juli war ein volatiler Monat, in dem die US-Politik nach der Beinahe-Ermordung Trumps und dem Rückzug Bidens aus dem Rennen um die Präsidentschaftskandidatur in Aufruhr geriet und der Aktienmarkt eine heftige Rotation vollzog, als AI-Aktien korrigierten und sich die Anleger temporär in US-Small Caps stürzten. Grundsätzlich hat sich eigentlich nichts geändert. Das globale Wachstum verlangsamt sich weiter und deutet auf den Beginn einer Rezession in den nächsten zwölf Monaten hin. Die große Mehrheit der Marktteilnehmer glaubt hingegen nicht daran und erwartet eher eine sanfte Landung. So ergab die jüngste Quartalsumfrage des Wall Street Journal, dass der Konsens unter den Ökonomen bei einem US-BIP-Wachstum von 1,9 % im Jahr 2025, einem Anstieg der Arbeitslosigkeit auf nur 4,3 % und einem Rückgang der CPE-Kerninflation auf 2,1 % bis Ende 2025 liegt. Das wäre der Inbegriff einer sanften Landung. Die befragten Wirtschaftsexperten schätzen die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den nächsten 12 Monaten auf nur 28 %. Auch die Stimmung der Anleger bleibt sehr optimistisch.

Doch die Anzeichen dafür, dass sich das Wachstum abschwächt, werden deutlicher. Der Global Nowcast unseres Partners BCA Research weist seit drei Monaten eine Verlangsamung auf.

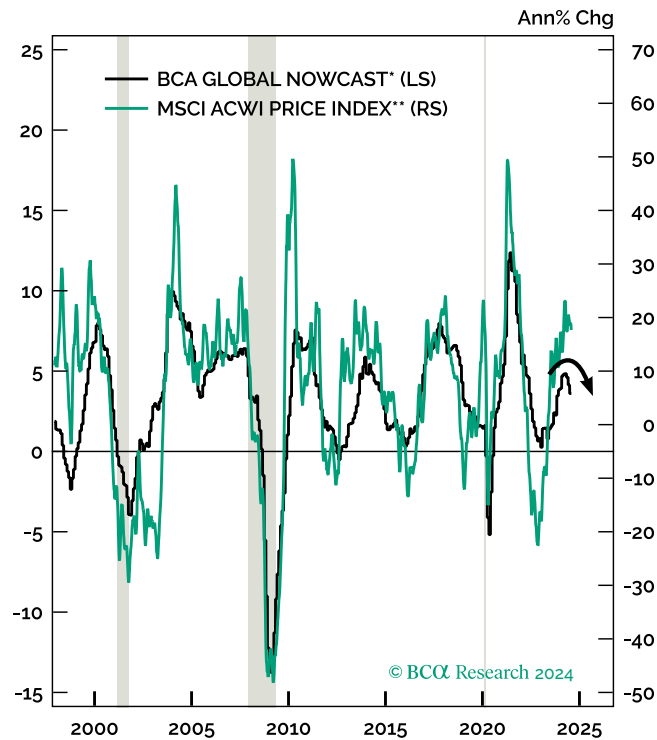
Hintergrund dieser Verlangsamung ist die Tatsache, dass der US-Verbraucher – der wichtigste Faktor, der das Wachstum in den letzten zwei Jahren am Laufen hielt – unter Druck steht. Das real verfügbare Einkommen wächst im Jahresvergleich nur noch um 0,9 %. Die während der Pandemie angesammelten überschüssigen Ersparnisse der Haushalte wurden zwischenzeitlich aufge-

braucht. Und der Arbeitsmarkt zeigt Anzeichen einer Abschwächung. Die Daueranträge auf Arbeitslosenunterstützung waren eine Zeit lang hoch, was darauf hindeutet, dass die Unternehmen bei der Einstellung von Arbeitskräften zurückhaltend waren; aber jetzt nehmen auch die Erstanträge zu, was bedeutet, dass die Unternehmen auch damit beginnen, Arbeitskräfte zu entlassen. Die sogenannte Sahm-Regel¹ hat den Wert 0,5 erreicht, denn die Arbeitslosenquote ist von einem Tiefstand von 3,4 % im April 2023 aktuell auf 4,3 % gestiegen.

¹ Die Sahm-Regel sagt aus, dass ein 0,5 %iger Anstieg im Dreimonats-Durchschnitt der Arbeitslosenquote von ihrem Tiefstand der letzten 12 Monate eine kommende Rezession signalisiert. Weitere Erläuterungen sind im Kapitel „Anleihen“.

Hinter dieser Schwäche auf dem Arbeitsmarkt verbirgt sich ein enttäuschendes Bild bei den Unternehmensgewinnen. Eine ganze Reihe von Konsumunternehmen (McDonalds, Ford, LVMH, Heineken, Alphabet) haben in der zweiten Quartalssaison schlechte Zahlen veröffentlicht. Insgesamt verfehlten immer mehr Unternehmen in den letzten Quartalen ihre Prognosen, insbesondere bei den Einnahmen. Der Druck ist besonders bei kleineren Unternehmen zu spüren. Mehr als die Hälfte der kleinsten 1000 börsennotierten US-Unternehmen sind derzeit unrentabel, der höchste Prozentsatz seit 2008. Die Prognosen der Analysten für die kommenden 18 Monate erscheinen viel zu optimistisch: Sie prognosti-

Klare Zeichen für eine globale Abschwächung Grafik 2



* BASED ON ISM NEW ORDERS-TO-INVENTORY RATIO, US INTERMODAL FREIGHT CARLOADS, US HIGH-YIELD OAS FOR INDUSTRIALS, EUROPEAN BUSINESS CONFIDENCE, JAPANESE BUSINESS CONFIDENCE FOR SMALL/MEDIUM-SIZED ENTERPRISES, CHINESE FINANCIAL CONDITIONS, KOREAN EXPORTS, BALTIC DRY INDEX, GLOBAL EARNINGS-TO-INVENTORY RATIO, AND GLOBAL INDUSTRIALS/CONSUMER STAPLES RELATIVE EQUITY PERFORMANCE.

** SOURCE: MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION).

Quelle: GAA



Prognostiziertes Gewinn- und Umsatzwachstum nach US-Sektoren

Grafik 3

	Q22024		CY 2024		CY2025	
	REVENUE GROWTH YOY	EARNINGS GROWTH YOY	REVENUE GROWTH YOY	EARNINGS GROWTH YOY	REVENUE GROWTH YOY	EARNINGS GROWTH YOY
ENERGY	6.3%	-0.8%	0.4%	-7.2%	2.1%	13.8%
MATERIALS	-1.3%	-10.3%	3.9%	-2.2%	2.9%	17.7%
INDUSTRIALS	1.0%	-2.0%	1.3%	5.1%	6.1%	15.8%
CONSUMER DISC	5.3%	6.3%	5.4%	12.0%	6.6%	15.2%
CONSUMER STAPLES	2.4%	0.8%	2.7%	3.8%	3.8%	7.2%
HEALTH CARE	6.5%	12.0%	7.0%	6.8%	5.9%	19.6%
FINANCIALS	4.5%	15.0%	5.0%	14.8%	5.4%	10.1%
IT	9.7%	17.2%	10.2%	19.0%	12.3%	20.2%
COMM SERVICES	7.4%	20.7%	7.8%	21.2%	7.1%	13.2%
UTILITIES	5.2%	9.1%	1.8%	9.9%	4.5%	8.7%
REAL ESTATE	6.3%	1.3%	6.7%	4.0%	5.8%	5.5%
S&P500	5.0%	9.8%	5.1%	10.9%	6.0%	14.8%

SOURCE: FACTSET. FORECASTS AS OF 26TH JULY 2024

Quelle: GAA

zieren ein Gewinnwachstum von 12 % im zweiten Halbjahr 2024 und von 15 % im Jahr 2025, wobei die Beschleunigung vor allem von zyklischen Sektoren außerhalb von IT wie Werkstoffen, Energie und Industrieunternehmen ausgehen soll.

Die These einer weichen Landung basiert auch auf der Annahme, dass die Fed und andere Zentralbanken beim ersten Anzeichen von Problemen die Zinsen senken und eine Rezession vermeiden werden. Die Märkte rechnen daher mit einer erheblichen Lockerung in den nächsten 18 Monaten. Leider arbeitet die Geldpolitik auch in einem Lockerungszyklus mit „langen und variablen“ Verzögerungen. In der Vergangenheit hat die Fed die Zinssätze fast zeitgleich mit dem Einsetzen einer Rezession gesenkt, was jedoch die durchschnittliche Rezession von 10 Monaten nicht aufhielt. Die Fed hat zwar die Möglichkeit einer ersten Zinssenkung im September angedeutet, aber wie schnell weitere Schritte folgen, hängt nicht zuletzt

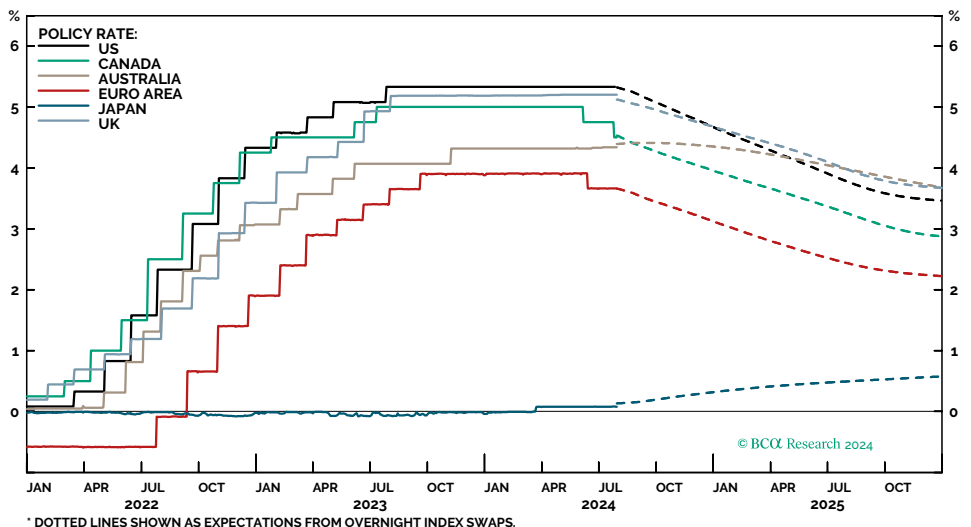
davon ab, wie eindeutig die Anzeichen für eine Rezession vorliegen, denn die Kerninflation liegt immer noch deutlich über ihrem Ziel von 2 %.

Könnte ein Aufschwung in China die Weltwirtschaft retten? Die Immobilienblase lässt

dort weiter Luft ab und die Baubeginne sind gegenüber ihrem Höchststand im Jahr 2021 um 64 % zurückgegangen. Das hat das Verbrauchervertrauen beeinträchtigt, das so schwach ist wie zu Zeiten der COVID-Sperren. Es macht den lokalen Regierungen, die früher ein Drittel der Einnahmen aus Grund-

Erwartete Zinssenkungen der Notenbanken

Grafik 4



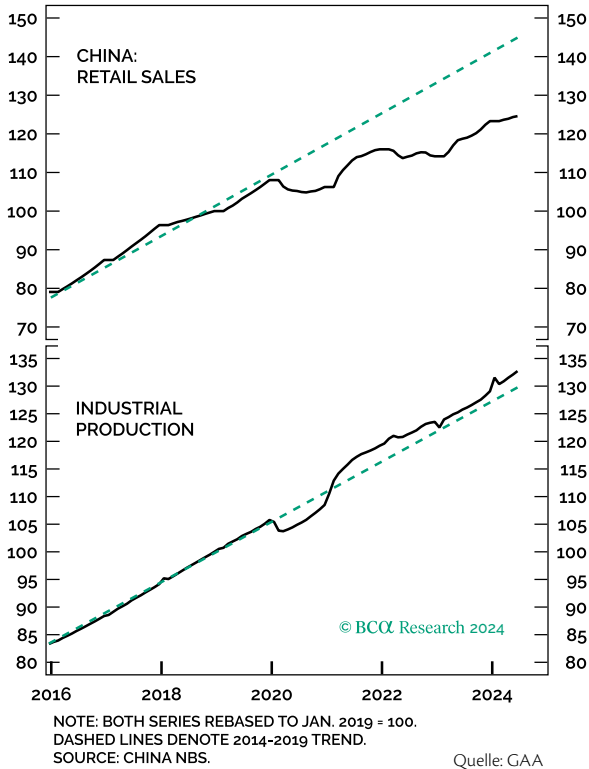
* DOTTED LINES SHOWN AS EXPECTATIONS FROM OVERNIGHT INDEX SWAPS.

Quelle: GAA



Schwacher Einzelhandel bei gleichzeitig robuster Produktion

Grafik 5

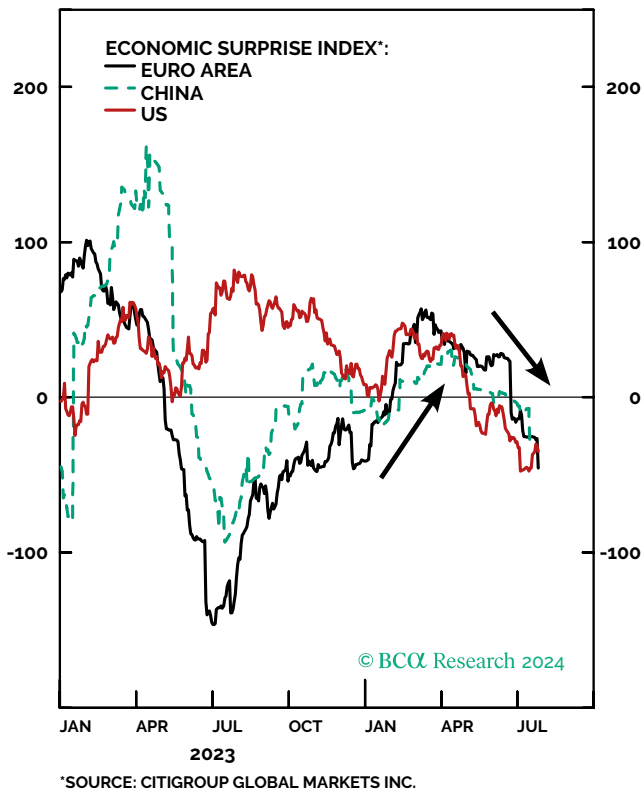


stückerkäufen erhielten, schwer, Infrastrukturinvestitionen zu tätigen. Die Zentralregierung hat nicht mit ihrer üblichen Strategie der Ankurbelung des Kreditwachstums reagiert, das nach wie vor schwach ist. Vielmehr hat sie sich auf die Industriepolitik und die Förderung von High-tech-Exporten konzentriert, was sie auf der jüngsten Sitzung des Dritten Plenums des Parlaments bekräftigt hat. Aus diesem Grund sind die Einzelhandelsumsätze nach wie vor niedrig, die Produktion jedoch robust. Dies ist allerdings nicht nachhaltig, denn das Land kann nicht wesentlich mehr produzieren als es verbraucht, ohne einen Handelskonflikt auszulösen. Die Auswirkungen dieser Politik auf den Rest der Welt dürften sich für westliche Konsumgüterunternehmen und Rohstoffproduzenten besonders negativ auswirken. Die Aussicht auf umfangreiche US-Importzölle wäre für die Anleger vielleicht weniger besorgniserregend, wenn das globale Wachstum außerhalb der USA stark wäre. Doch wie schon in früheren Ausgaben der Perspektiven erörtert ist dies nicht der Fall. Zu Beginn des Jahres erlebten die Anleger positive Überraschungen bei den Wirtschaftsdaten aus dem Euroraum und China, die sich jedoch inzwischen verflüchtigt haben.

Dies ist nicht überraschend, da die positiven Ausreißer in den Daten des Euroraums nicht nur auf inländische Faktoren zurückzuführen waren. Das positive Reallohnwachstum war ein wichtiger Faktor, aber auch die Stabilisierung der Wirtschaftstätigkeit in China in den letzten Quartalen. In Anerkennung der Tatsache, dass sich das Kreditwachstum in China

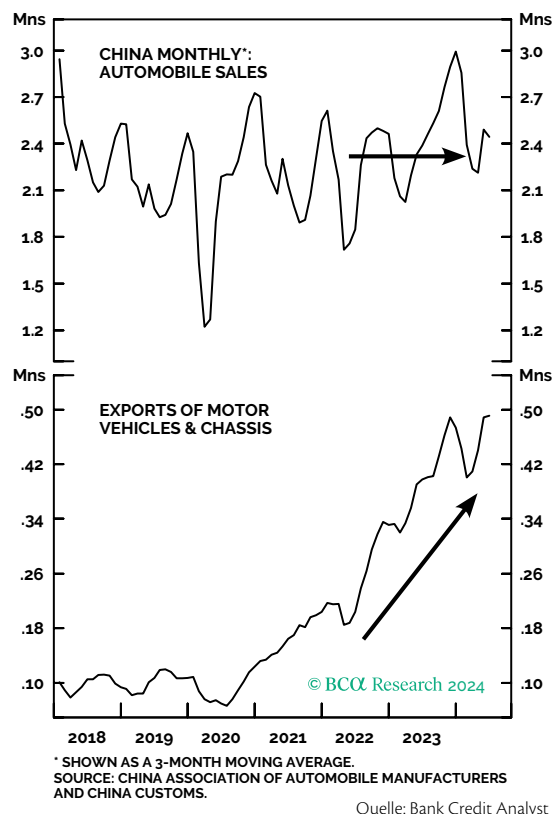
Negative Konjunktur-Überraschungen weltweit auf dem Vormarsch

Grafik 6



Autoabsatz und Exportquote

Grafik 7





verlangsamt, hat die chinesische Notenbank PBOC vor kurzem den Leitzins um 0,1 Prozent und den einjährigen Zinssatz der mittelfristigen Kreditfazilität um 0,2 Prozent gesenkt. Dies ist jedoch Teil einer laufenden, schrittweisen Strategie der politischen Entscheidungsträger, um die Wirtschaft zu stützen, und kein Signal für eine bevorstehende massive Lockerung der Geldpolitik.

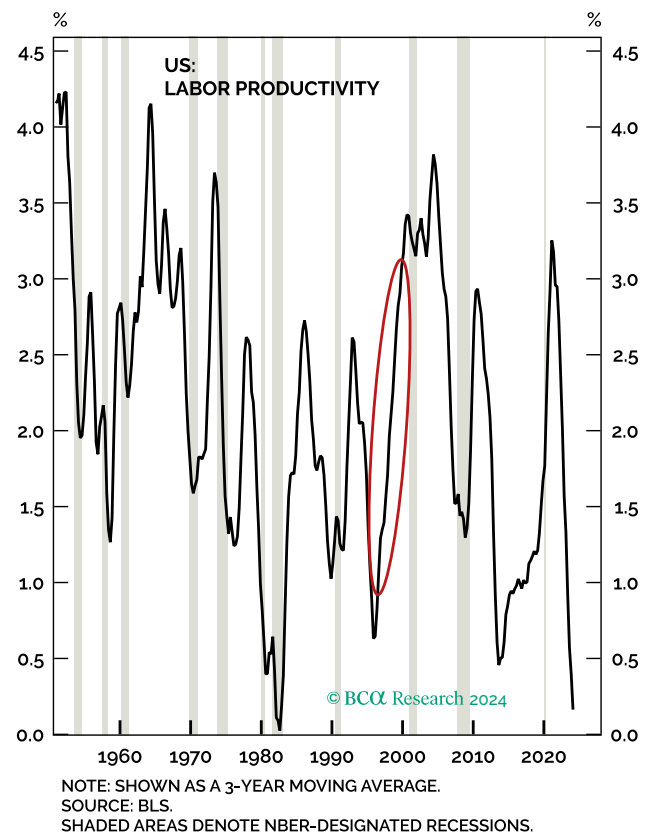
China sieht sich auch massiven Risiken durch die US-Handelspolitik ausgesetzt, falls Donald Trump die Wahl gewinnt. Nicht nur die bestehenden chinesischen Exporte werden durch sehr hohe Zölle einen enormen Schock erleiden, sondern Chinas gesamte Wachstumsstrategie wird darunter leiden. In den Jahren vor der Pandemie fragten sich viele Anleger, wie Chinas neues „Wachstumsmodell“ aussehen würde. Damals war man der Ansicht, dass China sich auf Dienstleistungen und höhere Konsumraten verlegen würde, um der Falle der mittleren Einkommens zu entkommen, aber dieser Weg wurde von den politischen Entscheidungsträgern aufgegeben. An seine Stelle ist eine erneute Konzentration auf das verarbeitende Gewerbe getreten, zusammen mit Strukturreformen zur Steigerung der Produktivität. Dies bedeutet jedoch, dass China verstärkt auf exportorientiertes Wachstum setzt, wie der jüngste Trend bei den Autoexporten zeigt, die sich in den letzten zwei Jahren mehr als verdoppelt haben, während der Inlandsabsatz im Wesentlichen stagnierte.

Chinas Wachstumsstrategie kann daher zu Recht als „beggar-my-neighbor“-Politik kritisiert werden, und zwar in dem Sinne, dass China versucht, seine schwache Binnenwirtschaft zu stabilisieren, indem es seinen Marktanteil an den weltweiten Industriegütern vor dem Hintergrund einer restriktiven Geldpolitik der Industrieländer und einer sich verlangsamen US-Wirtschaft erhöht. Es ist nicht so aggressiv wie es sein könnte, da China seine Währung nicht massiv abwertet. Aber es handelt sich um eine Form des Exportdumpings, die zumindest auf den Widerstand anderer Länder stoßen wird. Wir vermuten, dass unter einer zweiten Trump-Präsidentschaft die gesamte Strategie auffliegen wird, was eine sehr große Gefahr für eine hoch verschuldete Nation mit einem sehr schwachen Immobilienmarkt darstellen würde.

Die Quintessenz für die Anleger ist, dass die wichtigste Triebkraft der chinesischen Binnennachfrage, die Kreditvergabe, nicht nur schwach ist, sondern sich jetzt erneut abschwächt. Die Art des Anstiegs der chinesischen Fahrzeugexporte spiegelt den Versuch wider, Wachstum aus dem Rest der Welt zu „importieren“, was für das globale Wachstum unter dem Strich nicht gerade positiv ist. Dies unterstreicht, dass die globale Wirtschaftstätigkeit außerhalb der USA nicht die Rettung sein wird, wenn sich der US-Arbeitsmarkt weiter abkühlt und eine rezessive Zunahme der Arbeitslosigkeit Platz greift.

US-Arbeitsproduktivitätszuwachs

Grafik 8



Quelle: GAA

Was würde andererseits zu einer bevorstehenden sanften Landung der Konjunktur gehören? Hier spielen zwei Indikatoren die entscheidende Rolle: (1) Unternehmen, die davon überzeugt sind, dass die Wirtschaft robust bleibt, und daher wieder Einstellungen vornehmen, was sich in den Daten zu den offenen Stellen widerspiegeln würde, und (2) Anzeichen dafür, dass die künstliche Intelligenz die Produktivität steigert, was bedeuten würde, dass - wie im Strafungszyklus 1994-1995 (einem der wenigen, der nicht in einer Rezession endete) - das US-Lohnwachstum robust sein könnte, ohne Inflation zu verursachen. Anekdotisch und statistisch gesehen gibt es dafür keine Anzeichen.

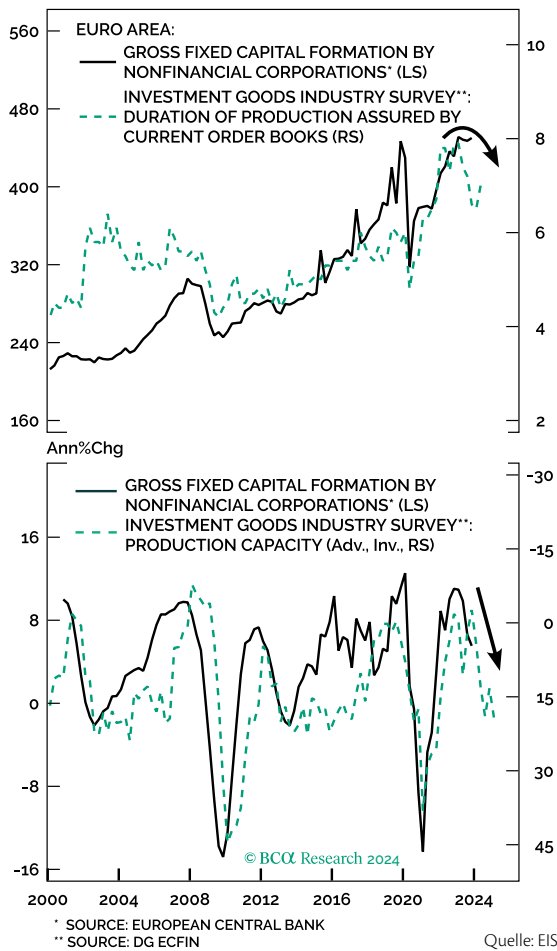
In der Euroregion wird als wichtige Triebkraft für die Konjunktur die Politik der EZB angeführt. Anders als die Fed hat sie bereits begonnen, ihre Politik zu lockern. Infolgedessen würden die Investitionen stärker ausfallen als erwartet, und die Binnennachfrage etwas an Fahrt gewinnen. Ohne eine Rezession würde der Abwärtstrend bei Aktien und Renditen weitaus begrenzter sein, als in dieser Publikation angenommen wird, so die These.

Die empirische Erfahrung zeigt etwas anderes. Die beiden zusätzlichen Zinssenkungen in diesem Jahr, die in der €-Zinsstrukturkurve bereits eingepreist sind, kommen zu spät und sind zu wenig. Die Eurozone steuert auf eine Rezession zu. Sie weist zu viele Schwach-



Anlageinvestitionen unter Druck

Grafik 9



stellen auf. Daher wird ein Schock aus den USA oder China leicht zu einem Rückgang der Produktion und einem Anstieg der Arbeitslosigkeit führen.

Eine Rezession in Europa im nächsten Jahr hängt besonders mit einer Verringerung der Unternehmensinvestitionen zusammen. Die Investitionsabsichten im Euroraum sind stark zurückgegangen, was darauf hindeutet, dass die Investitionsausgaben bis zum ersten Quartal 2025 schrumpfen werden.

In der Vergangenheit hatte der Beginn einer Zinssenkungskampagne in der Eurozone weder eine plötzliche Verschlechterung der Wirtschaftstätigkeit noch eine plötzliche Belebung der Investitionstätigkeit bewirkt. Das Gleiche gilt für die Weltwirtschaft. Daher bleibt die europäische Wirtschaft anfällig für Schocks und wird trotz der kürzlich von der EZB eingeleiteten Lockerungsmaßnahmen wahrscheinlich bis zum ersten Quartal 2025 in eine Rezession fallen. Die Geldpolitik ist definitiv restriktiv. Die realen Zinssätze liegen 3,7 Prozent über ihrem langfristigen Trend, was den größten Abstand seit mindestens den 1950er Jahren darstellt. Darüber hinaus ist das nominale BIP-Wachstum unter die kurzfristigen Zinssätze gesunken, was his-

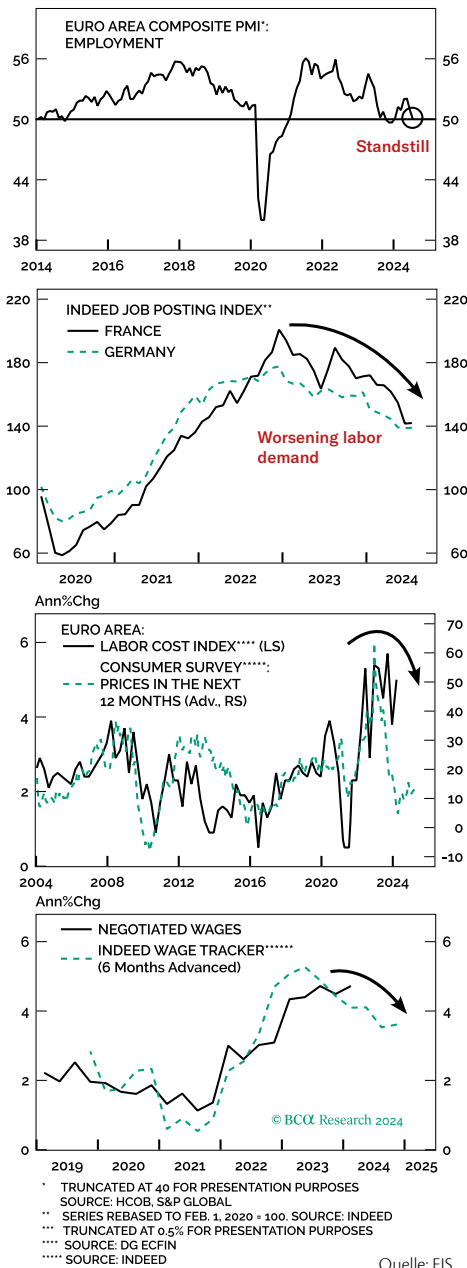
torisch gesehen zeigt, dass die Politik die Binnennachfrage bremst. Die Symptome der monetären Restriktionen sind in vielen Bereichen der Wirtschaft des Euroraums zu beobachten. Die folgenden fünf Entwicklungen sind besonders erwähnenswert:

- Die Bautätigkeit ist schwach. Die Bauproduktion schrumpft mit einer Jahresrate von 2,4 %, und der Rückgang hat sich beschleunigt. Auch die Aussichten verbessern sich nicht. In Deutschland ist die Stimmung im Baugewerbe unter die Werte gesunken, die während der Staatsschuldenkrise im Euroraum verzeichnet wurden. In Frankreich ist sie ebenfalls zusammengebrochen.
- Die Zinslast der Unternehmen steigt sprunghaft an. Der Anteil der Zinszahlungen an den Bruttobetriebsgewinnen der Unternehmen außerhalb des Finanzsektors in der Eurozone liegt inzwischen bei 13 % und damit auf dem höchsten Stand seit 2012. Die Nettozinszahlungen, der Saldo zwischen erhaltenen und gezahlten Zinsen, haben den höchsten Stand seit 2009 erreicht.
- Auch die privaten Haushalte bekommen die höheren Zinsen zu spüren. Deren Nettozinseinnahmen steigen weiter an. Hinter dieser Statistik verbirgt sich jedoch ein Verteilungseffekt, bei dem reichere Haushalte einen größeren Anteil an zinstragenden Vermögenswerten halten, während Haushalte der Mittelschicht und ärmere Haushalte die Kreditnehmer sind, die von den höheren Zinsen negativ betroffen sind. Da die gezahlten Zinsen im Verhältnis zum verfügbaren Einkommen auf den höchsten Stand seit 2012 steigen, sind die Haushalte mit der höheren marginalen Konsumneigung die Leidtragenden. Besorgniserregend ist, dass die Haushalte in Spanien und Italien in den kommenden Quartalen mit einem weiteren Anstieg der Zinssätze rechnen müssen, da 70 % ihrer laufenden Kredite fällig werden.
- Die Zahl der Insolvenzen steigt rapide an. In Frankreich beantragen Unternehmen so schnell wie seit der Staatsschuldenkrise des letzten Jahrzehnts nicht mehr Gläubigerschutz. Auch in Deutschland und den Niederlanden steigen die Unternehmensinsolvenzen sprunghaft an.
- Die Beschäftigungslage verschlechtert sich. Die Beschäftigungskomponente des aggregierten Einkaufsmanagerindex für die Eurozone ist auf den Schwellenwert zwischen Expansion und Kontraktion von 50 Punkten gefallen, was darauf hindeutet, dass das Wachstum der Beschäftigtenzahlen zum Stillstand kommt. Die Abschwächung der Komponente für die künftige Produktion zusammen mit dem Rückgang der offenen Stellen in Frankreich und Deutschland deutet auf eine weitere Verschlechterung des Arbeitsmarkts in den kommenden Quartalen hin.
- Gerade die Lage auf dem Arbeitsmarkt ist besonders besorgniserregend, weil sie eine sehr negative Rückkopplung für Europa auszulösen droht. Wenn die Beschäftigung nachlässt, wird sich auch das Lohnwachstum verlangsamen, da das Angebot an Arbeitskräften



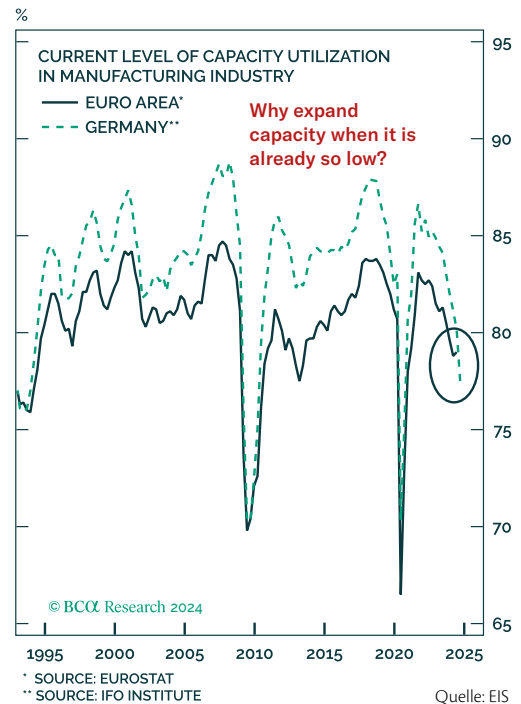
Schwächerer Arbeitsmarkt

Grafik 10



Geringe Kapazitätsauslastung

Grafik 11



anfällig. In Deutschland und Frankreich ist die Kapazitätsauslastung bereits auf das Niveau der Zeit nach der Finanzkrise zurückgegangen. Es gibt kaum Anreize für Investitionen in Produktionsanlagen, insbesondere wenn Europa im kommenden Quartal von einem ausländischen Schock getroffen wird.

Zusammenfassung: Der Euroraum zeigt sich durch die restriktive Geldpolitik der EZB belastet. Die Bautätigkeit ist eingebrochen, die Zinslast des privaten Sektors steigt stark an, die Insolvenzen nehmen zu, und die Beschäftigung schwächt sich ab. Damit sind die Aussichten für den Konsum in Gefahr. Da die Kapazitätsauslastung bereits niedrig ist, kann ein Nachfrageschock aus dem Ausland die Eurozone leicht in eine Rezession stürzen, die durch die derzeit eingepreisten Zinssenkungen nicht aufgehalten werden kann.

Aufgrund seiner Abhängigkeit ist Europa anfällig für einen negativen ausländischen Katalysator. Die Wahrscheinlichkeit eines solchen Schocks ist hoch. Folglich steigt auch die Wahrscheinlichkeit einer Rezession in der Eurozone, die die EZB nicht verhindern kann. Das Wachstum in der Eurozone wird durch drei Faktoren beeinträchtigt. **Der erste** von ihnen ist die bevorstehende Rezession in den USA. Hier rechnet man mit einer US-Rezession Ende dieses Jahres oder Anfang 2025. Wenn die USA in eine Rezession fallen, gilt dies zwangsläufig auch für den Euroraum. Ähnlich verhält es sich mit der Produktion in der Eurozone, wenn die Beschäftigung in den USA schrumpft.

die Nachfrage bereits um 1,6 % übersteigt. Infolgedessen wird die vom Indeed Wage Tracker aufgezeigte Verlangsamung des Lohnwachstums und der Inflationserwartungen der Haushalte eintreten. Die schwächeren Einkommen werden die Auswirkungen einer höheren Zinsbelastung für die Haushalte noch verstärken. Darüber hinaus steigen die Ersparnisse der Haushalte in der Eurozone nur langsam an. Sie stiegen zwischen Q3 2022 und Q1 2024 um 2,7 Prozentpunkte auf 15,3 %. Ein weiterer Anstieg der Ersparnisse bei sich verschlechternden Wirtschaftsaussichten wird die Auswirkungen des geringeren Lohnwachstums auf den Konsum verstärken. Vor dem Hintergrund einer schwachen Binnennachfrage und zunehmender finanzieller Anspannungen ist die Investitionsbereitschaft



Die USA sind das größte Exportziel für den Euroraum, und ein Einbruch der Binnennachfrage westlich des Atlantiks schadet der europäischen Wirtschaft. Darüber hinaus belastet das sinkende nominale BIP-Wachstum in den USA die europäischen Gewinne, wodurch den europäischen Unternehmen die intern erwirtschafteten Mittel zur Finanzierung von Investitionen fehlen. Folglich folgen die europäischen Investitionen dem nominalen BIP-Wachstum in den USA. Ein weiteres Problem ergibt sich aus den Verflechtungen der Kapitalmärkte. Rezessionen in den USA gehen mit einer Ausweitung der Risikoprämien und einer weltweiten Baisse an den Aktienmärkten einher. Verschärfte finanzielle Bedingungen schaden auch den zyklischen Sektoren der Wirtschaft der Eurozone.

Zweitens belastet auch China die kurzfristigen Aussichten für Europa. Die China- und Schwellenländerstrategen von BCA Research weisen darauf hin, dass Chinas Kredit- und Fiskalimpulse auf den niedrigsten Stand seit November 2022 gefallen sind, was eine weitere Verschlechterung der chinesischen Wirtschaftstätigkeit ankündigt. Eine zusätzliche Verschlechterung des chinesischen Wachstums wird den kommenden Rückgang der Importe verstärken, der sich bereits in der Importkomponente des Einkaufsmanagerindex abzeichnet. Europa wird unter diesem Rückschlag zu leiden haben.

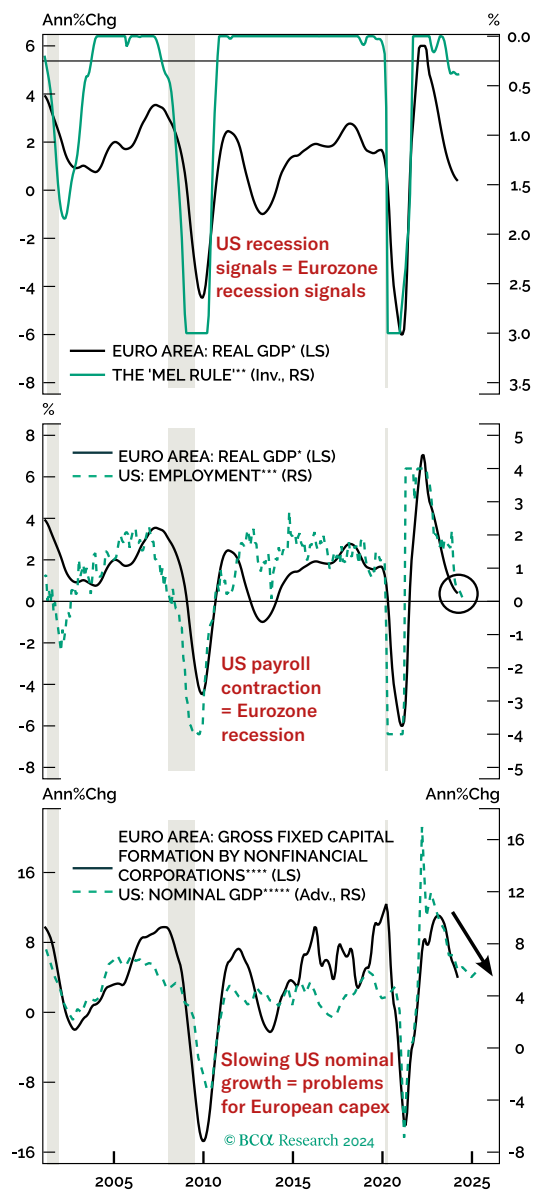
Drittens zeigen die Schwellenländer insgesamt eine gewisse Erschöpfung. Die Entwicklung der Geldmenge M1² ist ein hervorragender Frühindikator für die Wirtschaftstätigkeit in den Schwellenländern. Er ist auch ein robuster Prädiktor für das europäische Wachstum. Die Verlangsamung des M1-Wachstums in den Schwellenländern auf 3 % deutet daher auf einen Rückgang des BIP, der Exporte und der Industrieproduktion im Euroraum hin.

Die globalen Wirtschaftsindikatoren haben als Reaktion auf diese drei Gegenwinde begonnen, sich zu überschlagen. Insbesondere die Einschätzung der weltweiten Industrietätigkeit hat sich verschlechtert. Diese Verschlechterung spiegelt sich gerade auch in der Entwicklung der in Yen finanzierten Schwellenländer-Carry-Trades³ wider, die ebenfalls einen Höchststand erreicht haben. In der Vergangenheit hat sich der Rückgang der globalen Wirtschaftstätigkeit immer dann verschärft, wenn sich diese Variablen gemeinsam abschwächen.

Die Finanzmärkte erkennen offensichtlich eine zunehmende Bedrohung für das globale Wachstum. Der Schweizer Franken ist gegenüber der schwedischen Krone aus einer Abwärtstrendlinie ausgebrochen. Das ist erwähnenswert, weil der Schweizer Franken stark antizyklisch ist, während sich die Schwedische Krone sehr prozyklisch verhält. Dieser Ausbruch ist ein schlechtes Omen für das globale Wachstum. Die Rohstoffpreise spiegeln diese Botschaft wider. Die Metallpreise, einschließlich Kupfer, befinden sich nun im freien Fall, die Bauholzpreise (engl. Lumber) waren schon in den letzten drei Monaten um 27 % eingebrochen sind.

Wie USA, so die Eurozone

Grafik 12



* TRUNCATED AT 6 FOR PRESENTATION PURPOSES. SOURCE: EUROSTAT
 ** SIGNALS A RECESSION WHEN THE STATE-LEVEL AGGREGATE UNEMPLOYMENT RATE RISES 0.25% ABOVE ITS 18-MONTH LOW. STATE-LEVEL DATA BEGIN IN 1976. SERIES SHOWN TRUNCATED AT 3%.
 *** TRUNCATED AT -4 AND 4 FOR PRESENTATION PURPOSES. SOURCE: US BUREAU OF LABOR STATISTICS
 **** SOURCE: EUROPEAN CENTRAL BANK
 ***** SOURCE: US BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS
 NOTE: SHADED AREAS DENOTE NBER-DESIGNATED RECESSIONS.

Quelle: EIS

² Schnell verfügbares Geld wird der **Gruppe M1** zugeordnet. Sie umfasst neben dem Bargeld aus der Gruppe M0 auch Geld, welches täglich von Konten abgeboben werden kann (Sichteinlagen wie etwa Tagesgeld).

³ Bei einem positiven Carry wird Geld in einer Währung geliehen, die einen geringen Zinssatz aufweist, und zugleich eine Währung mit einem hohen Zinssatz gekauft. Trader gehen einen positiven Carry Trade in der Annahme ein, dass die Währung mit dem höheren Zinssatz ihr en Wert halten oder dass sie aufgewertet wird.



Asset Allocation

In diesen Tagen hat sich bereits ein Teil der auch von uns erwarteten Korrektur mit voller Wucht entfaltet. Waren die Prognosen der US-Investmentbank JP Morgan noch als Hirngespinnst abgetan worden, hat sich in den vergangenen Tagen einiges vollzogen und die Aktienmärkte auf den ersten Blick billiger gemacht. Allerdings verlief es anders als vorgesehen, denn es war der bevorzugte Aktienmarkt Japan, der – in Yen gerechnet – die höchsten Verluste zu verzeichnen hatte.

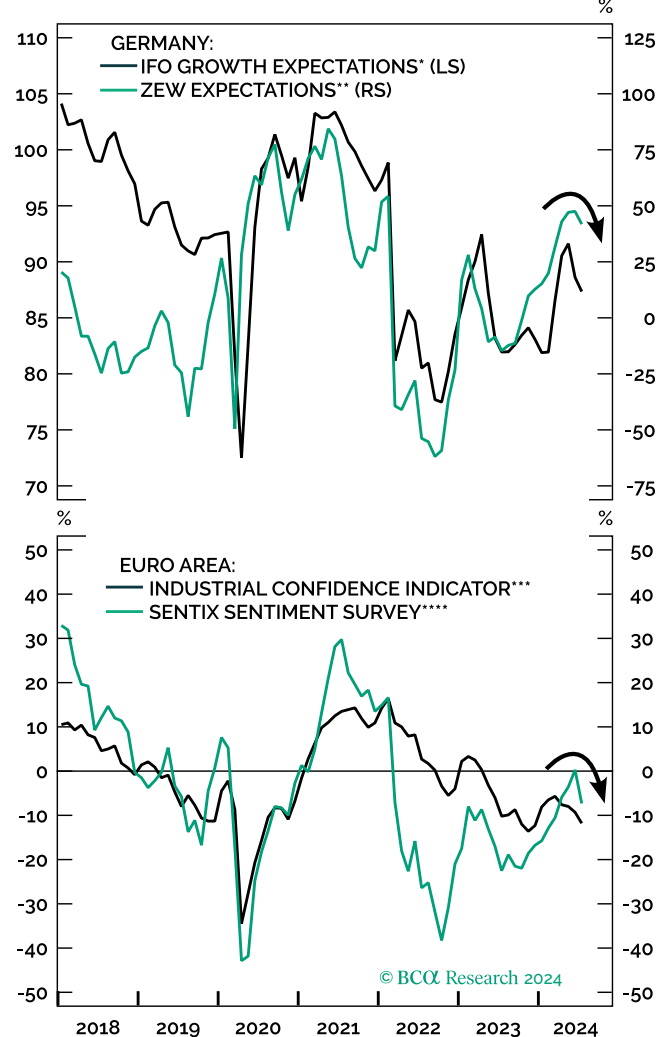
Die US-amerikanischen und europäischen Quartalsergebnisse erreichen jetzt ihren Höhepunkt, da etwa 70 % der Unternehmen ihre Ergebnisse vorgelegt haben. Der durchschnittliche S&P 500-Gewinn je Aktie stieg im zweiten Quartal stark an. In unserer Vorschau auf das 2. Quartal warnten wir davor, dass die anspruchsvollen Konsensprognosen vor den Berichten nicht nach unten korrigiert worden waren. Wir konzentrieren uns nun auf die Tatsache, dass sich der Konsens für das 2. Quartal verschlechtert, obwohl die Ergebnisse die vorherigen Prognosen übertreffen.

- US (70% berichtet): Bei 75 % der S&P-Unternehmen übertraf der Gewinn je Aktie den Bloomberg-Marktkonsens. Bei diesen Unternehmen übertraf das Gewinnwachstum im 2. Quartal mit 12,7 % gegenüber dem Vorjahr den Konsens um 4,4 Prozentpunkte. Das Wachstum war bei den „Magnificent Seven“ viel stärker als bei anderen Unternehmen. Die Erträge waren in zyklischen Sektoren wie Grundstoff-e und Industriewaren schwächer, in den Bereichen Technologie, Kommunikation und Gesundheitswesen dagegen stärker. Das Umsatzwachstum von 5 % gegenüber dem Vorjahr übertraf den Konsens um 1 Prozentpunkt.
- Europa (60% berichtet): Bei 60% der Stoxx 600-Unternehmen übertraf der Gewinn je Aktie den Bloomberg-Marktkonsens. Das EPS-Wachstum von 1 % im 2. Quartal lag um 3 Prozentpunkte höher als der Marktwert. Die Erträge waren in den Bereichen Grundstoffe, Industrie, allgemeiner Konsum, Technologie und Immobilien schwach und gingen im Jahresvergleich in allen Bereichen zurück. Das Umsatzwachstum von 0 % gegenüber dem Vorjahr lag 1 Prozentpunkt unter dem Konsens.

- US- und europäische Gewinne nach Sektoren: Die Erträge in den defensiven Sektoren waren robust. Mit Ausnahme des Technologiesektors lagen die Gewinne in den zyklischen US-Sektoren hingegen 15% unter denen der defensiven Sektoren. Die Gewinnmuster verstärkten die jüngste Markttrotation zugunsten der defensiven Sektoren. In der aktuellen Gemengelage von rückläufiger Gewinndynamik und schlechteren Wachstumsraten dürften sich zyklische Aktien jedenfalls weiter schlechter entwickeln als ihre defensiven Kollegen.

Europäische Indikatoren wieder schwächer

Grafik 13



* SOURCE: IFO INSTITUTE.
 ** SOURCE: CENTRE FOR EUROPEAN ECONOMIC RESEARCH (ZEW).
 *** SOURCE: DG ECFIN.
 **** SOURCE: SENTIX.

Quelle: GAA

4 Apple, Amazon, Nvidia, Microsoft, Tesla, Google, Meta



Es ist schwer zu sagen, in welchen Ländern und Regionen man sich verstecken sollte, um den schlimmsten Auswirkungen einer Baisse zu entgehen. US-Aktien, die in der Regel ein niedrigeres Beta aufweisen und defensiver sind, sind aber anfällig für das Platzen der AI-Blase. Das sieht man aktuell beispielhaft am Kursverlauf der Nvidia-Aktie, die inzwischen mehr als 30 % unter ihrem Verlaufshoch steht. Aktien aus der Eurozone wurden im letzten Monat taktisch auf neutral hochgestuft, aber die jüngsten europäischen Wachstumsindikatoren haben wieder nachgegeben.

Interessant bleiben Aktien aus dem Vereinigten Königreich, das eine besonders defensive Sektor-Zusammensetzung aufweist und die neue Regierung seriöser zu sein scheint als ihre Vorgängerin. Wir

würden zwar der Versuchung widerstehen, Small-Cap- und Value-Titel zu kaufen, die schon im Juli zugelegt hatten. Eine Rotation in diese Werte wäre nur dann logisch, wenn man an das inzwischen wohl überholte Narrativ der weichen Landung glaubt. Beide Faktoren – klein und zyklisch - schneiden in der Regel in Rezessionen schlecht ab. Wir bevorzugen weiterhin defensive Sektoren wie z. B. Basiskonsumgüter, Gesundheitswesen und Versorger.

Von besonderer Aussagekraft sind aktuell die Kursziele verschiedener Indizes zum Jahresende, wie sie JP Morgan auf der eigenen Internetseite publiziert. Hier kommen Lateinamerika, Japan und China mit erwarteten zweistelligen Kurszuwächsen bis zum Jahresende. Das größte Risiko nach unten weist der S&P 500 auf.

Equity Index Forecasts & Sector Views

Grafik 14

Region	↓ Equity Indices	As of 08/02 Market Cl...	2024E Price Target	Upside/Downside	2024E EPS
US	S&P 500	\$5347	\$4200	-21%	\$225
UK	FTSE 100	£8175	£7700	-6%	£702
Latin America	MSCI LATAM	\$2185	\$2700	24%	\$280
Japan	TOPIX	¥2538	¥2950	16%	¥183.7
Eurozone	MSCI Eurozone	€284	€256	-10%	€20.9
EM	MSCI EM	\$1088	\$1070	-2%	\$81
China	MSCI China	HK\$56	HK\$66	18%	HK\$5.82
CEEMEA	MSCI EMEA	\$207	\$210	1%	\$18.2
Asia ex-Japan	MSCI AXJ	\$696	\$675	-3%	\$48
ASEAN	MSCI AC ASEAN	\$640	\$640	0%	\$46



Es gibt wieder Alternativen zu Aktien

Historisch gesehen ist der Renditerückgang proportional zu dem Ausmaß, in dem die EZB die Zinsen über die Markterwartungen hinaus zwölf Monate zuvor senkt. Eine Rezession wird die EZB zwingen, die Zinsen im Jahr 2025 um 1 bis 1,5 Prozent mehr zu senken, als die €-Zinsstrukturkurve einpreist. Eine derartig positive Überraschung führt zu einem Rückgang der deutschen Renditen um 1 Prozent, was sie in die Nähe von 1,5 % bringen würde. Das Vorhandensein riesiger Pools überschüssiger Finanzliquidität in den Bilanzen von Unternehmen und wohlhabenden Haushalten könnte dazu führen, dass sich die Laufzeitprämien stärker einengen, als dies in der Vergangenheit der Fall war. Daher könnte der potenzielle Rückgang der Renditen sogar noch größer sein als das genannte Prozent. Der Euro könnte bis zum ersten Quartal 2025 in Richtung Parität abwerten.

Bevorzugt werden sollten weiterhin Staatsanleihen, quasi als sicherer Hafen. Darüber hinaus kämen nun gerade längere Laufzeiten in die Auswahl. Auslöser für diese Änderung sind (1) weitere Anzeichen für eine Abschwächung am Arbeitsmarkt, (2) geringere Sorgen über das

Risiko einer überbordenden Neukreditaufnahme in den USA durch Trump, da die Wahrscheinlichkeit, dass er die Präsidentschaftswahlen im November gewinnt, gesunken ist und weniger Klarheit darüber besteht, ob er wirklich aggressiv die Steuern senken und die Fed zu einer übermäßigen Lockerung drängen würde, und (3) ein sich verschlechterndes globales Wachstumsbild.

Vorsicht walten lassen sollte man hingegen bei Junk. Niedrige Bonitäten (CCC) signalisieren Probleme und weisen daher angemessen hohe Risikoprämien auf. Das hat sich aber noch nicht auf das bessere Ende des Junk-Bond-Spektrums (BB) ausgeweitet, wo die Spreads noch immer in der Nähe historischer Tiefstände bleiben.

Auch das MacroQuant-Modell unseres Partners BCA Research, das unter anderem in die Anlageentscheidungen beim Mischfonds Leonardo UI und beim ETF-Portfolio einfließt, hat seinen grundsätzlich pessimistischen Grundton aus dem Vormonat beibehalten. Zum Monatsbeginn ist daher die Aktiengewichtung niedrig und die Gewichtung von Staatsanleihen dementsprechend hoch.

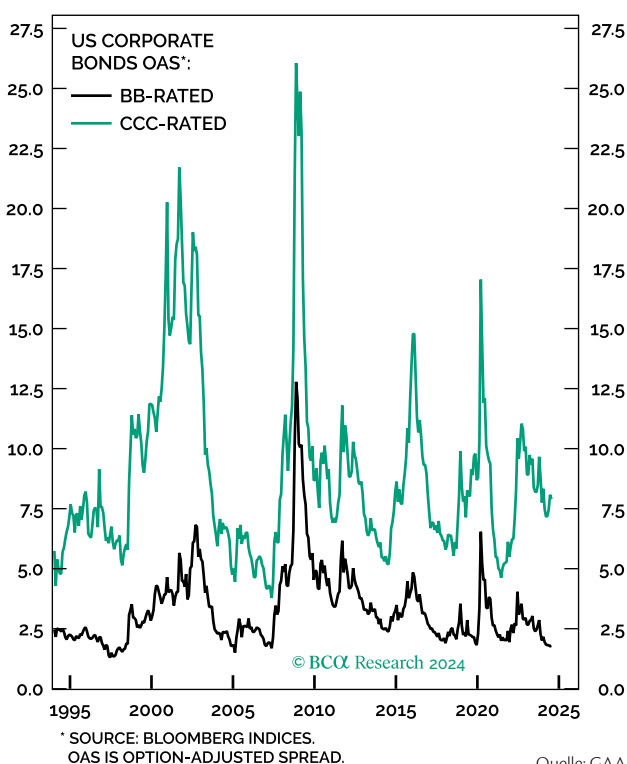
Die meisten Makromodelle am Markt versuchen, die Richtung der Wirtschaft vorherzusagen. MacroQuant geht hier einen Schritt weiter: Seine über 200 Super-Leading-Indikatoren sagen nicht nur die Wirtschaft voraus; sie betreffen auch die Finanzmärkte.

MacroQuant war zu Beginn des Jahres 2024 optimistisch für Aktien, nachdem es den Großteil des Jahres 2023 Übergewichtet gewesen war. Die Begeisterung des Modells für Aktien schwand gegen Ende des ersten Quartals, und Ende April war das Modell sogar leicht untergewichtet. Diese leichte Untergewichtung hat sich in den letzten zwei Monaten in eine ernsthafte Untergewichtung verwandelt. MacroQuant kann manchmal zu früh sein, wenn es darum geht, Höchststände an den Aktienmärkten zu erkennen. MacroQuant schlug bereits im Frühjahr 2021 Alarm wegen der steigenden Inflation. Damals wusste man noch nicht, dass das Narrativ „vorübergehend“ viel länger Bestand haben würde, als es die Daten rechtfertigten. Die Aussagen des Modells erwiesen sich am Ende als richtig, nachdem es in der zweiten Hälfte des Jahres 2021 der Benchmark unterlegen war.

Diesmal ist das Modell hinsichtlich der Inflationsoaussichten zuverlässiger, aber zunehmend besorgt über das Risiko einer Rezession. Dementsprechend empfiehlt es, Aktien unterzugewichten und

**Risikoprämien bei Unternehmensanleihen
CCC zu BB**

Grafik 15





überschüssige Barmittel für den Kauf Staatsanleihen mit langer Laufzeit zu verwenden.

Es ist durchaus möglich, dass die Aktienkurse den pessimistischen Erwartungen des Modells trotzen und neue Höchststände erreichen. Da der S&P 500 jedoch mit einem Aufschlag von 47 % auf seinen Barwert gehandelt wird - der höchste Stand an Überbewertung seit September 2000 - ist das Risiko eines größeren Ausverkaufs bei Aktien extrem hoch.

Die Grafik zeigt die verschiedenen Komponenten von MacroQuants US-Aktienmodell „Stock Coach“. Der aggregierte Wert aller Komponenten lag Ende Juli im 8. Perzentil der Renditeerwartungen, was gegenüber dem 9. Perzentil im Juni einen leichten Rückgang bedeutet.

Die technischen Komponenten des Modells waren auch in diesem Monat negativ. Im Allgemeinen zeigt das Modell immer dann, wenn sich die Aktien von einem extrem überkauften Stand zurückgehen eine pessimistische Haltung an, weil eine solche „frische“ negative Dynamik länger anhalten kann als wenn die Aktien bereits auf überverkaufte Niveaus gefallen sind.

Die Konjunkturkomponente des Modells hat sich in diesem Monat leicht verbessert, was auf eine Reihe von Daten widerspiegelt, die besser als erwartet waren. Dennoch ist der absolute Wert des Modells für das Wirtschaftswachstum des Modells recht niedrig, was einem erhöhten Risiko einer Rezession ab Ende 2024 oder Anfang 2025 entspricht.

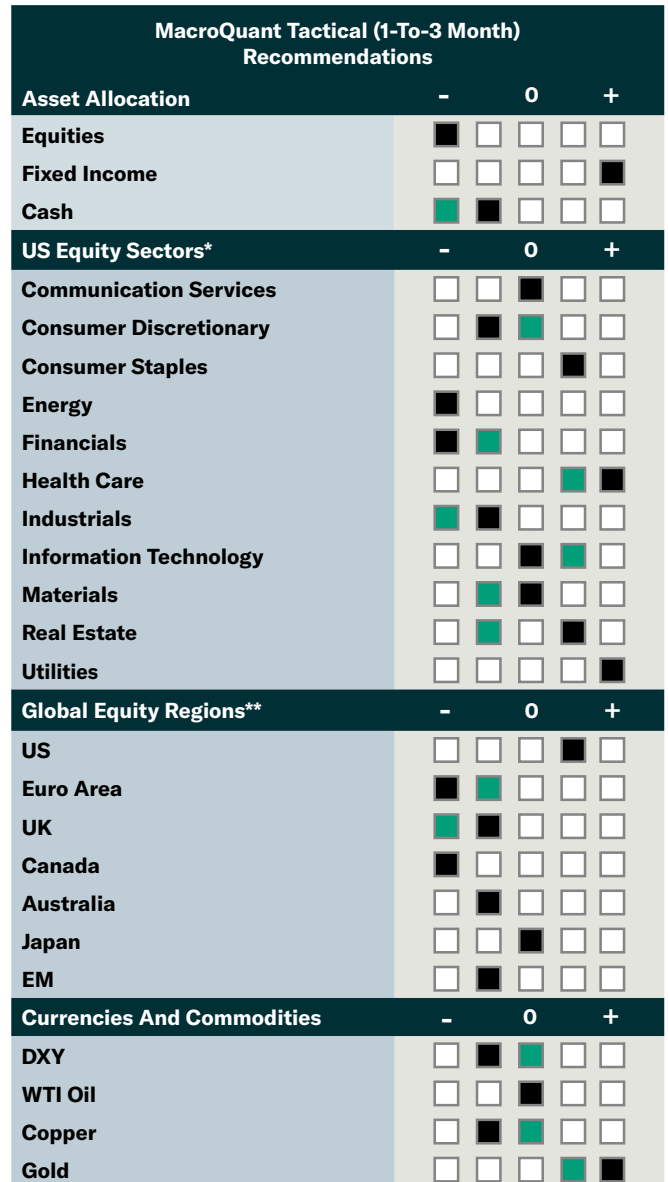
Nur die Inflationskomponente des Modells und die monetäre und finanzielle Komponente bleiben im positiven Bereich. Diese Komponenten haben von der sinkenden Inflation, einer langsameren Verschärfung der Kreditvergabestandards und der Vorwegnahme des Lockerungszyklus der Fed profitiert. In der Vergangenheit war ein bevorstehender Lockerungszyklus nicht unbedingt eine gute Nachricht, da sowohl die Rezessionen 2001 als auch 2008/09 nur wenige Monate nach der ersten Zinssenkung begonnen hatten.

Im Einklang mit der Erwartung eines Rückgangs des S&P 500 Index empfiehlt das MacroQuant Modell auf Sektorebene eine defensive Ausrichtung. Er ist in Basiskonsumgütern, Gesundheitswesen und Versorgern Übergewichtet.

Das Modell setzte Immobilienaktien auf den vierten Platz in seinen Sektor-Rankings hoch, gut genug für eine leichte Übergewichtung. Der IT-Sektor rutschte um eine Stufe auf den fünften Platz zurück, was eine neutrale Allokation rechtfertigt. Die IT-Branche profitiert

MacroQuant zeigt nichts Gutes für den S&P 500

Grafik 16



LEGEND:
 ■ - CURRENT
 ■ - PREVIOUS
 1 (MOST LEFT) - STRONG SELL
 2 - SELL
 3 - NEUTRAL
 4 - BUY
 5 (MOST RIGHT) - STRONG BUY
 * RELATIVE TO S&P 500 BENCHMARK SECTOR WEIGHTS.
 ** RELATIVE TO MARKET-CAPITALIZATION WEIGHTED AGGREGATE OF THE US, EURO AREA, UK, CANADA, AUSTRALIA, JAPAN, AND EM.

Quelle: GIS Macro Quant

zwar weiterhin von günstigen Gewinnrevisionen, die Bewertungen sind jedoch stark überzogen und das Momentum hat nachgelassen. KI-gebundene Aktien dürften sehr anfällig für eine Neubewertung dessen sein, wie viel sie realistisch verdienen können.

Daneben bleibt es auch bei einer neutralen Gewichtung von Rohstofftiteln und Titeln der Branche Kommunikationsdienstleistun-



gen. Das Modell ist in Energie, Finanzen, Industrie- und zyklischen Konsumgütern untergewichtet.

Das Aktienregionenmodell von MacroQuant erteilte den USA auch in diesem Monat die höchste Gewichtung. Wie schon seit vielen Jahren verzeichnen die USA im Vergleich zu den meisten Überseemärkten weiterhin ein relativ starkes Gewinn- und Umsatzwachstum. Nach den USA war Japan die nächste Lieblingsregion des Modells.

ETF Portfolio

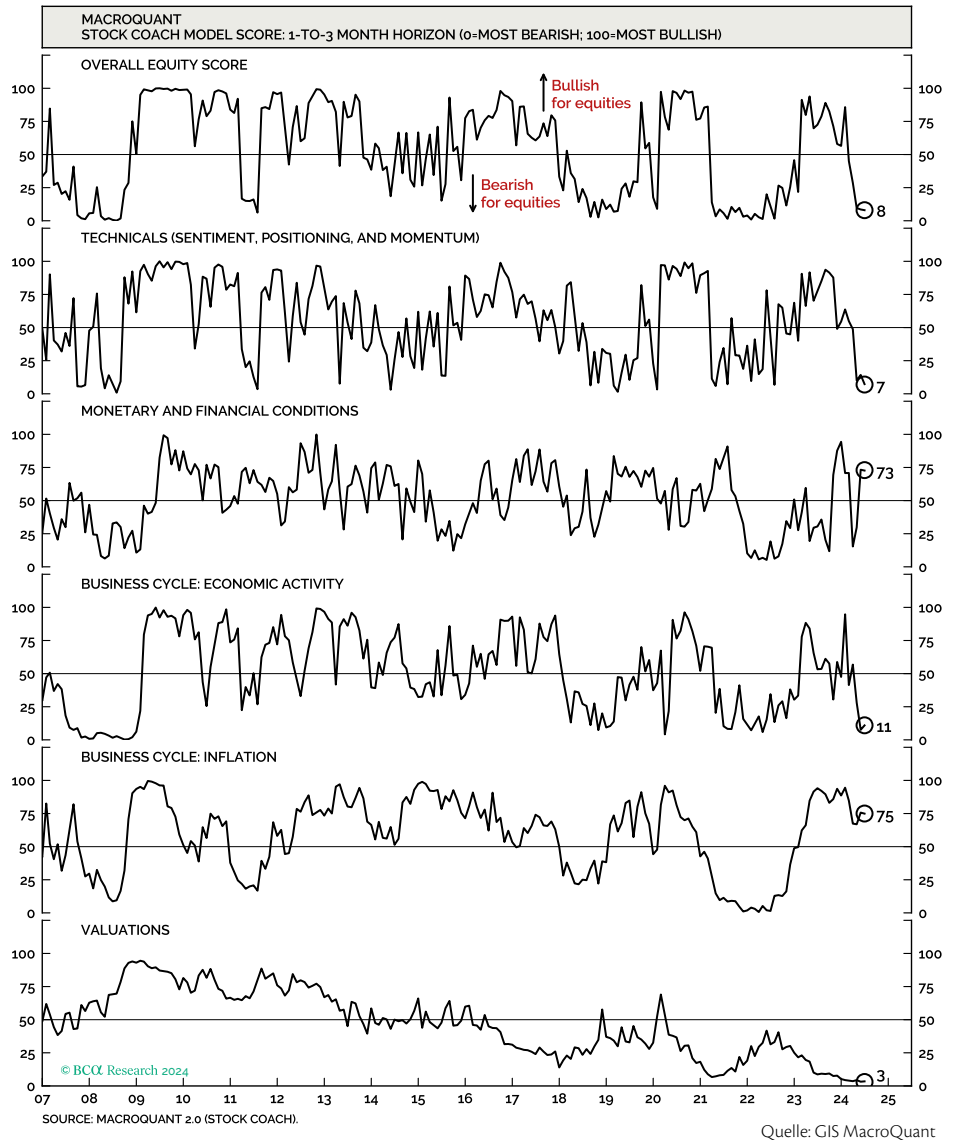
Das MacroQuant Modell fließt auch in die Struktur des am 2008 aufgelegten ETF-Portfolio ein, das derzeit defensiv aufgestellt ist. Seit Anfang Juni wurde einige Transaktionen vorgenommen.

So wurde direkt nach der Europawahl der Gewinn im italienischen FTSE MIB-ETF gesichert und die Position durch einen Staatsanleihen ETF ersetzt. Mitte Juni wurden das MDAX-ETF, das IBEX-ETF und das FTSE100-ETF verkauft. Anfang Juli wurde eine kleine Position im MSCI Latin America eröffnet und Ende Juli die Position im Euro Stoxx 50 halbiert. Anfang August wurde ein Teil der Cash Position in einen weiteren Staatsanleihen ETF investiert. Anschließend wurde der massive Ausverkauf in Japan ausgenutzt, um eine Position im Nikkei 225 ETF aufzubauen.

Zum 07.08.2024 beträgt die Aktiengewichtung rund 41%, ca. 44% des Portfolios wird in festverzinsliche Papiere (ETFs und eine ein Anleihefonds) investiert, um die volatile Aktienphase auszusitzen und trotzdem Einnahmen zu generieren. 15% des Portfolios werden als Cash gehalten, um auf mögliche Verwerfungen schnell reagieren zu können.

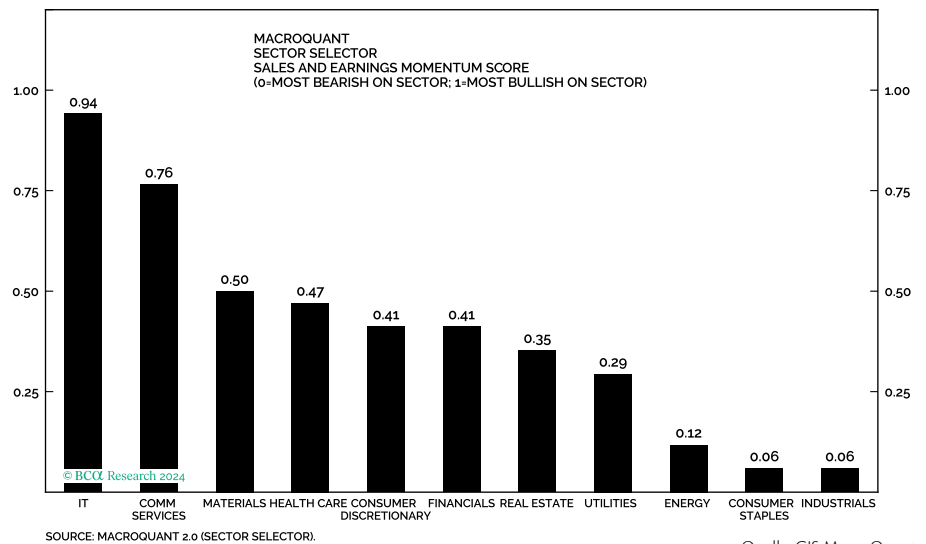
Stock Coach geht weiterhin davon aus, dass der S&P 500 in den kommenden Monaten fallen wird

Grafik 17



IT noch immer vorne bei Umsatz- und Gewinnwachstum

Grafik 18





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

Gratik 20

Referenz-Portfolio Fonds und ETFs										14-34	
Stückzahl Gewicht.	NAME WRN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in €	Risiko - Klasse (RK)		
365	XWSCI WORLD HEALTH CARE 10,06% A113FD	MSCI World Health Care Kauf am 13.09.2023	45,63 €	50,82 €	11,37%	16.654,95 € 13.09.23	18.549,30 €	11,37% 1.894,35 €	B		
675	ISHARES MSCI EM LATAM 4,96% A0NA45	lateinamerika Kauf am 03.02.2024	13,81 €	13,54 €	-1,89%	9.318,71 € 03.07.24	9.142,20 €	-1,89% -176,51 €	C		
218	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 5,58% 593395	Euro Stoxx 50 Halbtierung am 25.07.24 @ 48,5871 €	33,875 €	47,25 €	39,47%	7.384,75 € 25.02.20	10.299,41 €	39,47% 2.914,66 €	C		
159	AMUNDI ETF GOVIES 0-6 MONTHS 10,48% A0RNVW	STAATSAUSWEIHEN (Nachkauf am 16.02.24 - 42 Stück)	119,45 €	121,27 €	1,52%	19.046,90 € 15.09.23	19.335,70 €	1,52% 289,40 €	A		
1.389	KRANESHARES CSI CHINA IT EUR 8,81% A2QE7P	CSI China Internet UCITS ETF London (Nachkauf am 26.10.2022)	13,910 €	11,70 €	-15,92%	19.320,99 € 18.10.21/26.10.22	16.245,74 €	-15,92% -3.075,25 €	C		
225	XNIKKEI 225 1C 8,62% A2P7NT	Japan - NIKKEI 225 Kauf am 05.06.2024	65,7028 €	70,69 €	7,59%	14.783,13 € 05.08.24	15.905,25 €	7,59% 1.122,12 €	C		
	SHARES CORE FTSE 100 ACC verkauft am 14.06.2024	FTSE 100	135,92 €	185,11 €	36,19%	0,00 € 07.04.21	0,00 €	HDIV/01 0,00 €			
	SHARES FTSE MIB ACC verkauft am 10.06.2024	Italien	84,08 €	156,43 €	86,04%	0,00 € 09.03.20 / 18.10.21	0,00 €	HDIV/01 0,00 €			
169	ISHR RUS ADR/GDR 2,60% A1CIHV	MSCI Russia Bewertung zum 05.03.2022	132,849 €	28,40 €	-78,62%	22.461,94 € 03.02.22	4.801,72 €	-78,62% -17.659,63 €	E		
	CASH Position										
465	ISH EBREX GV €D 18,92% A0Q4RZ	Government Germany 0-1Yr gekauft am 01.08.2024	75,038 €	75,07 €	0,04%	34.892,67 € 01.08.24	34.905,23 €	0,04% 12,56 €	E		
270,00	GALLIEI GLOB BD OPPRTNTY ULP 14,56% DE000A3DD937	CASH ERSATZ	96,570 €	99,49 €	3,02%	26.073,90 € 16.02.24	26.862,30 €	3,02% 788,40 €	C		
Benchmark: MSCI WORLD			Kurs am 29.12.23	letzter Schlusskurs		Performance Benchmark					
			3.169,18 USD	3.380,91 USD		3.096,64 EUR		6,68% 8,11%	C		
Jahre			ETF Portfolio	MSCI in \$	MSCI in €	ETF	MSCI in \$	MSCI in €	RK		
2008 (ab 25.04.08)			-15,70%	-39,24%	-32,00%						
2009			52,06%	26,98%	23,63%						
2010			17,94%	9,55%	17,46%	268,92%	123,23%	219,27%			
2011			-12,03%	-7,62%	-4,72%	8,34%	5,05%	7,38%			
2012			4,41%	13,18%	11,15%						
2013			18,81%	24,10%	18,77%						
2014			12,70%	2,93%	17,29%						
2015			8,65%	-2,74%	8,30%						
2016			8,03%	5,32%	8,50%						
2017			7,07%	20,11%	5,93%						
2018			-7,68%	-10,44%	-5,98%						
2019			24,95%	25,19%	27,68%						
2020			2,43%	14,06%	4,77%						
2021			21,75%	20,14%	28,99%						
2022			-8,13%	-19,46%	-14,39%						
2023			11,25%	21,77%	17,88%						
2024 (YTD)			7,91%	6,68%	8,11%						
p.a. (ab 25.04.08)			8,34%	5,05%	7,38%						
Aktien-Exposure			40,63%								
Renten-Exposure			43,97%								
Cash			15,40%								
			100,00%								
Dateilänge der historischen Simulation:			Datum der historischen Simulation:								
			260			06.08.24					
EUR in USD			1,0918	DAX30	17.551,18	S&P 500	5.240,03				

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



ICM 15er-Aktienportfolio

Der internationale Aktienmarkt preist noch eine „weiche Landung“ ein, aber es zeigen sich zunehmend Anzeichen dafür, dass die Weltwirtschaft ins Stocken gerät. In den nächsten 12 Monaten ist eine globale Rezession wahrscheinlich und Anleger sollten daher defensiv positioniert sein. Wir bevorzugen für neue Investitionen defensive Werte wie Basiskonsumgüter, Gesundheitswesen und Versorgeraktien.

Das 15er-Aktienportfolio besteht nun wieder aus dreizehn von fünfzehn möglichen Titeln. Die aufgebaute Liquidität dient als Puffer für evtl. Korrekturen am Markt. Die aktuelle Performance YTD des Portfolios liegt bei +6,67%.

Neu im Portfolio:

Roche Holding AG ist ein forschungsorientiertes Healthcare-Unternehmen mit Sitz in Basel (Schweiz). Das Unternehmen entwickelt, produziert und liefert Medikamente und diagnostische Instrumente und Tests. Es entwickelt Medikamente gegen diverse Krankheitsbereiche, darunter Onkologie, Immunologie, Infektionskrankheiten, Augenheilkunde und Neurowissenschaften. Das Produktportfolio besteht aus Pharmaprodukten, Lösungen für die Diagnostik und Produkte für Forschung/Entwicklung. Roche beschäftigt weltweit über 100.000 Mitarbeiter und ist mit einem Umsatz von 59 Mrd. CHF im Jahr 2023 das grösste Pharmaunternehmen der Welt. Es lag 2023 vor Merck & Co. (60 Mrd. USD), Pfizer (58 Mrd. USD), Abbvie (54 Mrd. USD) und Novartis (45 Mrd. USD). Der Konzern hat nach einem deutlichen Wachstumsschub im ersten Halbjahr seine Prognosen erhöht und damit die Analystenschätzungen übertroffen. Der Umsatz lag bei 29,8 Mrd. CHF auf Vorjahresniveau, der Kerngewinn legt um 4% auf 11,3 Mrd. CHF zu. Der Gewinn der Pharmasparte wurde durch eine hohe Nachfrage nach neuen Medikamenten getragen, insbeson-

dere das Augenmedikament Vabysmo war wichtiger Wachstumstreiber.

Neues zu den Portfolio-Mitgliedern:

Alibaba Group Holding Ltd. Die chinesische Handelsplattform plant, in Europa stark zu wachsen. „Der innereuropäische Handel ist größer als der interkontinentale. Deshalb investieren wir in Europa“, sagte Kuo Zhang, Präsident des digitalen Großhändlers. In den vergangenen fünf Jahren habe sich das Geschäft weltweit beinahe verdreifacht. USA und Europa seien die wichtigsten Märkte. Weil es in den USA wegen Handelsbeschränkungen aber komplizierter werden könnte, schaut man jetzt verstärkt nach Europa. „Wir wollen unsere europäischen Verkäufer aggressiv digitalisieren.“ Außerdem verstärkt Alibaba seinen Einsatz von generativer künstlicher Intelligenz (KI) durch die Einführung einer Anwendung, die Händler auf seinen internationalen Großhandelsplattformen und verschiedenen Drittmarktplätzen unterstützen soll. Dieses neue Tool soll den Online-Kauf und -Verkauf von Waren verbessern. Im September wird die International Digital Commerce Group (AIDC) von Alibaba eine „KI-gestützte Conversational Sourcing Engine“ einführen, um den globalen Business-to-Business-E-Commerce zu vereinfachen. Der Total Return liegt aber immer noch unter den Erwartungen zurück und liegt z.Zt. bei 2,58% YTD. **Ping An Insurance (Group)** Chinas führende Unternehmen haben in diesem Jahr bisher eine Rekordsumme von 14 Mrd. \$ in Offshore-Wandelanleihen aufgenommen, um ihren künftigen Finanzierungsbedarf zu diversifizieren, während die Zinssätze hoch bleiben. Offshore-Wandelanleihen aus Festlandchina machten 22 % der weltweiten Transaktionen aus, wie aus Daten der LSEG hervorgeht, nachdem Ping An letzte Woche eine Transaktion über 3,5 Mrd. \$ abschloss. Der Aufschwung bei der Emission chinesischer Wandelanleihen lässt hoffen, dass sich

die Kapitalmarktaktivitäten allmählich beleben, insbesondere in Hongkong, wo die Zahl der Börsengänge den niedrigsten Stand seit 15 Jahren erreicht hat. Der bisherige Höchststand lag bei 10,9 Mrd. USD im Jahr 2021. „Wenn man sich die typische Reihenfolge vor Augen führt, in der die Märkte wieder geöffnet werden, sind es in der Regel Blöcke, primäre Aktien und Wandelanleihen, die den Anfang machen, und das letzte Produkt, das wieder geöffnet wird, sind Börsengänge“, sagte Saurabh Dinakar, Co-Leiter der globalen Kapitalmärkte im asiatisch-pazifischen Raum bei Morgan Stanley. „In den vergangenen zwei Jahren gab es bei keinem der Produkte eine Aktivität. Und offen gesagt fehlte es internationalen Anlegern an Überzeugung, in Hongkong und China zu investieren. Ich denke, was sich in den letzten drei Monaten geändert hat, ist, dass ein Teil des Vertrauens zurückgekehrt ist. Dinakar sagte, dass internationale Investoren wieder Interesse an den jüngsten chinesischen Geschäften gezeigt haben, nachdem sie den Markt verlassen hatten, als sich China von der Pandemie erholte. „Die Investoren wollen über China sprechen und verstehen, was in China vor sich geht. Der Dialog hat sich belebt. Es ist nicht so, dass sie überstürzt wieder einsteigen würden, denn es herrscht immer noch eine gewisse Vorsicht, aber zumindest gibt es einen Dialog, was vor 12 Monaten nicht der Fall war“, sagte er. Die Aktie von Ping An konnte die Jahreshochstände nicht halten und liegt mit einem Total Return (inkl. Dividende) von 0,78% YTD knapp über dem Stand am Jahresanfang. **Tencent Music Entertainment Group**, die führende Online-Musik- und Audio-Entertainment-Plattform in China, gab bekannt, dass Frau Linlin Chen aus persönlichen Gründen ihren Rücktritt von ihrer Position als Group Vice President des Unternehmens und anderen relevanten Funktionen mit Wirkung zum 30. September 2024 eingereicht hat. „Im Namen des Unternehmens möchten wir Frau Chen unseren Dank



für ihre engagierte Arbeit bei TME aussprechen. Wir schätzen ihre kontinuierliche harte Arbeit und ihr Engagement, das wesentlich zum Erfolg von Kugou Music, einer der führenden Musik-Streaming-Plattformen in China, beigetragen hat. Wir respektieren ihre Entscheidung und wünschen ihr alles Gute für ihre zukünftigen Unternehmungen“, sagte Herr Cussion Pang, Executive Chairman von TME. Der Kursanstieg von TME seit Anfang des Jahres konnte sich auf dem hohen Niveau behaupten. Der Total-Return (incl. Dividende) liegt bei imposanten +59,02% YTD. **Bausch Health Companies** gab Ergebnisse des zweiten Quartals 2024 bekannt. „Wir setzten unsere Dynamik im zweiten Quartal fort und lieferten unser fünftes Quartal in Folge ein Wachstum von Umsatz und bereinigtem EBITDA, was die Stärke unserer Produkte und unserer geografischen Präsenz unterstreicht und unsere Strategie untermauert. Wir konzentrieren uns weiterhin auf die Weiterentwicklung unserer F&E-Pipeline, die Stärkung unserer Bilanz und die Umsetzung unserer Strategien, um das Wachstum weltweit voranzutreiben. Ich bin stolz auf die harte Arbeit und die Leistungen unseres Teams, das sich unermüdlich für die Verbesserung der Gesundheit von Patienten weltweit einsetzt“, sagte Thomas J. Appio, Chief Executive Officer von Bausch Gesundheit. Die konsolidierten Gesamteinnahmen betragen 2,40 Milliarden US-Dollar für das zweite Quartal 2024, verglichen mit 2,17 Milliarden US-Dollar im zweiten Quartal 2023, ein Anstieg von 236 Millionen US-Dollar bzw. 11 %. Ohne die Auswirkungen von Wechselkursen in Höhe von 25 Millionen US-Dollar, Übernahmen in Höhe von 104 Millionen US-Dollar und Veräußerungen und Einstellungen in Höhe von 14 Millionen US-Dollar stieg der Umsatz organisch um 8% im Vergleich zum zweiten Quartal 2023. Die Aktie von Bausch Health kam nach Gerüchten um Liquiditätsprobleme stark unter Druck und hat nun eine Jahresperformance von -24,86%

YTD. **BOEING CO.** hat seinen neuen CEO ernannt, nachdem das Unternehmen einen Verlust von 1,4 Milliarden Dollar im zweiten Quartal bekannt gab. Boeing hat eine Reihe von Problemen, nachdem ein kommerzielles Flugzeug der Alaska Airlines - ein 737 Max 9 Jet - im Januar während des Fluges ein Panel durchgebrannt war. Robert Kelly Ortberg steht nun als neuer CEO von Boeing vor einer langen Aufgabenliste: die Verbesserung der Qualität und die Stabilisierung der Produktion von Verkehrsflugzeugen, die Wiederherstellung der Beziehungen zu Kunden und Aufsichtsbehörden und die Aufrechterhaltung des Kreditratings oberhalb des Ramschbereichs. Der 64-jährige Veteran der Luft- und Raumfahrtbranche hat sich aus dem Ruhestand zurückgezogen, um ab dem 8. August die Leitung von Boeing zu übernehmen, und wird auch in den Vorstand des Unternehmens einziehen, nachdem sich der traditionsreiche Flugzeughersteller zugegeben hat, die US-Aufsichtsbehörden in Bezug auf ein Flugkontrollsystem getäuscht zu haben. Ortberg hatte eine Reihe von Spitzenpositionen bei dem Avionikhersteller Rockwell Collins inne, wo er bis zum 30-Milliarden-Dollar-Verkauf an United Technologies fünf Jahre lang als Chief Executive tätig war. Der Vorstand wählte ihn vor anderen potenziellen Kandidaten aus, darunter Stephanie Pope, die zu Beginn dieses Jahres die Leitung des zivilen Flugzeuggeschäfts von Boeing übernommen hat. Die Aktie von Boeing versucht nach den Rückschlägen der letzten Monate nach einer Bodenbildung den Rebound. Uns verbleibt z.Zt. ein Plus von +4,01% auf unseren Einstandskurs. **Bristol-Myers Squibb** und drei andere US-Pharmaunternehmen, die an den ersten US-Verhandlungen über die Preise für das Medicare-Programm beteiligt sind, sagten, sie erwarteten keine wesentlichen Auswirkungen auf ihr Geschäft, nachdem sie vertrauliche Preisvorschläge der Regierung für ihre Medikamente gesehen hatten, die 2026 in Kraft treten werden. Spit-

zenmanager von Bristol Myers, Johnson & Johnson, AbbVie und AstraZeneca, erläuterten ihre neu gewonnenen Erkenntnisse in vierteljährlichen Telefonkonferenzen. Das US-Gesundheitsprogramm Medicare gibt jährlich Milliarden von Dollar für Medikamente für 66 Millionen Menschen im Alter von 65 Jahren und älter oder mit Behinderungen aus. Es wird erwartet, dass es bis zum 1. September eine Senkung der Listenpreise um mindestens 25 % für 2026 ankündigt. Im Rahmen des Inflation Reduction Act von Präsident Joe Biden, der 2022 in Kraft trat, war die Medicare-Behörde verpflichtet, die 100 teuersten Medikamente im Programm zu ermitteln und 10 für die Preisverhandlungen auszuwählen, die letztes Jahr begannen. Chris Boerner, CEO von Bristol Myers, sagte das Unternehmen sei zunehmend zuversichtlich, dass es die Auswirkungen des IRA auf den Blockbuster-Blutverdünner Eliquis, den es sich mit Pfizer PFE.N teilt, bewältigen könne, nachdem es den Regierungspreis gesehen habe. Dennoch wiederholte Boerner zusammen mit dem CEO von AbbVie die Bedenken der Industrie, dass die Regierung im Rahmen des Programms „Preise festlegt“ und dass diese Praxis der Innovation schaden würde. Die Aktie von Bristol-Myers quittiert diese Unsicherheiten z.Zt. noch mit Rückgängen und zeigt eine Performance von -11,27% auf unseren Einstandskurs. Der italienische Ölmulti **Eni SpA** wird die Boden- und Luftflotte von Poste Italiane mit Biokraftstoffen von Enilive, dem auf Mobilitätsdienstleistungen und -produkte spezialisierten Unternehmen von Eni, ausrüsten. Dies beschleunigt Poste Italiane auf dem Weg zur Energiewende und Kohlenstoffneutralität, die sie sich für das Jahr 2030 als Ziel gesetzt hat. Giuseppe Lasco, Generaldirektor von Poste Italiane, und Giuseppe Ricci, Energy Evolution Chief Operating Officer bei Eni, haben eine Absichtserklärung zur Lieferung von Biokraftstoffen unterzeichnet, die durch die Verarbeitung von Abfällen wie Altpeiseölen, Tierfetten und Nebenpro-



dukten aus der Agrar- und Ernährungsindustrie entstehen. Für den Luftverkehr umfasst die Zusammenarbeit die Lieferung von JET A1+Eni Biojet an ausgewählten nationalen Flughäfen in Italien. Die SAF-Komponente (Sustainable Aviation Fuel) des Kraftstoffs wird von Enilive aus 100% biologischen Quellen hergestellt und kann bis zu 50% mit konventionellem Düsenkraftstoff gemischt werden. „Diese Zusammenarbeit mit Enilive markiert ein neues Kapitel in unserer Integration von ESG-Prinzipien in unsere Geschäftsstrategie“, sagte Giuseppe Lasco, Generaldirektor von Poste Italiane. „Sie ermöglicht die Flotte, die die größte des Landes ist, mit Biokraftstoffen zu betreiben, eine Lösung, mit der wir unseren Verbrauch an fossilen Brennstoffen immer schneller reduzieren können. Die Vereinbarung unterstützt unsere Umweltpolitik und trägt zur Verringerung unseres CO₂-Fußabdrucks und so zum grünen Wandel der Wirtschaft bei.“ Das und der weiterhin stagnierende Ölpreis kann dem Aktienkurs z.Zt. nicht auf die Sprünge helfen. Es bleibt eine Performance von aktuell von +1,13% auf unseren Einstandskurs. Die niederländische Investmentgruppe **Prosus NV** wird eine Finanzierungsrunde in Höhe von 100 Millionen Dollar für BlueStone, ein Omnichannel-Schmuck-Startup, leiten. Es wird erwartet, dass BlueStone mit dieser Runde einen Wert von ca. 960 Millionen US-Dollar erreicht, was mehr als eine Verdoppelung der Bewertung von 440 Millionen US-Dollar im September 2023 bedeutet. Die Finanzierungsrunde wird sowohl primäre als auch sekundäre Aktienverkäufe umfassen. Risikokapitalfirmen wie Peak XV Partners, Steadview Capital und Think Investments werden sich wahrscheinlich ebenfalls beteiligen. Wenn diese Finanzierungsrunde abgeschlossen wird, folgt sie auf die jüngste Kapitalerhöhung des Lebensmittel-Lieferdienstes Zepto in Höhe von 665 Millionen Dollar bei einer Bewertung von 3,6 Milliarden Dollar und unterstreicht das anhaltende Inter-

esse der Investoren an indischen Start-ups, auch wenn die Branche insgesamt weniger Abschlüsse verzeichnet. Für Prosus ist dies die erste Investition in der Spätphase seit Mitte 2022. Zuvor hatte sich Prosus auf Serie-A-Investitionen in Unternehmen wie Spotdraft und Virgio konzentriert und gleichzeitig Portfolio-Startups wie Urban Company und Captain Fresh unterstützt. Ausserdem setzt Prosus sein Rückkaufprogramm fort. Man hat für den Zeitraum zwischen dem 1. Juli 2024 und dem 5. Juli 2024 4.091.604 Prosus-Aktien zu einem Durchschnittspreis von 33,0363 € pro Aktie für einen Gegenwert von insgesamt 135.171.609 € zurückgekauft. Das hilft natürlich auch dem Aktienkurs. Der liegt z.Zt. mit einem erfreulichen Ergebnis von +19,51% YTD. Das deutsche Sportartikelunternehmen **PUMA SE** ist stolz darauf, die Einführung der PUMA x PORSCHE-Kollektion bekannt zu geben, eine Hommage an das 50-jährige Jubiläum des legendären Porsche 911 Turbo. Diese Kollektion fängt die Essenz des Erbes und der Retro-Ästhetik ein und zelebriert die anhaltende Kraft der Familie und die zeitlose Attraktivität des Porsche 911 Turbo. Jedes Teil der Kollektion ist so gestaltet, dass es die Emotionen und den Stolz, die mit dem Porsche 911 Turbo verbunden sind, hervorruft. Die PUMA x PORSCHE Kollektion zeigt Twill-Jacken, Flanellhemden und eine unverwechselbare Tartan-Grafik, die von der Innenausstattung des allerersten Porsche 911 Turbo aus dem Jahr 1974 inspiriert ist. Zusätzlich setzten die Sportbekleidungsmarken wie Adidas, Puma und ihr US-Rivale Nike weiter darauf, dass sich die Verbraucher in diesem Sommer dank Sportereignissen wie der UEFA Euro 2024 und den Olympischen Spielen in Paris mehr mit Sport beschäftigen und ihre Produkte kaufen. Vor allem der wachsende Absatz von Fußballschuhen und -bekleidung trug dazu bei, dass der Bekleidungsumsatz im 2.Quartal durchschnittlich um 6 % stieg, der erste Anstieg seit langem. Die Puma-Aktie selbst

bleibt noch hinter den Erwartungen bei einem Ergebnis von z.Zt. -2,85% gegenüber unserem Einstandskurs. **STMicroelectronics N.V.** gab die vollständigen Einzelheiten seines Aktienrückkaufprogramms bekannt. Das Programm wurde durch einen Aktionärsbeschluss vom 22. Mai 2024 und durch den Aufsichtsrat genehmigt. Der Rückkauf bezog sich auf 331.940 Stammaktien (entsprechend 0,04% des ausgegebenen Aktienkapitals) am geregelten Markt der Euronext Paris im Zeitraum vom 22. Juli 2024 bis zum 26. Juli 2024 gewichteten durchschnittlichen Kaufpreis je Aktie von 34,5040 EUR und zu einem Gesamtpreis von 11.453.255,84 EUR. Zweck dieser Transaktionen war die Erfüllung von Verpflichtungen aus Aktienoptionsprogrammen oder sonstigen Zuteilungen von Aktien an Mitarbeiter oder Mitglieder der Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgane des Emittenten oder eines verbundenen Unternehmens. Die Aktie bleibt durch die allgemein schwachen Entwicklungen der Tech-Aktien deutlich hinter den Erwartungen zurück und zeigt eine Performance von z.Zt. -27,57% gegenüber dem Einstandskurs. Das britischen Öl- und Gasexplorationsunternehmens **Tullow Oil** plant für 2024 eine Steigerung der Ölproduktion in aktiven Feldern in Ghana und Gabun und bereitet für 2025 Erkundungsbohrungen in der Elfenbeinküste vor. Tullow Oil hat sich der verantwortungsvollen Erschließung von Erdöl- und Erdgasvorkommen in Afrika verschrieben und trägt mit seinem Portfolio auf dem gesamten Kontinent nicht nur zur Sicherung der Energieversorgung bei, sondern schafft auch wirtschaftliche Möglichkeiten für die Gemeinden vor Ort. Der CEO von Tullow Oil, Rahul Dhir, wird auf der diesjährigen African Energy Week (AEW) sprechen: AEW ist Afrikas größte Energieveranstaltung, die vom 4. bis 8. November in Kapstadt stattfindet. Operative Exzellenz, Kapitaleffizienz und Unternehmenswachstum stehen im Mittelpunkt der Aktivitäten des Unternehmens, das sich



auf die Maximierung der Produktion in den produzierenden Feldern und die Bewertung neuer Entwicklungsmöglichkeiten konzentriert, um das Wirtschaftswachstum in den Ländern zu unterstützen. Tullow plant, die Fördermenge in den nächsten Jahren durch ein laufendes Infill-Bohrprogramm aufrechtzuerhalten. In den letzten drei Jahren wurden 1 Milliarde Dollar in das Projekt Jubilee South East investiert, wodurch bisher unerschlossene Reserven in Produktion gebracht werden konnten. Im Jahr 2024 sollen fünf neue Bohrungen - drei Produktions- und zwei Wasserinjektionsbohrungen - in Betrieb genommen werden. Das zweite Tiefseeprojekt von Tullow in Ghana ist das TEN-Feld, das 2016 in Betrieb genommen wird. Die positiven Meldungen konnten der Aktie aber nicht helfen, es bleibt ein Ergebnis von -21,63% YTD. **Volkswagen Vz.** Markenchef Thomas Schäfer fordert angesichts gestiegener Kosten und des steigenden Anteils von Elektroautos verstärkte Sparmaßnahmen. „Wir müssen unsere Fixkosten noch weiter senken, um in diesem schwierigen Marktumfeld nachhaltig auf Kurs zu bleiben“, sagte Schäfer bei der Vorlage der Geschäftszahlen zum ersten Halbjahr. Zwar hätten vor allem Sondereffekte wie die Kosten für Abfindungen in Höhe von 900 Millionen Euro den Gewinn belastet. Ohne diese Sondereffekte hätte die Markengruppe Core, zu der neben Volkswagen auch Skoda und Seat/Cupra gehören, eine Rendite von sechs Prozent geschafft. „Unter Berücksichtigung zukünftig höherer Anteile von Elektrofahrzeugen mit derzeit niedrigeren Margen dürfen wir mit dem Ergebnis nicht zufrieden sein.“ Die Markengruppe erwirtschaftete von Januar bis Juni Erlöse von 69,1 Milliarden Euro, das sind 0,4 Prozent mehr als im Vorjahr. Der Betriebsgewinn sank dagegen um 8,2 Prozent auf 3,5 Milliarden Euro, die Rendite ging einschließlich der Einmalbelastungen auf fünf Prozent zurück. Dabei spielten unter anderem höhere Personalkosten nach der Tarifsteigerung, die Rückstellungen für die

Abfindungen und die Hochlaufkosten für neue Modelle eine Rolle. Dies habe der höhere Fahrzeugabsatz nicht ausgleichen können. Das Unternehmen brachte im ersten Halbjahr eine Reihe neuer Autos auf den Markt, darunter die Neuauflage des Tiguan, des Golf, des T-Cross sowie den elektrischen Kombi ID.7. Das belastete zunächst das Ergebnis, in den kommenden Monaten sei aber mit steigenden Erträgen zu rechnen, hieß es. VW-Chef Oliver Blume hatte ebenfalls verstärkte Sparanstrengungen angeordnet. Die strategischen Entscheidungen beim Sparprogramm seien getroffen. „Jetzt geht es um Kosten, Kosten, Kosten.“ Einsparungen solle unter anderem eine engere Zusammenarbeit der Marken bringen. Die Volkswagen Vorzugsaktien zeigten sich mit einem Total Return von -9,03% seit Anfang des Jahres weiter als Underperformer.

Kurzbeschreibung der Portfolio-Mitglieder

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

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

Boeing Company ist ein Luft- und Raumfahrtunternehmen mit Sitz in Arlington, Vir-

ginia. Das Unternehmen ist in drei Segmenten tätig: Commercial Airplanes (BCA), Defense, Space & Security (BDS), Global Services (BGS). Das Segment BCA entwickelt, produziert und vermarktet Verkehrsflugzeuge für die kommerzielle Luftfahrtindustrie weltweit. Die Familie der produzierten Verkehrsflugzeuge umfasst die Typen 737, 767, 777 und 787. Gemeinsam mit dem europäischen Wettbewerber Airbus bildet der Konzern das Duopol für Großraumflugzeuge.

Bristol-Myers Squibb Company ist ein biopharmazeutisches Unternehmen mit Sitz in New York City, das sich mit der Entdeckung, Entwicklung und Lieferung fortschrittlicher Medikamente befasst. Es bietet Produkte für verschiedene therapeutische Klassen an, darunter Onkologie, Hämatologie, Immunologie, Herz-Kreislauf- und Neurowissenschaften. Seine pharmazeutischen Produkte umfassen chemisch synthetisierte oder niedermolekulare Arzneimittel, Produkte, die aus biologischen Prozessen hergestellt werden, sogenannte Biologika und chimäre Antigenrezeptor-(CAR-T-)Zelltherapien. Das 2022 erwirtschaftete BMS einen weltweiten Jahresumsatz von 46,2 Mrd. USD.

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 Jahresumsatz 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, kundenspezifische 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.

Grafik 20

ICM InvestmentBank AG UNABHÄNGIGER VERMÖGENSVERWALTER		15er Aktienportfolio					Auslastung:	87%	01.08.24			
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	78,84	2,58%	-70,14%	B-
2	BHC.DF	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	ADC	18.05.22	8,376	6,03	-24,86%	-28,01%	B-
3	BA	BOEING CO/d	Industrials	US0970231058	USD	NYQ	17.05.24	183,25	190,60	-26,88%	4,01%	A-
4	BMJ	BRISTOL MYERS /d	Healthcare	US1101221083	USD	NYQ	28.03.24	53,60	47,56	-7,31%	-11,27%	A-
5	ENI.MI	ENI/d	Energy	IT0003132476	EUR	MIL	28.03.24	14,60	14,76	-3,82%	1,13%	A
6	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	34,10	-3,54%	-63,80%	B
7	PRX.AS	PROSUS/d	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	33,94	32,26	19,51%	-4,97%	B
8	PUMG.DE	PUMA	Consumer Cyclical	DE0006969603	EUR	GER	05.01.24	47,00	45,66	-9,62%	-2,85%	A
9	ROG.S	ROCHE HOLDING /d	Healthcare	CH0012032048	CHF	SWX	16.07.24	257,10	285,80	16,89%	11,16%	A+
10	STM.MI	STMICROELEC.N./d	Technology	NL0000226223	EUR	MIL	24.01.24	42,17	30,54	-32,49%	-27,57%	A
11	TME.DF	TENCENT MUSIC/d	Technology	US88034P1093	USD	ADC	06.04.21	20,07	14,19	57,52%	-29,32%	D+
12	TLW.L	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	Gbp	LSE	27.09.19	83,59	30,50	-21,63%	-63,51%	B
13	VOWG_p.DE	VOLKSWAGEN VZ	Consumer Cyclical	DE0007664039	EUR	GER	13.03.24	112,49	101,70	-9,03%	-9,59%	A-
14												
15												
			Aktiendepot in €	MSCI in €								
Performance in 2017			24,84%	5,50%								
Performance in 2018			-9,56%	-5,92%								
Performance in 2019			16,53%	27,49%								
Performance in 2020			-3,15%	11,86%								
Performance in 2021			10,88%	30,73%								
Performance in 2022			9,03%	-15,12%								
Performance in 2023			20,61%	18,25%								
Performance in 2024 (YTD)			6,67%	14,91%								



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

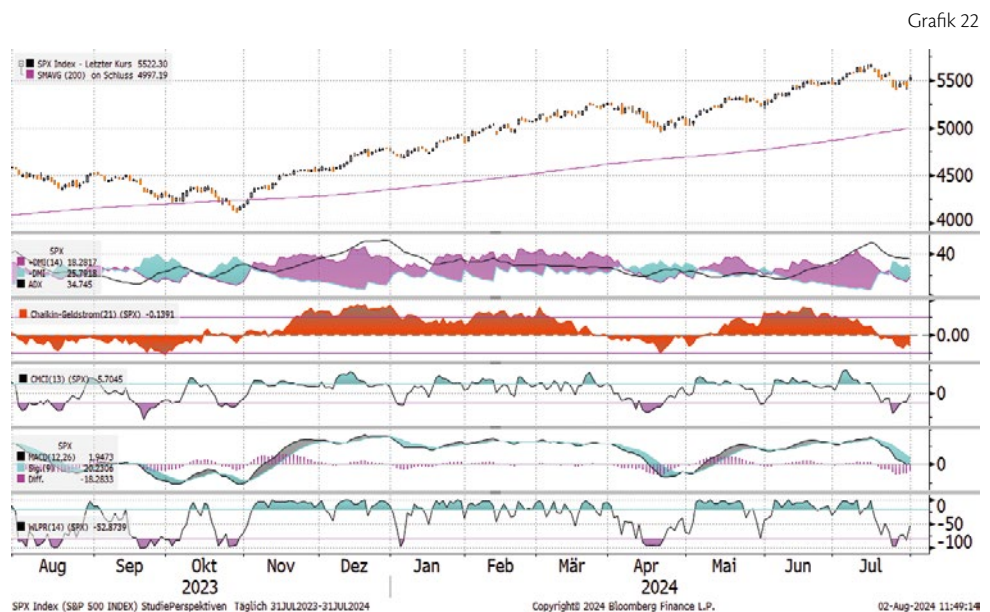
Grafik 21

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

Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S&P500 Index konnte Aufwärtstrend seit Ende April nicht fortsetzen. Der Supportbereich liegt bei ca. 5.000 Punkten, genau bei der 200 Tage Line bei 4.997 Punkten. Der ADX Indikator ist uneinheitlich und zeigt erste Schwächesignale. Der Geldstromindex zeigt seit langem wieder deutliche Mittelabflüsse. Der Commodity-Channel-Index hat sich aus dem überverkauften Bereich wieder in den neutralen Bereich bewegt. Der MACD hat aber auf hohem Niveau nach unten gedreht und ist negativ. Der William %R Oszillator ist wieder neutral.

Ergebnis: negativ



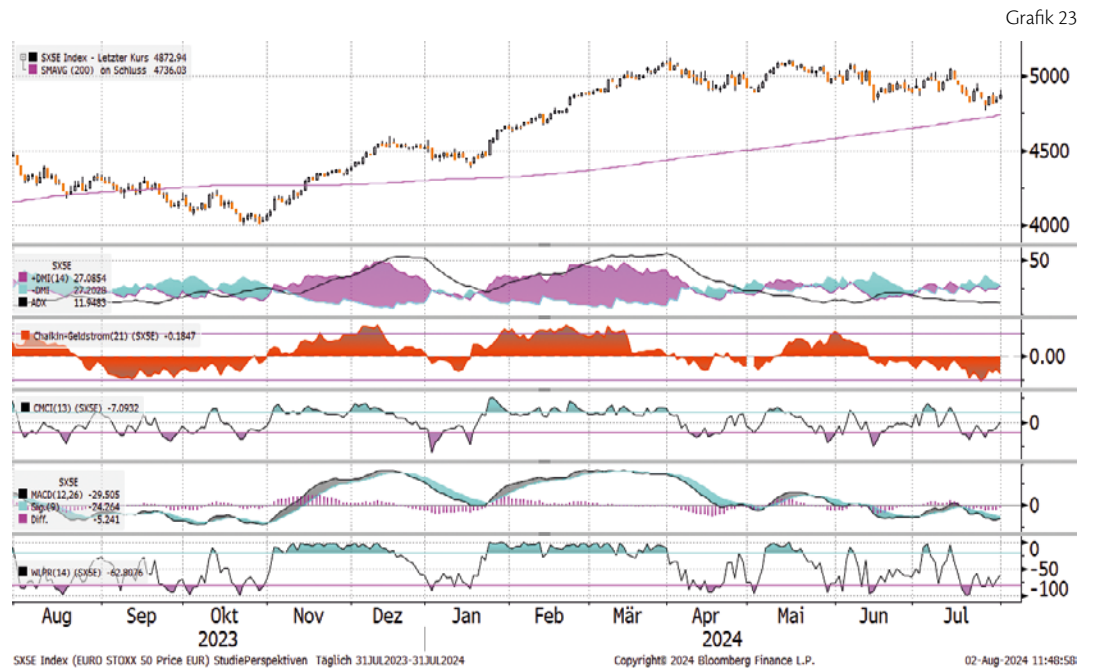
Grafik 22



EuroStoxx 50 - Kursindex

Der EuroStoxx50-Index konnte nach langen Versuchen die 5.000 Marke nicht nachhaltig hinter sich lassen und zeigt beginnende Schwäche. Die 200 Tage Line bei 4.736 ist der erste Supportbereich, aber schon sehr nahe. Der ADX Indikator zeigt sich uneinheitlich. Der Geldstromindex zeigt weiter Mittelabflüsse. Der Commodity-Channel-Index bewegt sich aus der überverkauften Zone ist nun neutral. Der William %R Oszillator zeigt sich neutral.

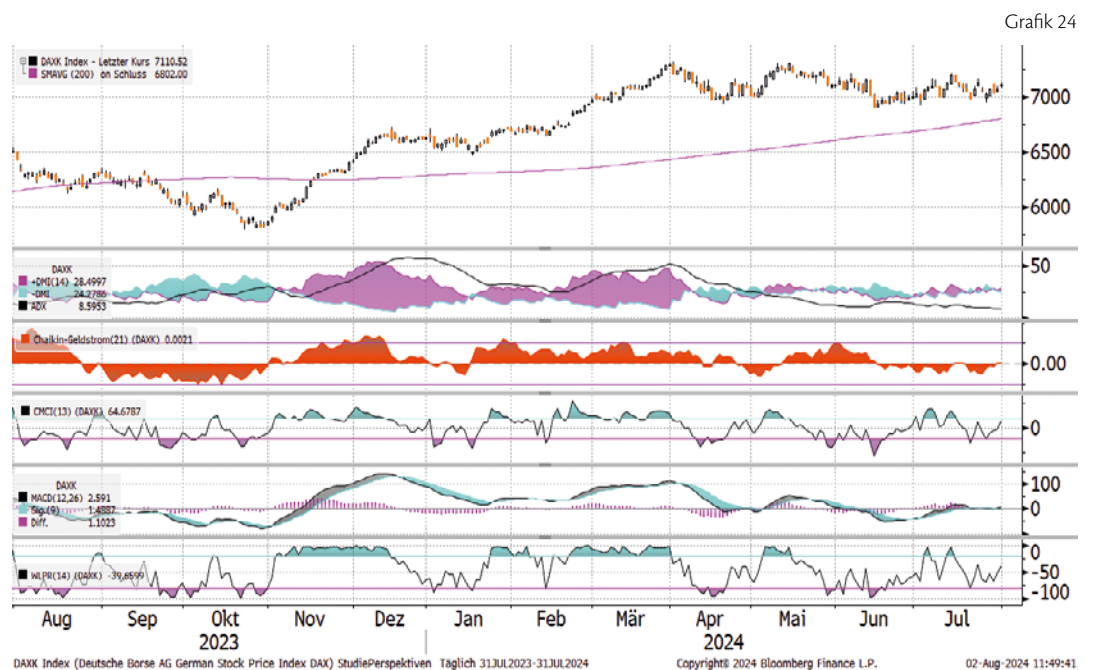
Ergebnis: neutral/negativ



DAX40 – Kursindex

Der DAX40-Kursindex konnte sein Doppeltop bei ca. 7.320 Punkten nicht noch einmal erreichen. Die erste Unterstützungslinie ist die 200 Tage Linie bei 6.802 Punkten. Der ADX Indikator ist seit Mitte April neutral. Der Geldstromindex zeigte im Juli Mittelabflüsse und ist jetzt neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide neutral. Der MACD Indikator absolut flach und neutral.

Ergebnis: neutral/negativ

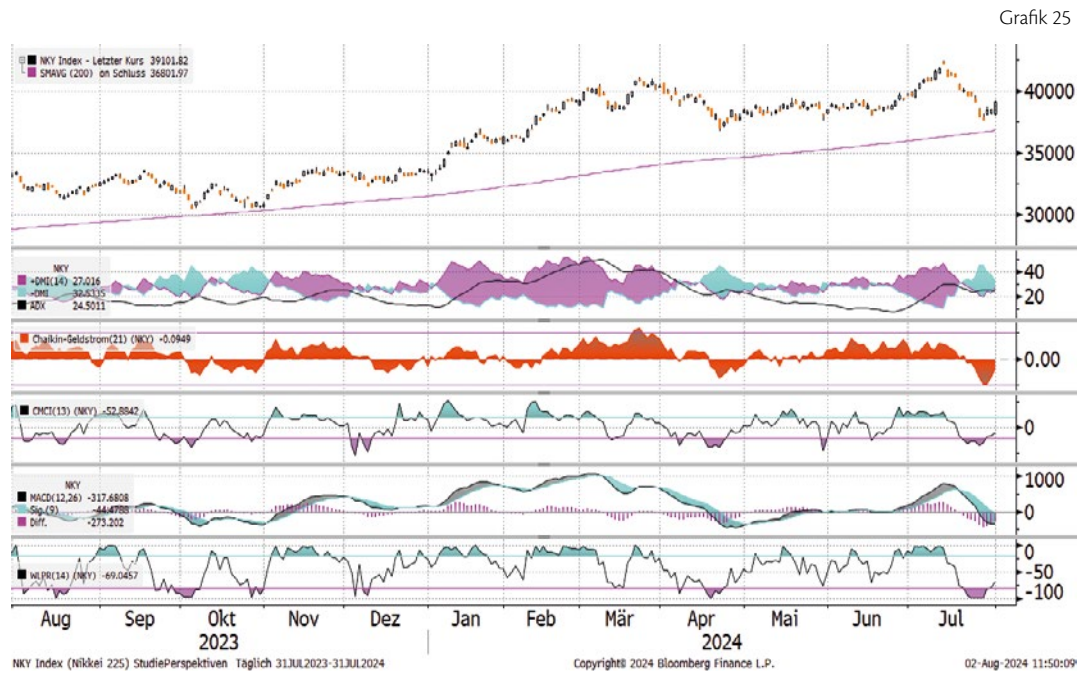




Nikkei 225 - Kursindex

Der japanische Markt konnte im Juli neue Höchststände erreichen, fiel danach aber deutlich zurück. Die 200 Tage Linie bei ca. 36,800 Punkten ist die nächste große Unterstützung. Der ADX-Indikator ist uneinheitlich und negativ. Der Money-Flow-Index zeigt seit Mitte Juli deutliche Mittelabflüsse. Der MACD könnte bald ein leichtes Kaufsignal geben, ist aber noch negativ. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide leicht aus der überverkauften Zone in den neutralen Bereich zurückgekommen.

Ergebnis: negativ



Hang Seng – Kursindex

Der chinesische Markt konnte die 20.000 Marke nicht erreichen und zeigte danach einen leichten Abwärtstrend. Die 200 Tage Linie 17.172 Punkten ist unmittelbarer Support. Der ADX Indikator zeigt sich negativ. Der Money-Flow-Index zeigt im Juni und Juli durchgehend Nettoverkäufe. Der MACD ist weiter auf dem Weg nach unten und gibt noch kein positives Signal. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator geben beide neutrale Signale aus dem überverkauften Bereich.

Ergebnis: neutral/negativ





FED und BoJ – wie unerwartete Änderungen in der Notenbankpolitik den Kapitalmarkt beeinflussen

Die Bank von Japan überraschte die Märkte Anfang August mit dem aggressivsten Signal seit Jahrzehnten. Die wichtigsten geldpolitischen Änderungen waren wie folgt:

- Der Leitzins wurde von 0 - 0,1 % auf rund 0,25 % angehoben. Die Abstimmung im EZB-Rat fiel mit 7:2 Stimmen für diesen Schritt aus.
- Die Käufe von Staatsanleihen werden bis März 2026 auf rund 3 Billionen Yen reduziert, gegenüber dem bisherigen Tempo von rund 6 Billionen Yen. Die Reduzierung erfolgt schrittweise um etwa 400 Milliarden Yen pro Quartal. Die Käufe von Unternehmensanleihen werden in gleichem Umfang beibehalten.

Der Schritt der BoJ, sowohl die Ankäufe von Vermögenswerten zu reduzieren (das war

gut angekündigt) als auch die Zinssätze zu erhöhen, ist das aggressivste geldpolitische Signal, das wir seit Jahrzehnten gesehen haben. Dies war auch eine negative Überraschung von den konservativen Teilnehmern der geldpolitischen Sitzung vom Juni, die wir damals als noch ein weitestgehendes Beibehalten der bisherigen Politik interpretierten. Damals schien die BoJ die Aussicht auf einen aggressiven Straffungsprozess zu verwerfen.

Forward Overnight Index Swaps haben sich entsprechend angepasst. Zu Beginn des Jahres rechneten sie nur mit einem Leitzins von 0,15 % bis Ende 2024 und 0,4 % bis Ende 2025. Diese Erwartungen wurden deutlich nach oben korrigiert, so dass der Markt nun davon ausgeht, dass der Leitzins bis Ende 2025 bei 0,6 % liegen wird. Auf der anderen Seite des Pazifiks deutete die Pressekonferenz des Vorsitzenden der US-Notenbank Jerome Powell Ende Juli darauf hin, dass die Fed endlich auf eine Lockerung der Geldpolitik zusteuert. Schwerpunkt dabei bleibt die Beobachtung des Arbeitsmarkts.

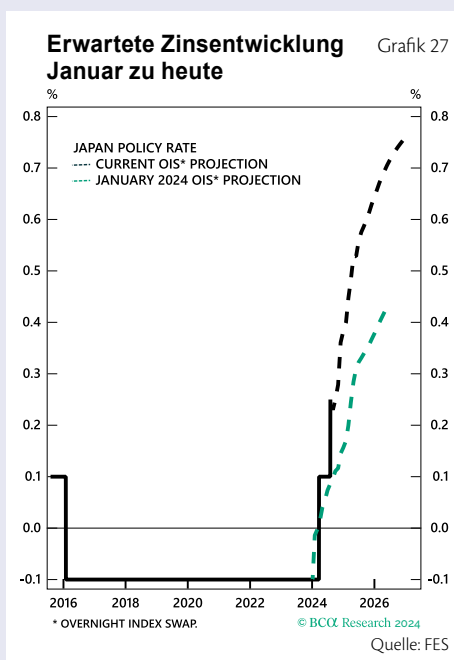
Aus dem Ausblick für die japanische Wirtschaftstätigkeit und der Preisentwicklung können wir drei Hauptgründe für die restriktive Haltung der BoJ ableiten:

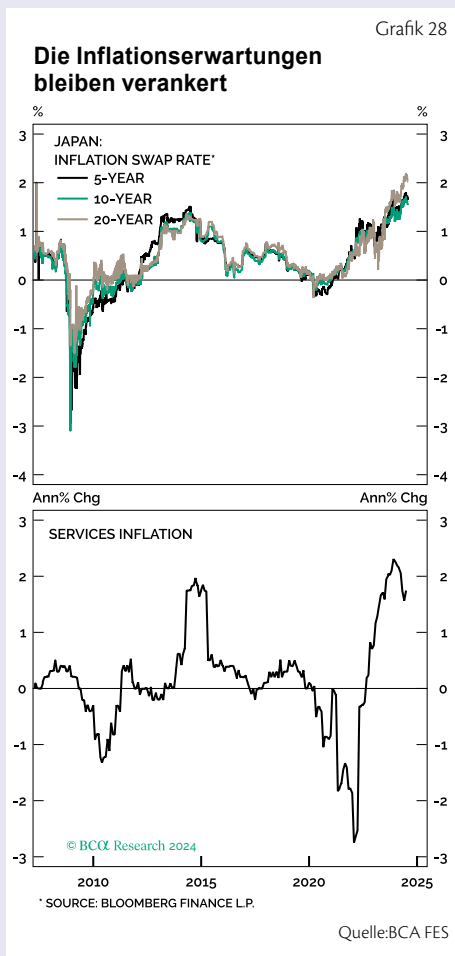
Der erste ist die Anhebung ihrer Inflationsprognose für 2025 von 1,9 % auf 2,1 %. Die Prognose für 2026 wurde bei 1,9 % belassen. Derzeit liegt die Kerninflation in Japan bei 2,6 % und die Inflationsswaps mit einer Laufzeit von 10 Jahren zeigen mit 1,5 % ein Niveau noch unter der Zielvorgabe der BoJ,

aber sie steigen stetig an. Da die Kerninflation über dem Zielwert liegt und sich die Inflationserwartungen verfestigen, ist die BoJ offensichtlich der Meinung, dass sie genügend Anlass hat, um ihren ultra-akkommodierenden Kurs zu beenden. Ein Beleg für eine hartnäckige Inflation ist, dass der Verbraucherpreisindex für Dienstleistungen zum ersten Mal seit November 2023 gestiegen ist und nun bei 1,7 % liegt.

Als zweiten Grund kann man anführen, dass der große potenzielle Anstieg des Lohnwachstums, der bei der Shunto-Lohnrunde im Frühjahr 2024 ausgehandelt wurde, nun von größeren Unternehmen auf kleinere und mittlere Unternehmen übergreift. Die Reallöhne bleiben insgesamt negativ, was bislang zu einem schwachen Verbrauch der privaten Haushalte geführt hat. Ein positiver Aspekt für die Haushalte ist jedoch, dass sich die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten recht gut gehalten hat, was die Vermutung stützt, dass die Haushalte ihre Ausgaben aufgrund der höheren Preise einschränken, der allgemeine Lohnanstieg jedoch die Kernaussgaben für den Wohnungsbau stützte.

Der dritte Grund ist, dass offensichtlich ein gewisser politischer Druck auf die BoJ ausgeübt wurde, die Zinssätze zu erhöhen. Toshimitsu Motegi, der Generalsekretär der Liberaldemokratischen Partei, hatte sich lautstark geäußert, dass die BoJ einen deutlich restriktiveren Kurs in der Geldpolitik einschlagen soll. Er argumentierte, dass die höheren Preise in der japanischen Wirtschaft





den Konsum einschränken. Aus Sicht der BoJ ist jeder Hinweis auf eine Mini-Lohninflationsspirale ein ausreichender Beweis, um die expansive Geldpolitik unabhängig von politischen Einflüssen einzuschränken. Auf dieser Grundlage würde sich rechtfertigen lassen, die Kaufprogramme deutlich zu reduzieren, nicht aber die Zinsen zu erhöhen.

Die Fed ihrerseits beließ die Zinssätze vorerst in der Warteschleife, aber die Botschaft war eindeutig positiv für Zinssenkungen. Nach dem Kursrutsch sollten sie schneller folgen. Der Großteil der BoJ-Bestände entfällt auf Anleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren und mehr, so dass eine heimliche Li-

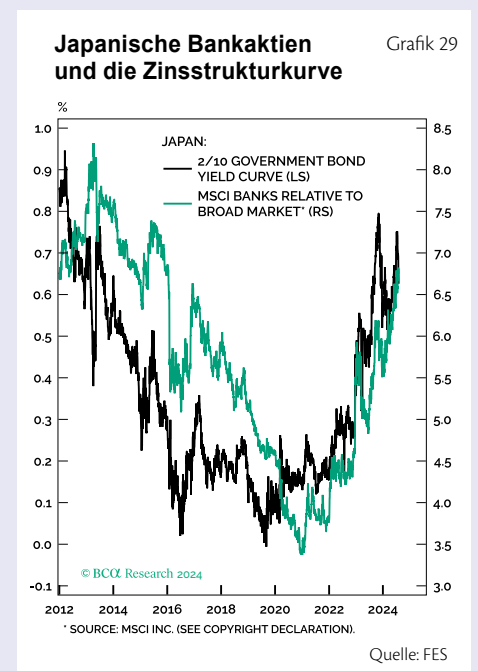
quidierung dieser Vermögenswerte möglicherweise zu einer Versteilerung der Renditekurve führen könnte. Schon in den vergangenen Tagen waren steigende lange Renditen bei den JGBs die erste Auswirkung der heutigen Ankündigung des Tapering⁵.

Dies wurde auch durch den Kursanstieg der japanischen Bankaktien bestätigt, die den längerfristigen Zinsanstieg mitvollzogen haben. In Japan, wie auch in Europa, wird der Großteil der Finanzierungen von Banken getätigt, so dass die Renditekurve traditionell ausschlaggebend für die Kreditvergabe der Banken und deren wirtschaftliche Gesundheit ist.

Schließlich ist Japan nach wie vor der größte Halter von US-Schatzpapieren. Lebensversicherer sind einer der größten Besitzer von nichtjapanischen Staatsanleihen, und ihre Quote an Währungsabsicherungen liegt bei fast 50 %. Eine Kombination aus höheren langfristigen Renditen in Japan, einem unattraktiven Absicherungsverhältnis für japanische Unternehmen bei Auslandsinvestitionen und einem stärkeren Yen, der eher durch andere Faktoren als durch eine restriktive BoJ bedingt ist, wird zu einer Rückführung von Kapital nach Japan führen. Dies wird auch zu einem Anstieg der Laufzeitprämien für globale Anleihen führen. Wenn die Weltwirtschaft bis Dezember 2024 nicht in eine deutliche Rezession gerät, ist eine weitere Zinserhöhung der BoJ sehr wahrscheinlich. Angesichts der Situation dürfte die BoJ die Zinssätze allerdings nicht so aggressiv anheben, zumal wir eine beginnende Schwäche in der heimischen Wirtschaft sehen. Die Botschaft von Gouverneur Kazuo Ueda ist, dass er von Daten abhängig ist.

Für Investoren ergeben sich folgende Empfehlungen:

- Japanische Staatsanleihen bleiben weiterhin untergewichtet. Die letzte Notenbank-sitzung deutet darauf hin, dass die BoJ weiterhin an einer straffen Politik festhält, während andere Zentralbanken eine Lockerung der Geldpolitik in Erwägung ziehen.
- Es ist noch daher nicht zu spät, den Yen zu kaufen. Wir sind bei EUR/JPY und CHF/JPY tendenziell auf der Shortseite. Der Yen ist nach wie vor die am stärksten unterbewertete Währung in den G10-Staaten. Vorerst werden sich die Zinsdifferenzen wahrscheinlich zugunsten des Yen verschieben.
- Die japanischen Banken werden weiterhin von einer Versteilerung der Zinsstrukturkurve profitieren. Noch wichtiger ist, dass die BoJ die Begrenzung der längerfristigen Anleiherenditen aufhebt, was die Kreditvergabe der Banken an Haushalte und Unternehmen fördern könnte.



⁵ Im Kontext der Finanzwirtschaft bedeutet Tapering eine Reduktion expansiver Geldpolitik bzw. eine Rückführung oder Beendigung der Niedrigzinspolitik durch die jeweilige Zentralbank. Meist handelt es sich dabei um eine Verminderung der Quantitativen Lockerung, die auch als Quantitative Tightening bezeichnet wird, also eine Reduktion der Staatsanleihenkäufe, manchmal auch um eine Anhebung des Leitzinses oder um einen Verkauf von Staats- und Unternehmensanleihen sowie von Aktien und anderen Wertpapieren als Maßnahmen zur Einleitung einer restriktiven Geldpolitik.



Anleihen: Es wird selektiv.w

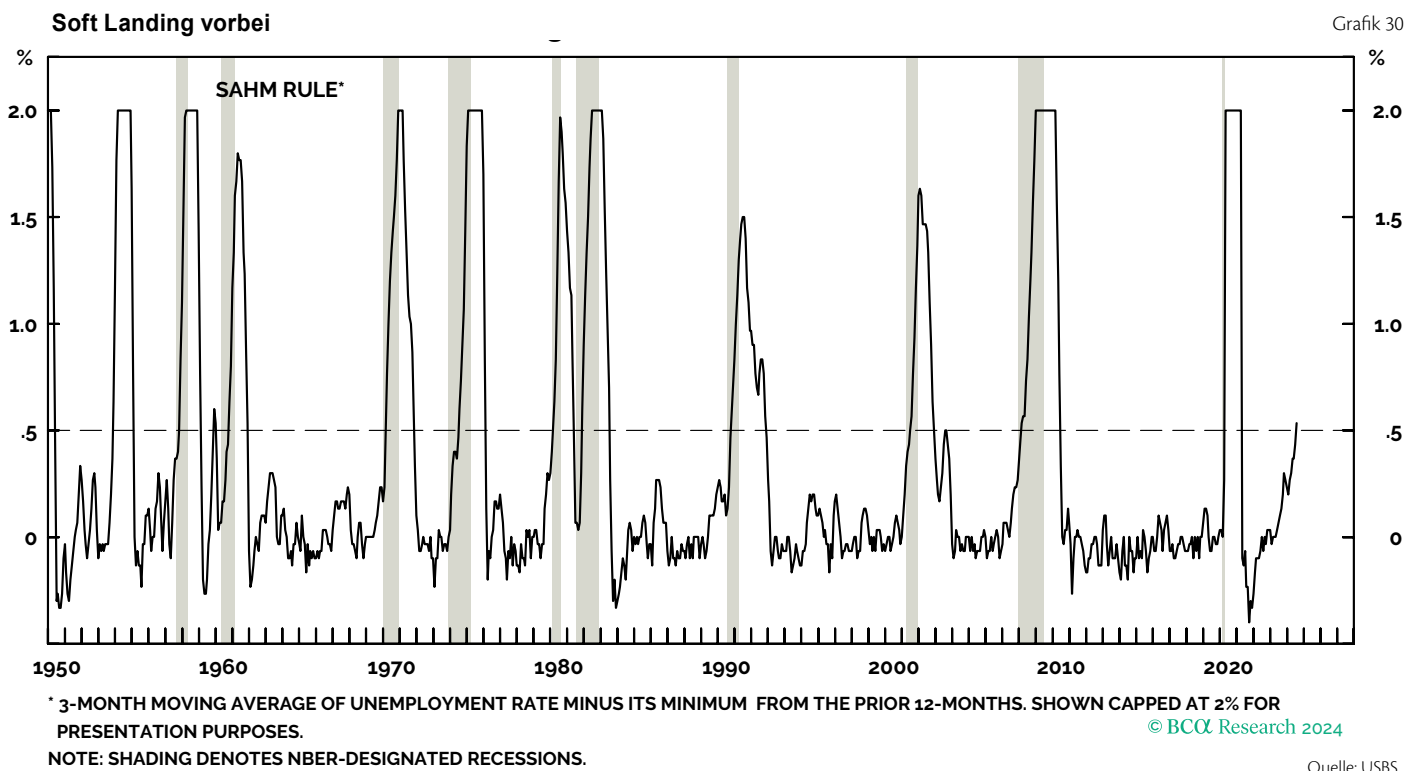
Wir stehen bereits in einer Normalisierungsphase der derzeit noch immer inversen Zinsstrukturkurve. Ausgehend von kurzen Zinsen, die gravierend höher liegen als ihre langen Pendanten, fragt sich, welcher Teil der Kurve sich wohin verschieben wird. Der optimale Fall eines „bull steepenings“, bei dem die langen Zinsen bestenfalls auf ihrem aktuellen Niveau stehenbleiben oder fallen und der wesentliche Teil der Bewegung bei den kurzen Zinsen erfolgt, würde den Notenbanken eine Serie gravierender Zinsschritte nach unten abverlangen. Solche Zinssenkungen erfolgen aber aufgrund von Wachstumsrisiken und sind ein Problem, weil sie eine Rezession ankündigen und es aus der weichen Landung der Konjunktur dann weltweit dann nichts werden kann.

Der US-Beschäftigungsbericht für Juli schockierte die Märkte jedenfalls sehr und ließ die Renditen von Staatsanleihen stark sinken. Der auffälligste Aspekt der Veröffentlichung war der weitere Anstieg der Arbeitslosenquote auf 4,3 %, statt der erwarteten 4,1 %. Dieser deutliche Anstieg gegenüber dem zyklischen Tiefpunkt von 3,4 % signalisiert das Überschreiten des Schwellenwerts für das Auslösen der Sahm-Regel. Die Sahm-Regel besagt, dass ein Anstieg des gleitenden 3-Monats-Durchschnitts der Arbeitslosenquote um 0,5 % oder mehr über den Tiefststand der vorangegangenen 12 Monate immer

ein Zeichen für eine Rezession in den USA war. Bei Verwendung der auf eine Dezimalstelle gerundeten Arbeitslosenquote, wie sie normalerweise gemeldet wird, erreichte die zuletzt 0,53 %. Werden jedoch alle Nachkommastellen berücksichtigt, liegt sie mit 0,49337 % zwar marginal unter der Marke von 0,5 %. Wir halten diese „Feinheit“ aber für unbedeutend.

Die Daten gelten als Fortsetzung der Verschlechterung der Arbeitsmarktdynamik, die sich seit mehreren Monaten abzeichnet. In der Tat sahen wir in der vergangenen Woche genügend Anzeichen für diese Schwäche und würden die Portfolioduration dementsprechend ausweiten. Die Zeiten des Seitwärtstrends bei den langen Renditen dürften vorbei sein.

Zum jetzigen Zeitpunkt spricht für Anleihen, dass viele Zinssenkungen bereits im Terminmarkt eingepreist sind. In der Overnight-Index-Swapkurve sind für die USA Zinssenkungen in Höhe von 2,17 Prozent in den nächsten 12 Monaten und eine Lockerung um 1,19 Prozent bis zum Jahresende an den Terminkursen der Geldmarkt-Futures ablesbar. Dies ist bereits eine große Lockerung, aber im Falle einer Rezession würden wir in den nächsten 12 Monaten wahrscheinlich mehr als die 2,17 Prozent an Senkungen erleben.

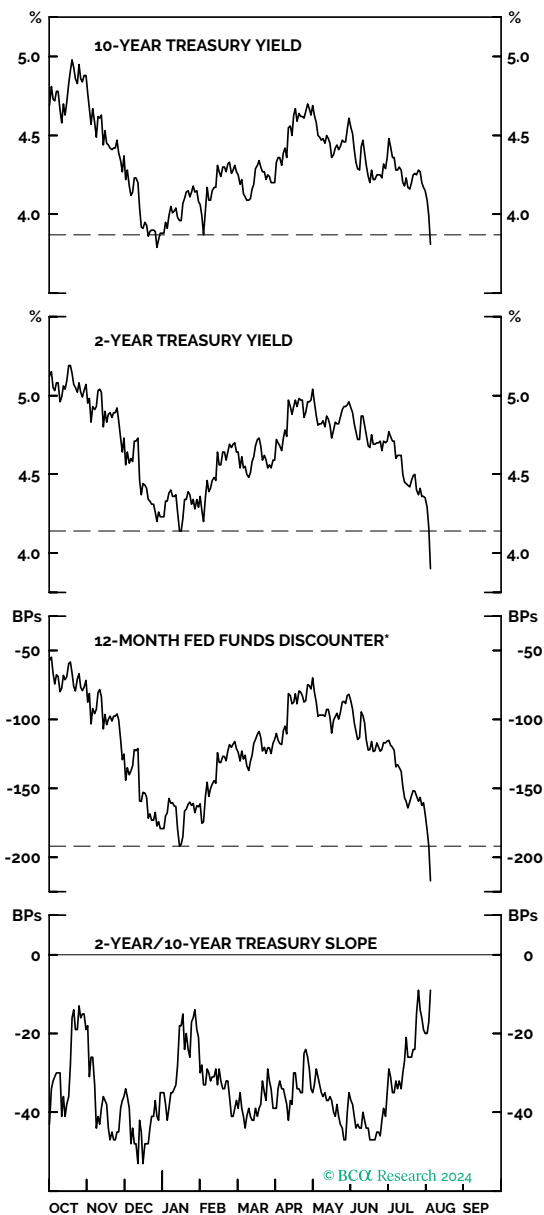


Quelle: USBS



Durch den Boden

Grafik 31

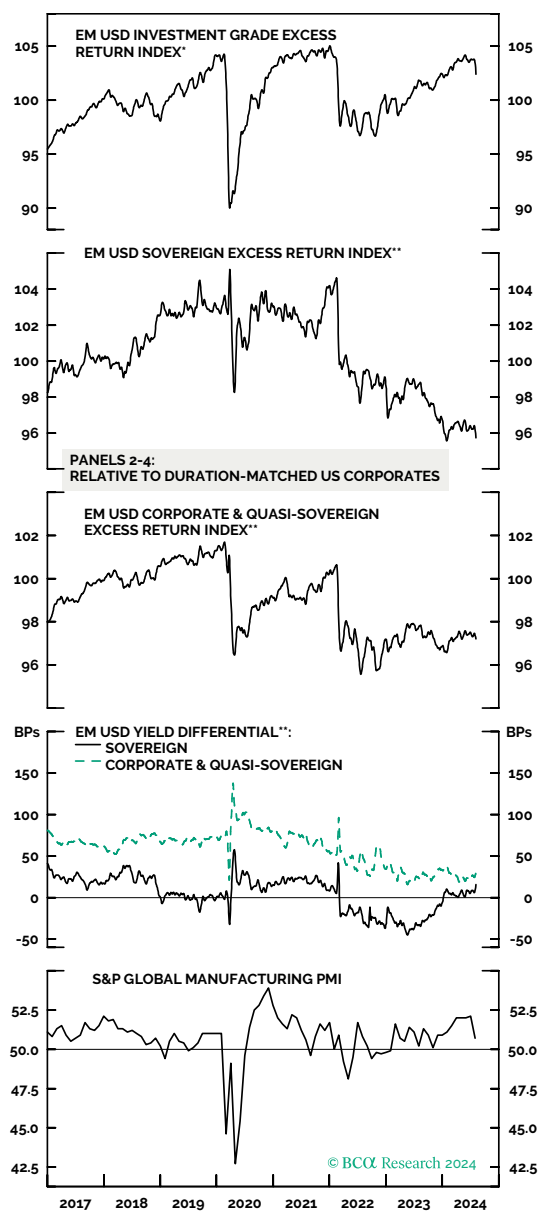


* EXPECTED 12-MONTH CHANGE IN THE FED FUNDS RATE AS PRICED IN THE OVERNIGHT INDEX SWAP CURVE.
NOTE: DASHED HORIZONTAL LINES DENOTE 2024 LOW.

Quelle: USBS

Schwelmländer bieten Alternativen

Grafik 32



RELATIVE TO A DURATION-MATCHED POSITION IN US TREASURIES.
SOURCE: BLOOMBERG INDICES
** SOURCE: BLOOMBERG INDICES
*** EXCESS RETURN RELATIVE TO DURATION-MATCHED TREASURIES.
SOURCE: BLOOMBERG INDICES. REBASED TO 100 IN JANUARY, 2020

Quelle: USBS

Da bis zum Jahresende nur drei FOMC-Sitzungen anstehen, bräuchte es allerdings viele sehr schlechte Nachrichten von der Konjunktur, damit die Fed die Zinsen um mehr als die erwarteten 1,19 Prozent senkt. Darauf hoffen wir logischerweise nicht.

Zuletzt blieben Schwelmländer-anleihen im Juli hinter dem entsprechend gleich lang laufenden Treasury-Index leicht zurück. Die Renditedifferenz zwischen Schwelmländer-Staatsanleihen und US-Unternehmensanleihen gleicher Restlaufzeit ist weiterhin positiv. Diesen Renditevorteil – bezogen auf Emissionen in US-\$ und Euro - kann man nutzen.

Die weltweiten Einkaufsmanagerindizes des verarbeitenden Gewerbes haben Anzeichen von Schwäche gezeigt, insbesondere in den entwickelten Volkswirtschaften. Der PMI für das verarbeitende Gewerbe in den Schwelmländern fiel im Juli von 52,1 auf 50,7 und liegt damit weiterhin leicht über Marke von 50, die zwischen Expansion und Kontraktion gezogen ist. Wir bezweifeln zwar, dass die Volkswirtschaften der Schwelmländer von der anhaltenden weltweiten Abschwächung des verarbeitenden Gewerbes verschont bleiben werden, sind aber angesichts ihres positiven Renditevorteils gegenüber US-Unternehmensanleihen für Schwelmländer-Emissionen eher positiv. Wie gesagt – in Hartwährung.



Titelbild: o8photo/Shutterstock.com

Hauptniederlassung Berlin

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

Niederlassung Dresden

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

Niederlassung Düsseldorf

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

Niederlassung Nürnberg

Weintraubengasse 2
90403 Nürnberg
Tel.: +49 (0)911/20650-0
Fax: +49 (0)911/20650-50

E-Mail: info@i-c-m.de

www.i-c-m.de

Herausgeber:
ICM InvestmentBank AG
Erscheinungsdatum:
08.08.2024

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.