

# PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 11-12/2024



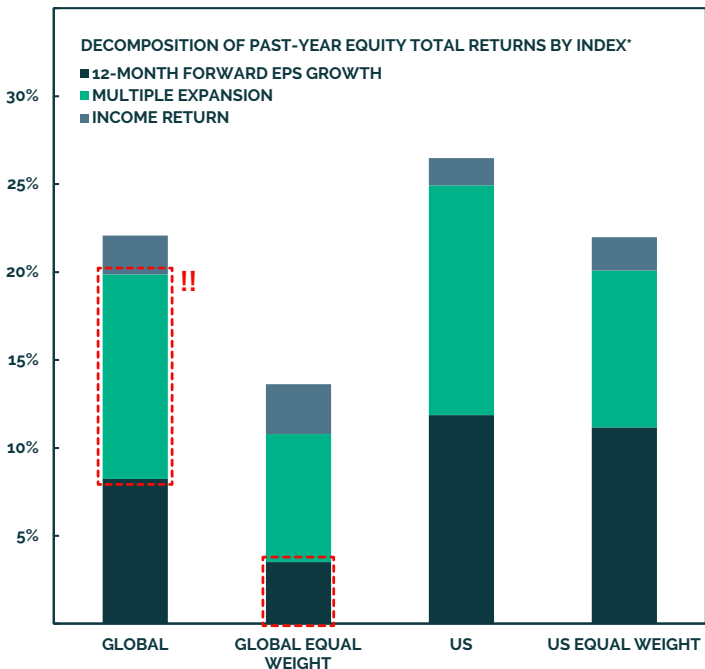


# Liebe(r) Leser(in),

im Umfeld hoher geopolitischer Unsicherheiten hat jetzt auch noch Donald Trump die US-Präsidentenwahlen für sich entschieden. Dass er seine im Wahlkampf und danach verkündete Agenda trotz Mehrheiten der Republikaner im Senat und Repräsentantenhaus nicht eins zu eins durchbringen wird, ist klar. Aber allein die Einführung bzw. Erhöhung von US-Importzöllen wird ihre Spuren im globalen Handel hinterlassen. Das träfe dann vor allem China und die Europäer, die sicher ihrerseits nicht tatenlos zusehen werden. Am Ende dürften sich Lieferketten und globaler Handel weg von den USA diversifizieren. Angesichts einer ohnehin schwachen Weltkonjunktur kann also in 2025 nicht viel Wachstum erwartet werden. Und ob gerade die in Aussicht gestellte Senkung der US-Ertragsteuern den negativen Effekt steigender Preise für Importgüter ausgleichen wird, muss Trump erst noch beweisen.

Wir können heute auf ein unerwartet positives Jahr für Aktien und Anleihen gleichermaßen zurückblicken. Dass bei fallender Inflation auch die Anleihen Kursgewinne erzielen, mag einleuchten. Dass aber Aktien zweistellige Kursgewinne erreichen, war so nicht vorhersehbar gewesen. Denn – wie die Grafik zeigt – hätten das reine Gewinnwachstum und die Dividenden zusammen allenfalls für die Hälfte der Kursgewinne die Erklärung geliefert. Die andere Hälfte resultiert ausschließlich aus einer Erhöhung der Bewertung. Doch soviel sind die Zinsen als Bestandteil der Unternehmensbewertung auch nicht gefallen, als dass der Abzinsungsfaktor für zukünftige Unternehmensgewinne derart gesunken wäre. Und auch das Argument, dass ausschließlich die sogenannten glorreichen Sieben durch ihren inzwischen 30 %igen Anteil am US-Index S+P 500 die Bewertung desselben nach oben geschoben hätten, belegt der rechte Balken gegenüber dem Balken links daneben in der Grafik nicht wirklich. Heute, am Vorabend des Jahreswechsels, sind die großen US-Aktien jedenfalls derart hoch bewertet wie nur in 2 % der Fälle der letzten 60 Jahre.

**Zusammensetzung der Gesamtrendite bei Aktien** Grafik 1



\* SOURCE: MSCI INC. AND BCA CALCULATIONS

Quelle: BCA Outlook 2025

Es bleibt im Augenblick also nur die Hoffnung, dass sich der gewählte nächste US-Präsident 2025 eben nicht als „Elefant im Porzellanladen“ entpuppt.

In diesem Sinne wünsche ich Ihnen ein besinnliches Weihnachtsfest und uns allen alles Gute für das kommende Jahr...

Ihr



# Give me Five: De-Globalisierung, Entkopplung, Ent-Risking, De-Dollarisierung, Defizite

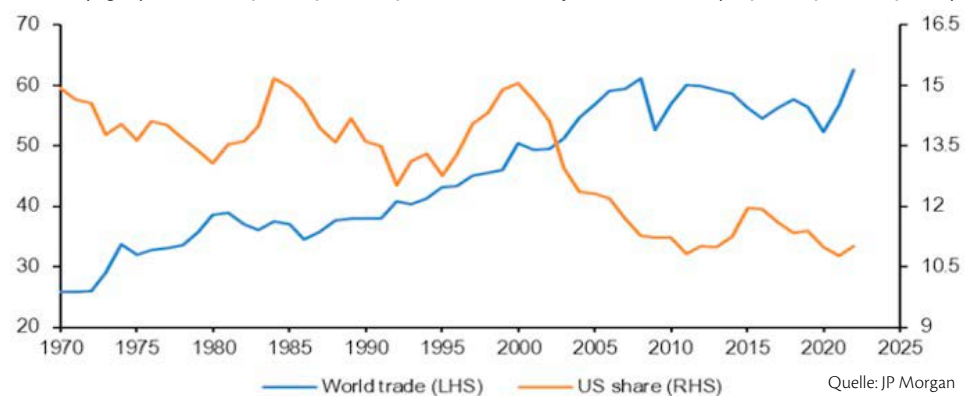
Die De-Globalisierung schreitet nur langsam voran, und China bleibt der dominierende Akteur in den Lieferketten. Eine wettbewerbsorientierte Industriepolitik mit Beschränkungen des grenzüberschreitenden Handels, des Kapitals, der Technologie, der Arbeitnehmer und des internationalen Zahlungsverkehrs ist jetzt die Norm. Da sich die Politik zugunsten der heimischen Industrie durchgesetzt hat, ist der Anteil der USA am Welthandel gesunken, obwohl Zölle als Waffe eingesetzt werden. Die Verlagerung der Produktion zurück in die USA („reshoring“) hat stark zugenommen, und dieser Trend wird sich fortsetzen, während die grenzüberschreitenden ausländischen Direktinvestitionen zurückgegangen sind, was mit den geopolitischen Verwerfungen einhergeht. Die Schwellenländer sind am stärksten betroffen, da höhere Preise für längere Zeit die Zuflüsse verdrängen, die Zollpolitik zu einem stärkeren USD führt und das „Reshoring“, das „Friendshoring“ und „Nearshoring“ in den Schatten stellt. Wir gehen davon aus, dass China im Zuge von Trump 2.0 unter die Lupe genommen wird, was sich negativ auf die Exporteure des verarbeitenden Gewerbes, insbesondere in Mexiko, Vietnam und Malaysia, auswirken wird.

Da Trump 2.0 das Risiko eines neuen Zollkriegs erhöht, wächst die Besorgnis, dass die strategische Entkopplung gegenüber dem Abbau von Risiken in den Vordergrund gerückt wird. US-Unternehmen, die in China tätig sind, reduzieren oder stoppen weiterhin geplante Investitionen in China und pas-

## Anteil der USA am Welthandel rückläufig

Grafik 2

%, 1970-2022, annual. World trade (left) is exports plus imports divided by GDP. US share (right) is US exports plus imports divided by world trade (exports plus imports).



sen ihre chinaspezifischen Geschäftsabläufe, Strategien und Lieferketten an, wobei die Geopolitik gerade im Zusammenhang mit den Spannungen zwischen den USA und China als größte Herausforderung genannt wird. Gleichzeitig sehen sich die multinationalen Unternehmen einem scharfen inländischen Wettbewerb ausgesetzt, da China seine Industriepolitik verschärft und die Bedenken hinsichtlich der Aussichten für die chinesische Binnennachfrage fortbestehen. Der Zufluss ausländischer Direktinvestitionen (FDI) hat sich in China merklich abgeschwächt. Der Zufluss ausländischer Direktinvestitionen in der Zahlungsbilanz ging in den vier Quartalen bis zum 2Q24 deutlich auf 1 Mrd. USD zurück (mit einem negativen Wert von 14,8 Mrd. USD allein im 2Q), verglichen mit einem durchschnittlichen jährlichen Zufluss von 228 Mrd. USD in den fünf Jahren vor Beginn des letzten Zollkriegs zwischen den USA und China im Jahr 2018.

Die Risiken einer „Ent-Dollarisierung“ scheinen zwar übertrieben, aber die grenzüberschreitenden Handelsströme verändern sich innerhalb der Handelsblöcke und auf den Rohstoffmärkten offensichtlich dramatisch. Die zunehmenden Handelsspannungen deuten nicht auf eine Ent-Dollarisierung hin, aber die stärkere Fragmentierung führt zum bevorzugten Einsatz anderer Währungen beim Handel. Die Diversifizierung weg vom Dollar ist auf den Rohstoffmärkten am deutlichsten zu erkennen. Dennoch ist festzustellen, dass die Faktoren, die die Dollar-Dominanz unterstützen, nach wie vor fest verankert und strukturell sind. Die herkömmliche Messung der Devisenreserven in US-Dollar bietet ein unvollständiges Bild der Anhäufung ausländischer Vermögenswerte. Der Anstieg der auf US-Dollar lautenden Bankeinlagen, Staatsfonds und ausländischen Nicht-Reserveguthaben in den Schwellenländern gleicht den langfristigen



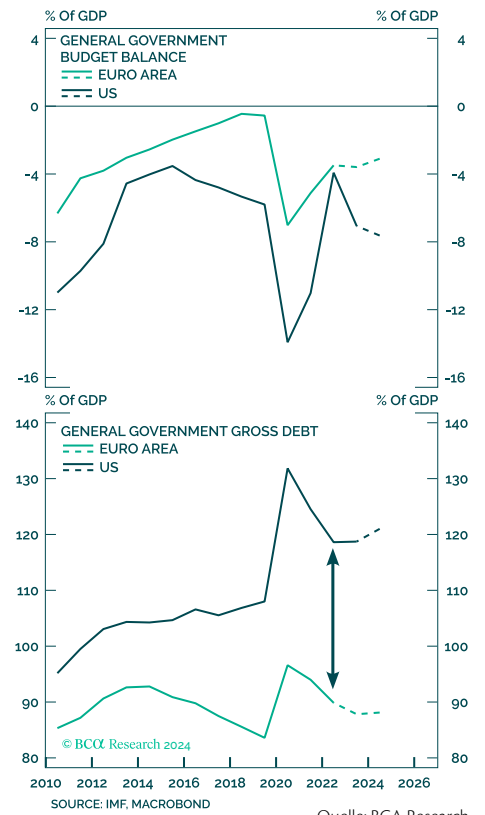
Rückgang der gesamten Devisenreserven der Schwellenländer mehr als aus. Der Anteil des USD an den weltweiten Gesamtverbindlichkeiten nimmt ebenfalls zu, ebenso wie die Emission von Schuldtiteln in Rekordhöhe. Das echte Vertrauen des privaten Sektors in den Dollar als Wertaufbewahrungsmittel scheint unbestritten zu sein, und der Dollar ist nach wie vor die am häufigsten verwendete Währung, wenn man eine Reihe von Kennzahlen betrachtet. Allerdings sind wir Zeugen bedeutender Verschiebungen bei grenzüberschreitenden Transaktionen infolge der Sanktionen gegen Russland, Chinas Bemühungen, die Verwendung des RMB zu fördern, und der geoökonomischen Fragmentierung. Das wichtigere und unterschätzte Risiko ist unseres Erachtens die verstärkte Konzentration auf die Autonomie des Zahlungsverkehrs und der Wunsch, alternative Finanzsysteme und Zahlungsmechanismen zu entwickeln, die nicht auf den US-Dollar angewiesen sind. Das Aufkommen inländischer Systeme für digitale Zah-

lungen über ausländische Netzwerke, Händler und Zahlungsdienstleister wird durch den Wunsch lokaler Banken und Aufsichtsbehörden nach einer Kontrolle der Verwaltung angeheizt.

Die Haushaltsdefizite haben sich bei einem viel höheren Anteil am BIP eingependelt als in früheren Zyklen, und die Nettoemission von Staatsanleihen wird weiterhin hoch bleiben. Weltweit lag die fiskalische Fehlentwicklung in den letzten Jahren (definiert als Veränderung des Primärsaldos zwischen 2022 und 2024) bei etwa 1 Prozentpunkt des BIP. In den fortgeschrittenen Volkswirtschaften ohne den Euroraum lag sie bei etwa 2 %-Punkten. In den USA deuten ein größerer Schuldenstand und höhere Zinssätze zusammen mit dem fehlenden politischen Willen, in absehbarer Zeit eine Haushaltskonsolidierung zu erreichen, auf eine höhere Laufzeitprämie hin. Das unhaltbare US-Fiskaldefizit schadet der US-Wirtschaft zumindest auf kurze Sicht nicht, da die USA über einen viel größeren fiskalischen Spielraum verfügen als andere Länder. In einer geopolitisch gefährlicheren Welt sind die USA das sicherste und stärkste Land der Welt mit einer starken Wirtschaft und Währung. Das fiskalische Risiko für die USA besteht wahrscheinlich nicht nur in einer höheren Verschuldung im Verhältnis zum BIP, sondern auch in dramatischen militärischen, politischen, klimatischen oder wirtschaftlichen Rückschlägen, die dazu führen, dass die USA nicht mehr das sicherste und stärkste Land sind - dies ist derzeit nicht absehbar. Und dann war da noch das Zinsniveau, das sich seit 2021 weltweit dramatisch erhöht hat. In den Vereinigten Staaten ist der Anteil der Zinszahlungen für Staatsschulden am Haushalt auf 10,5 % angestiegen. Das lässt sich als Unterschied zwischen Primärbudget und Sekundärbudget leicht

### Haushaltsdefizit und Schulden in Prozent des BIP – Eurozone und USA im Vergleich

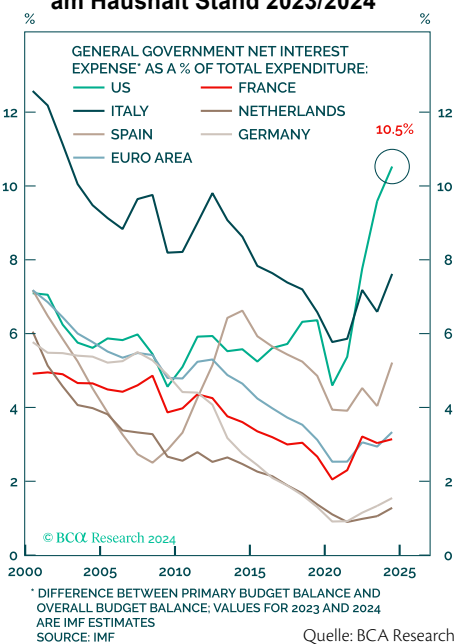
Grafik 4



Quelle: BCA Research

### Anteil der Zinszahlungen am Haushalt Stand 2023/2024

Grafik 3



Quelle: BCA Research

ermitteln. Sollte also Trumps Idee einer Querfinanzierung von Steuersenkungen durch Einnahmen aus den höheren Zöllen nicht aufgehen, dürfte das Budgetdefizit weiter steigen. In der Rangliste folgen Italien mit knapp 8 % und Spanien mit gut 5 %. Der Durchschnitt im Euroraum liegt bei lediglich 3,5 %. Damit könnten sich in Europa anders als in den USA fiskalische Maßnahmen zur Ankurbelung der Konjunktur durchaus leisten.

Auch im Verhältnis zum BIP ist das Defizit in den Vereinigten Staaten mit voraussichtlich 8 % für 2025 mehr als doppelt so hoch wie im Euroraum. Bei der Gesamtverschuldung kommen die USA mit über 120 % des BIP ebenfalls schlechter weg.



# Der Fahrplan für 2025: Bleiben Sie zuversichtlich.

Mit diesen Worten zitieren wir Nachrichtenmoderator Ingo Zamperoni, der damit die Tagesthemen beschließt. Die makroökonomische Abschwächung scheint jedenfalls den Risikoappetit im kommenden Jahr weiter befeuern zu können. Ein generell nur moderates Weltwirtschaftswachstum und eine Inflationsrate auf dem Weg zu den Zielkorridoren der Notenbanken ermöglicht erneut viel Spielraum für eine lockere Geldpolitik. Die Bedingungen für solides Gewinnwachstum wären damit eigentlich gegeben. Daneben ist es eine moderate Beschleunigung des privaten Konsums, da die Reallöhne sich auf dem Weg zu neuen Höchstständen befinden. Allerdings wirken eine erhöhte Unsicherheit hinsichtlich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung und ein sich verschlechternder Arbeitsmarkt in die entgegengesetzte Richtung.

Die westeuropäische Politik versucht seit Jahren, zu viele Dinge gleichzeitig zu tun: die Abhängigkeit von China zu verringern, den Klimawandel in den Griff zu bekommen und das Risiko aus Russland zu verringern. All diese Bemühungen, die zur gleichen Zeit stattfinden, werden zu einem Überfluss an Nachfrage nach Investitionsgütern und Rohstoffen führen. Dieses stärkere globale Investitionsumfeld ist für Europa ein unbestreitbarer Vorteil. Dem Draghi-Bericht zufolge ist Europa bei den meisten grünen Technologien nach wie vor führend und wird daher vom globalen grünen Wandel profitieren. Darüber hinaus wird eine Wiederbelebung der weltweiten Investitionen gerade Deutschland Auftrieb geben. Der Anteil der Maschinenlieferungen an den Exporten des Landes ist größer als der von

Kraftfahrzeugen, und Deutschland bleibt bei Investitionsgütern, wenn auch nicht im Automobilsektor, gegenüber China wettbewerbsfähig. Die meisten Anleger ignorieren diesen Vorsprung, da Maschinen und Werkzeugmaschinen nicht so offensichtlich sind wie Autos.

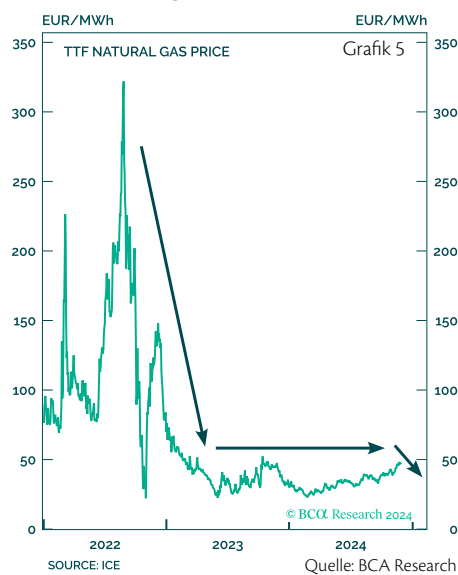
Die Prognose vom Sommer 2022, dass die europäische Energiekrise nur von kurzer Dauer sein würde, war richtig, da der niederländische TTF-Erdgaspreis aufgrund der geringeren Nachfrage und der hohen Lagerbestände inzwischen um 90 % gegenüber seinem Höchststand im Jahr 2022 eingebrochen ist. Die Energiekrise dürfte aufgrund des kommenden LNG-Überangebots, das Europa in einem Tsunami von Flüssiggas ertränken wird, dauerhaft gelöst sein. Der

Aktienmarkt war anderer Meinung, und die europäischen Industriewerte haben seitdem einen Abschlag gegenüber denen in den USA hinnehmen müssen.

Der übliche Ausgleichsmechanismus, durch den die Rohstoffpreise kurzfristig immer sinken, ist die Zerstörung der Nachfrage. Das europäische Gesamtangebot an Gas hat durch den Anstieg der LNG-Importe das Vorkrisenniveau noch nicht wieder erreicht, aber durch die rückläufige Nachfrage wird ein ausgeglichener Markt erreicht. Im Wesentlichen haben die globalen LNG-Produzenten - angefangen bei den USA, aber auch Katar, Kanada, Mosambik und sogar Russland - die globale Nachfrage überschätzt.

Gemeinsam sind sie im Begriff, 216 Millionen Tonnen LNG pro Jahr auf einem Weltmarkt abzuladen, der einfach nicht darauf vorbereitet ist, so viel Erdgas aufzunehmen. Nach den jüngsten Prognosen von Goldman Sachs wird das im Jahr 2025 in Betrieb gehende Angebot, das hauptsächlich aus den USA stammen wird, ein weiteres Viertel des heute bestehenden weltweiten LNG-Angebots ausmachen. Den Prognosen von Shell und Rystad Energy zufolge wird die weltweite LNG-Verflüssigungs- und Empfangsterminkapazität (das Angebot) die weltweite LNG-Nachfrage im Jahr 2025 um 108 MTPA und im Jahr 2030 um satte 247 MTPA übersteigen. In der Zwischenzeit wird die weltweite Kapazität der Anlande-Terminals von 860 MTPA im Jahr 2020 auf 1.200 MTPA im Jahr 2025 ansteigen, vor allem dank des geopolitisch bedingten Ausbaus in Europa. Ähnlich verhält es sich mit dem weltweiten Angebot an LNG-Schiffen.

Entwicklung des TTF<sup>1</sup> -Gaspreises)



<sup>1</sup> Das Akronym TTF steht für "Title Transfer Facility". Es handelt sich dabei um einen virtuellen Handelspunkt für Erdgas in den Niederlanden und gilt als der wichtigste Erdgasmarkt in Europa. Als solcher dient der TTF als zentraler Preisreferenzpunkt für Erdgasverträge in Europa.

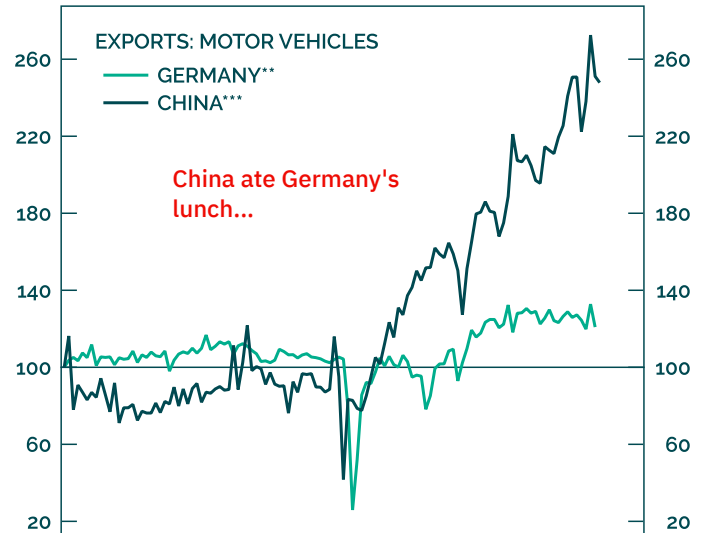
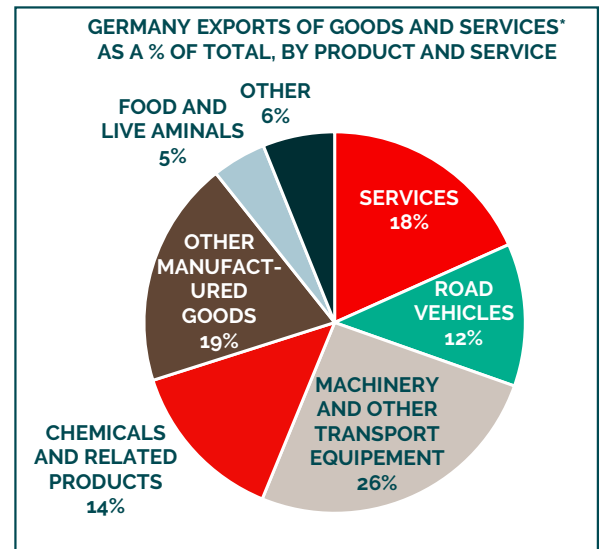


Darüber hinaus hat das Institute for Energy Economics and Financial Analysis (IEEFA) - ein Think Tank für Energiefragen mit Sitz in Washington, D.C. - darauf hingewiesen, dass mehr als die Hälfte der europäischen LNG-Infrastruktur bis 2030 verloren gehen könnte. Solch ein Aufbau von Energieinvestitionen kann extrem teuer sein und sich wahrscheinlich als eine falsche Politik entpuppen. Bis 2026 wird Europa über 396 Mrd. m<sup>3</sup> LNG Regasifizierungskapazität haben, genug um den gesamten Erdgasbedarf des Kontinents zu decken, der heute durch alle Quellen zusammen gedeckt wird. Dies alles hat eine gewisse Ironie, da Europa weiterhin russisches Erdgas über Pipelines importiert. Im Jahr 2023 betragen die Importe insgesamt 25,1 Mrd. m<sup>3</sup>. In den nächsten 3-5 Jahren wird Europa 60 Mrd. m<sup>3</sup> LNG-Regasifizierungskapazitäten aufbauen, um damit im Wesentlichen das derzeitige russische Erdgas in Pipelines ersetzen und noch mehr Kapazität zu haben. Für Europa ist all dies ein Geschenk des Himmels. Der Kontinent kann aufhören, über den Preis mit Asien um LNG-Ladungen zu konkurrieren.

Dies gilt zumindest so lange, bis der Einbruch der weltweiten LNG-Preise einen neuen Anstieg der weltweiten Nachfrage auslöst. Da die LNG-Nachfrage jedoch den Ausbau der Infrastruktur - in Form von Importterminals - erfordert, könnte Europa über ein nettes mehrjähriges Polster verfügen, mit dem es spielen kann. Niedrigere Energiepreise werden für Europa ein Segen sein. Als die Energiepreise hoch waren, hat Europa keine großen Marktanteile an die USA verloren, aber seine Rentabilität blieb weit dahinter zurück. Niedrigere Gas- und Strompreise werden diesen Nachteil ausgleichen und Cashflows für die Aktionäre und für Investitionen freisetzen. Diese Kombination wird sich positiv auf Rentabilität, Produktivität und Lebensstandard auswirken.

**Zurück zum Binnenmarkt:** In Deutschland deutet sich ein Turnaround im Wohnimmobilien-Sektor an, nachdem seit Beginn der Zinssenkungen der EZB die Preise um mehr als 10 % gefallen waren. Eine weiterhin lockere Zinspolitik der EZB und die starke Nachfrage nach Wohnraum infolge der gestiegenen Bevölkerungszahl sprechen hierfür.

Deutschland – Verteilung des Exportaufkommens Grafik 6



\* SOURCE: OECD INTERNATIONAL TRADE STATISTICS  
 \*\* SOURCE: DEUTSCHE BUNDESBANK  
 \*\*\* SOURCE: CHINA GENERAL ADMINISTRATION OF CUSTOMS  
 NOTE: ALL SERIES REBASED TO JANUARY 2015 = 100



Italien wird den Trend hin zu höheren Investitionen in Wohnraum dämpfen, da großzügige Zuschüsse gerade für die Renovierung zurückgefahren werden. Allerdings bleibt die Geschwindigkeit und Dimension eines der großen Fragezeichen. Daneben steht das Land gut positioniert, um von der Implementierung des National Recovery and Resilience Plan (NRRP) der EU zu profitieren. Obwohl bislang nur 30 % der aus den Next Generation EU (NGEU) stammenden Mittel allokiert sind, kann man davon ausgehen, dass aufgrund der zahlreichen Projektstarts der Rest schneller angefordert wird. Am Ende könnte es daraus 2025 zu einem überraschend starken Wachstumsimpuls kommen.

In Frankreich dürfte 2025 eine restriktivere Fiskalpolitik zusätzlich auf die Konjunktur drücken. Während man dort mit einer fiskalisch bedingten Wachstumsschwäche um 0,3 bis 0,5 % rechnet, hat das Nachbarland Deutschland mit den Neuwahlen zum Bundestag den Joker in der Hand, um sich über die Beschränkungen bei der Neuverschuldung gegebenenfalls mit einem Schattenhaushalt hinwegzusetzen und Infrastrukturmaßnahmen in bedeutendem Umfang auf den Weg zu bringen. Das wäre auch ein Signal für Europa als Ganzes, um Investitionen in kritischen Bereichen wie Rüstungsausgaben und Energie voranzutreiben. Zugegebenermaßen ist die politische Lage in den beiden größten Nationen des Euroraums keineswegs einfach. Für die meisten Maßnahmenpakete bräuchte man in Deutschland Zweidrittel-Mehrheiten in Bundestag und Bundesrat. Und in Frankreich darf nicht übersehen werden, dass sich das Parlament frühestens im Juni neu konstituiert. Eine Mehrheit der rechten Parteien unter Marine Le Pen bei den Präsidentschaftswahlen

könnte dann zu einem weiteren Anstieg der Risikoprämien auf französische Staatsanleihen führen und die Staatsschulden dadurch noch teurer machen. Erst in den vergangenen Wochen übertraf die Fälligkeitsrendite zehnjähriger Staatsanleihen das griechische Pendant.

Abgesehen von den anfänglichen Auswirkungen der US-Wahlen auf die Risikoanlagen sind wir der Meinung, dass im 1. Halbjahr zunächst die potenziell zunehmende Unsicherheit zu verdauen sein wird. Wir bleiben aber skeptisch, dass der wahrscheinlichste Weg für die Märkte die Wiederholung der Erfahrungen von 2016-2017 ist, als der S&P500 von den Wahlen im November 16 bis zum Beginn der Handels- und Fed-Unsicherheit im Jahr 2018 um 37 % anstieg, angetrieben durch die Reflation und Steuersenkungen.

Die Reihenfolge der politischen Prioritäten könnte dieses Mal genau umgekehrt sein. Die anfängliche Aktienrallye nach den letzten Wahlen wurde weitgehend durch die

Erwartung einer fiskalisch günstigeren Trump-Administration und eines Vorstoßes zur Deregulierung in Sektoren wie Finanz- und Energiewirtschaft angetrieben. Viele dieser Wahlversprechen würden eine Gesetzgebung durch den Kongress erfordern. Darüber hinaus glauben wir, dass die Befürchtungen einer aggressiveren Handels-/ Zollagenda und einer feindseligen Einwanderungspolitik die Marktstimmung belasten werden. In Trumps erster Amtszeit standen reflationäre Maßnahmen wie Steuersenkungen (TCJA)<sup>2</sup> im Vordergrund, während sich Handelsfragen zwischen den USA und China erst zwei Jahre später, im Jahr 2018, auf Risikoanlagen auszuwirken begannen. Das Risiko besteht darin, dass der Handelskrieg im ersten Halbjahr des nächsten Jahres die Schlagzeilen beherrschen wird. Unsere Ökonomen erwarten, dass Trump im 1. Quartal 25 Zölle in Höhe von 60 % auf alle chinesischen Importe ankündigen wird, die ab dem 2. Quartal 25 gelten. Die Ernennung einer Reihe bekannter „China-Falken“ in Trumps Kabinett heizt die Lage weiter an.

**Entwicklung des S+P 500 nach der Wahl 2016**

Grafik 7



Quelle: JP Morgan

<sup>2</sup> Tax Cuts and Jobs Act aus 2018 läuft 2025 aus und wird durch Trump eine Neuauflage erfahren.



### Wie steht es um die US-Wirtschaft?

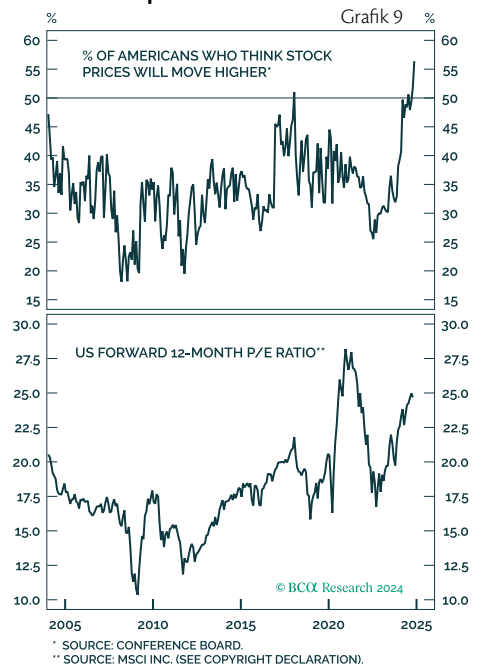
Bislang hält sich der Arbeitsmarkt gut. Zwar wird es immer schwieriger, einen Arbeitsplatz zu finden, aber die Unternehmen sind nicht bereit, Arbeitskräfte zu entlassen. Das Horten von Arbeitskräften ist nach dem außerordentlichen Arbeitskräftemangel, der nach der Pandemie auftrat, immer noch eine gängige Praxis. Aber die Unternehmen werden überschüssige Arbeitskräfte möglicherweise nicht mehr lange behalten. Die Zahl der offenen Stellen ist jetzt auf dem Niveau vor der Pandemie, unabhängig davon, ob man die Daten der Regierung oder die Reihen der Privatwirtschaft heranzieht. Auf jeden Arbeitslosen kommt nur noch eine offene Stelle, der niedrigste Wert seit Juli 2021. Ein weiterer Rückgang der offenen Stellen würde zu einer höheren Arbeitslosenquote führen. Die Nachfrageaussich-

ten für kleine Unternehmen bestätigen diese Einschätzung. Schlechte Umsätze werden zunehmend zu einem Problem, was darauf hindeutet, dass Entlassungen bevorstehen könnten.

Die eher konjunkturabhängigen Teile der Wirtschaft sind besonders besorgniserregend, wenn es um die Beschäftigung geht. Letzten Monat stiegen die Hypothekenzinsen auf 7 %, was eine Stabilisierung des Wohnungsmarktes verhindert. Seither hat sich die Lage weiter verschlechtert. In der letzten Novemberwoche wurden 610.000 neue Häuser verkauft, was den stärksten Rückgang gegenüber dem Vormonat seit Juli 2013 bedeutet. Der Rückstand bei den Wohnungsbeständen ist größtenteils aufgeholt, und die Zahl der unverkauften fertiggestellten neuen Einfamilienhäuser hat den höchsten Stand seit 2009 erreicht. Seit fast einem Jahr übersteigt die Zahl der Fertigstellungen die Zahl der Baubeginne. Angesichts dieser mangelnden Nachfrage wird die Bautätigkeit im Wohnungsbau weiter zurückgehen, was zu Arbeitsplatzverlusten im Wohnungsbau führen.

Da sich sowohl der Arbeits- als auch der Wohnungsmarkt abschwächen, ist es schwer zu erkennen, wie sich die Inflation im nächsten Jahr wieder stark beschleunigen soll. Zwar liegt der größte Teil der Disinflation bei langlebigen Gütern aufgrund der Normalisierung der Lieferkette hinter uns, doch angesichts des steigenden Dollars, der schrumpfenden Industrie und der nach wie vor fehlenden Bereitschaft Chinas, die Konjunktur in nennenswertem Umfang anzukurbeln, ist ein anhaltender Anstieg der Preise für langlebige Güter unwahrscheinlich. Vielmehr deuten die Erzeugerpreise auf eine anhaltende Disinflation hin. Zwar könnten die Zölle zunächst die Preise erhöhen, doch werden sie letztlich deflationär wirken, da sie eine Steuer auf den Verbrauch darstellen. Es sei daran erinnert, dass die Zölle 2018 zwar

### PMI Composite und Inflation fallen



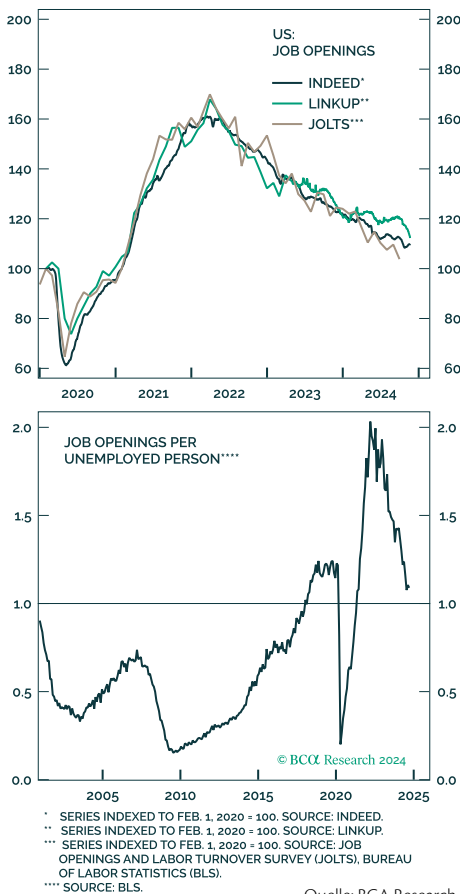
Quelle: BCA Research

die Inflation bei Gebrauchsgütern erhöht haben, sich aber aufgrund ihrer Auswirkungen auf die Stimmung in der Wirtschaft und die Gesamtnachfrage letztlich negativ auf die Gesamtinflation auswirkten.

Für die Geldpolitik bedeutet dies, dass im Gegensatz zum letzten Jahr, als die Zinssenkungserwartungen angesichts der zugrunde liegenden Stärke der US-Wirtschaft zu hoch waren, im Jahr 2025 das Gegenteil der Fall sein wird. Die Fed wird die Zinsen stärker als erwartet senken, weil die Anleger die Wachstumsaussichten in den USA jetzt zu optimistisch einschätzen.

Wie wirken sich ein geringeres Wachstum und ein geringeres als erwartetes Defizit auf die Positionierung des Portfolios aus? Die direkteste Schlussfolgerung ist, dass Anleihen gut abschneiden sollten. Aber werden sich Anleihen besser entwickeln als Aktien? Das ist eine schwierigere Frage. Das größte Risiko ist ein zu geringes Ausmaß des Produktivitätswachstums in den USA. Der IT-Sektor, der im S&P 500 überrepräsentiert ist, war eine der Haupttriebkraft für diesen

### Eine Stelle pro Arbeitslosen



Quelle: BCA Research



Produktivitätsanstieg. Während die Einnahmen zurückgehen könnten, könnten die Unternehmen Mitarbeiter entlassen, um einen Gewinnrückgang zu verhindern. Es gibt einige Hinweise darauf, dass Unternehmen mit einer schlankeren Belegschaft das gleiche Produktionsniveau erreichen können. Eine aktuelle Studie der Stanford University zeigt, dass etwa 10 % der Computerprogrammierer praktisch keine Arbeit verrichten. Steuersenkungen und sinkende Zinskosten könnten den Unternehmen ebenfalls helfen, ein schwächeres Wachstum zu überstehen. Das Problem ist, dass die Anleger alle positiven Aspekte einer schlankeren Wirtschaft (Steuersenkungen und Abbau von Vorschriften) eingepreist haben, ohne die negativen Aspekte (Arbeitsplatzabbau, Ausgabenkürzungen und schwächeres Wachstum) zu berücksichtigen. Die Stimmung in Bezug auf Aktien ist euphorisch geworden, wobei der Anteil der Verbraucher, die einen steigenden Aktienmarkt erwarten, dem Conference Board zufolge so hoch ist wie nie zuvor. Der einzige Weg zu einer schlankeren Wirtschaft führt über eine strenge Diät, und nach Jahren der Völlerei hat der Markt vergessen, welche Opfer dies mit sich bringt. Daher müssen die überzogenen Wachstumserwartungen, die in den Bewertungen enthalten sind, gesenkt werden (Quelle: BCA Research, GAA, 02.12.24, S. 12; Titel: Euphorie unter den Anlegern bei gleichzeitig teuren US-Aktien).

### Blick auf die Eurozone.

Angesichts eines angenommenen BIP-Wachstums in der Eurozone von unter 1 % für 2025, eines nach wie vor uneinheitlichen China-Hintergrunds und der Unsicherheit über Zölle ist es wahrscheinlich, dass die Zahlen nach unten korrigiert werden, so wie es auch in diesem Jahr der Fall war, als die Wachstumsprognosen für die Eurozone für 2024 bereits das gesamte Potenzial aufgezehrt haben. Wir sind der Meinung, dass die im Januar/Febr. anstehenden Ergebnisse für das vierte Quartal, die auch Prognosen für das Gesamtjahr liefern dürften, zu einer Neuausrichtung der Gewinnerwartungen bei den Unternehmen führen werden. Der Konsens erwartet nämlich eine Beschleunigung im Gewinnwachstum – 14 % Zuwachs in den USA und immerhin 8 % in der Eurozone.

Darüber hinaus gehen die Konsensgewinnprognosen für das nächste Jahr von einer Beschleunigung aus. Daher könnte sich an

dieser Front ein gewisser Realismus breitmachen, wenn die Ergebnisse für das Gesamtjahr vorliegen. Die Frage wird auch die nach der Vorgehensweise der Fed sein, die angesichts eines wahrscheinlichen Inflationsanstiegs zu einer erhöhten Volatilität der Anleiherenditen führen könnte. Auch die Richtung des USD wird eine Rolle spielen. Im Jahr 2017 hat der DXY<sup>3</sup> deutlich nachgegeben, was den Risikoanlagen zugutekam. Doch sollte er im nächsten Jahr weiter ansteigen, stehen insbesondere Schwellenländer und Rohstoffe in diesem Umfeld unter Druck. Die Renditekurve wird sich weiter verjüngen. Im Gegensatz zu 2016, als die US-Haushaltsdefizite im Bereich von 2-3 % lagen, liegen sie derzeit bei 6-7 %. In den letzten Monaten haben die Anleger den von der Fed erwarteten Leitzins um mehr als 100 Basispunkte nach oben korrigiert. Dies ist auf ein positiveres Wachstumshintergrundbild, aber auch auf steigende Inflationserwartungen zurückzuführen.

### Gewinnwachstumsraten USA und Eurozone nach Branchen

Grafik 10

	US		Eurozone	
	2024e	2025e	2024e	2025e
<b>Market</b>	<b>9.8%</b>	<b>14.3%</b>	<b>-0.6%</b>	<b>8.4%</b>
Energy	-22.9%	3.8%	-22.6%	-0.6%
Materials	-6.1%	17.6%	9.6%	20.0%
Industrials	1.7%	17.1%	11.4%	17.2%
Discretionary	17.7%	13.2%	-19.1%	13.6%
Staples	3.8%	5.3%	1.8%	8.8%
Healthcare	5.4%	20.3%	3.9%	12.8%
Financials	14.2%	7.7%	11.5%	2.8%
IT	19.7%	21.5%	-14.5%	17.6%
Telecoms	24.9%	15.4%	11.2%	12.3%
Utilities	13.2%	8.7%	1.9%	-5.1%
Real Estate	2.7%	7.1%	4.9%	2.2%

Quelle: JP Morgan

<sup>3</sup> DXY: Der U.S. Dollar Index stellt das Verhältnis von sechs Währungen im Vergleich zum US-Dollar dar, wobei der Euro mit dem Handelsvolumen aus zwölf EU-Ländern berücksichtigt wird. Diese machen einen Anteil von 57,6 Prozent im Index aus. Die weiteren Währungen sind der japanische Yen (13,6 Prozent), das britische Pfund (11,9 Prozent), der kanadische Dollar (9,1 Prozent), die schwedische Krone (4,2 Prozent) sowie der Schweizer Franken (3,6 Prozent).



**geschätztes 12-Monats-KGV gegenüber 20-jährigem Mittelwert**

Grafik 11

	Current	20Y Median	Current vs Median
Italy	10.3	11.9	-13%
Spain	10.7	11.9	-10%
UK	11.9	12.4	-4%
Japan	14.2	14.2	0%
Germany	12.8	12.4	3%
Eurozone	13.2	12.8	3%
France	13.8	12.8	8%
EM	12.3	11.3	8%
Switzerland	17.8	15.1	17%
World	19.2	15.0	28%
US	22.0	15.8	40%

Quelle: JP Morgan

Diverse Ökonomen weisen auf ein potenzielles Aufwärtsrisiko für die Inflation hin, das sich unter anderem aus der Handelspolitik der neuen Regierung ergibt. Sollte der Leitzins der Fed weiterhin höher ausfallen, könnte es zu einer erhöhten Volatilität an den Anleihemärkten kommen. Wir weisen auch darauf hin, dass die Anleiheren-

ditionen zu Beginn von Trumps erster Amtszeit viel niedriger waren als heute. Dies verringert die fiskalische Flexibilität, die den Republikanern dieses Mal zur Verfügung steht. Der Anstieg der US-Anleiherenditen wirkte sich in der Regel positiv auf die US-Bewertungen aus, doch scheint sich das Verhältnis bei den 10-jährigen US-Renditen um 5 % umzukehren.

Die Kombination der oben genannten Faktoren zusammen mit der erhöhten geopolitischen Unsicherheit könnte zu Beginn des Jahres eine eher gemischte Aktienperformance bedeuten, da eine Reihe der oben genannten Belastungen verarbeitet werden muss und erst danach eine Erholung eintreten kann. Wir erwarten für 2025 ein schwaches EPS-Wachstum in Europa, das weit unter dem Konsens liegt. Die Multiplikatoren der internationalen Märkte sehen nicht anspruchsvoll aus, nur die USA sind nach wie vor überzogen, aber die relative Spanne könnte noch eine Weile erhöht bleiben.

In Bezug auf die Sektoren bleiben wir bearish gegenüber Autos, Luxusgütern, Bergbau, Halbleitern und Chemie. Im Laufe des ersten Halbjahres könnte sich eine Gelegenheit ergeben, Aktien aus den Sektoren Telekommunikation, Versicherungen, Gesundheitswesen, Software und Immobilienaktien zuzukaufen. Auf jeden Fall sollte die Berichtssaison für das vierte Quartal, die im Februar startet, abgewartet werden.

**Sektorengewichtung**

Grafik 12

Overweight	Neutral	Underweight
Telecoms	Energy	Autos
Insurance	Staples	Banks
Healthcare	Utilities	Semis
Software	Construction Materials	Luxury
Real Estate	Capital Goods ex A&D	Metals & Mining
Aerospace & Defence		Chemicals

Quelle: JP Morgan

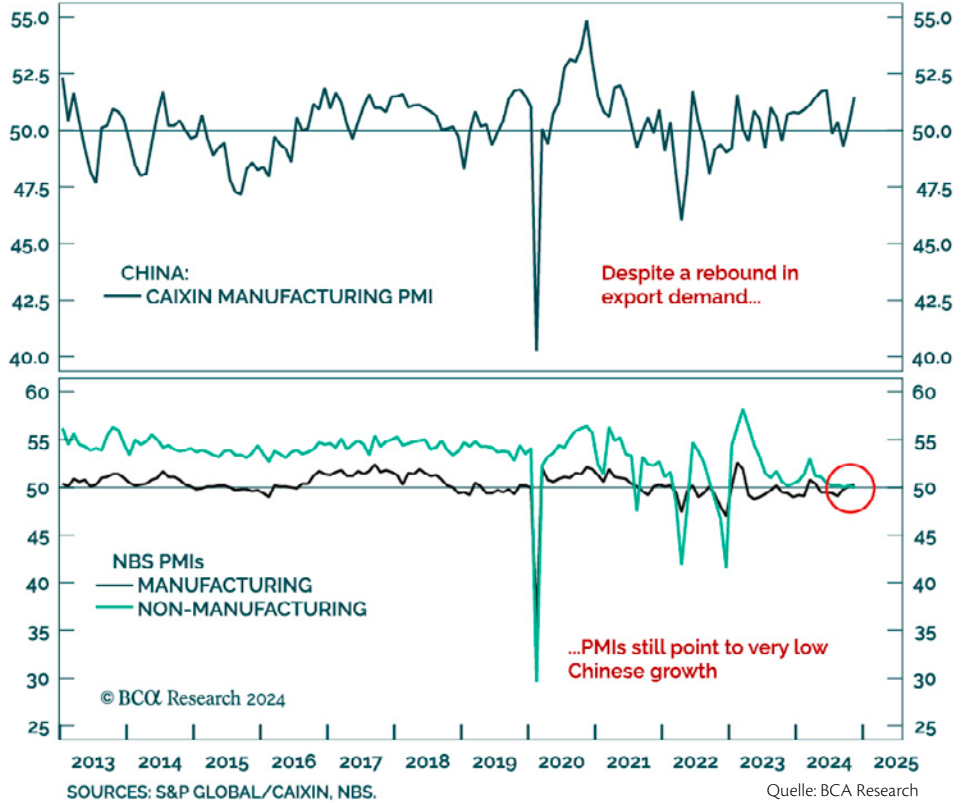


## China auf der Suche nach dem Wendepunkt

Die chinesischen Einkaufsmanagerindizes für November waren uneinheitlich und spiegelten ein sehr geringes Wachstum wider. Der offizielle zusammengesetzte PMI lag unverändert bei 50,8, was auf einen leichten Anstieg im verarbeitenden Gewerbe auf 50,3 und einen leichten Rückgang im Dienstleistungssektor auf 50 zurückzuführen war. Der Caixin PMI für das verarbeitende Gewerbe stieg von 50,3 auf 51,5. Der Caixin PMI für das verarbeitende Gewerbe gewichtet kleine und exportorientierte Unternehmen stärker, und die Stärke im November kam aus dem Exportsektor. Kurzfristig ist mit einem Aufschwung bei den Exporten zu rechnen, da die Unternehmen die US-Zölle vorwegnehmen, aber er wird nicht von Dauer sein. Ein anhaltender Boom würde zu mehr Neueinstellungen führen, aber die Beschäftigungskomponente bleibt tief im kontraktiven Bereich. Das chinesische Wachstum wird gedämpft bleiben, es sei denn, Peking bringt ein politisches Paket auf den Weg, das das Vertrauen der Verbraucher und Unternehmen stärkt, die realen Kreditzinsen lockert, die Immobilienpreise anhebt und den Schwerpunkt der lokalen Regierungen auf das Wachstum verlagert. Nach einer Reihe von Konjunkturmaßnahmen hat nun Chinas Führung in der zweiten Dezemberwoche weitere Hilfen für die angeschlagene Wirtschaft des Landes in Aussicht gestellt. Wie die staatliche Nachrichtenagentur Xinhua nach einer Sitzung des Politbüros berichtete, kündigte das Gremium unter der Leitung von Präsident Xi Jinping an, für 2025 eine „proaktivere“ Fiskalpolitik anzustreben.

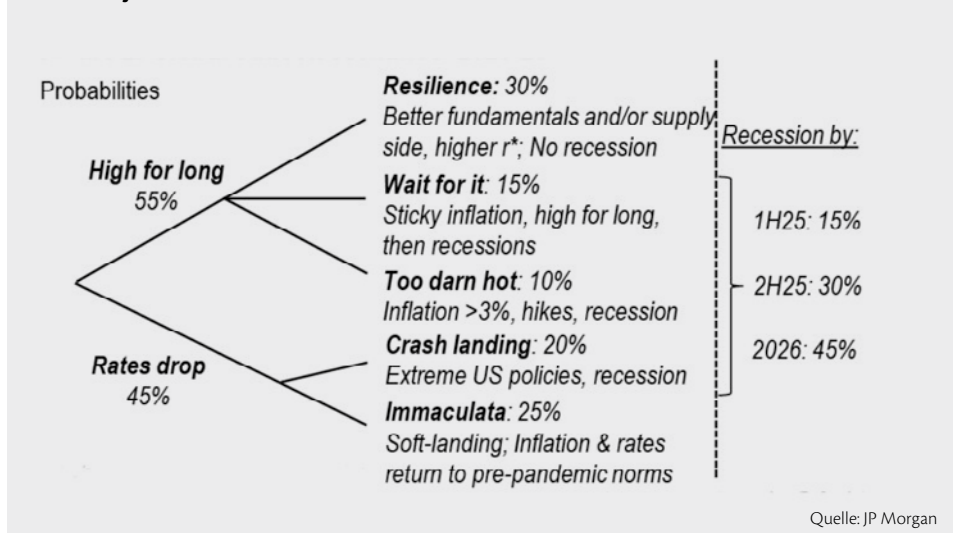
Chinesische Einkaufsmanager-Indices zeigen noch keinen Wendepunkt

Grafik 13



Weltkonjunktur 2025/26 in Wahrscheinlichkeiten

Grafik 14





Damit deutet sich an, dass der Staat gezielt mehr Geld ausgeben wird, um die Wirtschaft anzukurbeln. Zudem sprach das Politbüro von einer „moderaten Lockerung“ der Geldpolitik, was ebenfalls als Maßnahme gilt, um die Wirtschaft zu stärken.

Interessanterweise hat nun auch die Investmentbank JP Morgan den bislang pessimistischen Blick auf Aktien aufgegeben und die Kursziele einem geänderten Konjunkturszenario angepasst. Am gravierendsten fiel es für den S+P 500 aus, wo es über mehr als 18 Monate beim Kursziel von 4.200 Indexpunkten geblieben war. Das sind nun für Ende 2025 immerhin 6.500 Punkte.

Die verschiedenen Szenarien lassen sich auf der obersten Ebene in „Zinsen bleiben länger höher“ und „Zinsen fallen“ einteilen. Darunter dürfte das „Resilienz-Szenario“ – also eine widerstandsfähige Konjunktur mit besseren Fundamentaldaten und einem höheren Gleichgewichtszins ( $r^*$ )<sup>4</sup> – das wahrscheinlichste Auskommen sein. Allerdings rückt man nicht komplett davon ab, eine Rezession zu prognostizieren. Diese soll dann mit größter Wahrscheinlichkeit erst 2026 am Horizont erscheinen. BCA Research sieht eine Rezession in USA schon in 2025 vor der Tür und gibt diesem Szenario eine Eintrittswahrscheinlichkeit von immerhin 75 %.

Daher verwundert es nicht, wenn neben den USA auch der Rest der Welt mit einem einstelligen prozentualen Kursgewinn das Jahresende 2025 erreichen soll. Das größte Kurspotenzial sieht JP Morgan in Lateinamerika.

### MakroQuant Asset Allocation für die nächsten 1 – 3 Monate

Grafik 15

Region	Equity Indices	As of 12/11 Market Close	2025E Price Target	Upside/Downside	2025E EPS
US	S&P 500	\$6084	\$6500	7.0%	\$270
Eurozone	MSCI Eurozone	€294	€300	2.0%	€21.2
UK	FTSE 100	£8302	£8600	4.0%	£705
Japan	TOPIX	¥2749	¥3000	9.0%	¥196
EM	MSCI EM	\$1112	\$1150	3.0%	\$88
China	MSCI China	HK\$66	HK\$67	2.0%	HK\$6.51
Asia ex-Japan	MSCI AXJ	\$725	\$750	3.0%	\$54
ASEAN	MSCI AC ASEAN	\$707	\$720	2.0%	\$50
CEEMEA	MSCI EMEA	\$210	\$220	5.0%	\$19.6
Latin America	MSCI LATAM	\$2018	\$2250	11.0%	\$230

Quelle: BCA Research

<sup>4</sup> Der neutrale Zinssatz wird in der Literatur als R-Stern bezeichnet ( $r^*$ ) und ist für Zentralbanken tatsächlich so etwas wie ein Leitstern. Es handelt sich dabei nämlich um das Zinsniveau, das in einer Volkswirtschaft herrschen sollte, wenn sich diese genau im Gleichgewicht befindet – das heisst, wenn die Wirtschaft weder einen Boom noch eine Krise durchläuft und auch die Inflation stabil ist.



# Asset Allocation

Wie gewohnt blicken wir an dieser Stelle auf die Einschätzungen des taktischen MacroQuantmodells unseres Partners BCA Research. Im Ergebnis empfiehlt es weiterhin mehr auf Anleihen als auf Aktien zu setzen. Der betrachtete Zeithorizont sind 1 – 3 Monate.

## MakroQuant Asset Allocation für die nächsten 1 – 3 Monate

Grafik 16

MacroQuant Tactical (1-To-3 Month) Recommendations			
Asset Allocation	-	0	+
<b>Equities</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Fixed Income</b>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Cash</b>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>US Equity Sectors*</b>	-	0	+
Communication Services	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Consumer Discretionary	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Consumer Staples	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Energy	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Financials	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Health Care	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Industrials	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Information Technology	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Materials	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Real Estate	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Utilities	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
<b>Global Equity Regions**</b>	-	0	+
US	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
Euro Area	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
UK	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Canada	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Australia	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Japan	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
EM	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
<b>Currencies And Commodities</b>	-	0	+
DXY	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>
WTI Oil	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Copper	<input checked="" type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
Gold	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input checked="" type="checkbox"/>

Quelle: BCA Research

**LEGEND:**  
 ■ - CURRENT  
 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.

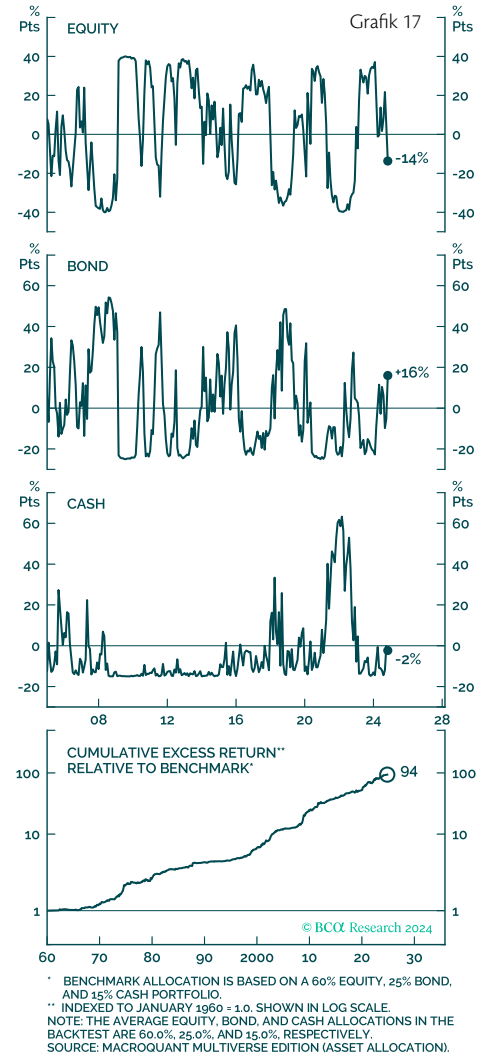
## US-Aktien: Schlittschuhlaufen auf dünnem Eis

Auf der Grundlage der neuesten Version des Modells lag der Gesamtwert aller Indikatoren Ende November im 33. Perzentil der erwarteten Renditeverteilung, während er im Oktober noch beim 57. Perzentil lag.

Zu den einzelnen Indikatoren: Die Stimmungskomponente des Aktienmodells verschlechterte sich im November. Sie fiel auf das 25. Perzentil der historischen Verteilung und damit auf den niedrigsten Stand seit August 2022. Obwohl die Aktienkurse weiterhin nach oben tendieren, signalisieren immer mehr Indikatoren des Modells, dass die Stimmung gewissermaßen selbstgefällig geworden ist.

Die Inflationskomponente des Aktienmodells sank vom 97. Perzentil auf das 81. Perzentil, was darauf hindeutet, dass der Disinflationstrend, den die USA in den letzten zwei Jahren erlebt haben, ins Stocken zu geraten droht. Auch die monetäre und finanzielle Komponente sank aufgrund der höheren Anleiherenditen vom 66. auf das 59. In den letzten Jahren haben steigende Renditen im Allgemeinen eine schwächer als erwartet ausfallende Wirtschaftstätigkeit angedeutet. Die Konjunkturkomponente des Aktienmodells fiel im November auf das 33. Perzentil, verglichen mit dem 42. Perzentil im Oktober. Die Wachstumsprognosen des Modells haben sich zwar seit den Tiefständen im Sommer verbessert, signalisieren aber immer noch ein erhöhtes Risiko für eine schwächere Konjunktur - und möglicherweise eine Rezession - im Jahr 2025.

## MakroQuant-Verteilung Dezember



Quelle: BCA Research

Wie schon seit einiger Zeit bleibt die Bewertungskomponente des Modells auf niedrigem Niveau. Sie lag im November beim 2. Perzentil, was bedeutet, dass Aktien seit Anfang der 1960er Jahre nur in 2 % der Fälle so teuer waren.



## B. US-Aktiensektoren: Defensive bevorzugen

Innerhalb der Aktien setzt das MacroQuant US-Aktiensektormodell auf Basiskonsumgüter, Gesundheitswesen und Versorger. Gegenüber IT ist das Modell neutral. Die Gewinnschätzungen steigen im IT-Bereich weiterhin schneller als in anderen Aktien-sektoren. Allerdings sind IT-Aktien nach wie vor teuer und haben in den letzten sechs Monaten eine gewisse Verschlechterung der relativen Preisdynamik gezeigt. Das Modell ist neutral gegenüber dem technologielastigen Kommunikationssektor sowie gegenüber zyklischen Konsumgütern.

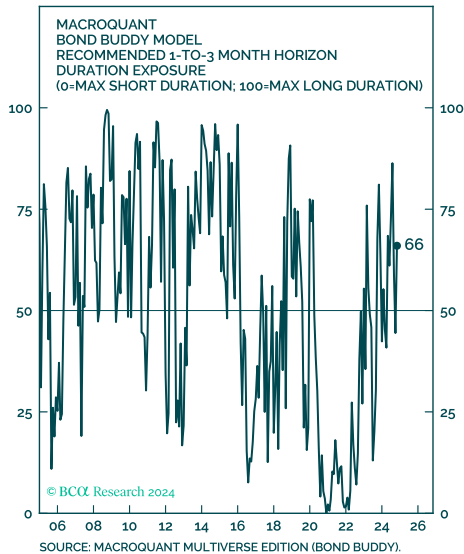
Bei den Finanzwerten ist es hingegen leicht untergewichtet. Obwohl die Banken in diesem Jahr einen großartigen Lauf hatten, sind sie im Falle einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums durch steigende notleidende Kredite gefährdet. Das Modell ist untergewichtet in Industrie- und Immobiliensektoren. Aufgrund seiner pessimistischen Haltung gegenüber dem globalen Wachstum sind auch Energie und Rohstoffe untergewichtet.

## C. Aktienregionen: USA behaupten (erneut) den Spitzenplatz

Das Regionenmodell hatte im Allgemeinen US-Aktien bevorzugt, und das war auch in diesem Monat nicht anders. Obwohl sie teuer sind, weisen US-Aktien weiterhin ein überdurchschnittliches Gewinnwachstum auf. Japan belegte in diesem Monat den zweiten Platz in der Rangliste der bevorzugten Aktienregionen. In Anbetracht der Tatsache, dass die USA 67 % der weltweiten Aktienmarktkapitalisierung auf sich vereinen, wurde Japan jedoch auf eine neutrale Gewichtung zurückgestuft. Das Modell

## MakroQuant – Übergewichtung langer Restlaufzeiten bei Bonds

Grafik 18



Quelle: BCA Research

empfiehlt, alle anderen Regionen unterzue-wichten, wobei die Schwellenländer und der Euroraum besonders abgestraft werden. Das Wachstum im Euroraum ist ins Stocken geraten, während die Aktien der Schwellenländer durch einen stärkeren US-Dollar, der drohenden Einführung und Erhöhung von Zöllen und den halbherzigen Konjunkturmaßnahmen Chinas belastet wurden.

## D. Anleihen

Das „Bond Buddy“ genannte zum Aktienmodell korrespondierende Anleihenmodell hat seine Einschätzung der Duration von Anleihen im November nach oben korrigiert. Der Durationswert des Modells liegt derzeit im 66. Perzentil der erwarteten Renditeverteilung, gegenüber dem 44. Perzentil Ende Oktober. Lange Laufzeiten sind wieder mehr zur ersten Wahl geworden.

Der größte Teil der Verbesserung des

Anleihen-Scores ist auf die technische Komponente zurückzuführen. Nach einem starken Anstieg der Anleiherenditen im Oktober und Anfang November haben die Renditen begonnen zu sinken. Obwohl die politischen Entwicklungen vom Modell nicht erfasst werden, scheint die Ernennung von Scott Bessent zum US-Finanzminister die Nerven des Anleihemarktes beruhigt zu haben. Aus fundamentaler Sicht sind US-Staatsanleihen weiterhin günstig. Bond Buddy schätzt den fairen Wert für die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen bei 3,47 %.

**Das MacroQuant Modell fließt auch in die Struktur des am 2008 aufgelegten ETF-Portfolios ein, das derzeit sehr defensiv aufgestellt ist. Seit der letzten Publikation wurde das Portfolio nicht verändert.**

Aktuell beträgt die Aktiengewichtung rund 28%, ca. 57% des Portfolios werden in festverzinsliche Wertpapiere (zwei ETFs und zwei Fonds) investiert, um die volatile Aktienphase auszusitzen und trotzdem Einnahmen zu generieren. 15% des Portfolios werden weiterhin als Cash gehalten, um auf mögliche Verwerfungen schnell reagieren zu können.

Mit 12,72 % Plus seit Jahresanfang liegt das ETF-Portfolio unter der Performance des MSCI Welt (EUR) von 26,91 %. Diese massive Outperformance des MSCI Welt in Euro ist jedoch unter anderem der signifikanten US-Dollar Aufwertung geschuldet. Das Ergebnis wurde allerdings mit einer im Vergleich relativ geringen Volatilität erreicht (< 7,5 %).



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.

11.12.24										9.1.19									
Referenz-Portfolio Fonds und ETFs										Referenz-Portfolio Fonds und ETFs									
Stückzahl Gewicht.	NAME WKN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn/ Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in %	Risiko - Klasse (RfK)	Stückzahl Gewicht.	NAME WKN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn/ Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in %	Risiko - Klasse (RfK)
365	X MSCI WORLD HEALTH CARE 9,62% A113FD	MSCI World Health Care Kauf am 13.09.2023	45,63 €	50,77 €	11,26%	16.654,95 € 13.09.23	18.531,05 €	11,26% 1.876,10 €	B	675	ISHARES MSCI EMLATAM 4,55% A0NA45	lateinamerika Kauf am 03.02.2024	13,81 €	13,00 €	-5,86%	8.772,30 € 03.07.24	8.772,30 €	-5,86% -546,41 €	C
218	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 5,65% A20E7P	Euro Stoxx 50 Halbierung am 25.07.24 @ 48,3871€	33,875 €	49,90 €	47,29%	7.384,75 € 28.02.20	10.877,11 €	47,29% 3.492,36 €	B	159	AMUNDI ETF GOVIES 0-6 MONTHS 10,16% A0RNWC (Nachkauf am 16.02.24 - 42 Stück)	STAATSANLEIHEN C A S H - E R S A T Z Kauf am 07.10.2024 (Halbierung am 07.10.2024)	119,45 €	122,78 €	2,79%	19.046,30 € 15.09.23	19.577,27 €	2,79% 530,97 €	A
694	KRANESHARES CSI CHINA IT EUR 5,38% A20E7P	CSI China Internet UCITS ETF London (Halbierung am 07.10.2024)	13,910 €	14,95 €	7,46%	9.653,54 € 18.10.21/26.10.22	10.373,91 €	7,46% 720,37 €	D	259	Abaki UI 14,75% A3D9G1	Zinsstrategie Kauf am 14.08.2024	109,4200 €	110,04 €	0,57%	28.339,78 € 14.08.24	28.500,36 €	0,57% 160,58 €	E
169	ISHR RUS ADR/GDR 2,49% A1CIHV	MSCI Russia Bewertung zum 03.03.2022	132,849 €	28,40 €	-78,62%	22.461,34 € 03.02.22	4.801,72 €	-78,62% -17.659,63 €	E	465	ISH EBREX GV 6D 18,25% A004RZ	Government Germany 0-1Yr gekauft am 01.08.2024	75,038 €	75,60 €	0,75%	34.892,67 € 01.08.24	35.155,40 €	0,75% 262,72 €	E
270,00	GALLIEI GLB BD OPPRTNITY UI-P 14,36% DE00A3DD937	CASH ERSATZ	96,570 €	102,45 €	6,09%	26.073,90 € 16.02.24	27.661,50 €	6,09% 1.587,60 €	B	14,75%	Abaki UI 14,75% A3D9G1	Zinsstrategie Kauf am 14.08.2024	109,4200 €	110,04 €	0,57%	28.339,78 € 14.08.24	28.500,36 €	0,57% 160,58 €	E
Benchmark:		Kurs am 29.12.23		letzter Schlusskurs		Performance Benchmark		20,43% 26,91%		Kurs am 29.12.23		letzter Schlusskurs		Performance Benchmark		20,43% 26,91%		B	
MSCI WORLD		3.169,18 USD 2.864,41 EUR		3.816,76 USD 3.635,36 EUR		3.816,76 USD 3.635,36 EUR		20,43% 26,91%		MSCI WORLD		3.169,18 USD 2.864,41 EUR		letzter Schlusskurs		Performance Benchmark		20,43% 26,91%	
ETF Portfolio										ETF Portfolio									
Jahre		ETF Portfolio		MSCI in \$		MSCI in €		Performance seit Start am 25.04.08		ETF		Performance seit Start pa.		MSCI in \$		MSCI in €		Risiko - Klasse (RfK)	
2008 (ab 25.04.08)		-15,70%		-39,24%		-32,00%		285,33%		285,33%		8,44%		152,01%		274,81%		A	
2009		52,06%		26,98%		23,63%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2010		17,34%		9,55%		17,46%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2011		-12,03%		-7,62%		-4,72%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2012		4,41%		13,18%		11,15%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2013		18,81%		24,10%		18,77%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2014		12,70%		2,93%		17,29%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2015		8,65%		-2,74%		8,30%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2016		8,03%		5,32%		8,50%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2017		7,07%		20,11%		5,38%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2018		-7,68%		-10,44%		-5,98%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2019		24,95%		25,19%		27,68%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2020		2,43%		14,06%		4,77%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2021		2,175%		20,14%		28,99%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2022		-8,13%		-19,46%		-14,39%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2023		11,225%		21,77%		17,88%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
2024 (YTD)		12,72%		20,43%		26,91%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
p.a. (ab 25.04.08)		8,44%		5,71%		8,26%		8,44%		8,44%		5,71%		5,71%		8,26%		A	
Aktien-Exposure										Aktien-Exposure									
27,69%										27,69%									
Renten-Exposure										Renten-Exposure									
57,56%										57,56%									
Cash										Cash									
14,75%										14,75%									
100,00%										100,00%									
Datum der historischen Simulation:										Datum der historischen Simulation:									
09.12.24										09.12.24									
EUR in USD										EUR in USD									
1,0499										1,0499									
DAX30										DAX30									
20.286,23										20.286,23									
S&P 500										S&P 500									
6.034,91										6.034,91									

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.



# Kommen jetzt die Midcaps ?

Über die meisten Phasen des Jahres 2024 war mit den sogenannten Mid- und SmallCaps (SMid-Caps) unter den Aktien kein Geld zu verdienen. Das Gewinnwachstum 2024 war angesichts der anhaltenden Verlangsamung des Umsatzwachstums, steigender Kosten und schrumpfender Margen bestenfalls einstellig – und das trotz der Rekord-Underperformance in den Jahren 2022 und 2023. Seitdem entschieden ist, dass Donald Trump ans Regierungspult zurückkehren wird, konnte die Gruppe von Titeln auf der ganzen Welt einstellig zulegen. Trumps Sieg bedeutet, dass einige Regionen gewinnen, während andere verlieren. Die Revisionen der Schätzungen des Analyistenteam von JP Morgan für das reale BIP-Wachstum deuten darauf hin, dass sich Trumps Sieg im Jahr 2025 leicht positiv auf die USA und Lateinamerika auswirken wird, aber deutlich negative Auswirkungen auf China und die aufstrebenden asiatischen Volkswirtschaften haben wird. Auch das Wachstum in Gesamteuropa wird einen Dämpfer abbekommen, wenn auch weniger stark.

Die Schätzungen zeigen aber auch, dass das Wachstum zwischen den Regionen weniger stark divergiert als im Jahr 2024. Europa (ohne Peripherie) wird voraussichtlich das schwächste Wachstum aufweisen, die USA werden die am schnellsten wachsende Industrienation sein und die Schwellenländer werden eine deutliche Verlangsamung des realen BIP-Wachstums erfahren. Aber das Wachstumsdelta zwischen den Regionen wird sich 2025 voraussichtlich verringern.

Üblicherweise ist das reale BIP-Wachstum der stärkste makroökonomische Treiber des SMid-Gewinnwachstums ist. Daher könnte das Jahr 2025 vielleicht weniger US-Alpha im Vergleich zum Rest der Welt bringen, als der Konsens zu erwarten scheint. In der Vergangenheit konnte man feststellen, dass das reale BIP-Wachstum stärker mit dem SMid-Gewinnwachstum korreliert als das nominale BIP-Wachstum. Die Szenarioanalyse zeigt, dass für SMid-Caps im nächsten Jahr unter den Annahmen des Best-Case-Szenarios sogar ein zweistelliges Kurspotenzial möglich ist.

Die Tabelle zeigt das Aufwärts-/Abwärts-potenzial für SMid-Caps nach Regionen. Die Methodik geht von der Grundannahme aus, dass das Aufwärtspotenzial vom Gewinnwachstum abhängt und die Bewertungen bis 2025 bei ihren historischen Durchschnittswerten liegen, da die risikofreien Zinssätze ebenfalls bei ihren historischen Durchschnittswerten liegen. Das BASE CASE-Szenario geht weiter davon aus, dass das Gewinnwachstum für 2024 und 2025 wie im Jahr 2023. Der Grund für diese Annahme liegt in der Entwicklung des realen BIP-Wachstums und der Inflation - nach Ansicht des Ökonomenteam von JP Morgan werden die Jahre 2024 und 2025 eine Wiederholung des Jahres 2023 sein, mit einer Verlangsamung des nominalen BIP-Wachstums, während die Inflation die Kosten weiter in die Höhe treibt. Sicher ist das eine Gleichung, die bisher zu einem Rückgang der Margen und einem anämischen Gewinnwachstum im niedrigen bis mittleren einstelligen Bereich für SMid-Caps in den meisten Regionen der Welt geführt hat. Anders Im BULL CASE-Szenario, wo die Bezie-

**Korrelation zwischen Gewinnwachstum und anderen VWL-Daten**

Grafik 20

	UK	Eurozone	US	Australia	Japan	China	Asia ex-J	LatAm
Real GDP Grw	71%	61%	69%	65%	35%	42%	42%	49%
Nominal GDP Grw	47%	35%	61%	43%	7%	17%	11%	34%
Inflation	-22%	-17%	22%	-5%	-43%	1%	-13%	6%
Real GDP Grw less inflation	70%	68%	43%	46%	59%	26%	38%	29%

Source: IMF, FactSet, J.P. Morgan calculations.

Quelle: JP Morgan



hung zwischen dem realen BIP Wachstum und dem Gewinnzuwachs bei den SMid-Werten zurück auf ihre historische Norm angenommen (trotz der Tatsache, dass das Gewinnwachstum in den letzten Jahren viel schwächer war als das reale Wachstum des BIP). Wie aus der Tabelle hervorgeht, bietet unser Basisszenario nur ein begrenztes Aufwärtspotenzial für SMid-Anleger außerhalb Japans und Lateinamerikas, während das Best-Case-Szenario

eine deutliche Beschleunigung des Gewinnwachstums erwartet, das durch einen starken US-Dollar, eine hartnäckigere Inflation, höhere langfristige Zinssätze und Schocks im internationalen Handel infolge von Zöllen in Frage gestellt werden könnte.

Es ist sehr wahrscheinlich (wir würden die Wahrscheinlichkeit auf 70 % schätzen), dass im Jahr 2025 weltweit ein mittleres Gewinnwachstum von 5-15 % erzielt wird, und zwar

vor dem Hintergrund eines anhaltenden Wirtschaftswachstums, das durch die Verbesserung der Stimmung in den USA, die Konjunkturmaßnahmen in China und den Zinssenkungen in Europa (die EZB hat die Zinsen bereits von 4,00 auf 3,25 % gesenkt) angeheizt wird.

### BASE und BULL Case für SMid-Caps

Grafik 21

	Current			2025 Base Case*			2025 Bull Case**		
	Curr. Trailing P/E	Hist Avg Trailing P/E	Up/Down-Side to Hist. Avg (a)	EPS Grw 24E (b)	EPS Grw 25E (c)	Implied Perf % (axbxc)	EPS Grw 24E (d)	EPS Grw 25E (e)	Implied Perf % (axdx)
UK	17.6x	17.4x	-1.0%	2.7%	2.7%	4.4%	2.7%	10.5%	12.3%
Cont. Europe	18.9x	18.7x	-0.8%	6.1%	6.1%	11.7%	6.1%	11.6%	17.4%
US/Can	21.4x	22.4x	4.5%	1.2%	1.2%	7.0%	1.2%	15.2%	21.8%
Aus/NZ	23.2x	18.2x	-21.4%	4.0%	4.0%	-15.0%	4.0%	8.5%	-11.3%
Japan***	16.5x	19.2x	16.3%	16.7%	16.7%	58.4%	16.7%	16.7%	58.4%
China	31.8x	31.0x	-2.5%	5.1%	5.1%	7.6%	5.1%	5.5%	8.0%
Asia ex-J	30.2x	20.3x	-32.7%	4.7%	4.7%	-26.3%	4.7%	8.2%	-23.9%
LatAm	14.1x	18.9x	34.7%	13.1%	13.1%	72.2%	13.1%	23.0%	87.3%

Quelle: JP Morgan

Source: Bloomberg Finance L.P., Morningstar, Factset, and J.P. Morgan Calculations.

Note: \*Base case assumes '24 and '25 EPS Grw matches that of '23. \*\*Best Case assumes '24 EPS Grw matches '23, and '25 EPS Grw is based on '25E JPM Real GDP Grw and the hist. linear regression between EPS Grw and Real GDP Grw. \*\*\*Assumes '23 EPS Grw in '25 under Best Case scenario since linear regression results are lower than the '23A EPS Grw.



### ICM 15er-Aktienportfolio

Im November verzeichneten die US-Aktienmärkte starke Zuwächse. Nach dem Sieg von Donald Trump bei den Präsidentschaftswahlen stieg der DowJones Index um 7,5 Prozent, während der S&P 500 um 5,7 Prozent zulegte. Trumps Pläne für mögliche Steuersenkungen und Deregulierung wirkte sich positiv auf die Stimmung aus, obwohl die angekündigten Zölle und der daraus resultierende Handelskrieg negative Auswirkungen auf die Märkte haben sollten.

Das 15er-Aktienportfolio besteht z.Zt. nur aus elf von fünfzehn möglichen Titeln. Die aktuellen hohen Bewertungen und die Indexhöchststände lassen uns deutlich vorsichtiger in unserer Asset-Allokation werden. Die aktuelle Performance YTD des Portfolios liegt bei +8,57%.

### Nicht mehr im Portfolio:

**Bristol-Myers Squibb Company Bristol** hat Anfang dieses Jahres 14 Milliarden Dollar für die Übernahme von Karuna Therapeutics ausgegeben. Deren Medikament Cobenfy, das erste seiner Klasse zur Schizophrenie-Behandlung, erhielt im September von der Food and Drug Behörde der USA die Zulassung. AbbVie wollte Cobenfy mit seinem Medikament Emraclidin Konkurrenz machen, aber Emraclidin konnte in zwei Phase-2-Studien nicht überzeugen. Nach sechs Wochen zeigten Schizophrenie-Patienten, die Emraclidin erhielten, keine signifikante Verbesserung der Symptome im Vergleich zu den Patienten, die nur ein Placebo einnahmen. Daraufhin kam die Aktie von AbbVie unter Druck und Aktien von Bristol Myers Squibb stiegen deutlich auf über 60 USD. Wir nutzten die Gelegenheit zu Gewinnmitnahmen und erzielten ein TotalReturn incl. (Dividende) von +14,84% bei ca. 8 Monaten Haltedauer.

**STMicroelectronics N.V.** musste seine langfristigen Finanzprognosen nach unten korrigieren. Das Unternehmen hatte in diesem Jahr bereits dreimal seine Prognosen gesenkt, nachdem die Märkte für die von ihm hergestellten Industrie- und Automobilchips eingebrochen waren. ST, eines der größten europäischen Halbleiterunternehmen, erklärte, dass es das Umsatzziel von 20 Milliarden USD und eine Betriebsmarge von über 30 Prozent bis 2030 erreichen wolle, anstatt wie bisher prognostiziert bis 2027. Es gab auch eine neue Prognose für 2027-2028 ab, die einen Umsatz von 18 Milliarden Dollar und eine operative Marge von 22-24% vorsieht. „ST geht davon aus, das Jahr 2027 mit Einsparungen im hohen dreistelligen Millionenbereich im Vergleich zur aktuellen Kostenbasis zu verlassen“, so das Unternehmen in der Erklärung vor seinem Investorentag. ST hatte den Start eines unternehmensweiten Programms zur Umstrukturierung seiner Produktionsbasis erstmals mit den

Grafik 22

ICM InvestmentBank AG UNABHÄNGIGE VERMÖGENSVERWALTER		15er Aktienportfolio					Auslastung: 73%	02.12.24				
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	87,40	13,72%	-66,89%	B-
2	BHC.DF	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	ADC	26.07.24	8,376	8,40	4,61%	0,22%	B-
3	BA	BOEING CO/d	Industrials	US0970231058	USD	NYQ	17.05.24	183,25	155,44	-40,37%	-15,18%	A-
4	ENI.MI	ENI/d	Energy	IT0003132476	EUR	MIL	28.03.24	14,597	13,27	-13,54%	-9,09%	A
5	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	45,30	28,15%	-51,91%	B
6	PRX.AS	PROSUS/d	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	33,942	38,58	42,95%	13,65%	B+
7	PUMG.DE	PUMA	Consumer Cyclical	DE0006969603	EUR	GER	05.01.24	47,00	44,17	-12,57%	-6,02%	A
8	ROG.S	ROCHE HOLDING /d	Healthcare	CH0012032048	CHF	SWX	16.07.24	257,100	255,20	4,38%	-0,74%	A
9	TME.DF	TENCENT MUSIC/d	Technology	US88034P1093	USD	ADC	06.04.21	20,07	11,36	26,15%	-43,40%	D+
10	TLW.L	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	Gbp	LSE	27.09.19	83,587	20,34	-47,74%	-75,67%	B
11	VOWG_p.DE	VOLKSWAGEN VZ	Consumer Cyclical	DE0007664039	EUR	GER	13.03.24	112,49	79,52	-28,87%	-29,31%	A
12												
13												
14												
15												
			Aktiendepot in €	MSCI in €								
Performance in 2017			24,84%	5,50%								
Performance in 2018			-9,56%	-5,92%								
Performance in 2019			16,53%	27,49%								
Performance in 2020			-3,15%	11,86%								
Performance in 2021			10,88%	30,73%								
Performance in 2022			9,03%	-15,12%								
Performance in 2023			20,61%	18,25%								
Performance in 2024 (YTD)			8,57%	26,00%								



Ergebnissen des dritten Quartals angedeutet, ohne jedoch zu erläutern, woher diese Einsparungen kommen sollen. Die Aktie blieb auch durch die allgemein schwächeren Entwicklungen der Tech-Aktien deutlich hinter unseren Erwartungen zurück. Wir zogen die Reißleine und verbuchten einen Verlust von -44,07%.

### Neu im Portfolio:

Das bereinigte EBIT von Neuzugang **TUI** lag im 3. Quartal mit 232 Mio. € leicht über dem Bloomberg-Konsens, was einem Anstieg von 62 Mio. € gegenüber dem Vorjahr (+37%) entspricht, bei einem Umsatzwachstum von +9%. Das Quartal profitierte von der anhaltenden Erholung im Bereich Märkte und Fluggesellschaften. Auch der Bereich Hotels und Kreuzfahrten konnte die im Vergleich zum zweiten Quartal angehobenen Erwartungen erfüllen. TUI hält an der Prognose für das Geschäftsjahr 24 fest, die einen Umsatzanstieg von mehr als 10%, ein bereinigtes EBIT-Wachstum von mindestens 25% gegenüber dem Vorjahr und eine leichte Verbesserung der Nettoverschuldung vorsieht. Die Gruppe bekräftigte ihre mittelfristigen Ziele, die eine CAGR des bereinigten EBIT von +7-10% beinhalten. Die anderen Segmente verzeichneten im 4. Quartal einen Anstieg der durchschnittlichen Tagesraten im Bereich Hotels & Resorts (der vom Management als „erstaunlich stark“ beschrieben wird, was auf das Wachstum der internationalen Reisenachfrage zurückzuführen ist) um +10% bei verfügbaren Übernachtungen und Belegungskennzahlen, die beide um +1% gegenüber dem Vorjahr gestiegen sind; die Auslastung im Bereich Kreuzfahrten stieg um +1 pt bei einer um +11% erhöhten Kapazität und einem Anstieg der durchschnittlichen Tagesrate um +2%. TUI Cruises (an der TUI einen Anteil von 50% hält) meldete am 26. August separat positive Q2-Ergebnisse. Die Aktie hat derzeit ein 2025er KGV von nur 8. Das passt nicht zu einem erwarteten Gewinnwachs-

tum von über 20 %. Sollten sich Umsatz- und Gewinnwachstum fortsetzen, stünde eine Neubewertung der Aktie an.

### Neues zu den Portfolio-Mitgliedern:

**Alibaba Group Holding Ltd.** Der Global B2B E-Commerce Marketplaces Overview 2024 zeigt, dass der U.S. B2B-Marktplatz-Sektor erheblich wachsen und einen Marktwert von über 8,5 Billionen USD bis 2030 erreichen wird. Der Bericht verdeutlicht die globale Bewegung hin zu digitalen B2B-Plattformen. Internationale Unternehmen verlassen sich zunehmend auf Online-Marktplätze für Beschaffung, Effizienz und die Ausweitung des globalen Handels. Verstärkt wird dieser Trend durch regionale Entwicklungen, da sich die führenden Plattformen an die marktspezifischen Anforderungen lokaler Märkte anpassen. Alibaba.com dominiert die B2B-Landschaft im asiatisch-pazifischen Raum und nutzt KI und sicheren Zahlungsverkehr, um den Handel zu erleichtern. Alibaba generierte allein im Jahr 2023 fast 130 Milliarden USD Umsatz. In Nordamerika führt Amazon Business mit einem Umsatz von über 30 Milliarden USD im Jahr 2023 den Markt an und erwartet bis 2026 einen Anstieg auf mehr als 65 Milliarden USD. Der Kurs der Alibaba Aktie konnte mit einem TotalReturn (incl. Dividende) von z.Zt. +13,72% YTD diese Entwicklung nicht ganz nachvollziehen, hat aber deutlich mehr Potenzial. **Ping An Insurance (Group)** war Mitveranstalter des The Fintech Forum zum Thema „Fintech in der Ära der digitalen Intelligenz“ auf der 2024 World Internet Conference in Wuzhen. Regierungsbeamte, Akademiker, Wirtschaftsführer und Forscher aus der ganzen Welt tauschten sich über Themen wie den Aufbau eines neuen Finanzökosystems und die Förderung von Fintechs aus. In seiner Eröffnungsrede erklärte Richard Sheng, Board Secretary und Brand Director von Ping An, dass Daten zu einem neuen Produktionsfaktor geworden sind,

Rechenleistung eine neue Produktivkraft und die Digitalisierung die wichtigste Triebfeder des Fortschritts über alle Branchen hinweg seien. Er betonte, dass die Digitalisierung alle Aspekte der Finanzbranche durchdrungen hat und insbesondere die Kreditvergabe, Risikokontrolle und Kundenerfahrung verändert. Dieser Wandel führt zu einer erheblichen Ausweitung der Zugänglichkeit und Reichweite von Finanzdienstleistungen, verbessert die Effizienz und ermöglicht eine hochwertige soziale Entwicklung. Die Aktie von Ping zeigt z.Zt. mit einem TotalReturn (incl. Dividende) von +28,15% YTD weitere deutliche Outperformance. **Tencent Music Entertainment Group** Im dritten Quartal 2024 erzielte das Unternehmen einen Umsatz von rund 1,0 Mrd. US-Dollar, ein Plus von 6,8 Prozent zum Vorjahr. Damit wurde das negative Umsatzwachstum der chinesischen Music-Streaming-Plattform gestoppt. Der Umsatz von Tencent Music Entertainment im Segment Online Music Services wuchs im Berichtszeitraum gegenüber dem Vorjahr um 20,4 Prozent auf 5,480 Mrd. Yuan (Vorquartal: 5,424 Mrd. Yuan). Die Sparte Social Entertainment Services & Others (Karaoke Plattform WeSing, sowie Kugou Live und Kuwo Live) musste hingegen einen Umsatzrückgang um 23,9 Prozent auf 1,535 Mrd. Yuan hinnehmen (Vorquartal: 1,736 Mrd. Yuan). Die Bruttomarge des Musik-Streaming-Anbieters stieg indes im Berichtszeitraum auf 42,6 Prozent (Vorquartal: 42 Prozent, Vorjahr: 35,7 Prozent). Tencent Music Entertainment erwirtschaftete ein operatives Ergebnis in Höhe von 2,144 Mrd. Yuan oder rund 306 Mio. US-Dollar (Vorquartal: 2,198 Mrd. Yuan), ein Anstieg von 50,5 Prozent zum Vorjahr. Damit verbesserte sich die operative Marge erneut deutlich. Das Nettoergebnis der Music-Streaming-Plattform betrug unterdessen 1,709 Mrd. Yuan (Vorjahr: 1,263 Mrd. Yuan) oder 244 Mio. US-Dollar bzw. 0,14 US-Dollar je Aktie (ADS). Der operative Cash-Flow lag im gleichen



Zeitraum bei 2,165 Mrd. Yuan oder 309 Mio. US-Dollar (Vorquartal: 2,944 Mrd. Yuan, Vorjahr: 1,441 Mrd. Yuan). Die TME-Aktie konnte die Jahreshöchststände im Juni nicht mehr ganz erreichen und sah danach Gewinnmitnahmen. Der TotalReturn (incl. Dividende) liegt aber noch bei guten +26,15% YTD. **Bausch Health Companies** verfügt trotz der Verlangsamung der US-amerikanischen und globalen Wirtschaft weiterhin über ausreichende Liquidität. Es gibt mehrere Liquiditätskennzahlen, u.a. das Acid Test Ratio lag im letzten Quartal bei 0,82, vor einem Jahr war es noch bei 0,89. Diese Veränderung ist auf einen Anstieg des Umlaufvermögens um 140 Mio. USD gegenüber dem Vorquartal und 303 Mio. USD vor einem Jahr sowie einen Anstieg der kurzfristigen Verbindlichkeiten um 137 Mio. USD gegenüber dem Vorquartal und 282 Mio. USD vor einem Jahr zurückzuführen. Der Oberste Gerichtshof der USA lehnte eine Berufung von Norwich Pharmaceuticals gegen die Entscheidung ab, dass ein Generikum Patente der Bausch-Einheit Salix Pharmaceuticals verletzen würde. Xifaxan ist zur Behandlung der leberbedingten Gehirnstörung hepatische Enzephalopathie. Die Aktie von Bausch Health tritt aber weiter auf der Stelle und hat nun eine Jahresperformance von +4,61% YTD. **BOEING CO.** hat einen 2,38 Milliarden Dollar schweren Auftrag von der US-Luftwaffe zum Bau von 15 zusätzlichen KC-46A Pegasus Luftbetankungsflugzeugen erhalten. Boeing hat nun weltweit 168 KC-46A-Tankflugzeuge in der Luft. Seit 2019 hat Boeing 89 KC-46As an die U.S. Air Force und vier an die Japan Air Force geliefert. Im Oktober kam die KC-46A Pegasus zu ihrem ersten richtigen Einsatz, nachdem sie im Jahr 2022 für den weltweiten Kampfeinsatz zugelassen wurde. Außerdem kündigte die Federal Aviation Administration an, dass sie ihre Aufsicht über Boeing verstärken wird, da der Flugzeughersteller die Produktion seiner 737MAX Jets nach einem 53-tägigen Streik wieder aufnehmen will. „Wir arbeiten

eng mit Boeing zusammen, um sicherzustellen, dass das Sicherheitsmanagementsystem das Handeln während der Wiederaufnahme der Produktion bestimmt.“, sagte der zuständige Beamte Whitaker. Die Aktie von Boeing sucht nach den Rückschlägen der letzten Monate weiter nach einer Bodenbildung. Uns verbleibt z.Zt. ein Minus von -15,18% auf unseren Einstandskurs. **Eni SpA** und **MSC** arbeiten gemeinsam an der Dekarbonisierung. Man wird in den Bereichen Nachhaltigkeit und Dekarbonisierung durch Biokraftstoffe, erneuerbare Energien und Kreislaufwirtschaft zusammenarbeiten, um innovative Lösungen im Transport- und Kreuzfahrtbereich weltweit voranzutreiben. Eni, dass sich der Energiewende hin zur Kohlenstoffneutralität bis 2050 verschrieben hat, und MSC, ein weltweit führender Anbieter von Schifffahrts- und Kreuzfahrtdiensten, beabsichtigen, ihre bereits fruchtbaren Geschäftsbeziehungen insbesondere auf Bereiche auszudehnen, die mit der Nachhaltigkeit und der Dekarbonisierung ihrer Tätigkeiten in Zusammenhang stehen. Die Vereinbarung umfasst den potenziellen Einsatz von LNG sowie von kohlenstoffarmen Energieträgern wie HVO und GNL-Biokraftstoffen sowie von Schmierstoffen aus erneuerbaren Rohstoffen in den Flotten von MSC, die sowohl in der Logistik als auch in der Kreuzschifffahrt tätig sind. Große Öl- und Gasunternehmen haben allgemein Ihre Investitionen in den Biokraftstoffsektor erhöht und setzen auf nachhaltigen Flugkraftstoff (SAF), wobei 43 Projekte bis 2030 in Betrieb sein sollen, so das Beratungsunternehmen Rystad. Das Energieforschungsunternehmen weist darauf hin, dass Investitionen von Industriegiganten wie ExxonMobil, Chevron, BP, Shell, TotalEnergies und Eni angekündigt wurden. So könnte eine Erhöhung ihrer Produktionskapazität um 286.000 Barrel pro Tag (bpd) erreicht werden. SAF, das aus Abfällen und Rückständen wie Altspeiseöl oder organischen Pflanzen hergestellt wird, emittiert bei der Verbren-

nung die gleiche Menge an Kohlendioxid wie Kerosin. Es gilt jedoch durch das Recycling der Rohstoffe als weniger umweltschädlich. Die Aktie von Eni leidet weiter unter dem niedrigen Ölpreis und zeigt eine Performance von aktuell von -9,09% auf unseren Einstandskurs. Der niederländische Tech-Investor mit südafrikanischen Wurzeln **Prosus NV** hofft, das indische digitale Zahlungsunternehmen PayU im nächsten Jahr an die Börse zu bringen, sagte sein Chief Investment Officer, nachdem er einen Gewinn von 2 Mrd. \$ aus einer Investition in ein anderes lokales Unternehmen namens Swiggy bekanntgab. Prosus und die Mutter Naspers erwarten weiter, dass die Performance im ersten Halbjahr durch die Investition in den chinesischen Technologieriesen Tencent, deutlich gesteigert wird. Prosus, das einen Anteil von 26 % an Tencent Holdings hält, erklärte, dass für die sechs Monate bis zum 30. September eine Steigerung des Kerngewinns pro Aktie voraussichtlich um 87,2 % bis 93,8 % auf 396 U.S. Cents oder 426 Cents ausweisen wird. Der Gesamtgewinn je Aktie wird voraussichtlich zwischen 321 Cents und 341 Cents liegen. Die Gruppe erwartet weiterhin ein nachhaltiges Wachstum, das durch Investitionen in KI-Tools in seinem Technologie-Ökosystem getragen wird. Die Aktie zeigt dies mit einem tollen TotalReturn (incl. Dividende) von +42,95% YTD. Der deutsche Sportartikelmulti **PUMA SE** hat gerade einen langfristigen Ausrüstungsvertrag mit dem portugiesischen Fußballverband unterzeichnet und damit den langjährigen US-Rivalen Nike ausgestochen. Ab 2025 wird die Marke alle Fußballmannschaften der Männer, Frauen- und Jugendmannschaften sowie die Futsal-, Beach-Fußball- und E-Sport-Teams ausstatten. Puma werde seine neue Produktlinie Anfang nächsten Jahres vorstellen, hieß es weiter. Nike unterzeichnete den Vertrag mit dem portugiesischen Verband erstmals 1997. Portugal, der Europameister von 2016 und Gewinner der Nations League 2018/19,



ist bekannt für einen fesselnden Spielstil, der der Mannschaft viele Fans auf der ganzen Welt und die größte Anzahl von Anhängern in den sozialen Medien von allen nationalen Fußballverbänden weltweit einbrachte. „Die Verpflichtung einer hochkarätigen Nationalmannschaft war eine unserer Prioritäten im Fußball und ich freue mich sehr, eine so populäre Mannschaft wie Portugal in der PUMA-Familie willkommen zu heißen“, sagte Arne Freundt, PUMA CEO. „Angesichts der großen Anzahl von Fans auf der ganzen Welt und des großen Potenzials der nächsten Generation in dieser Mannschaft freuen wir uns auf die kommenden großen Turniere wie die Weltmeisterschaft 2026. Die Puma-Aktie selbst konnte sich deutlich erholen, bleibt aber noch hinter den Erwartungen zurück und zeigt einem TotalReturn (incl. Dividende) von z.Zt. -6,02% gegenüber unserem Einstandskurs. Die Aktien von Poseida Therapeutics Inc. Stiegen stark an, nachdem **ROCHE Holding** bekannt gab, dass sie das in biopharmazeutische Unternehmen für etwa 1,5 Milliarden Dollar kaufen wird. Das Angebot von Roche bewertet jede Aktie von Poseida Therapeutics mit 9,00 US-Dollar, was einem Aufschlag von über 200 % auf den letzten Schlusskurs entspricht. Poseida Therapeutics ist für seine allogenen CAR-T-Therapien bekannt, die sofort einsatzbereite Behandlungen für Patienten mit bestimmten Krebsarten versprechen. Roche hat mit diesem in Kalifornien ansässigen Unternehmen an der Bewertung von P-BCMA-ALL01 als potenzielle Behandlung für multiples Myelom gearbeitet. Diese Studie lieferte letzten Monat positive Daten. Durch die Barinvestition von 1,5 Milliarden US-Dollar in Poseida Therapeutics wird das Unternehmen seine Präsenz im Bereich der Krebsbehandlung deutlich ausbauen können. Roche geht davon aus, dass die PSTX-Transaktion im ersten Quartal 2025 abgeschlossen wird, sofern sie die Zustimmung der Aufsichtsbehörden und der Aktionäre erhalten. Durch die Fusion werden die

klinischen Ergebnisse verbessert und der Zugang zu T-SCM-reichen CAR-T-Therapien erweitert. „Diese Übernahme baut auf unseren gemeinsamen Fortschritten auf, die Entwicklung potenziell neuartiger und erstklassiger Therapien in der Onkologie, Immunologie und Neurologie voranzutreiben“, so Levi Garraway, Chief Medical Officer der Roche Holding. Diese Nachricht kommt mehr als einen Monat, nachdem Roche einen besser als erwarteten Anstieg des Quartalsumsatzes um 9,0 Prozent gemeldet hat und für das Gesamtjahr einen Anstieg des bereinigten Gewinns je Aktie im hohen einstelligen Prozentbereich prognostiziert hatte. Die Roche-Aktie weist aktuell eine solide Dividendenrendite von 3,81 % auf – ein weiterer guter Grund, sie in unserem Portfolio zu haben. Wir sind weiter optimistisch für Roche, weil Schlüsselprodukte wie Vabysmo und Xolair die Pharmamargen des Unternehmens im Jahr 2025 deutlich steigern werden. Darüber hinaus könnten drei Vermögenswerte in der Pipeline von Roche den Jahresumsatz letztlich um über 5 Milliarden Dollar verbessern. Die Aktie zeigt sich aber z.Zt. noch als Underperformer. Es steht ein kleiner Verlust von -0,74% auf unseren Einstandskurs. Das britische Öl- und Gasexplorationsunternehmen **Tullow Oil** und die ghanaische Forstkommission wollen eine bahnbrechende Initiative zum naturbasierten Kohlenstoffausgleich ins Leben rufen, um die Entwaldung zu bekämpfen und die Klimaziele in dem westafrikanischen Land zu unterstützen. Durch das Programm soll die Umwelt- und Sozialverträglichkeit und nachhaltige Waldbewirtschaftung unterstützt werden. Tullow erklärte, die Initiative stehe im Einklang mit der ghanaischen Strategie zur Reduzierung von Emissionen aus Entwaldung und Waldschädigung (REDD+). Das Projekt zielt auf die Erhaltung und Wiederherstellung von etwa 2 Mio. Hektar Wald in den Regionen Bono und Bono East ab und hat das Potenzial, jährlich bis zu 1 Mio. Tonnen zertifizierte Kohlenstoffkom-

pensationen zu erzeugen. Der Plan ist von zentraler Bedeutung für die Strategie von Tullow, Netto-Null-Emissionen zu erreichen. Die erzeugten Kompensationen werden schwer abbaubare Emissionen ausgleichen, während das Unternehmen an der Verringerung der betrieblichen Emissionen arbeitet. Julia Ross, Tullows Direktorin für Menschen und Nachhaltigkeit, sagte. „Unsere Investition in dieses Projekt unterstreicht unser Engagement für die Erhaltung der Wälder und die Schaffung langfristiger ökologischer und sozialer Vorteile für Ghana. Wir sehen dies als das erste von vielen Programmen dieser Art, die die Gastgeberländer dabei unterstützen werden, ihre Entwicklungs- und Klimaziele zu erreichen. Die positiven Meldungen konnten der Aktie aber wieder nicht helfen, denn der weiter schwache Ölpreis sorgt für ein Ergebnis von -47,47% YTD. **Volkswagen Vz.** wird aus seinem umstrittenen Werk in der chinesischen Region Xinjiang aussteigen. Der deutsche Automobilhersteller und SAIC werden das Werk an eine Tochtergesellschaft der staatlichen Shanghai Lingang Development Group verkaufen, so die Quellen. Der Transaktionswert des Geschäfts war nicht sofort klar. Die Präsenz von Volkswagen in Xinjiang hat dem Unternehmen in den letzten Jahren Kopfzerbrechen bereitet, nachdem Menschenrechtsgruppen Missbräuche wie massenhafte Zwangsarbeit in Internierungslagern in der Region dokumentierten. Peking bestreitet derartige Praktiken. Nach den Vereinbarungen wird Volkswagen wohl keine Präsenz mehr in Xinjiang haben. Zugleich wird aber VW seine Partnerschaft mit SAIC um ein Jahrzehnt bis 2040 verlängern, und das Joint Venture will 18 neue Modelle bis 2030 auf den Markt zu bringen. Die Volkswagen Vorzugsaktien zeigten sich mit einem Total Return von -28,87% seit Anfang des Jahres weiter deutlich 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, Virginia. 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.

**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.

**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.

**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.

Die **TUI Group** ist ein weltweit aktiver deutscher Touristikonzern. Der TUI Konzern bietet für seine 19 Millionen Kunden integrierte Services aus einer Hand und bildet die gesamte touristische Wertschöpfungskette unter einem Dach.

**Tullow Oil plc** ist ein unabhängiges Öl- und Gasexplorations- und -produktionsunternehmen mit Sitz in London. Die Haupttätigkeit des Unternehmens ist die Entdeckung und Förderung von Öl und Gas, zum großen Teil in Westafrika; Ostafrika und Südamerika.

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



### Aktienindices aus technischer Sicht

Wie immer haben wir uns die Kursbewegungen in den relevanten Aktienindices genauer angesehen – und zwar unter Verwendung verschiedener Indikatoren, die das Kursverhalten aus unterschiedlichen Blickwinkeln auffächern.

Es geht um die folgenden fünf Indikatoren, die auf einen Zeitraum von drei Monaten betrachtet werden:

**1) ADX:** Der ADX (Average Directional Movement) zeigt ausschließlich die Stärke eines Trends und nicht die Richtung. So deutet ein steigender ADX auf eine Trendphase und ein fallender ADX auf eine trendlose Phase hin. Werte über 15 zeigen das Vorhandensein einer Trendphase, darunter spricht man von einer trendlosen Periode.

**2) Money Flow Index:** Dieser Volumenindex zeigt in einer Skala von 0 bis 100, ob ein Zufluss oder Abfluss von Geldern am Markt stattfindet.

**3) Commodity Channel Index:** Der „CCI“ misst den Abstand der Kurse von ihrem „gleitenden Durchschnitt“ und erlaubt damit ein Messen der Trendstärke bzw. Trendintensität. Zwischen Werten von +100 bis -100 ist der Markt 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 gleiten-

der 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.

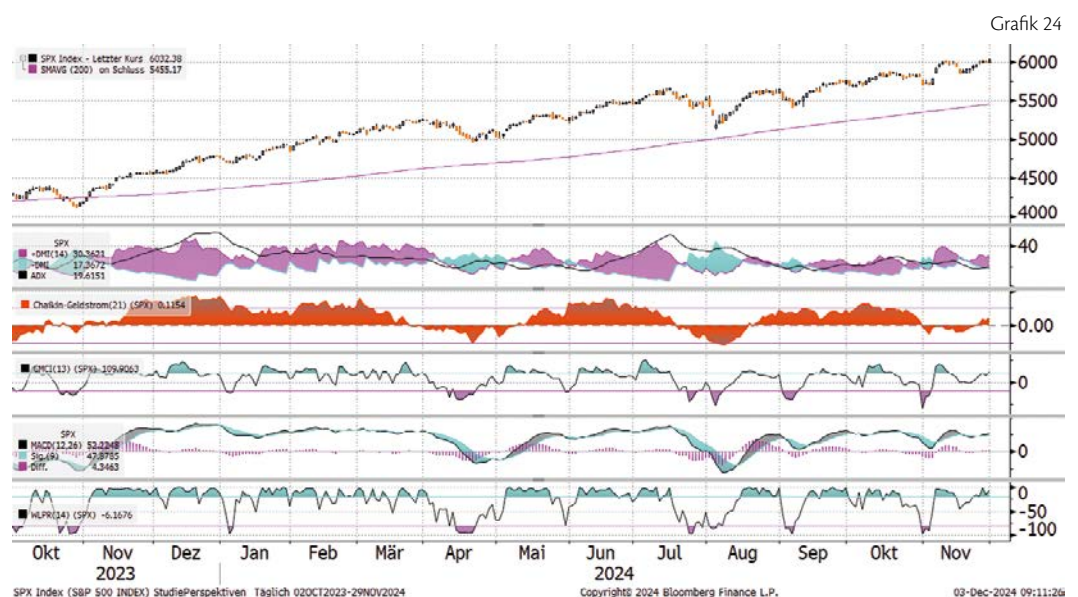
#### technische Indikatorenlae für ausgewählte Aktienindices

Grafik 23

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

### Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S&P500 Index konnte die magische Marke von 6.000 Punkten im November überschreiten und erreichte neue Höchststände. Der erste Supportbereich liegt erst oberhalb von ca. 5.500 Punkten; die 200 Tage Line steigt weiter an und liegt jetzt bei 5.455 Punkten. Der ADX-Indikator gibt weiter leicht positive Signale. Der Geldstromindex zeigt sich nach starken Mittelzuflüssen im Oktober Gewinnmitnahmen, ist aber wieder leicht positiv. Der Commodity-Channel-Index ist in der neutralen Zone, bewegt sich aber langsam in den überkauften Bereich. Der MACD ist relativ weit oben, gibt aber noch kein Verkaufssignal. Der William %R Oszillator ist schon im überkauften Bereich und ist negativ.



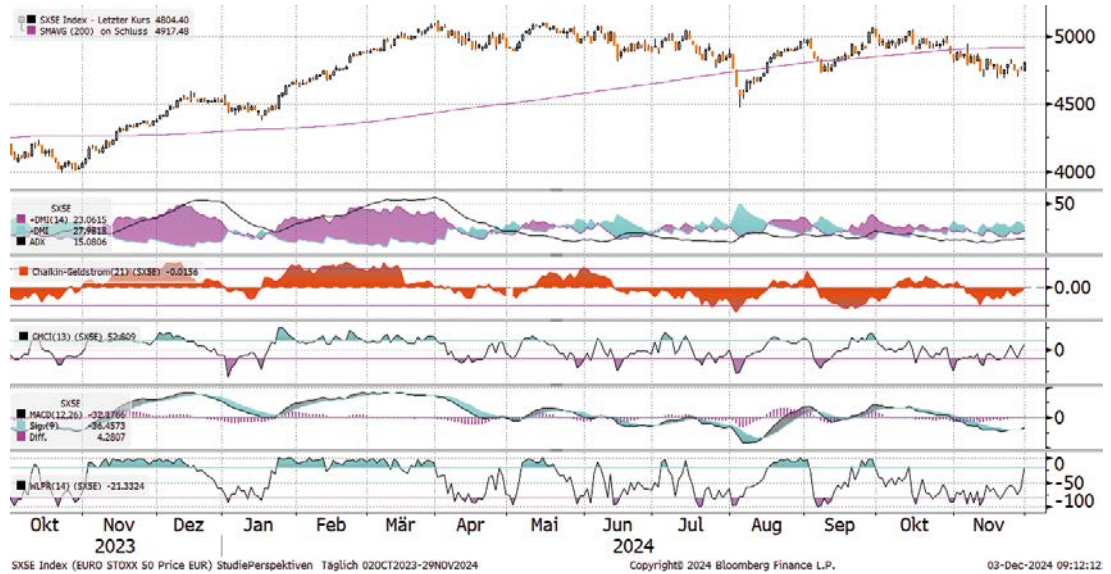
Grafik 24

**Ergebnis: neutral/positiv**



### EuroStoxx 50 - Kursindex

Der EuroStoxx50-Index konnte nach langen Versuchen die 5.000 Marke nicht halten und hat jetzt die Jahreshöchststände und die 200 Tage Line bei 4.917 als Widerstand. Als Support gilt der Bereich oberhalb 4.500 Punkten. Der ADX-Indikator zeigt sich uneinheitlich, aber leicht negativ. Der Geldstromindex zeigt seit Anfang November leicht abnehmende Mittelabflüsse. Der Commodity-Channel-Index bewegt sich in der neutralen Zone. Der MACD hat aus der neutralen Zone nach oben gedreht und gibt ein leichtes Kaufsignal. Der William %R Oszillator bewegt sich nach oben, ist aber noch nicht überkauft. **Ergebnis: negativ**



### DAX40 – Kursindex

Der DAX40-Kursindex konnte oberhalb von 7.500 Punkten neue Höchststände erreichen. Diese Linie und die 200 Tage Linie bei jetzt 7.158 Punkten sind starke Unterstützung. Der ADX-Indikator zeigt sich absolut neutral. Der Geldstromindex zeigte sich nach Gewinnmitnahmen im November wieder leicht positiv. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide leicht überkauft, drehen aber noch nicht nach unten. Der MACD-Indikator ist neutral. **Ergebnis: neutral**

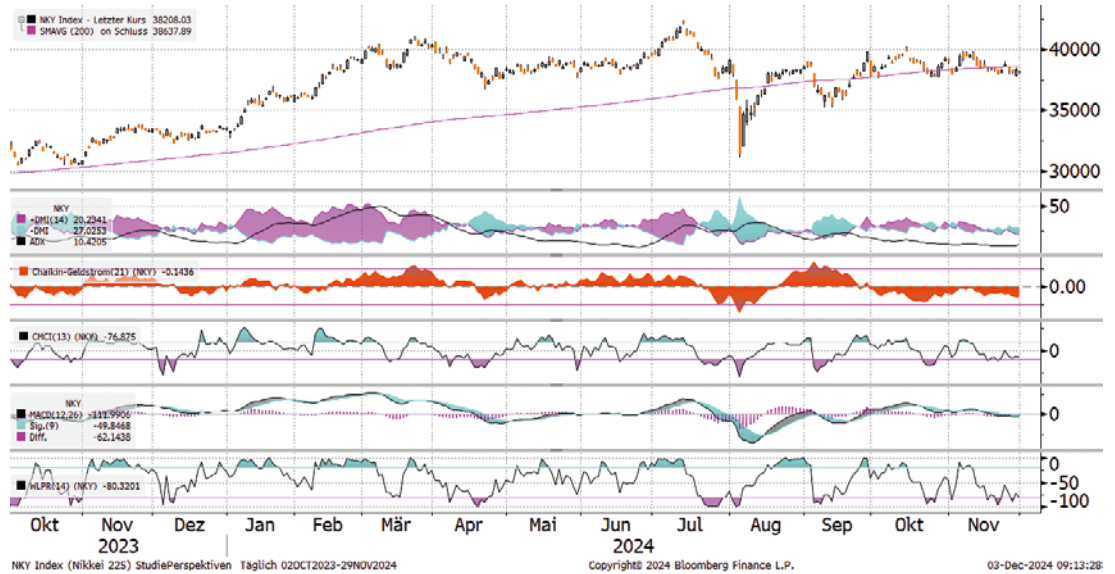




### Nikkei 225 - Kursindex

Der japanische Markt konnte die Juli-Höchststände nicht mehr erreichen und kämpft jetzt gegen die 40.000 Punktemarke und die 200 Tage Linie bei ca. 38.637 Punkten. Die nächste große Unterstützung liegt erst oberhalb von 35.000 Punkten. Der ADX-Indikator bleibt uneinheitlich und neutral. Der Money-Flow-Index zeigt seit Anfang Oktober leichte, aber stetige Mittelabflüsse. Der MACD ist absolut neutral.

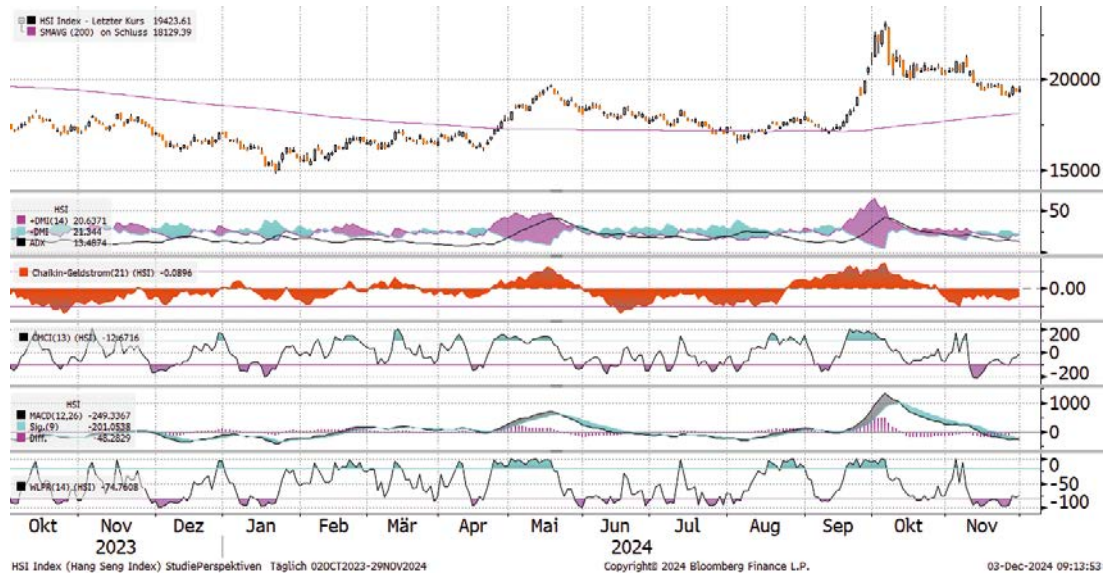
Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide neutral, könnten sich aber langsam in den überverkauften Bereich bewegen. **Ergebnis: neutral**



### Hang Seng – Kursindex

Der chinesische Markt korrigierte den steilen Aufwärtstrend oberhalb der 20.000 Punkte und versucht jetzt wieder diese Marke zu durchbrechen. Die alten Höchststände aus dem Mai und die 200 Tage Linie bei 18.129 Punkten sind der Supportbereich. Der ADX-Indikator zeigt sich neutral. Der Money-Flow-Index zeigt seit Ende Oktober stetige Gewinnmitnahmen und somit Mittelabflüsse. Der MACD ist nach dem starken Verkaufssignal im Oktober nun wieder neutral.

Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator geben schon leicht positive Signale aus dem überverkauften Bereich. **Ergebnis: neutral**





# Anleihen: wieviel Konjunktur ist gesund ?

Zur allgemeinen Verwunderung zeigt sich in den USA noch kein konjunktureller Rückgang. Die Agenda des designierten neuen Präsidenten Donald Trump hatte an dieser Stelle offensichtlich bereits einen ausgeprägten Einfluss auf die Prognosen der Rendite von US-Treasuries. Soll heißen: es gibt nur bei den kurzen Laufzeiten fallende Renditen, bei den langen dürfte bestenfalls zum Ende 2025 das derzeitige Renditeniveau gehalten werden. Der Hoffnung auf Kursgewinne bei den langen Emissionen wurde ein Strich durch die Rechnung gemacht.

In diesem vom bisherigen abweichenden Szenario lässt sich auch eine andere positive Perspektive für die schwächeren Bonitäten ableiten.

2025 dürfte von weniger Refinanzierungen und mehr Netto-Neuemissionen von Anleihen geprägt sein, was auch mit einer Zunahme von Fusionen und Übernahmen einhergeht. Zum Vergleich: Wir kommen aus einer Periode, die die drei niedrigsten jährlichen Netto-Neuemissionsvolumina für Anleihen seit 2009 bzw. 2012 aufwies. Der wichtigste Treiber für diese Bedingungen für Anleihen ist eine Zunahme der in der Bonität herabgestuften Emittenten, anhaltende Übernahmeaktivitäten und ein starker Anstieg der Netto-Neuemissionen ausgehend von einem historisch niedrigen Niveau. Trotz der gesunkenen Risikoprämien erwarten wir eine starke Nachfrage von privaten und institutionellen Anlegern zu diesen Renditen.

## Treasuries 2025; Prognose der Fälligkeitsrenditen

Grafik 29

Rates (%)	Current	4Q24	1Q25	2Q25	3Q25	4Q25	2025
<b>2-year T-note</b>	4.17	4.25	4.00	3.70	3.60	3.75	<b>3.75</b>
<b>3-year T-note</b>	4.12	4.20	4.00	3.75	3.65	3.80	<b>3.80</b>
<b>5-year T-note</b>	4.10	4.25	4.10	3.90	3.85	4.00	<b>4.00</b>
<b>10-year T-note</b>	4.21	4.50	4.40	4.25	4.10	4.25	<b>4.25</b>
<b>30-year T-bond</b>	4.36	4.65	4.60	4.50	4.35	4.50	<b>4.50</b>

Quelle: Präsentation JP Morgan

Wir gehen davon aus, dass sich die Ausfälle im Jahr 2025 aufgrund einer doch überraschend robusten Wirtschaft, solider Fundamentaldaten der Unternehmen, eines überschaubaren kurzfristigen Fälligkeitsplans, zugänglicher Kapitalmärkte und eines kleineren Universums an notleidenden Positionen nicht wesentlich erhöhen werden.

Angesichts dessen, dass sich auch der US-Hypothekenmarkt in Richtung von 7,25 % - und damit tiefer als bisher prognostiziert – bewegen wird, dürfte auch bei den Unternehmensanleihen schwächerer Bonität ein weiteres gutes Jahr bevorstehen. Solche mehrjährigen Phasen niedriger Risikoprämien kennen wir schon aus den Jahren 1994 bis

## US High Yield Bonds; verschiedene Daten 2022-2025

Grafik 30

	High-Yield Bonds			
	2022	2023	YTD	2025E
<b>Total Return</b>	-10.62%	+13.51%	+9.35%	+7.50%
<b>Gross Issuance</b>	\$106.5bn	\$176.1bn	\$279.1bn	\$320bn
<b>Net Issuance</b>	\$56.1bn	\$59.5bn	\$67.0bn	\$110bn
<b>Default rates*</b>	<u>YE '22</u> 1.65%	<u>YE '23</u> 2.88%	<u>YTD</u> 1.14%	<u>2025E</u> 1.25%
<b>Yield</b>	9.04%	7.82%	7.21%	7.25%
<b>Spread</b>	490bp	377bp	309bp	325bp

Quelle: Präsentation JP Morgan



1998 und 2004 bis 2007, als hohe Zinsen einerseits und eine niedrige Volatilität an den Aktienmärkten (VIX) zu unterdurchschnittlichen Risikoprämien führten.

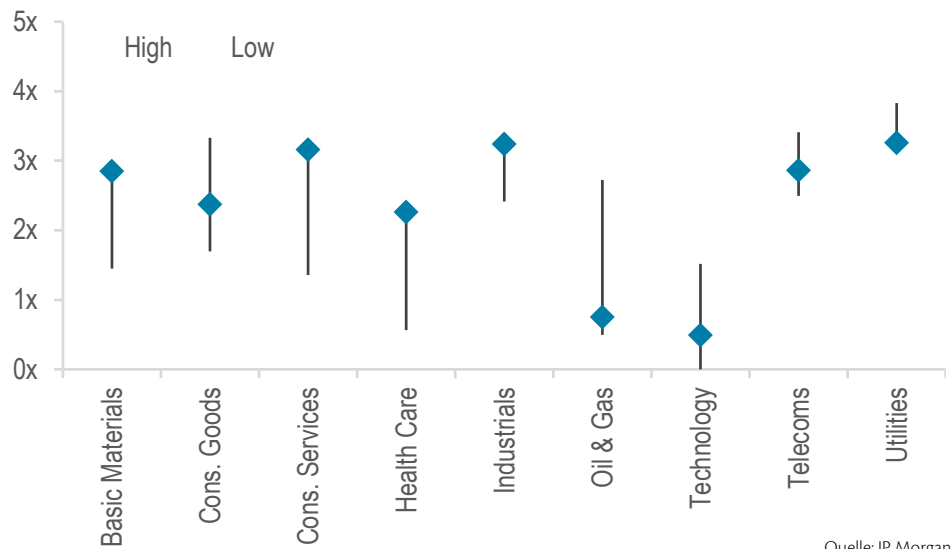
Wir glauben auch, dass Anleger im Jahr 2025 selektiv Risiken eingehen sollten, wobei Single Bs das beste Risiko-Ertrags-Verhältnis bieten. Allerdings gewinnt hier die Auswahl an Bedeutung.

Insgesamt ging der Nettoverschuldungsgrad<sup>5</sup> bei den Unternehmen der EU im dritten Quartal auf das 2,74-fache zurück und liegt damit in der Mitte der Spanne der letzten zehn Jahre.

Allerdings verdeckt der Durchschnitt erwartungsgemäß eine gewisse Divergenz beim Verschuldungsgrad zwischen den Sektoren. So liegen einige Segmente in der Nähe ihrer historischen Höchstwerte für den Verschuldungsgrad, darunter Grundstoffe und Industriewerte, die möglicherweise die Schwä-

## Nettoverschuldungsgrad nach Sektoren 2010 – 2024

Grafik 31



Quelle: JP Morgan

che des globalen verarbeitenden Gewerbes spiegeln, sowie das Gesundheitswesen und Consumer Services, die beide eine Reihe von Übernahmen erlebt haben. Im Gegensatz dazu stehen Öl und Gas, sowie Versorger hingegen sich aufgrund der relativ hohen

Gewinne und der und einer konservativen Kapitalallokation am unteren Ende der historischen Bandbreite in deren Verschuldungsgrad.

<sup>5</sup> Nettoverschuldungsgrad (Net debt to EBITDA)

## 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, Verkaufs- 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 ABAKI (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.bcicaresearch.com/public/general/copyright.asp>,  
<http://www.nomura.com/>, <http://www.crediteurope.ru/en/research/>,  
<http://www.jpmorgan.com>, <https://www.goldman360.com>,  
<https://www.research.unicredit.eu>.



Titelbild: Imago

#### **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](mailto:info@i-c-m.de)**

**[www.i-c-m.de](http://www.i-c-m.de)**

Herausgeber:  
ICM InvestmentBank AG  
Erscheinungsdatum:  
13.12.2024

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.