

PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 1-2/2025





Liebe(r) Leser(in),

der Januar ist vorbei und die Aktienmärkte haben zugelegt – allen voran die europäischen. Der Verlauf dieses Monats gilt oft als Maßstab für das Gesamtjahr. Fragt sich nur, welche „Gletscherspalten“ sich im Jahresverlauf noch auftun werden. Der sogenannte „Policy Uncertainty Index“ zeigt augenblicklich einen höheren Wert als zu Zeiten des russischen Einmarsches in die Ukraine 2022. Anders als damals spiegelt sich die Situation aber nicht in der Volatilität am Kapitalmarkt wider.

US-Präsident Donald Trump hat einen Reigen weitreichender Importzölle auf Waren aus Kanada, Mexiko und China verhängt, dann wieder um einen Monat verschoben und sitzt nun mit den Betroffenen am Verhandlungstisch. Demnach stehen Zölle in Höhe von 10 Prozent auf alle Einfuhren aus China und 25 Prozent auf Importe aus den Nachbarländern Mexiko und Kanada im Raum. Für Energie-Einfuhren aus Kanada wiederum soll ein Satz von nur 10 Prozent gelten, weil Auswirkungen auf den Benzinpreis befürchtet werden. Er hat damit auch die Gefahr von von Gegenmaßnahmen heraufbeschworen. Sein nächster Schritt dürfte nun die Verhängung von Zöllen gegenüber der EU und Japan sein.

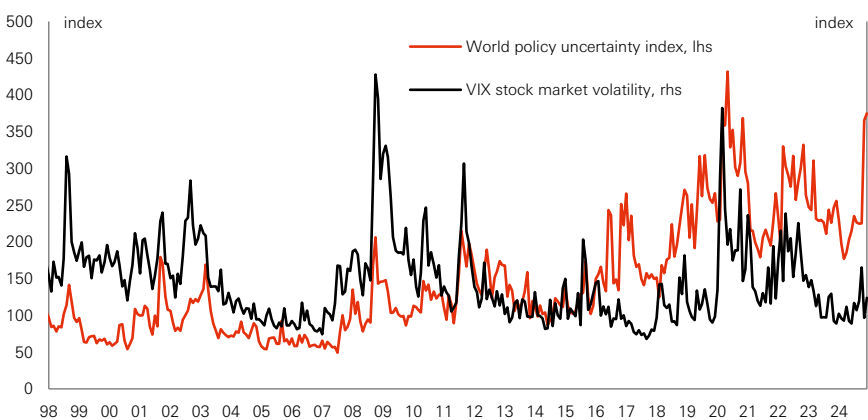
Ob eine global akkomodative Notenbankpolitik (Ausnahme Japan) das weltweit ausgleichen kann, bleibt offen. Die größten Zinsschritte

nach unten sind perspektivisch in der Euroregion zu erwarten. Die US-Fed dürfte sich jedenfalls aufgrund der vorerst inflationären Effekte aus höheren Importpreisen zuerst einmal in Zurückhaltung üben. Und es ist nicht gesagt, dass am Ende von Trumps „innovativer Wirtschaftspolitik“ nicht doch noch ein schwächeres US-Wachstum im weiteren Jahresverlauf steht.

Die untenstehende Tabelle zeigt die Positionierung der Investoren mit Stand 25.01.2025 in einer Skala von 0 (vollkommen unterinvestiert) bis 1 (vollkommen überinvestiert). Oben auf sind Dollar, Gold und Bitcoin.

Herzlichst,
Ihr

Volatilitätsindex VIX und wirtschaftspolitischer Unsicherheits-Index



Source: IBES, Bloomberg, HSBC AM as of 29 January 2025

Grafik 1

Quelle: HSBC

Wo die Anleger investiert sind

Grafik 2

As of 21-Jan-25	MIN	MAX	Current percentile
Equities	—	—	0.66
Govt. Bonds	—	—	0.69
Credit	—	—	0.47
Dollar	—	—	0.83
Commodities ex Gold	—	—	0.62
Gold	—	—	0.93
Bitcoin	—	—	0.85
EM Equities	—	—	0.31
EM Bonds/FX	—	—	0.15
Japan Equities	—	—	0.56
Europe Equities	—	—	0.52
US Equity Sectors:			
Energy	—	—	0.48
Materials	—	—	0.27
Industrials	—	—	0.75
Discretionary	—	—	0.68
Staples	—	—	0.58
Health Care	—	—	0.45
Financials	—	—	0.71
Technology	—	—	0.62
Communication Services	—	—	0.62
Utilities	—	—	0.68

Source: J.P. Morgan. Cross Asset Positioning Monitor aggregates across the various position indicators of Appendix ranging from positioning proxies across various futures contracts, momentum signals as proxies of how trend following funds/CTAs are positioned, mutual fund betas as proxies of how mutual fund managers are positioned, risk parity fund positioning and leverage proxies, hedge fund betas as proxies of how hedge fund managers are positioned, client surveys, asset allocation estimates of private non-bank investors at global level, short interest indicators, etc.

Quelle: JPM Flows & Liquidit



JP Morgan und das Jahr 2025

Nachdem der US-Marktführer für die zurückliegenden zwei Jahre in der Prognose der Jahresendstände verschiedener Aktienindices reichlich daneben lag, könnte es natürlich sein, dass der dritte Wurf ein Treffer wird. Wovon die Bank in der Vergangenheit nicht ausgegangen war, war die immense Bewertungsausweitung bei den Large Caps. Dass die Aktienbewertungen wieder sinken werden, steht offensichtlich nicht auf der Agenda. Allerdings zeigt die Prognose auch, dass es in der Breite nicht zu einer fulminanten Erhöhung der Unternehmensgewinne kommen wird (rechte Spalte). So sind Kursgewinne im zweistelligen Prozentbereich erst einmal die Ausnahme. Die gäbe es gemäß JP Morgan dieses Jahr nur in brasilianischen Aktien und in SaudiArabien.

Bei der Entwicklung der zehnjährigen Staatsanleihen wird im Gegensatz zum Geldmarktzins generell kurzfristig sogar von einem leichten Anstieg der Renditen ausgegangen. Das sollte sich aber im weiteren Jahresverlauf wieder ändern. Die rückläufigen Renditen könnten allenthalben auch die Reaktion auf eine sich verschlechternde Konjunktur sein. Das gälte dann nicht nur für die bereits bekannte Situation in der Euroregion, sondern auch in den USA und im Vereinigten Königreich. In Japan soll es Ende 2025 zu einer flacher werdenden und gleichzeitig höheren Zinsstrukturkurve kommen.

Kursziele verschiedener Aktienindices

Grafik 3

Region	Equity Indices	As of 02/05 Market Cl...	2025E Price Target	Upside/Downside	2025E EPS
US	S&P 500	\$6061	\$6500	7.0%	\$270
Eurozone	MSCI Eurozone	€310	€300	-3.0%	€21.2
UK	FTSE 100	£8623	£8600	-0.0%	£705
Japan	TOPIX	¥2745	¥3000	9.0%	¥196
EM	MSCI EM	\$1093	\$1150	5.0%	\$88
China	MSCI China	HK\$67	HK\$67	0.0%	HK\$6.51
Asia ex-Japan	MSCI AXJ	\$707	\$750	6.0%	\$54
ASEAN	MSCI AC ASEAN	\$679	\$720	6.0%	\$50
CEEMEA	MSCI EMEA	\$214	\$220	3.0%	\$19.6
Latin America	MSCI LATAM	\$2036	\$2250	11.0%	\$230

Quelle: JP Morgan

Zinsprognose 2025 nach Quartalen

Grafik 4

Rates	Current	Mar-25	Jun-25	Sep-25	Dec-25
US (SOFR)	4.35	4.30	4.05	3.85	3.85
10-year yields	4.61	4.70	4.60	4.45	4.55
Euro area (depo)	3.00	2.50	2.00	1.75	1.75
10-year yields	2.57	2.10	1.95	2.00	2.05
Italy-Germany 10Y (bp)	109	125	130	125	125
Spain-Germany 10Y (bp)	62	65	70	65	65
United Kingdom (repo)	4.75	4.50	4.25	4.00	3.75
10-year yields	4.63	4.25	4.20	4.15	4.10
Japan (call rate)	-0.10	0.50	0.75	0.75	1.00
10-year yields	1.23	1.15	1.35	1.35	1.50
EM Local (GBI-EM yield)	6.35				6.19

Quelle: JP Morgan

US-Konjunktur auf dem Hochseil

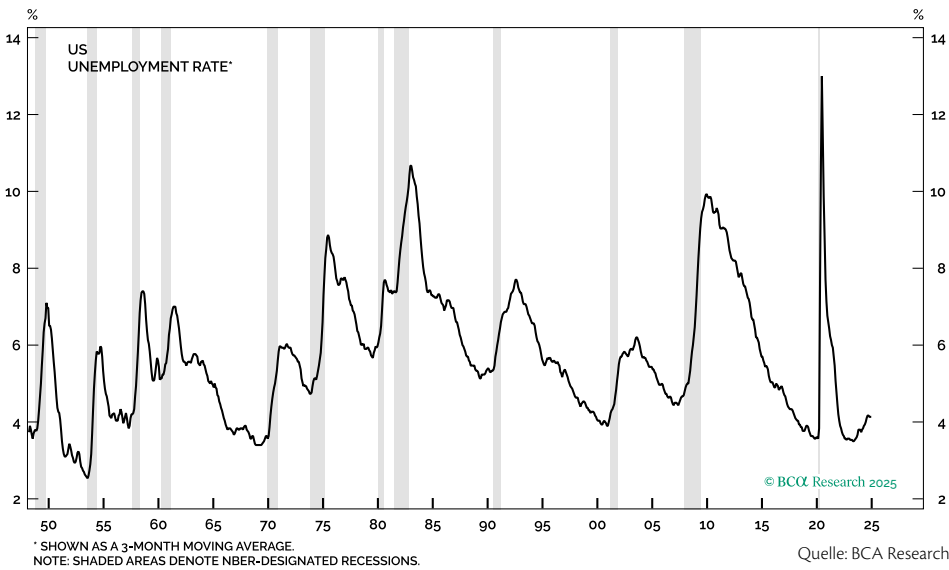
Die US-Wirtschaft befindet sich in einer prekäreren Lage als den meisten Anlegern bewusst ist. Eine Verlangsamung des Wachstums könnte die Arbeitslosigkeit wieder in die Höhe treiben, während eine Wachstumsbeschleunigung die Inflations Sorgen weiter schüren könnte. Die Belegung der Wirtschaftstätigkeit in der zweiten Jahreshälfte 2024 ist wahrscheinlich auf die verzögerten Auswirkungen der vorangegangenen Lockerung der finanziellen Bedingungen, das Vorziehen von Importkäufen im Vorfeld möglicher Zölle und erhöhte Ausgaben für künstliche Intelligenz zurückzuführen.

Alle drei positive Faktoren werden im Laufe dieses Jahres nachlassen oder sich umkehren, was die Aufmerksamkeit der Anleger wieder von den Inflations- auf die Wachstumsrisiken lenken wird. Diese Übergangsphase dürfte die Aktieninvestoren vor Herausforderungen stellen.

Da die Anleger das Wachstum nun gelassener sehen und sich zunehmend mehr Sorgen über eine erneute Beschleunigung der Inflation machen, könnte eine Verlangsamung des Wachstums von einem über dem Trend liegenden auf ein unter dem Trend liegendes Tempo eine Zwischenphase



Auf niedrig folgt hoch – US Arbeitslosenquote



Grafik 5

nach sich ziehen, in der das Wachstum wieder nahe am Trend liegt und eine optimale Konjunktursituation – gerne Goldlocks-Szenario genannt – noch wahrscheinlicher wird. Zuletzt scheinen wir in eine solche Phase eingetreten zu sein.

Der Fluch der Vollbeschäftigung

Bei der Arbeitslosenquote in den USA handelt es sich um eine sich im Mittelwert umkehrende Reihe. Wann immer sie in der Vergangenheit auf ein Niveau gefallen ist, das mit Vollbeschäftigung vereinbar ist, ist sie danach in der Regel wieder angestiegen (Schaubild 1). Denn es ist sehr schwierig, eine Wirtschaft auf Vollbeschäftigung zu halten. Steigt das Wachstum bei Vollbeschäftigung über den Trend, beschleunigt sich die Inflation und zwingt die Zentralbanken zu Zinserhöhungen. Fällt das Wachstum jedoch unter den Trend, steigt die Arbeitslosigkeit an. Steigende Arbeitslosigkeit kann zu einer Rückkopplungsschleife führen, in der sinkende Einkommen zu weniger Ausgaben und damit zu noch weniger Neueinstellungen führen. In dieser Phase beschleunigt sich der Anstieg der Arbeitslosenquote.

Nichtsdestotrotz sollte man die letzten beiden guten Arbeitsmarktberichte, die robusteren Investitionsabsichten, das steigende Vertrauen der Verbraucher und Unternehmen, die über dem Trend liegenden BIP-Wachstumsschätzungen und die Verbesserung des Tons im jüngsten Beige Book der Fed vorerst nicht außer Acht lassen.

Eine Aktienmarkt-Korrektur scheint daher kurzfristig (1 bis 3 Monate) eher unwahr-

scheinlich zu sein. Auf 12-Monats-Sicht sieht das Bild jedoch eindeutig negativ aus und lässt vermuten, dass die globalen Aktienmärkte im Laufe des Jahres 2025 einen größeren Bärenmarkt erleben werden.

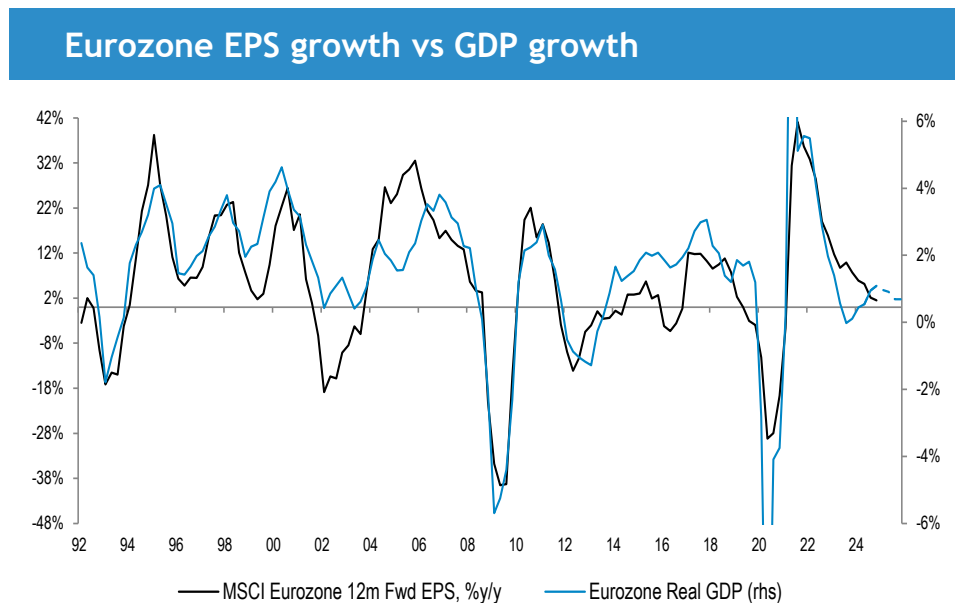
Euroraum: anämisches Wachstum = höhere Aktienkurse ?

Die europäischen Aktien haben das Jahr optimistischer begonnen, da die Investoren ihre Allokationen umgestalten, um einer relativ zurückhaltenden Zollagenda von Trumps Regierung zu berücksichtigen. Die Region wird mit einem fast rekordverdächtigen Abschlag gegenüber den USA und die Positionierung ist extrem gering, was zu einer gewissen Eindeckung von Leerverkäufen führte, was hilfreich war. Die Anleger sehen das Jahr 2017 als Vorlage für die Aktienallokation.

Trotz der starken absoluten Performance der USA im Jahr 2017 hat die Ausnahmestellung der USA in der Tat schwinden, da die 2016 vor der Wahl Trumps eingeleiteten Stimulierungsmaßnahmen in China an Zugkraft gewannen. Die Eurozone wuchs 2017 real um fast 3 %, gegenüber voraussichtlich

Euroraum – Gewinnwachstum und BIP-Zuwachs

Grafik 6





unter 1 % in diesem Jahr, was eine Verringerung des regionalen Zinsgefälles ermöglichte, was wiederum zu einer Abwertung des USD führte. Schließlich gab es damals keine Handelsunsicherheiten wie in 2017. Diesmal könnten die Rahmenbedingungen ganz anders sein.

Aktien aus der Eurozone hatten mit einem relativen Plus von 4 % einen starken Januar. Es handelte sich jedoch nicht um eine allgemeine Rotation in billige Nachzügler. Rohstoffsektoren wie Energie und Werkstoffe haben sich im Jahresvergleich erneut unterdurchschnittlich entwickelt, und Small Caps sind im Vergleich zu Large Caps bisher glanzlos. Sowohl in der Eurozone als auch im Vereinigten Königreich sind sie um jeweils 3 % gefallen. Die Aktienmärkte, die performten, wie z.B. die Eurozone, zeigten im 1. Quartal des letzten Jahres übrigens einen ähnlichen Start, nur um dann zu scheitern. Die Frage ist also, was die nachhaltige Rotation in Europa vorantreiben könnte und was andere Aufholjagden in Small Caps, Rohstoffen, EM und Value initialisieren könnte, sich endlich zu entwickeln. Wir sind der Meinung, dass sich die notwendigen Treiber, um die Stärke des US-Exzeptionismus drehen, insbesondere die Richtung des USD, die Nachrichten über Zölle, die Stimulierungsmaßnahmen Chinas und die Richtung der Anleiherenditen sind. Kurz gesagt, für eine breitere Rotation braucht man einen schwächeren USD, einen günstigen Zollhintergrund, eine Beschleunigung in China, eine gute Entwicklung der Anleiherenditen und eine abnehmende Führung der Mag-7.

Im Jahr 2017 schnitten internationale Aktien besser ab als die USA, obwohl die Steuersenkungen von Trump 1.0, die Deregulierung und die höhere Risikobereitschaft der Anleger den USA zugutekamen. Das regionale Wachstumsgefälle verringerte sich damals stark, was auf die frühen Stimulierungsmaßnahmen Chinas zurückzuführen war, und

folglich fiel der USD im Laufe des Jahres. Der Konsens sieht für die Eurozone ein gleichgewichtetes Gewinnwachstum pro Aktie von 10 % für 2025 vor, was über dem der USA liegt und eine stärkere sequenzielle Beschleunigung impliziert. Wir halten dies für unrealistisch, denn derzeit sind Konjunkturwachstum und Gewinnwachstum in der Nähe der Nulllinie. Lediglich eine Reihe ausgedehnter Zinssenkungen durch die EZB könnte das Blatt wenden.

Japan: verkannte Unterbewertung am Aktienmarkt

Japanische Aktien hatten einen lauen Start ins Jahr, da dem Markt eine klare Richtung fehlt. Neben dem politischen Gegenwind durch Trump 2.0 hat der kürzliche Anstieg der US-Zinssätze den Aktienmarkt unter Druck gesetzt, insbesondere Halbleiterwerte. Trotz des Anstiegs der kurzfristigen Volatilität dürften japanische Aktien, sobald die politische Unsicherheit beseitigt ist, wieder an Fahrt gewinnen. Japan ist weiterhin vom globalen Zyklus abgekoppelt, da die Zinssät-

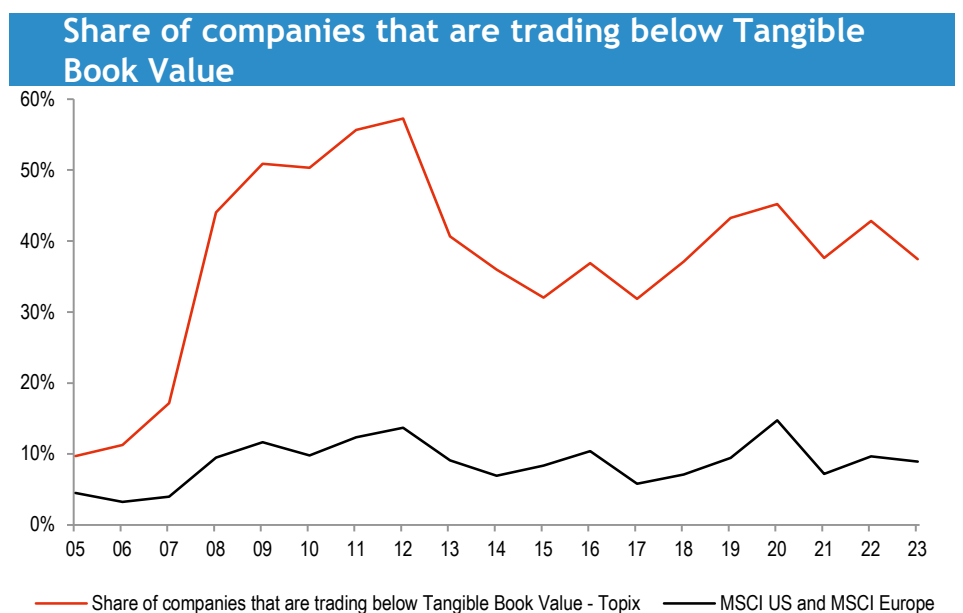
ze deutlich niedriger sind und die positiven Auswirkungen der Tokioter Börsenreformen erst halbwegs abgeschlossen sind. Das Lohnwachstum verbessert sich, Japan scheint nach wie vor attraktiv bewertet zu sein, und mehr als die Hälfte der Unternehmen verfügt über Nettobarmittel, die für Aktienrückkaufprogramme genutzt werden könnten. Seit April 2024 waren das bereits 16 Billionen Yen. Im Gegensatz zu Aktienmärkten in anderen Industrieländern sticht die Bewertung hervor. So sind rund 40 % der japanischen Aktien unter Buchwert zu haben. Wir erwarten für 2025 eine geringere Volatilität des JPY und ein günstigeres Bild bei den Zöllen, was hilfreich sein dürfte.

China: was wird aus den Zöllen?

Die chinesischen Aktienmärkte sind überverkauft, was uns dazu veranlasst hat, auf eine mögliche Erholung zu setzen. Anders als die Überraschung des ersten Handelskriegs zwischen den USA und China ist der aktuelle Rückschlag eher erwartet worden. Vom 5. November (US Wahl) bis zum 13.

Anteil der Aktien, die unter ihrem materiellen Wert notieren

Grafik 7

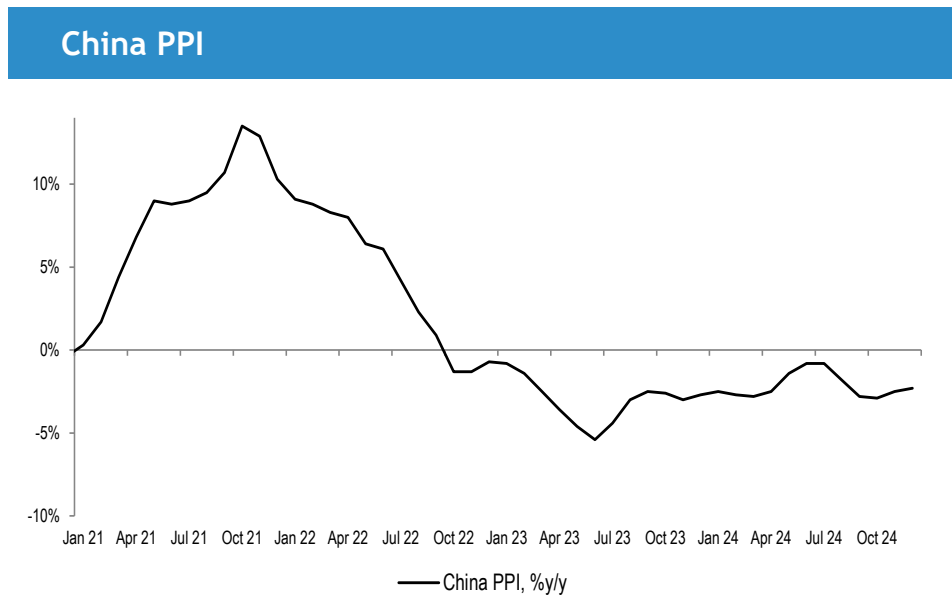


Quelle: JPMorgan



China – Entwicklung des Produzenten-Preisindex PPI

Grafik 8



Source: Bloomberg Finance L.P.

Quelle: JPMorgan

liegt deutlich unter dem Niveau von Q3. Unter der Oberfläche wird für Mag-7 ein Gewinnwachstum Q4 von 22 % gegenüber dem Vorjahr erwartet, wobei die Gruppe die Erwartungen in 7 Quartalen in Folge übertrifft hat, während für den SPX ohne Mag-7 im 4. Quartal nur ein Gewinnwachstum von 5 % gegenüber dem Vorjahr erwartet wird. Für Gesamtjahr 2025 erwartet der Konsens eine stärkere Beschleunigung des europäischen als des US-Gewinnwachstum gegenüber 2024. Unserer Ansicht nach werden die US-Gewinne weiterhin besser abschneiden als die europäischen. Am Devisenmarkt hatte die Amtseinführung von Präsident Trump, das am meisten erwartete makroökonomische Ereignis für 2025, einen gedämpften Einfluss auf die Devisenmärkte. Die Erwartungen an eine mutige Ankündigung von 60 % Zöllen für China wurden nicht erfüllt, es wurden lediglich Zölle in Höhe von 10 % genannt, was der Markt als lau empfand. Die Dollar-Bullen erwarteten eine große Rhetorik rund um die Zölle, aber wurden stattdessen mit Aufrufen zu „Untersuchungen“ und „Konsultationen“ konfrontiert. Zwar gab es einige Nachrichten über mögliche 25 %ige Zölle für Mexiko und Kanada, doch blieben die Einzelheiten vage. Unterm Strich schwächte sich der Dollar aufgrund der Wahrnehmung einer weichen/verhandlungsfähigeren Haltung zu den Zöllen gegenüber China ab. Auch wenn eine anhaltende Verzögerung bei den Zöllen unsere kurzfristige Überzeugung über den Verlauf und das Ausmaß der Devisenprognosen ändern würde, gehen wir davon aus, dass die Zölle ein zentrales Thema für die neue Regierung bleiben werden und der Dollar mittelfristig gut gestützt bleiben dürfte.

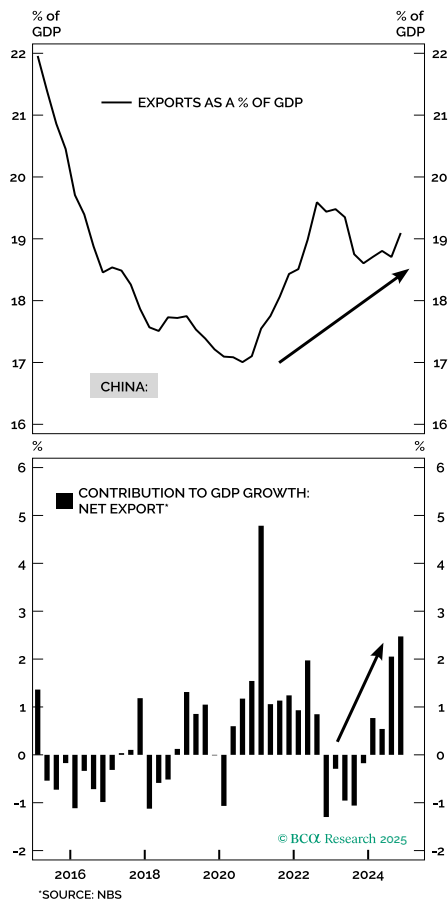
Januar fiel der MXCN-Index in USD um 12,6 %, verglichen mit einem 10,4 %igen Rückgang während der frühen Eskalation des ersten Handelskriegs im Jahr 2018. Auf kurze Sicht erwarten wir aufgrund der niedrigen Markterwartungen und -positionierung eine deutliche Aufwärtsbewegung. Chinas deflatorisches Umfeld spricht nach wie vor für weitere Zinssenkungen der Notenbank, zeigt allerdings auch, dass die fiskalischen Möglichkeiten noch nicht ausgeschöpft sind. Die Erkenntnis, dass Chinas wirtschaftliche Abhängigkeit vom Export wieder gestiegen ist, macht klar, dass jedwede Zollschranken auf die Aktienkurse negativ ausstrahlen werden.

Vorschau auf die Berichtssaison

Zu Beginn der Q4-Berichtssaison sind die Erwartungen in den letzten Monaten deutlich gesenkt worden. Für den S&P500 liegt die Wachstumsrate im Jahresvergleich nun bei 8 %, gegenüber 18 % zu Beginn des letzten Jahres. Darüber hinaus liegt der Median der S&P500-Prognose für das vierte Quartal bei nur 3 % im Jahresvergleich, und das S&P500-EPS-Niveau für das vierte Quartal

China – zunehmende Bedeutung des Exports

Grafik 9



Quelle: BCA Research



Eine neue Bedrohung für die technologische Vorherrschaft der USA

Noch zur Monatsmitte hatte der neue US-Präsident Donald Trump Investitionen von Konzernen in die Künstliche Intelligenz (KI) mit einem Umfang von bis zu einer halben Billion Dollar bekanntgeben. Der Microsoft-Partner OpenAI sowie SoftBank und Oracle hätten zunächst 100 Milliarden Dollar für eine KI-Infrastruktur zugesagt über ein Gemeinschaftsunternehmen mit dem Namen „Stargate“. In den kommenden vier Jahren solle die Summe auf bis zu 500 Milliarden Dollar anwachsen.

Die Veröffentlichung eines KI-Modells, R1, durch das chinesische Unternehmen DeepSeek hat nun zu erheblicher Unsicherheit über die Zukunft des globalen KI-Geschäftsmodells. Die Entwicklung einer kostengünstigen Alternative zu westlichen Modellen, die weniger ausgefeilte GPU-Chips verwendet, aber vergleichbare Fähigkeiten aufweist, impliziert die Möglichkeit eines verstärkten globalen Wettbewerbs in diesem Sektor. Die Marktzutrittsschranken auf einem Markt, der derzeit von den „Magnificent Seven“ und anderen US-Technologieriesen dominiert wird, könnten nun niedriger sein. Es überrascht nicht, dass die erste Marktreaktion auf die Nachricht für die US-Technologieunternehmen negativ ausfiel, und zwar Nvidia – ein marktführender Hersteller von High-End-Halbleitern für die KI – deutlich zurückging. Inzwischen konnten die Märkte wieder etwas Boden gutmachen.

Die jüngste Schwankung im US-Tech-Sektor führt dazu, dass er im bisherigen Jahresverlauf unterdurchschnittlich abschneidet, nachdem er im Jahr 2024 ein großer Gewinner war. Es ist auch wichtig zu beachten, dass dieser Marktausverkauf vor dem Hintergrund einiger allgemeiner Herausforderungen für Risikoanlagen erfolgt.

Die Anleger sind nach wie vor vorsichtig in Bezug auf die hohe handelspolitische Unsicherheit und deren mögliche Auswirkungen auf Wachstum, Inflation und Gewinne auswirken könnte. Auch die US-Tech-Branche ist in dieser Hinsicht exponiert, da 60 % der Tech-Verkäufe in Länder außerhalb der USA fließen. Daneben ist aufgrund der robusten US-Konjunktur die Markteinschätzung für die Anzahl der Zinssenkungen im Jahr 2025 ist gegenüber dem Spätsommer weit zurückgegangen und die Anleger erwarten in diesem Jahr nur noch 1-2 Zinssenkungen durch die Fed. Dies fiel mit einem Anstieg der weltweiten Anleiherenditen zusammen und erinnerte die Anleger, dass die Renditen für festverzinsliche Anlagen großzügig bemessen sind.

Nach zwei Jahren fulminanter Kursgewinne bei US-Aktien sehen die Marktbewertungen zunehmend angespannt. Das 12-Monats-Kurs-Gewinn-Verhältnis der NASDAQ liegt derzeit bei etwa dem 29-fachen und damit deutlich über dem letzten Zehnjahresdurchschnitt vom 24,6-fachen. Dies ist besonders wichtig in einem Hintergrund höherer und längerer Zinssätze und in einer Zeit, in der überproportionale Gewinne nicht mehr garantiert sind.

Eine Entwicklung, keine Revolution

Es ist sicher noch zu früh, um endgültige Schlüsse darüber zu ziehen, wie sich diese Entwicklung auf den Technologiesektor auswirken wird, die Zukunft der KI und die Anlagemärkte im Jahr 2025 auswirken wird. Klar dürfte sein, dass es sich um eine Evolution und nicht um eine Revolution handelt. Aufgrund der Beschränkungen für US-Chipexporte nach China hat sich DeepSeek auf Software-Innovationen und clevere

Techniken konzentriert, um die Effizienz der von ihnen entwickelten Modelle zu verbessern. Der Softwaresektor wird wahrscheinlich von den niedrigeren Kosten für die Inferenz profitieren. Bevorstehende Gewinnankündigungen von KI-Hyper-Skalierern wie Microsoft, Alphabet, Meta, Amazon und Oracle werden in dieser Hinsicht zu beobachten sein.

Die Tatsache, dass DeepSeek diese Technologie als Open Source zur Verfügung gestellt hat, wird es anderen Modellbauern ermöglichen die Technologie zu übernehmen. Dies dürfte die Kosten der KI-Inferenz¹ und somit die schnellere und schnellere Einführung von KI. Dies ist das Jevons'sche Paradoxon in Aktion: billigere und effizientere KI-Werkzeuge könnten die Nachfrage explosionsartig ansteigen lassen.

Zum zentralen Thema an den Aktienmärkten dürfte eine Ausweitung der Performance in andere Sektoren werden im Gegensatz zur letztjährigen Fokussierung auf die US Mega-Cap-Technologie. Viele Namen im Technologiesektor sind teuer geworden und spiegeln viele gute Nachrichten wider. Zu den Hauptrisiken zählen die Bedrohung durch neue Wettbewerber, die unterschätzt wird, und die Rendite des investierten Kapitals, die überschätzt wird - vor allem, da die Kapitalausgaben zunehmen.

Angesichts der Tatsache, dass DeepSeek die Marktdominanz der US-amerikanischen Mega-Cap-Tech-Unternehmen angreifen könnte, dürfte Vorsicht in diesem Sektor angebracht sein. Die breitere Einführung von KI

¹ der Prozess, durch den ein KI-Modell Vorhersagen oder Schlussfolgerungen erstellt.



kann eine starke Nachfrage nach KI-bezogenen Dienstleistungen und Infrastrukturen aufrechterhalten. Aber die jüngsten Nachrichten sorgen für Unsicherheit im Vorfeld der Bekanntgabe wichtiger Gewinne im Technologiesektor. Größere Gewinnsicherheit, höhere Bewertungen und eine gewisse Abkühlung des US-BIP können sich auf die weitere Dynamik der Aktienmärkte niederschlagen. Die Vorstellung vom „US-Exzeptionalismus“ ist eine gängige Annahme unter den Anlegern. Die jüngsten Ereignisse könnten jedoch eine Neubewertung von Risiko und Rendite erzwingen. Sie könnten die Anleger sogar dazu ermutigen, ihre sektorale und geografische Aktienallokation zu überdenken.

Es könnte sein, dass sich die Aktienmarktpower im Jahr 2025 „verbreitert“ und „vertieft“. Wenn der Tech-Sektor Gegenwind zu spüren bekommt, haben andere Börsensektoren, die im Jahr 2024 zurückgeblieben sind, eine Chance, aufzuholen. Dieses Szenario setzt voraus, dass das Wachstum im Großen und Ganzen widerstandsfähig ist. Wenn dies der Fall ist, können die zurückgebliebenen zyklische Aktien, aber auch attraktiv bewertete defensive Werte sowie kleine und mittlere Unternehmen sich erholen.

Die Abbildung zeigt, dass die Marktentwicklung in diesem Jahr bereits einen Vorgeschmack auf dieses Thema gibt. Für die Anleger bedeutet dies, dass bedeutet dies, dass gleichgewichtete oder stärker faktorbalancierte Aktienstrategien gegenüber den Hauptindizes. Und im Technologiebereich selbst könnte es zu einer Rotation hin zu einer Outperformance von Mid- und Small-Cap Namen kommen, deren Bewertungen noch nicht überzogen sind. Wie wir in der Vergangenheit gesehen haben, können sich die Gewinner des technologischen Fortschritts im Laufe der Zeit ändern. Die nachfolgende Grafik offenbart, wie sich das Gewinnwachstum im Jahr 2025 gleich-

mäßiger über den Globus verteilen wird. Aktuelle Prognosen deuten darauf hin, dass sich die Wachstumsraten der Länder in diesem Jahr stärker annähern werden. Dies ist eine wichtige Vorbedingung Voraussetzung für ein nachhaltiges Muster der Markterweiterung und -vertiefung. Inzwischen sind die Marktbewertungen in vielen Ländern außerhalb der USA anomal niedrig. Gute Nachrichten über die Gewinne hier könnten eine doppelt gute Nachricht für die Anlagerenditen sein. Das Hauptrisiko für dieses Thema ist der anhaltende Anstieg der Marktvolatilität, der mit einem äußerst unsicheren wirtschaftspolitischen Umfeld verbunden ist. Historisch gesehen geht eine größere makroökonomische Unsicherheit Hand in Hand mit steigenden Aktienmarkt-

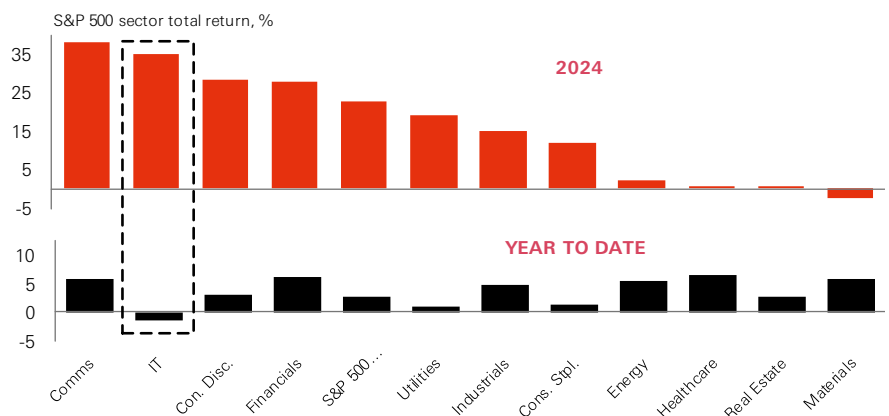
volatilität und einer Ausweitung der Kreditspreads einher. Aber die Aussicht auf mehr Marktvolatilität, keine Rezession, weitere Zinssenkungen und Gewinne bleibt eine weitgehend konstruktive Mischung für die Anlagemärkte im Jahr 2025. Das würde bedeuten, dass die Anleger eine holprigere Fahrt auf den Märkten akzeptieren müssen. Und dies spricht für einen aktiven und opportunistischen Ansatz bei Investitionen im Jahr 2025.

US-Geldmengenwachstum hat bislang unterstützt.

Die Geldmenge M2, die wir durch die Summe der Einlagen von US-Geschäftsbanken und den Geldern in US-Geldmarktfonds, steigt weiterhin stark an und übertrifft

S&P 500 Sektor-Performance 2025

Grafik 10

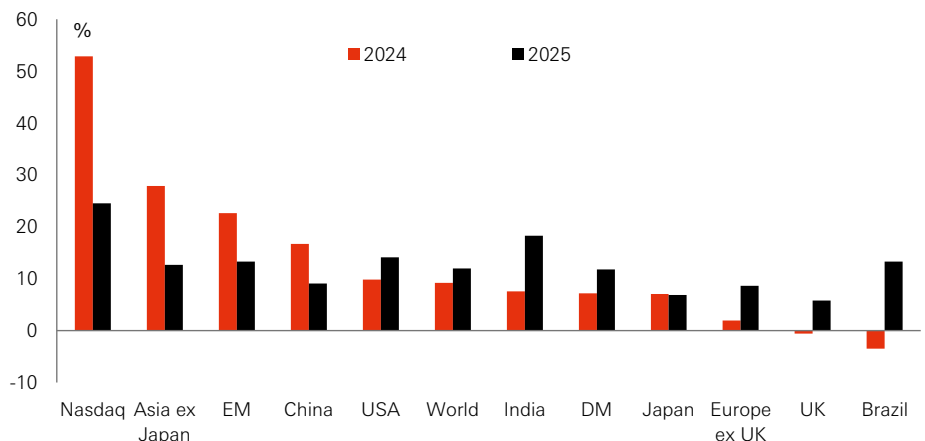


Source: Bloomberg, HSBC AM as of 29 January 2025

Quelle: HSBC Asset

Gewinnwachstum 2024/2025 nach Ländern

Grafik 11



Source: Bloomberg, HSBC AM as of 29 January 2025

Quelle: HSBC Asset



selbst die optimistischsten Erwartungen. Nach einem Anstieg um 1 Billion Dollar von Mai 2023 bis Ende 2023 stieg die US-Geldmenge im Jahr 2024 um weitere 1,2 Billionen Dollar womit sich der kumulative Anstieg von Mai 2023 bis Ende 2024 auf 2,2 Billionen Dollar oder 9.6%. Diese starke, schneller als das nominale BIP verlaufende US-Geldschöpfung in den letzten eineinhalb Jahren hat sich wahrscheinlich auf die Finanzanlagen ausgewirkt und ein wichtiger Faktor für den Anstieg der US-Aktien gewesen sein. Da es kaum Anzeichen dafür gibt, dass die US-Geldschöpfung nach dem hohen Tempo der letzten anderthalb Jahre nachlässt, könnte der Aktienmarkt auch weiterhin dadurch gestützt werden.

In 2023 waren es die Emission von Schatzwechseln und der entsprechende Rückgang der Inanspruchnahme der Reverse-Repo-Fazilität der Fed (ON RRP) durch inländische Geschäftspartner, die den Anstieg der US-Geldmenge im Jahr 2023 weitgehend erklärten. Denn wenn das Angebot an US-Treasury-Bills von den Geldmarktfonds absorbiert wird, dann führt die Geldmenge, die über die Ausgabe von Bills in die Wirtschaft gelangt, zu einer Ausweitung der Bilanzen der Geschäftsbanken, indem auf der Passivseite Einlagen und auf der Aktivseite Reserven in gleicher Höhe geschaffen werden. Mit anderen Worten: Sowohl die Bankeinlagen als auch die Reserven wären niedriger gewesen, wenn das US-Finanzministerium nicht durch die Ausgabe von Schatzwechseln in das US-Finanzsystem eine Schrumpfung der Reserve-Repo-Fazilität herbeigeführt hätte (und damit Geldmarktfonds ermutigt hätte, ihre Tagesgelder durch Schatzwechsel zu ersetzen, um die Laufzeit zu verlängern oder von höheren Renditen zu profitieren). Von Mai 2023 bis Ende 2023

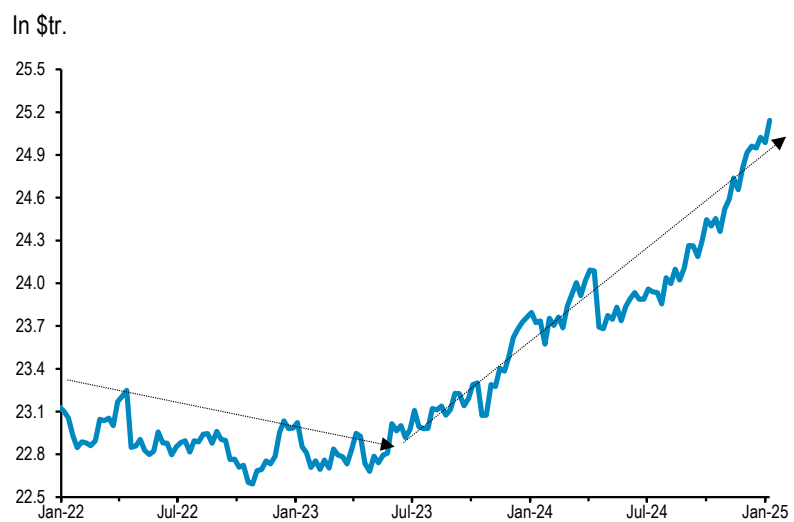
überschwemmte das US-Finanzministerium das Finanzsystem mit T Bills, was die Geldmarktfonds dazu veranlasste, ihre Reverse Repos um 1,6 Billionen Dollar zu reduzieren. Diese massive Liquiditätszufuhr glich den Liquiditätsrückgang von rund 600 Mrd. \$ durch die QT der Fed mehr als aus, so dass der Bestand an Einlagen im US-Bankensystem im gleichen Zeitraum eher zunahm als schrumpfte. Diese Zunahme der US-Bankeinlagen erfolgte trotz der anhaltenden Umschichtung von Einlagen in US-Geldmarktfonds, was dem US-Bankensystem nicht nur half, eine Liquiditätskrise nach der SVB abzuwenden, sondern auch dazu beitrug, dass die US-Geldmenge von Mai 2023 bis Ende 2023 um 1 Billion Dollar zunahm.

Der Anstieg der US-Geldmenge um 1,2 Billionen Dollar im Jahr 2024 ist jedoch nicht allein auf den Rückgang der Reverse-Repo-Fazilität der Fed um 600 Mrd. Dollar im vergangenen Jahr zurückzuführen. Vor allem, wenn man berücksichtigt, dass das Quantitative Tightening³ der Fed im

Jahr 2024 einen Liquiditätsrückgang von rund 700 Mrd. \$ verursachte. Mit anderen Worten: liquiditätssteigernde Faktoren im Wert von 1,9 Billionen Dollar waren im vergangenen Jahr im Spiel, um die 700 Milliarden Dollar der QT der Fed auszugleichen. Welche anderen liquiditätssteigernden Faktoren waren neben dem Rückgang der Reverse-Repo-Fazilität der Fed im Umfang von 600 Mrd. \$ noch relevant? Zu den anderen Faktoren gehören die Kreditschöpfung durch Bankkredite, der Kauf von Anleihen durch US-Geschäftsbanken - ein Faktor, der wie bei der Kreditvergabe der Banken sowohl die Aktiva als auch die Passiva (Einlagen) in den Bankbilanzen erhöht - sowie der Rückzug von Bankverbindlichkeiten und deren Ersatz durch Einlagenverbindlichkeiten. Angesichts unserer Erwartung einer konjunkturellen Abschwächung in den USA über das Jahr hinweg dürfte es für die Notenbank allerdings wenig Grund geben, das Geldmengenwachstum M2 umzukehren. Von hier käme für die Kapitalmärkte kein Gegenwind.

Geldmengenwachstum M2²

Grafik 12



Source: Crane Data, Bloomberg Finance L.P., J.P. Morgan.

Quelle: JPM Flows & Liquidity

2 Die Geldmenge M2 in den USA bezieht sich auf das Maß der Geldversorgung, das finanzielle Vermögenswerte umfasst, die hauptsächlich von privaten Haushalten gehalten werden. Dazu gehören Spareinlagen, Termineinlagen und Guthaben in Geldmarktfonds für Privatkunden. Diese zählen zusätzlich zu den schneller verfügbaren liquiden finanziellen Vermögenswerten, die durch die M1-Geldmenge definiert werden, wie Bargeld, Reiseschecks, Sichteinlagen und andere überprüfbare Einlagen. Die Geldmenge M2 ist entscheidend für das Verständnis und die Vorhersage von Geldmenge, Inflation und Zinssätzen in den Vereinigten Staaten. Historisch gesehen führte jeweils ein dramatischer Anstieg der Geldmenge in den Volkswirtschaften der Welt zu einem anschließenden dramatischen Anstieg der Preise für Waren und Dienstleistungen.

3 Quantitative Tightening: Als Quantitative Straffung wird gelegentlich der Abbau von geldpolitischen Wertpapierportfolien bezeichnet



Asset Allocation: rege Veränderung.

Die taktische US-Aktienbewertung lag Ende Januar am unteren Ende des neutralen Bereichs, was auf positive, wenn auch wenig anregende Renditen für Aktien in den nächsten Monaten schließen lässt.

Die Aktienbewertungskennzahlen des Modells des Modells bleiben weiterhin stark überzogen. Dies deutet darauf hin, dass Aktien über einen mehrjährigen Zeithorizont betrachtet schlecht abschneiden werden. Innerhalb der US-Aktiensektoren bevorzugt das Modell taktisch Finanzwerte, Energie und Kommunikationsdienste. Es ist neutral gegenüber Industrierwerten, zyklischen Konsumgütern und IT. Untergewichtet sind Basiskonsumgüter, Werkstoffe, Immobilien, Gesundheitswesen und Versorger.

In Bezug auf die Aktienregionen ist das Modell taktisch Übergewichtet in den USA, Japan und Kanada.

Das Modell erwartet einen Rückgang der Treasury-Renditen auf Sicht von 12 Monaten, sieht aber temporär höhere Renditen in naher Zukunft.

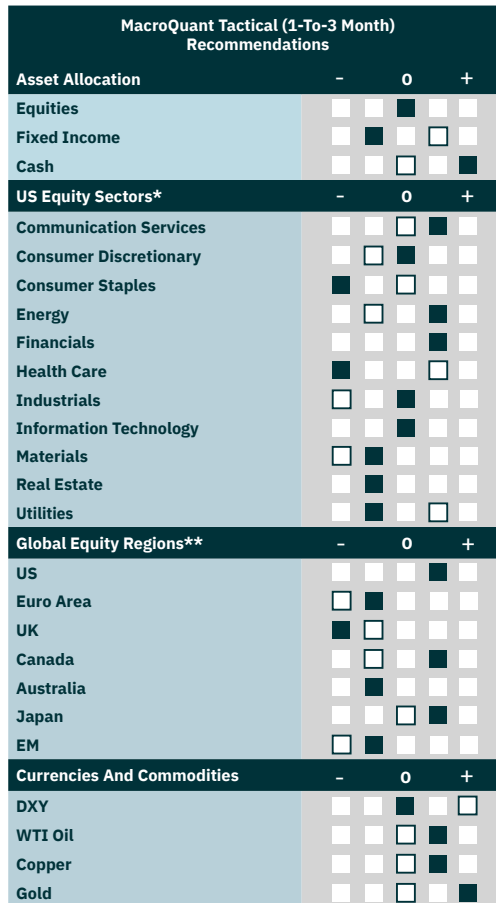
Das Modell hat seine Aufwärtshaltung gegenüber dem US-Dollar deutlich reduziert. Dennoch sieht es keinen unmittelbar bevorstehenden Ausverkauf der Währung vor. Unter den wichtigsten Nicht-USD Crosses sieht das Modell den größten Abwärtstrend für EUR/JPY. Bei den Rohstoffen hat das Modell seine Einschätzung für Öl, Kupfer und Gold angehoben.

Im Einzelnen:

Die kurzfristigen Wachstumsaussichten haben sich verbessert, aber die Aktien haben diesen Sachverhalt weitgehend eingepreist. Die nachstehende Grafik zeigt die verschie-

Grafik 13

MacroQuant Allokation 1 – 3 Monate



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

Quelle: BCA Research

denen Komponenten des Aktienmodells von MacroQuant. Zum Februarbeginn lag der Gesamtwert im 44. Perzentil der historischen Renditeerwartungen und damit innerhalb des neutralen Bereichs des Modells (der vom 40. bis zum 60. Perzentil reicht). Ein solches Ergebnis steht im Einklang mit positiven, wenn auch wenig überraschenden Renditen für den S&P 500 in den nächsten ein bis drei Monaten.

Positiv zu vermerken ist, dass der Konjunkturscore des Aktienmodells im Januar weiter anstieg und am Ende des Monats das 63. Perzentil. Anhaltend gute Daten zu den Verbraucherausgaben, ein festerer Arbeitsmarkt und Verbesserungen bei mehreren Indikatoren des verarbeitenden Gewerbes trugen alle zu diesem Anstieg bei.

Auch die Indikatoren für die monetären und finanziellen Bedingungen verbesserten sich im Januar, vor allem weil die Anleiherenditen nicht mehr stiegen. Der Inflationswert des Modells bleibt positiv, wenn auch weniger stark als in den Vormonaten. Negativ zu vermerken ist, dass die Stimmungskomponente des Modells weiterhin auf ein hohes Maß an Selbstzufriedenheit hinweist. Diese Risiken spiegeln sich auch in der Bewertungskomponente des Modells wider. Der S&P 500 wird derzeit 62 % über dem vom Modell geschätzten fairen Wert auf der Grundlage der diskontierten Gewinne gehandelt, was den höchsten Stand der Überbewertung außerhalb der Dotcom-Blase darstellt.

Die Gewinnerliste des Kalenderjahres 2025 führt das Gesundheitswesen vor den Finanzwerten an. Kommunikationswerte folgenden auf Platz 3 (nächster Chart). Auffällig ist, dass die Marktteilnehmer klar zwischen Technologie und Kommunikation unterscheiden. Während Apple, Microsoft und Nvidia schwach bleiben, können Kommunikationswerte wie Meta oder Netflix zulegen. Basiskonsumgüter und Technologie finden sich am Ende dieser Auflistung. Der Tech-Sektor ist der einzige, der zum aktuellen Zeitpunkt ein



Kalenderjahresminus aufweist. In Europa führt der Finanzservice-Sektor die Liste der 19 Sektoren an, gefolgt von den Haushalts- und Konsumgütern sowie den Banken. Der Autosektor zeigte gestern aufgrund der Zoll-Diskussionen Schwäche. Am Ende der Tabelle notieren der Einzelhandel und der Lebensmittelsektor.

Zu Beginn des Monats Februar sind die Top-Positionen des MacroQuant Sector Selector Modells Finanzwerte, Kommunikationsdienste und Energie. Sowohl der Finanzsektor als auch die Kommunikationsdienstleistungen weisen überdurchschnittliche Gewinn- und Umsatztrends auf. Während die Gewinnschätzungen für den Energiesektor nach unten tendieren, sieht das Modell in den nächsten Monaten einen Aufwärtstrend bei den Ölpreisen. Das dürfte die Gewinnaussichten für diesen Sektor aufhellen. Das Modell empfiehlt eine neutrale Allokation in IT. Obwohl die Gewinnschätzungen für den Sektor weiter ansteigen, stellen die sich verschlechternden technischen Daten bei hohen Bewertungen einen Gegenwind dar. Das Modell ist auch gegenüber Industrierwerten und zyklischen Konsumgütern neutral eingestellt. Das Aktienmodell ist untergewichtet in Basiskonsumgütern, Grundstoffen, Immobilien, Gesundheitswesen und Versorgern.

Der Blick auf die Länder-Aktienmärkte zeigt, dass Brasilien den ersten Platz erobert hat. Kolumbien folgt auf Platz 2, Polen auf Platz 3 und Chile auf Platz 4. Mexiko springt nach vorn auf Platz 6. Lateinamerikanische Länderindizes werden also gesucht. Das regionale Aktienmodell von MacroQuant, Region Rumble, empfiehlt eine Übergewichtung der USA, Kanadas und Japans. Sowohl die USA als auch Japan weisen eine relativ starke Gewinn- und Umsatzdynamik auf. Die Ertragsdynamik Kanadas ist weniger beeindruckend, aber die Erwartung höherer Rohstoffpreise gibt dem Modell Rückenwind.

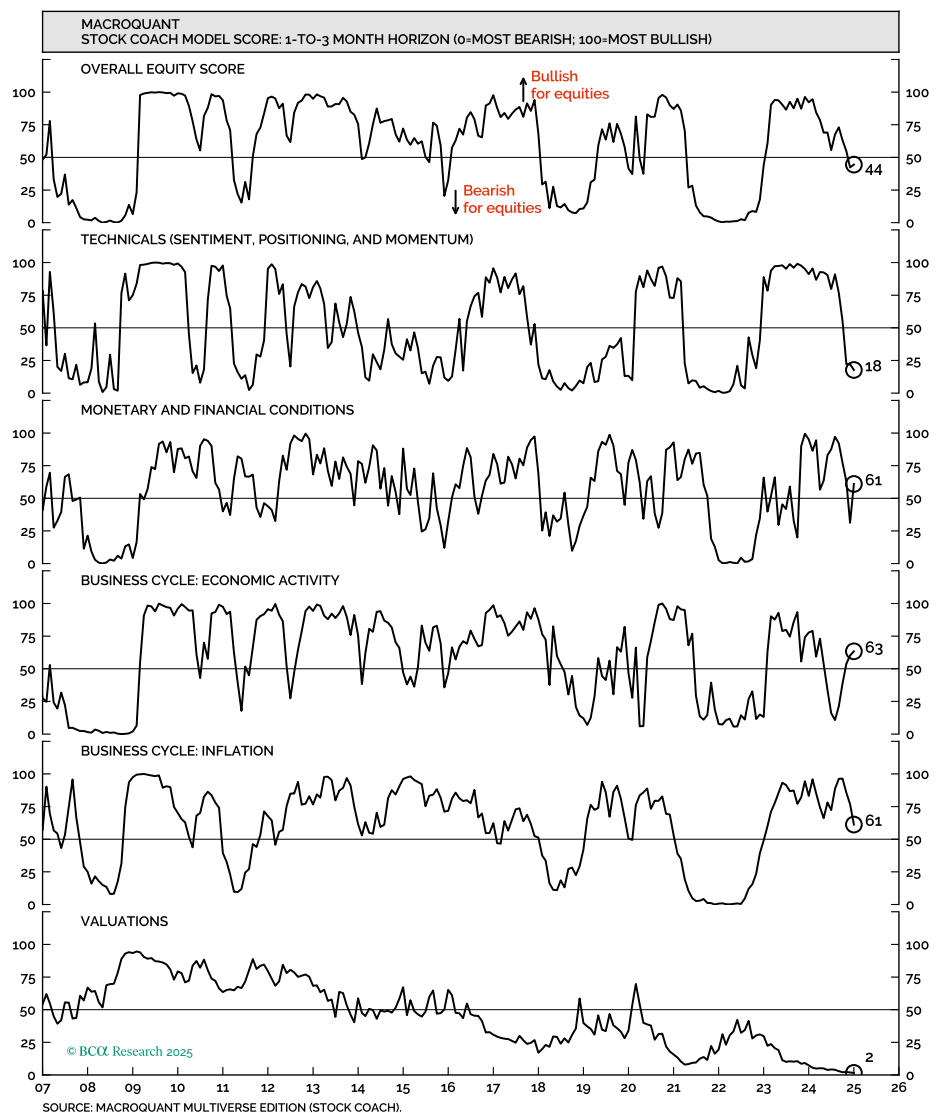
Das Modell gewichtet Australien und die Eurozone leicht unter. Am negativsten ist es gegenüber dem Vereinigten Königreich und den Schwellenländern eingestellt.

Wir stimmen im Allgemeinen mit den Schlussfolgerungen des Modells überein, würden aber Kanada aufgrund des Risikos höherer Zölle gegen kanadische Waren (da das Modell keine Zeitung liest) nicht den ersten Platz einräumen.

Im ETF-Portfolio gab es zuletzt einige Umschichtungen. So wurden die Engagements in Brasilien und China Internet aufgestockt und erste neue Positionen im Nikkei 225 und im Stoxx EU Midcap 200, der wesentlich günstigere Bewertungen aufweist als der EuroStoxx 50, aufgebaut. Damit steigt die Aktienquote im ETF-Portfolio etwa gleichverteilt auf sechs Positionen auf rund 60 %. Der Rest verbleibt als Liquiditätsreserve in Anleihen-ETFs und Fonds derselben Gattung.

Grafik 14

MacroQuant Aktienmodell Entwicklung der Komponenten mit Skala 0 – 100 %



Quelle: BCA Research



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.

05.02.25										Referenz-Portfolio: Fonds und ETFs										9:51	
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 (RIK)												
365	X MSCI WORLD HEALTH CARE A113FD	MSCI World Health Care Kauf am 13.09.2023	45,63 €	52,20 €	14,40%	16.654,95 € 13.09.23	19.093,00 €	14,40% 2.398,05 €	B												
1.350	ISHARES MSCI EM LATAM A0N445	Latinamerika verdreifacht am 23.01.2025	13,34 €	13,40 €	0,45%	18.009,00 € 21.01.25	18.090,00 €	0,45% 81,00 €	C												
360	ISHARES STOXX EUR MID200 DE 593399	STOXX Europe Mid 200 Kauf am 23.01.2025	53,440 €	54,16 €	1,35%	19.238,40 € 23.01.25	19.977,60 €	1,35% 2.592,0 €	B												
159	AMUNDI ETF GOVIES 0-6 MONTHS A0RNVV	STAATSANLEIHEN C A S H - E R S A T Z	119,45 €	123,22 €	3,16%	19.046,30 € 16.02.24	19.647,43 €	3,16% 601,13 €	A												
1.388	KRANESHARES CSI CHINA IT EUR A2DE7P	CSI China Internet UCITS ETF London verdreifacht am 23.01.2025	13,985 €	15,16 €	8,39%	19.411,18 € 23.01.25	21.039,30 €	8,39% 1.628,12 €	D												
243	X NIKKEI 225 1C A2P7NT	Japan - NIKKEI 225 Kauf am 23.01.2025	79,3000 €	78,86 €	-0,55%	19.269,90 € 23.01.25	19.162,98 €	-0,55% -1.069,2 €	E												
259	Abakt UIP A3D9G1	Zinsstrategie Kauf am 14.08.2024	109,420 €	110,39 €	0,89%	28.339,78 € 14.08.24	28.591,01 €	0,89% 251,23 €	B												
302	ISH EB.REX.GV ED A0Q8RZ	Government Germany 0-1Yr gekauft am 01.08.2024	75,088 €	75,89 €	1,13%	22.661,48 € 01.08.24	22.918,18 €	1,13% 2.567,0 €	E												
270	GALILEI GIB BD OPPRTNTY UJP DE000A3DD937	CASH ERSATZ Kauf am 20.02.2024	96,570 €	103,03 €	6,69%	26.073,90 € 20.02.24	27.818,10 €	6,69% 1.744,20 €	B												
Benchmark:			Kurs am 31.12.24	letzter Schlusskurs	Performance Benchmark		3,20% 2,63%														
MSCI WORLD			3.707,84 USD 3.582,80 EUR																		
										ETF										RIK	
										Performance seit Start am 25.04.08										Performance seit Start p.a.	
										291,69%										279,11%	
										8,47%										8,26%	
										Portfolientwicklung mit Absicherung											
										Aktueller Portfolientwert in EURO:										195.844,89 €	
										Portfolientartwert in EURO:										191.341,50 €	
										Gewinn / Verlust absolut:										4.503,39	
										Gewinn / Verlust in Prozent:										2,35%	
										Datenlänge der historischen Simulation:										260	
										Datum der historischen Simulation:										05.02.25	
										Aktien-Exposure										49,45%	
										Renten-Exposure										50,54%	
										Cash										0,01%	
										100,00%											
										EUR in USD										1,0406	
										DAX30										21.411,51	
										S&P 500										6.037,88	

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.



Bei den festverzinslichen Wertpapieren eine Erhöhung der Duration vorbereiten

Das Bond Buddy-Modell von MacroQuant hält US-Treasuries für recht billig. Der faire Wert für die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen wird mit 3,70 % angegeben (siehe Grafik). Dementsprechend empfiehlt es eine Long-Duration-Position auf 12-Monats-Sicht. Bei einem taktischen Zeithorizont von

1 bis 3 Monaten ist das Modell jedoch vorsichtiger. Ein schwächeres Wirtschaftswachstum und eine höhere Inflation könnten den Anleihen in nächster Zeit zu schaffen machen. Wir stimmen mit Bond Buddy überein und fügen hinzu, dass die Bemühungen der Trump-Administration, noch mehr ungedeckte Steuersenkungen zu verabschieden, den Aufwärtsdruck auf die Anleiherenditen noch verstärken könnten.

Herabstufung der Aussichten für den US Dollar

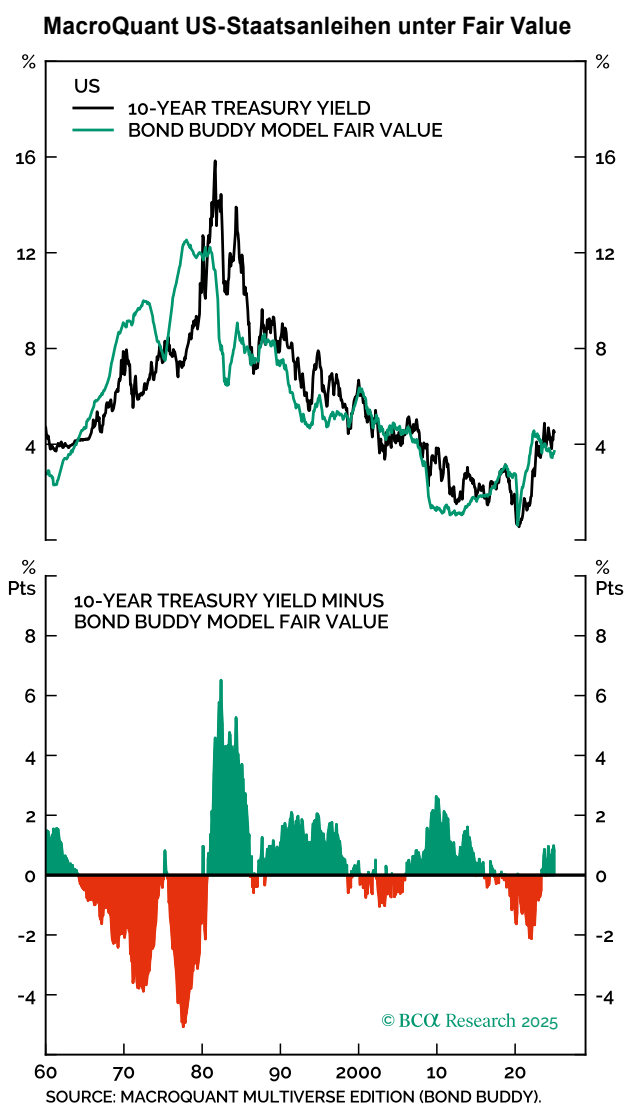
Das Currency Cruncher-Modell von MacroQuant hat den US-Dollar seit Oktober letzten Jahres positiv bewertet. Allerdings hat das Modell diesen Enthusiasmus im Laufe des Januars zurückgeschraubt. Zu Beginn des Monats Februar wird sich der Greenback wahrscheinlich seitwärts bewegen. Während das Wachstum in den USA weiterhin höher ist als in der übrigen Welt, haben sich die Renditedifferenzen zwischen Anleihen und dem US-Dollar in den letzten Wochen verringert. Auch aus technischer Sicht hat die Dynamik des Dollars nachgelassen.

Wie schon seit geraumer Zeit stellen die Bewertungen weiterhin einen Gegenwind dar. Selbst nach Bereinigung um die langfristigen realen Zinsdifferenzen wird der US-Dollar 11 % über seinem fairen Wert gehandelt. Von den wichtigsten Nicht-USD-Crossrates sieht das Modell den größten Abwärtsdruck für den Euro gegen den Yen.

Rohstoffe: Kurzfristig besser

Alle drei Rohstoffmodelle von MacroQuant – Rohöl, Kupfer und Gold - wurden im Januar optimistischer. Die Öl- und Kupferwerte profitierten von etwas besseren Wachstumsdaten, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe. Der Goldwert stieg aufgrund der Stabilisierung des Dollars, der anhaltenden Zentralbankkäufe und der verbesserten Stimmung an.

Grafik 16



Quelle: BCA Research



ICM 15er-Aktienportfolio

Der Ausblick auf wirtschaftspolitische Reformen in Deutschland wird durch den heißen Wahlkampf getrübt. Falls eine neue Bundesregierung expansive haushaltspolitische Maßnahmen ergreifen sollte, würden sie sich kaum noch in diesem Jahr auf die Konjunktur auswirken. Dies gilt umso mehr für angebotspolitische Reformen. Auch die Verschärfung des globalen Zollregimes stellt aktuell ein konjunkturelles Abwärtsrisiko dar. Die USA erheben zusätzliche Zölle von 25% auf Einfuhren aus Mexiko und Kanada. Energieträger aus Kanada wurden jedoch nur mit 10% belegt. Auch für chinesische Importe wurden die Zölle um 10% angehoben. Diese Maßnahmen könnten in den USA für neuen Inflationsdruck sorgen und somit auch für die Geldpolitik Komplikationen mit sich bringen. Erwartungsgemäß blieben die US-Leitzinsen unangetastet. Angesichts der inflationären Implikationen der wirtschaftspolitischen Agenda Trumps werden Zinssenkungen wieder unwahrscheinlicher. Zudem zeigt sich die Konjunktur weiter kräftig und der Arbeitsmarkt ist stabil. Entsprechend der aktuellen Markt-

preise wird in den USA eine Zinssenkung um 25 Basispunkte frühestens im Juni erwartet.

Das 15er-Aktienportfolio besteht z.Zt. wieder aus vierzehn von fünfzehn möglichen Titeln. Die aktuellen hohen Bewertungen und die Indexhöchststände lassen uns aber in Zukunft vorsichtiger in unserer Asset-Allokation werden. Die aktuelle Performance YTD des Portfolios liegt bei -1,53%.

Neu im Portfolio:

Adyen N.V. ist Anbieter von mobilen, Online- und Point-of-Sale (POS)-Zahlungslösungen mit Sitz in den Niederlanden. Seine Online-Plattform ermöglicht es Händler, Zahlungen von allen Verkaufskanälen wie Online-Shops, Websites, mobile Terminals, Tablets und Registrierkassen zu akzeptieren. Man deckt dadurch die gesamte Zahlungskette einschließlich technischer, vertraglicher, Abgleichs- und Abrechnungsprozesse ab. Die Plattform ist in Form von gebrauchsfertigen Zahlungsseiten (HPP), einer Anwendungsprogrammierschnittstelle (API) und

einer clientseitigen Verschlüsselungslösung (EE) verfügbar. Zu den Kunden des Unternehmens zählen unter anderem Mango, KLM, Netflix, Superdry, Uber, Groupon und Crocs. Es hat Niederlassungen in den Niederlanden, Großbritannien, Frankreich, Deutschland, Belgien, Brasilien, China, Australien, Mexiko, Singapur, Spanien, Schweden und den Vereinigten Staaten. Die Akteure im weltweiten Zahlungsverkehr setzen zunehmend auf künstliche Intelligenz, um die Bezahlung von Waren und Dienstleistungen sicherer, schneller und effizienter zu machen. Die aufkommende Technologie kann Zahlungsverkehrsunternehmen dabei helfen, Transaktionen durch die schnelle Analyse großer Datenmengen zu verbessern, so Davi Strazza, Präsident von Nordamerika für Adyen. Zu den Kunden des Finanztechnologieunternehmens zählen namhafte Unternehmen wie Microsoft, Uber, Etsy und McDonald's. Adyen hat kürzlich Uplift vorgestellt, ein KI-Programm, das seinen Händlerkunden helfen soll, die Konversionsraten bei Zahlungen zu erhöhen und Betrug zu reduzieren.

Grafik 17

ICM InvestmentBank AG		15er Aktienportfolio					Auslastung: 93%	03.02.25				
No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2025 YTD	P/L total	ESG Grade
1	ADYEN.AS	ADYEN/d	Technology	NL0012969182	EUR	AEX	28.01.25	1564,73	1510,80	5,14%	-3,45%	B+
2	BABA.DF	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	USD	ADC	26.01.21	264,000	98,81	16,54%	-62,57%	B-
3	AZNL.L	ASTRAZENECA/d	Healthcare	GB0009895292	Gbp	LSE	28.01.25	11242,28	11286,00	7,80%	0,39%	A+
4	BHCF.DF	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	ADC	26.07.24	8,376	7,44	-7,75%	-11,24%	B-
5	BA	BOEING CO/d	Industrials	US0970231058	USD	NYQ	17.05.24	183,25	176,52	-0,27%	-3,67%	A-
6	ENI.MI	ENI/d	Energy	IT0003132476	EUR	MIL	28.03.24	14,597	13,64	4,19%	-6,57%	A-
7	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	43,05	-6,51%	-54,30%	B+
8	PRX.AS	PROSUS/d	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	33,942	36,58	-4,63%	7,76%	B
9	PUMG.DE	PUMA	Consumer Cyclical	DE0006969603	EUR	GER	05.01.24	47,00	29,10	-34,40%	-38,09%	A
10	ROG.S	ROCHE HOLDING /d	Healthcare	CH0012032048	CHF	SWX	16.07.24	257,100	285,30	11,66%	10,97%	A
11	TME.DF	TENCENT MUSIC/d	Technology	US88034P1093	USD	ADC	06.04.21	20,07	11,98	5,60%	-40,33%	D+
12	TUI1n.DE	TUI N	Consumer Cyclical	DE000TUAG505	EUR	GER	04.12.24	7,920	7,91	-5,22%	-0,10%	B+
13	TLWL.L	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	Gbp	LSE	27.09.19	83,59	17,64	-17,72%	-78,90%	B
14	VOWG_p.DE	VOLKSWAGEN VZ	Consumer Cyclical	DE0007664039	EUR	GER	13.03.24	112,49	92,54	3,95%	-17,74%	A-
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		10,45%		24,10%						
		Performance in 2025 (YTD)		-1,53%		4,49%						



AstraZeneca Plc ist ein wissenschaftlich geführtes biopharmazeutisches Unternehmen. Man konzentriert sich auf die Entdeckung, Entwicklung und Vermarktung von verschreibungspflichtigen Arzneimitteln in der Onkologie, seltenen Krankheiten und Biopharmazeutika, einschließlich Herz-Kreislauf-, Nieren- und Metabolismus, und Atmungs- und Immunologie. Die Pipeline bildet ein Portfolio von Prüftherapien in verschiedenen Stadien der klinischen Entwicklung und umfasst das Alexion-Portfolio für seltene Erkrankungen, das rund 178 Projekte umfasst. Zu den wichtigsten Onkologieprodukten zählen Tagrisso, Imfinzi, Lynparza, Calquence, Enhertu, Orpathys, Zoladex, Faslodex und andere. Zu den Produkten für seltene Krankheiten gehören Soliris, Ultomiris, Strensiq und Kanuma. Zu den Biopharmazeutika gehören Farxiga, Lokelma, Crestor, Breztri und andere. Sie konzentriert sich auch auf die Entdeckung, Entwicklung und Herstellung von T-Zell-Rezeptortherapien. Es bietet auch den Prüfimpfstoffkandidaten IVX-A12 an, der sowohl gegen das respiratorische Synzytialvirus als auch gegen das humane Metapneumovirus gerichtet ist. AstraZeneca investiert 820 Millionen US\$ in Ontario und will 700 Arbeitsplätze im Life Science Sektor schaffen.

TUI AG ist ein in Deutschland ansässiger, global integrierter Tourismuskonzern. Das Unternehmen ist in den Segmenten Hotels & Resorts, Cruises und TUI Musement, drei Regionen Nord, Zentral und West sowie in allen anderen Segmenten tätig. Das Segment Hotels & Resorts umfasst alle konzern-eigenen Hotelmarken und Hotelunternehmen. Das Segment Cruises umfasst das Gemeinschaftsunternehmen TUI Cruises, das Kreuzfahrtschiffe unter den Marken mein Schiff und Hapag-Lloyd Cruises betreibt, sowie Marella Cruises. Die Zeichen stehen gut für ein starkes Tourismusjahr 2025. Positive Branchenprognosen und das hohe Interesse auf der jüngsten Tourismusmesse unter-

streichen die Reiselust. Auch TUI zeigt sich optimistisch – CEO Sebastian Ebel sieht klare Wachstumssignale. Die Caravan Motor Touristik Messe 2025 in Stuttgart ging nach neun Tagen mit rund 260.000 Besuchern zu Ende, was dem Niveau von 2023 entspricht. Zum Vergleich: 2024 waren es mit 234.000 Besuchern deutlich weniger. Diese Entwicklung spiegelt den globalen Tourismusaufschwung wider und auch TUI-Chef Ebel sieht trotz wirtschaftlicher Unsicherheiten eine anhaltend hohe Reiselust. „Urlaub bleibt für viele eine Priorität“, betonte er. Laut einer TUI-Umfrage planen 60 Prozent der Teilnehmer mindestens eine mehrtägige Reise, ein Drittel hat den Urlaub für 2025 bereits gebucht. Zudem wächst die Nachfrage: Jeder Fünfte möchte „mehr“ reisen als 2024, und 37 Prozent planen mindestens zwei Urlaubsreisen in diesem Jahr.

Neues zu den Portfolio-Mitgliedern:

Alibaba Group Holding Ltd. Das chinesische Technologieunternehmen hat gerade eine neue Version seines künstlichen Intelligenzmodells Qwen 2.5 veröffentlicht, das nach eigenen Angaben das hochgelobte DeepSeek-V3 übertrifft. Der ungewöhnliche Zeitpunkt der Veröffentlichung von Qwen 2.5-Max, am ersten Tag des chinesischen Neujahrsfestes, wenn die meisten Chinesen nicht arbeiten und bei ihren Familien sind, deutet auf den Druck hin, den der kometenhafte Aufstieg des chinesischen KI-Startups DeepSeek nicht nur auf die Konkurrenten aus Übersee, sondern auch auf die inländische Konkurrenz ausgeübt hat. „Qwen 2.5-Max übertrifft ... fast durchweg GPT-4o, DeepSeek-V3 und Llama-3.1-405B“, so Alibas Cloud-Einheit in einer Ankündigung auf ihrem offiziellen WeChat-Account, die sich auf die fortschrittlichsten Open-Source-KI-Modelle von OpenAI und Meta bezieht. Die Veröffentlichung des DeepSeek-KI-Assistenten hat das Silicon Valley schockiert und zu einem Einbruch der Tech-Aktien geführt.

Die angeblich niedrigen Entwicklungs- und Nutzungskosten des chinesischen Start-ups veranlassten die Investoren, die riesigen Ausgabenpläne führender KI-Firmen in den USA in Frage zu stellen. Der Kurs der Alibaba Aktie zeigt mit einem TotalReturn (incl. Dividende) von z.Zt. +16,54% YTD, dass der Markt der Alibaba-KI noch einiges an Potential zutraut. **Ping An Insurance (Group)** gab bekannt, dass ihre Tochtergesellschaft, die Ping An Bank, ein Darlehen in Höhe von 2,3 Milliarden RMB (entspricht 322 Millionen USD) an die Shaanxi Coal Group's Yulin Chemical Co. Ltd. („Yulin Chemical“) gewährt hat. Damit wird das Demonstrationsprojekt zur sauberen und effizienten Umwandlung von Kohle der Yulin Chemical finanziert, das Chinas Ziele für eine kohlenstoffarme Entwicklung fördern soll. Das Projekt ist im Katalog 2024 der Nationalen Entwicklungs- und Reformkommission aufgeführt. Es nutzt fortschrittliche Technologien zur Umwandlung von Schwefel und Schlacke in Produkte, die für Baumaterialien wiederverwendet werden können. Dieser Ansatz verkörpert das Modell der Kreislaufwirtschaft „Reduzieren, Wiederverwenden und Recyceln“. Seit Juni 2022 hat die Ping An Bank kumulativ 3,44 Mrd. RMB (entspricht 481,6 Mio. USD) an Darlehen für das Projekt bereitgestellt und wird auch weiterhin Finanzierungsunterstützung während des Baufortschritts anbieten. Die Aktie von Ping An zeigt sich aber z.Zt. mit einem TotalReturn (incl. Dividende) von -5,32% YTD als Underperformer. **Tencent Music Entertainment Group (TME)**, Chinas größter Betreiber von Musik-Streaming-Diensten, hat einen neuen Weg eingeschlagen: Das Unternehmen kreiert seine eigene Musik, die mit Hilfe von KI erzeugt wird. „Im dritten Quartal haben wir KI-Gesangstechnologie eingesetzt, um die Single Fairy Town zu kreieren, die sich auf Kurzvideoplattformen schnell verbreitete“, sagte TME-CEO Ross Liang. Ein offensichtlicher Vorteil einer Streaming-Plattform, die ihre eigene Musik pro-



duziert, ist, dass sie Lizenzgebühren sparen kann. („Der Ausbau unserer eigenen Inhalte hat dazu beigetragen, unsere Bruttomarge zu verbessern“, sagte CFO Shirley Hu. Aber für TME ist die Hauptmotivation die Steigerung der Nutzerzahlen. Das Angebot von Originalinhalten, die anderswo nicht verfügbar sind, ist ein wichtiges Unterscheidungsmerkmal zu anderen Musik-Streaming-Diensten. Während die Zahl der zahlenden Abonnenten von TME weiterhin rasant wächst – um 15,5 % im Vergleich zum Vorjahr auf 119 Millionen zahlende Nutzer im dritten Quartal - hat das Unternehmen mit der Gesamtzahl seiner monatlich aktiven Nutzer (MAU) zu kämpfen. Die Gesamtzahl der MAUs für Online-Musik lag im dritten Quartal bei 576 Millionen, was einem Rückgang von 3 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Tatsächlich ist die MAU-Zahl bei TME seit Jahren rückläufig, von einem Höchststand von 661 Millionen im dritten Quartal 2019 um 85 Millionen. Dies stellt ein längerfristiges Problem für das Unternehmen dar, da dieser Pool aktiver Nutzer in der Regel die Pipeline zu den umsatzstärkeren kostenpflichtigen Abonnements speist (ganz zu schweigen von der Super-VIP-Stufe von TME). TME sieht eine Verdoppelung oder Verdreifachung seiner Super-VIP-Abonnenten in den kommenden Jahren. In letzter Zeit wurde viel über Spotifys bevorstehende „Super-Premium“-Stufe geredet, ein höherpreisiger Abonnementdienst für Musik-Superfans, von dem viele in der Musikindustrie hoffen, dass er die Streaming-Einnahmen in den kommenden Jahren steigern wird. TME ist Spotify tatsächlich zuvorgekommen: Das eigene „Super VIP“-Abonnement ist seit einem Jahr in Betrieb und kostet fünfmal so viel wie ein reguläres Abonnement - etwa 5 Dollar pro Monat, verglichen mit 1 Dollar pro Monat für ein reguläres Abonnement. Super VIP hat sich als äußerst erfolgreich erwiesen, denn im dritten Quartal wurde die 10-Millionen-Marke überschritten. Das bedeutet, dass etwa 8,4 % der zahlenden

Abonnenten das zusätzliche Geld für ein Super-VIP-Abonnement ausgeben. Es überrascht nicht, dass dies den durchschnittlichen Umsatz per zahlendem Nutzer (ARPPU) von TME in die Höhe getrieben hat. Der TotalReturn (incl. Dividende) liegt darum bei guten +5,6% YTD. George Medicines, das sich auf den erheblichen ungedeckten Bedarf bei kardiometabolischen Erkrankungen konzentriert, hat mit **Bausch Health Companies** einen exklusiven Lizenz- und Liefervertrag abgeschlossen, der Bausch Health die Exklusivrechte für die Zulassung und Vermarktung von GMRx2 in Kanada, Mexiko, Kolumbien und Mittelamerika gewährt. GMRx2, der führende Pipeline-Kandidat von George Medicines für die Behandlung von Bluthochdruck, einschließlich der Erstbehandlung, ist eine patentrechtlich geschützte Einzeltablettenskombination aus drei Medikamenten: Telmisartan, Amlodipin und Indapamid. Es hat das Potenzial, die einzige Dreifachkombination zu sein, die für die Erstbehandlung von Bluthochdruck zugelassen ist. Die innovative Formulierung ist auf optimale Wirksamkeit, Sicherheit und Therapietreue ausgelegt. Mit einem Multi-Mechanismus-Ansatz und einer niedrigeren Dosierung als bei den heutigen Therapien soll GMRx2 die synergistischen Wirksamkeitsvorteile einer Dreifachtherapie bei gleichzeitiger guter Verträglichkeit bieten. Im Rahmen der Lizenzvereinbarung erhält George Medicines eine Vorauszahlung und hat Anspruch auf regulatorische und kommerzielle Meilensteinzahlungen sowie auf künftige wiederkehrende Einnahmen in Form von gestaffelten Lizenzgebühren auf Verkäufe von GMRx2 in den lizenzierten Gebieten. Im Gegenzug erhält Bausch Health eine Lizenz zur exklusiven Vermarktung von GMRx2, das von George Medicines geliefert wird, in Kanada, Mexiko, Kolumbien und Mittelamerika. Bausch Health ist dafür verantwortlich, mit Unterstützung von George Medicines die Zulassung von GMRx2 zu beantragen. Die

Aktie von Bausch Health ist seit Jahresanfang aber unter Druck bei einer Performance von -7,75% YTD. **BOEING CO.** Ryanair ist zuversichtlich, dass Boeing seine Produktion von 737 MAX Jets auf 38 Flugzeuge pro Monat hochfahren wird und die US-Regierung die Erlaubnis erteilt, die Produktion auf 42 zu erhöhen, sagte der CEO Michael O’Leary, dessen Fluggesellschaft einer der größten Kunden der 737 MAX ist. Er äußerte sich nach einem Treffen mit dem Boeing-Management in Seattle Anfang des Jahres weiter optimistisch. Er sagte, Ryanair erwarte die Auslieferung der letzten 29 Flugzeuge zwischen August und November. Die FAA hat die Produktion von 737 MAX-Flugzeugen im Januar 2024 aufgrund von Sicherheitsbedenken nach dem Durchbrennen eines Panels in der Luft kurzfristig eingeschränkt. Boeing-CEO Kelly Ortberg sagte, dass der Flugzeughersteller eine Produktionsrate von 38 Flugzeugen pro Monat erreicht hat und in der zweiten Jahreshälfte die Produktion erhöhen wird. „Ich bin ziemlich zuversichtlich, dass die Trump-Regierung die Erholung von Boeing viel mehr unterstützen wird als die Biden-Administration“, sagte er. „Ich bin sehr optimistisch, dass sich der Turnaround von Boeing sich fortsetzen und beschleunigen wird“. Die Aktie von Boeing zeigt nach den Rückschlägen des letzten Jahres eine Bodenbildung mit z.Zt. -0,27% YTD. **Eni SpA** Italien will bis Ende 2027 einen Plan fertigstellen, der die Nutzung der Kernenergie wieder erlaubt, nachdem sie vor fast 40 Jahren verboten worden war, sagte Energieminister Pichetto Fratin in einem Interview. Die Regierung von Ministerpräsidentin Giorgia Meloni sagte, dass kleine modulare Reaktoren zur Dekarbonisierung der umweltschädlichsten Industrien Italiens, darunter Stahl-, Glas- und Kachelindustrie entwickelt werden sollen. Kernkraftwerke sind in Italien nach Volksabstimmungen in den Jahren 1987 und 2011 verboten, aber die Regierung arbeitet derzeit an Regeln zur Aufhebung des Verbots.



„Italien ist bereit, zur Kernenergie zurückzukehren, eine wichtige Entscheidung die die erneuerbaren Energien nicht ersetzen, sondern ergänzen wird, um einen ausgewogenen und nachhaltigen Energiemix zu gewährleisten“, sagte Pichetto Fratin und fügte hinzu, dass ein erster Gesetzesentwurf dem Kabinett in den nächsten Wochen zur Genehmigung vorgelegt wird. Italien schätzt, dass es 17 Milliarden Euro bei den Kosten für die Dekarbonisierung der Wirtschaft bis 2050 sparen, wenn der Anteil der Kernenergie an seinem Energiemix mindestens 11 % betragen würde. Italien hat sich wichtiges Know-how im Nuklearsektor bewahrt. Der staatlich kontrollierte Energieversorger Enel betreibt Kernkraftwerke in Spanien und der Energiekonzern Eni investiert in ein Projekt zur Entwicklung eines Kernfusionsreaktors in den USA. Die Aktie von Eni leidet noch unter dem niedrigen Ölpreis, aber zeigt trotzdem einen TotalReturn (incl. Dividenden) von +6,60%. Der niederländische Tech-Investor **Prosus NV** unter dem Vorsitz des südafrikanischen Milliardärs Koos Bekker will 20 Milliarden Dollar in Europa investieren. Das Unternehmen, das über ein breit gefächertes Portfolio in den Bereichen Finanztechnologie, soziale Medien, Bildungstechnologie und Lebensmittellieferung verfügt, setzt auf Wachstumschancen in der Region. In seiner Rede auf dem Weltwirtschaftsforum betonte Prosus-CEO Fabricio Bloisi die Dringlichkeit, die Wettbewerbsfähigkeit Europas im Technologiebereich zu stärken. „Wir müssen hier wesentlich mehr investieren, damit Europa im Rennen bleibt und nicht nur zuschaut“, sagte Bloisi. „Unser Ökosystem in Europa ist bereit für Wachstum, und wir sind bereit, es mit erheblichen Investitionen zu unterstützen.“ Darum plant man Investitionen in Höhe von fast 20 Mrd. US-Dollar, um das europäische Tech-Ökosystem zu stärken, und konzentriert sich dabei auf das Wachstum im Bereich der künstlichen Intelligenz und anderen Sektoren mit hohem Potenzial. Diese strategische Neu-

ausrichtung erfolgt inmitten des Gegenwinds, der von Prosus' bemerkenswerter Beteiligung an Tencent, Chinas größtem Gaming-Unternehmen, ausgeht. Die 24,3% Beteiligung des Unternehmens an Tencent kann man als Klumpenrisiko ansehen. Dies soll sich nun durch die Investitionen in Europa ändern. Die Aktie zeigt allerdings noch etwas Nachholbedarf bei einem TotalReturn (incl. Dividende) von -3,57%. Der deutsche Sportartikelmulti **PUMA SE** kündigt ein drastisches Kostensenkungsplan an, nachdem es 2024 weniger als erwartet verdient hat. Puma meldete einen 7,5%igen Rückgang des Nettogewinns für das Jahr 2024, in dem es 282 Millionen Euro verdient hat, was unter den Erwartungen lag. Die Aktien des Bekleidungs- und Schuhherstellers stürzten in der Anfangsphase der Börsensitzung um rund 18% ab, der größte Rückgang seit Jahren. In einer Erklärung hieß es, dass man ein Programm zur Senkung der Kosten, einschließlich der Personalkosten, und zur Verbesserung der betrieblichen Abläufe durchführen wird, um das Umsatzwachstum in eine höhere Rentabilität umzusetzen. Konkret hat sich das Unternehmen das Ziel gesetzt, bis 2027 eine EBIT-Marge von 8,5 % zu erreichen. Im vergangenen Jahr führte der CEO von Puma mehrere negative Faktoren für das Unternehmen an, darunter Probleme in der Lieferkette und eine schwache Verbraucherstimmung, insbesondere in China. „Obwohl wir im Jahr 2024 ein solides Umsatzwachstum erzielten und bedeutende Fortschritte bei unseren strategischen Initiativen gemacht haben, sind wir mit unserer Rentabilität nicht zufrieden“, räumte CEO Arne Freundt ein. Das Unternehmen, das seine Jahresergebnisse am 12. März veröffentlichten wird, führt den Gewinnrückgang hauptsächlich auf höhere Nettozinsaufwendungen zurück. Trotzdem wuchs der Umsatz von Puma im Gesamtjahr um 2,5 % auf 8,817 Mrd. Euro, währungsbereinigt um 4,4 %, und entsprach damit den Prognosen. Im letzten Quartal 2024 stieg der Umsatz

des Unternehmens um 15,5 % auf 2,289 Milliarden Euro, was einem währungsbereinigten Anstieg von 9,8 % entspricht. Alle Regionen trugen zum währungsbereinigten Umsatzwachstum bei, angetrieben durch eine starke Verbesserung im Großhandelsgeschäft (+6,9%) und ein anhaltendes Wachstum im Direktvertrieb (+16,1%). Die Puma-Aktie konnte sich nach diesem massiven Schlag noch nicht erholen und zeigt einen TotalReturn (incl. Dividende) von z.Zt. -31,45% YTD. Der Pharmakonzern **ROCHE Holding** hat im vergangenen Jahr mit einem Umsatz- und Gewinnanstieg die eigenen Ziele erfüllt. Damit lassen die Schweizer inzwischen auch die Spätfolgen von Covid hinter sich. Für 2025 stellen die Basler nun weiteres Wachstum in Aussicht. Der Konzern sieht sich hierfür gut gerüstet. Die Medikamentenpipeline sei prall gefüllt und besitze einige vielversprechende Kandidaten, verbreitete Konzernchef Thomas Schinecker Zuversicht. Analysten beurteilten die Resultate in ersten Einschätzungen größtenteils als solide. Roche habe die eigenen Prognosen erfüllt. Gemessen an den Erwartungen der Branchenkenner habe der Konzern in seinem Pharmageschäft und mit dem bereinigten Gewinn je Aktie die Erwartungen am Markt überflügelt. Dagegen seien die Verkäufe in der Diagnostiksparte und der bereinigte operative Gewinn etwas hinter den Schätzungen zurückgeblieben, hieß es von Experten. Der Ausblick wurde unterdessen als konservativ gewertet. Das Roche-Management sei aber bekannt für seine zu Jahresbeginn eher konservativen Prognosen. Die Führungsspitze um Unternehmenschef Schinecker geht demnach zu konstanten Wechselkursen von einem Anstieg der Umsätze im mittleren einstelligen Prozentbereich aus. Im vergangenen Jahr setzte Roche 60,5 Milliarden Franken (64,1 Mrd Euro) um, ein Plus von 3 Prozent. Zu konstanten Wechselkursen ergab sich ein Zuwachs von 7 Prozent. Dabei steigerte die Pharmasparte mit 46,2 Milliarden ihren Erlös im Vorjahres-



vergleich um 4 Prozent. Die Einnahmen im Diagnostik-Geschäft sanken indes um 1 Prozent auf 14,3 Milliarden Franken. Vor allem die kleinere Sparte hatte zu Corona-Zeiten wegen der Tests einen Höhenflug erlebt. Den Konzerngewinn beziffert Roche auf 9,2 Milliarden Franken nach 12,4 Milliarden im Vorjahr. Dies lag laut dem Konzern hauptsächlich an Wertminderungen im Zusammenhang mit Flatiron Health und Spark Therapeutics. Das operative Kernergebnis, das Analysten als Richtgröße nutzen, stieg um 8 Prozent. 2025 wird für Roche in der internen Medikamentenpipeline ein wichtiges Jahr. Das Unternehmen erwartet den Abschluss von 12 Studien im Spätstadium. Meilensteine werden nach Ansicht der Analysten von JPMorgan die Ergebnisse der experimentellen Behandlungen von Brustkrebs, Multipler Sklerose und chronisch obstruktiver Lungenerkrankung sein. Zudem wird es laut Schinecker Phase-II-Ergebnisse für sieben Kandidaten geben, „mit denen wir im besten Fall dann zulassungsrelevante Studien auf den Weg bringen können.“ Das Unternehmen sei bereit, jährlich rund 10 Milliarden Franken für den Kauf neuer Produkte einzusetzen, hatte Pharmachefin Teresa Graham kürzlich Investoren erklärt. Nach einer Talfahrt seit den letzten Quartalszahlen Ende Oktober hat sich die Aktie in diesem Jahr gut geschlagen: Seit dem Jahreswechsel ging es um +11,94% YTD aufwärts. Das britische Öl- und Gasexplorationsunternehmen Tullow Oil teilte mit, dass es einen möglichen Verkauf seiner nicht zum Kerngeschäft gehörenden Ver-

mögenswerte prüft, um seine Schulden unter 1,0 Mrd. USD zu senken. Tullow Oil, dessen Anleihen in Höhe von 493,0 Mio. \$ am 1. März fällig werden, erklärte, dass es seinen finanziellen Verpflichtungen teilweise nachkommen wird, indem es eine von Glencore bereitgestellte Fazilität in Anspruch nimmt. Das Unternehmen erklärte außerdem, dass es beabsichtigt, den Rest seiner Schulden im GJ25 zu refinanzieren und zu vereinfachen“. Der Konzern erklärte, dass Verkäufe von Vermögenswerten, die nicht zum Kerngeschäft gehören, sowohl die Verschuldung als auch den Umfang der Geschäftstätigkeit weiter reduzieren würden, erklärte jedoch, dass Verkäufe nur dann in Betracht gezogen würden, wenn die Höhe der Erlöse sowohl dem Eigenkapital als auch dem Abbau der Verschuldung helfen. Tullow fügte hinzu, dass das Unternehmen für das Geschäftsjahr 2025 eine durchschnittliche Produktion von 50.000 bis 55.000 Barrel Öläquivalent pro Tag erwarte und dass es außerdem beabsichtige, künftige Bohrlöcher in seinen Anlagen in Ghana zu identifizieren. Der aktuell weiter schwache Ölpreis sorgt aber für ein ernüchterndes Ergebnis von z.Zt. -16,04% YTD. Die **Volkswagen Vz.** Tochter, der Lkw-Hersteller Scania, hat sich bereit erklärt, Northvolt beim täglichen Betrieb seines Werks in Nordschweden zu unterstützen, um die Qualität und Produktion des angeschlagenen Batterieherstellers für Elektrofahrzeuge zu steigern. Seit November hat Scania Mitarbeiter in das Northvolt-Werk Ett in Skelleftea, 200 Kilometer unterhalb des Polarkreises, entsandt, wie aus internen

Northvolt-Dokumenten hervorgeht. Das Werk beschäftigt etwa 2.500 Menschen. Scania-Mitarbeiter, die an einer orangefarbenen Besucherarmbinde zu erkennen sind, wurden in den letzten Monaten in der Fabrik gesehen. Scania bestätigte, dass es das Unternehmen beim Produktionsanlauf unterstützt und Mitarbeiter in das Werk Northvolt Ett entsandt hat. Northvolt, das als Europas größte Chance zur Schaffung eines EV Batterie-Champions galt, verlor letztes Jahr drastisch an Wert und beantragte am 21. November Konkurs nach Chapter 11 in den USA, nachdem Finanzierungsgespräche mit Investoren und Gläubigern wie Scania, Goldman Sachs und Volkswagen wegen anhaltender Qualitätsprobleme gescheitert waren. Während Scania - ein wichtiger Kunde von Northvolt - dem Hersteller von Elektroauto-Batterien von Anfang an eng verbunden war, ist die direkte Einbindung in den Produktionsprozess doch eine neue Entwicklung und geht deutlich über die Beziehungen zu anderen Kunden hinaus. Auf die Frage nach der Beteiligung von Scania antwortete Mikael Stenmark, Chef Sicherheitsbeauftragter bei Northvolt, dass der Lkw-Hersteller den schwedischen Konzern bei der Steigerung der Qualität und der Verbesserung der Organisationsstruktur hilft. „Die anderen (Kunden) waren nicht in gleicher Weise interessiert“, sagte er. Die Volkswagen Vorzugsaktien zeigten sich mit einem Total Return von +10,78% seit Anfang des Jahres weiter als Reboundkandidat.



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.

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 Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

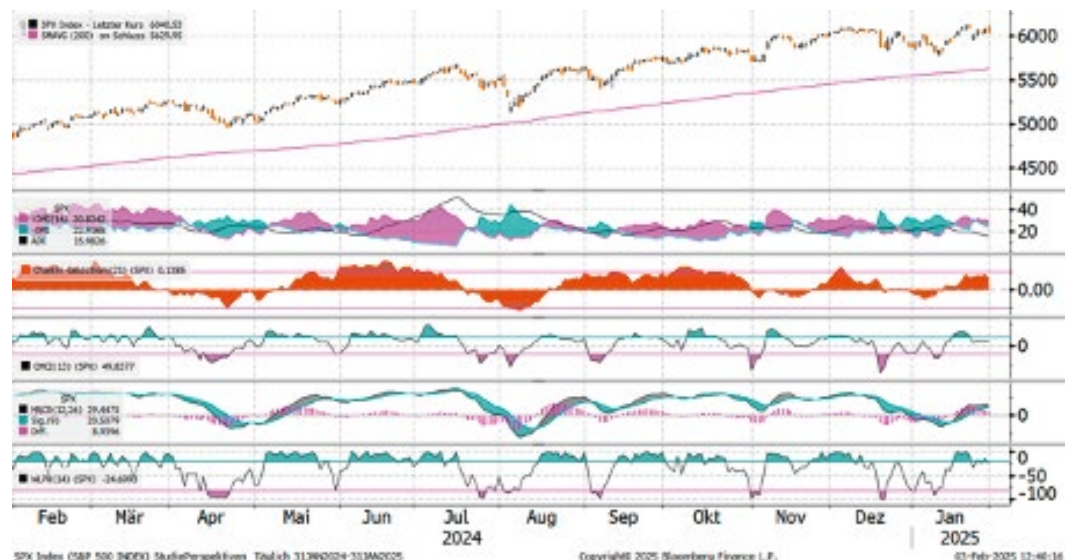
Grafik 18

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

Standard&Poor's 500

Kursindex

Der S&P500 Index hat im Januar erneut die Marke von 6.000 Punkten im November überschreiten und erreichte neue Höchststände. Der erste Supportbereich beginnt bei ca. 5.750 Punkten; die 200 Tage Line steigt weiter an und liegt jetzt bei 5.630 Punkten. Der ADX-Indikator ist uneinheitlich und neutral. Der Geldstromindex zeigt nach Verkäufen zum Jahresanfang wieder deutliche Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index ist absolut neutral. Der MACD ist nach einem Kaufsignal jetzt wieder neutral. Der William %R Oszillator dreht aus dem überkauften Bereich nach unten und ist leicht negativ.



Grafik 19

Ergebnis: neutral/positiv



EuroStoxx 50 - Kursindex

Der EuroStoxx50-Index konnte die 5.000 Marke deutlich hinter sich lassen und erzielte neue Höchststände. Der Bereich um 5.000 Punkte und die 200 Tage Line bei 4.926 sind guter Support. Der ADX-Indikator deutet eine Fortsetzung des Aufwärtstrends an. Der Geldstromindex zeigt seit Anfang Dezember stetige Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index ist schon leicht überkauft. Der MACD Indikator ist nach einem Kaufsignal weiter auf dem Weg nach oben, ist aber noch nicht überkauft. Der William %R Oszillator bewegt sich im überkauften Bereich.

Ergebnis: neutral/positiv

Grafik 20

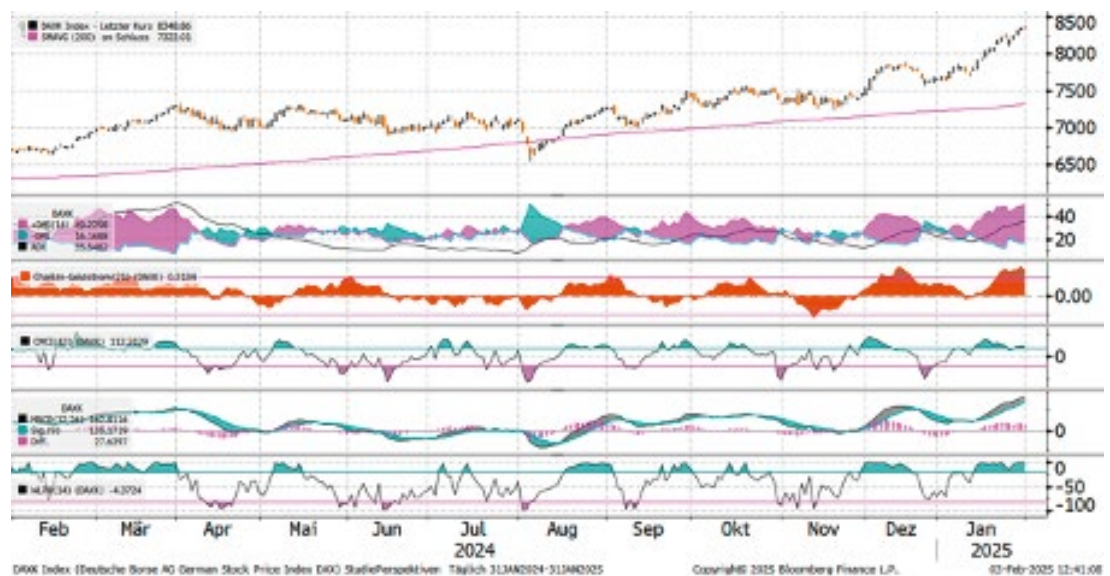


DAX40 – Kursindex

Der DAX40-Kursindex konnte sich oberhalb von 7.500 Punkten etablieren wieder neue Höchststände erreichen. Erste Unterstützung bietet der Bereich um 7.800 Punkte. Die 200 Tage Line bei jetzt 7.322 Punkten ist weit entfernt und starke Unterstützung. Der ADX-Indikator zeigt sich positiv und deutet auf eine Fortsetzung des Aufwärtstrends. Der Geldstromindex zeigt sich wieder stark positiv. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide leicht überkauft und deuten auf bevorstehende Gewinnmitnahmen. Der MACD-Indikator ist nach einem Kaufsignal neutral.

Ergebnis: neutral/positiv

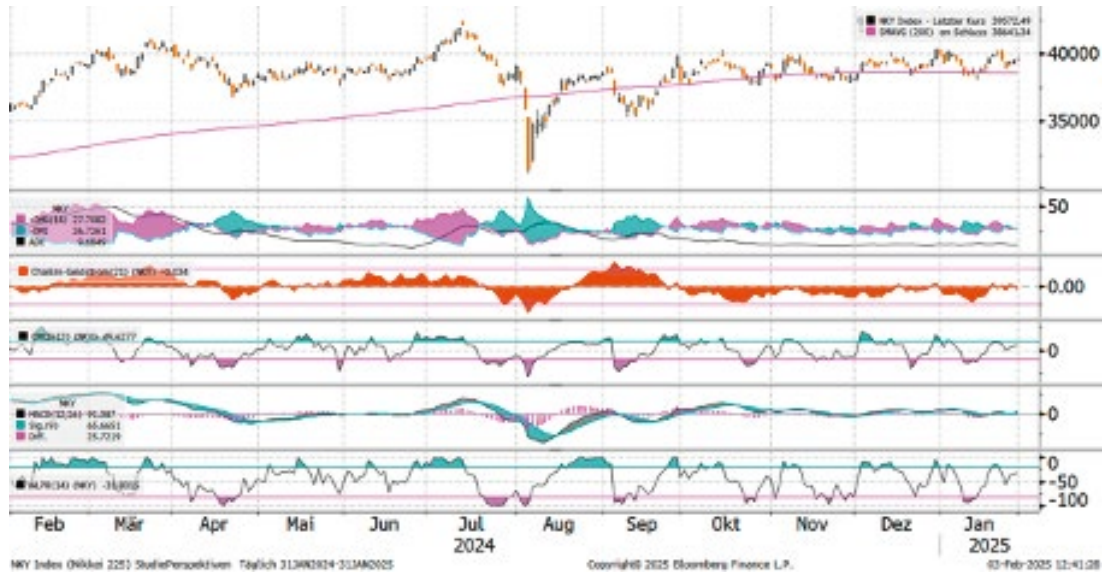
Grafik 21





Nikkei 225 - Kursindex

Der japanische Markt konnte die Juli-Höchststände nicht mehr erreichen und kämpft jetzt immer noch gegen die 40.000 Punktemarke. Die 200 Tage Linie bei ca. 38.641 Punkten ist die nächste Unterstützung. 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 leicht überkauften Bereich bewegen.



Grafik 22

Ergebnis: neutral/negativ

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 18.766 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 weiter neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator geben schon leicht negative Signale aus dem überkauften Bereich.



Grafik 23

Ergebnis: negativ



Disclaimer

1. Die vorliegenden Empfehlungen können je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Sie sind grundsätzlich auf eine mittelfristige Anlagestrategie – also einem Zeithorizont von mindestens sechs Monaten – ausgerichtet und für Anleger geeignet, die ein höheres Verlustrisiko in ihrer Anlagestrategie in Kauf nehmen. Genannte Kursziele sind dagegen an keinen Zeitraum für deren Erreichen geknüpft. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen wurden von der ICM InvestmentBank AG nach bestem Urteilsvermögen abgegeben und entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können sich aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen jederzeit ändern.
2. Dieses Dokument darf in anderen Ländern nur in Einklang mit dort geltendem Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und befolgen.
3. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung durch die ICM InvestmentBank AG dar, soweit nicht andere Quellen angegeben sind. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht

notwendigerweise mit denen dritter Parteien überein. Die ICM InvestmentBank AG hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend gibt die ICM InvestmentBank AG keine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Alle verwendeten und zitierten Quellen können auf Anfrage gerne zur Verfügung gestellt werden.

4. Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, 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.

5. Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1, A2QSG7), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Galilei Global Bond Opportunities UI (A3DD93, A3DD94), des Cybersecurity Leaders UI (A3D058, A3D059) und des 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.bcaresearch.com/public/general/copyright.asp>,
<http://www.nomura.com/>, <http://www.crediteurope.ru/en/research/>,
<http://www.jpmmorgan.com>, <https://www.goldman360.com>,
<https://www.research.unicredit.eu>.



Titelbild: Shoptshop.com

Hauptniederlassung Berlin

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

Niederlassung Dresden

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

Niederlassung Düsseldorf

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

Niederlassung Nürnberg

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

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

www.i-c-m.de

Herausgeber:
ICM InvestmentBank AG
Erscheinungsdatum:
07.02.2025

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.