

PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 03-04/2023





Liebe(r) Leser/-in,

was an den Aktienmärkten im Januar euphorisch begann und im Februar zum Stillstand kam, endete im März mit dem Heraufbeschwören einer neuen Bankenkrise á la 2008. Der Sturm im Wasserglas legte sich erst wieder, als auch eine an der „Krise der US-Regionalbanken“ völlig unbeteiligte Credit Suisse durch Leerverkäufer wie in einer Treibjagd zur Schlachtbank gehetzt wurde. Spätestens hier zeigte sich, dass eine Börsennotiz eine gefährliche Öffentlichkeitswirksamkeit mit sich bringt. Denn Kurse können durch gezielte Leerverkäufe und Gerüchte unter Druck kommen. Dass die zweitgrößte Bank der Schweiz schon seit einiger Zeit nicht mehr Anlegers Liebling war, war nicht neu. Aber die beschleunigte Verstaatlichung via Notstandsgesetz war nur erforderlich, weil der Aktienkurs der Bank ins Bodenlose zu fallen drohte und andere Banken gerade deswegen Geschäfte mit ihr zunehmend eingeschränkt hatten. Hätte man den Leerverkauf von Aktien wie schon in der

letzten großen Krise verboten, wäre es wohl nicht zu diesem Fiasko gekommen. Mit der Zwangsfusion der beiden größten Kreditinstitute der Schweiz hatten Regierung und Notenbank zu weit in die Trickkiste gegriffen. Die neue Bank ist im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung der Schweiz derart systemrelevant, dass es hierzu weltweit kein Pendant gibt. Der Schweizer Franken muss nun lernen, mit dieser Zwangshypothek umzugehen. Eine vertrauensfördernde Maßnahme war das jedenfalls nicht, auch wenn es zur Beruhigung der Märkte wesentlich beigetragen hat. Der Umgang mit den Zwangswandelanleihen der Credit Suisse, auch CoCo-Bonds genannt, hat einen anderen Teil der Anlegergemeinde bloßgestellt – nämlich diejenigen Anleiheinvestoren, die stets in besten Bonitäten investieren, aber dennoch Renditen wie bei Junkbonds einfahren wollen. Das hatte man bislang über den Einsatz von Nachrang-Anleihen, die aufsichtsrechtlich

als Eigenkapitalersatz bei den Banken berücksichtigt wurden, erreichen können – aber mit dem Risiko eines Totalverlusts, wie sich jetzt gezeigt hat. Quintessenz: es ist nicht alles Gold, was glänzt. Als Gutes am Debakel bleibt, dass sich die Kapitalmärkte sehr resilient gezeigt haben. Das wiederum gibt weiter Hoffnung, dass wir nicht am Rande eines neuen Abgrunds stehen, sondern bereits einen Schritt darüber hinweggegangen sind. Aktuell dominieren wieder die Entwicklung von Inflation und Konjunktur besonders in den USA neben geopolitischen Themen das Geschehen. Darauf wollen wir am Anfang eingehen. Daneben gibt es in dieser Ausgabe Interessantes aus der Tech-Branche: Chat-GPT und Cyber-Sicherheit (siehe Titelbild).

Herzliche Grüße,

Kursentwicklung von Übernehmer und Übernommenem: UBS und Credit Suisse (in CHF)

Grafik 1





Die Konsequenzen höherer Zinsen

Steigende Zinssätze richten Schaden an - vor allem dann, wenn sie so schnell steigen wie im vergangenen Jahr, als die Fed den Leitzins von Null auf 4,75 % bis 5 % anhob und die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen von 1,5 % zu Beginn des Jahres 2022 auf einen Höchststand von 4,25 % Ende letzten Jahres stieg. Das war nach 1980 übrigens der zweitstärkste Zinserhöhungszyklus in der Geschichte der US-Notenbank. Die Auswirkungen der restriktiveren Geldpolitik sind jetzt zu spüren. Der erste Dominostein, der fiel, war der Immobilienmarkt. Die Wohnungsbauinvestitionen sind eingebrochen, der Case-Shiller-Hauspreisindex ist seit Juli rückläufig. Die Leerstandsquote für Büros in Manhattan ist von 7 % Ende 2019 auf 16 % und in San Francisco von 6 % auf 18 % gestiegen. Nicht zu ignorieren ist dabei allerdings auch der Siegeszug des „Home Office“ aufgrund der veränderten Arbeitsbedingungen in Zeiten der Pandemie.

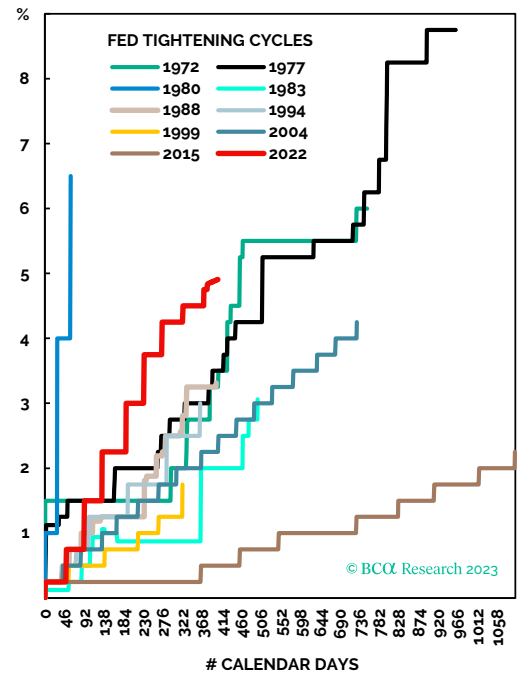
Dass gerade jetzt auch Banken in Schwierigkeiten geraten, passt zum Gesamtbild. Das eigentliche Problem besteht jedoch darin, dass die hohen Zinssätze zu Marktwertverlusten in den Anleiheportfolios der bankeigenen A-Depots geführt haben und die Einleger dieser Banken aus Angst dazu veranlassten, in Geldmarktfonds umzuschichten. Diese Probleme haben weiterreichende Auswirkungen. Kleinere Banken unter der für die Systemrelevanz geltenden Marke von 250 Milliarden Dollar Bilanzsumme sind aber wichtige Kreditgeber, insbesondere für den Immobiliensektor. Schon vor den jüngsten Insolvenzen haben die Banken ihre Kreditkonditionen verschärft mit zunehmender Tendenz. Die Kreditkonditionen laufen den gewerblichen Krediten ein Jahr vor und sind daher ein guter Frühindikator für eine Rezession.

Die ersten Anzeichen für eine Verknappung der Kreditvergabe sind nun zu erkennen: Die Ausfälle bei Anleihen beginnen zu steigen, die notleidenden Kredite der Banken nehmen zu, die Spreads bei Hochzinsanleihen weiten sich aus.

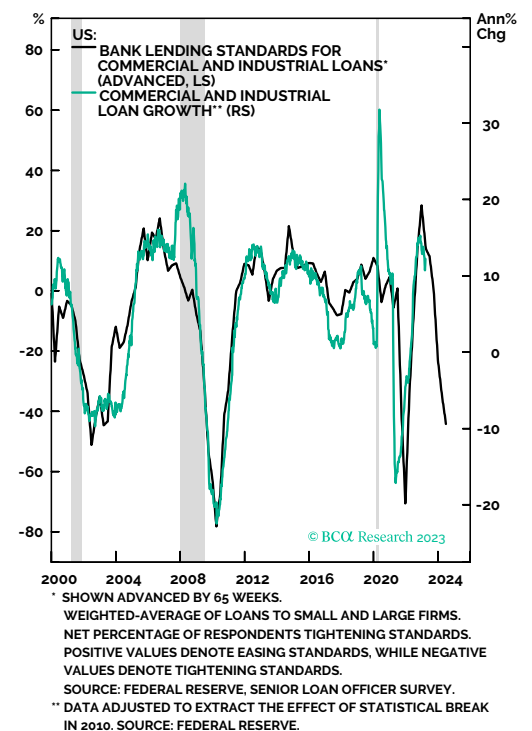
Der Kapitalmarkt ist von all dem relativ unbeeindruckt geblieben. Der S&P 500 liegt seit Jahresbeginn leicht im Plus, gleiches gilt für die europäischen Indizes. Es wird erwartet, dass die Fed und andere Zentralbanken bei den ersten Anzeichen von Problemen die Zinsen senken und die Märkte retten werden; die Märkte rechnen mit großen Zinssenkungen in der zweiten Jahreshälfte. Das Problem ist, dass die Inflation nach wie vor hartnäckig ist, da die PCE-Kerninflation in den USA im Monatsvergleich immer noch weit über der Jahresendprognose der Fed von 3,5 % liegt, ganz zu schweigen von ihrem 2 %-Ziel. Die Fed wird zur Bewältigung der Stabilitätsprobleme im Bankensystem andere Instrumente einsetzen, z. B. das neue Bank Term Funding Program, durch das die Fed-Bilanz in den letzten drei Wochen um 300 Mrd. USD aufgestockt wurde, und eher nicht das ohnehin stumpfe Instrument der Zinssenkungen.

Außerdem gibt es selten einen linearen Weg bei der Lockerung der Geldpolitik genau wie nach einer Straffung. Im Durchschnitt dauert es 16 Monate, nachdem die Fed die Geldpolitik ausgesetzt hat, und 10 Monate nach der ersten Zinssenkung, bis eine lockere Politik eine Rezession beendet. Eine solche wird in den nächsten Monaten erwartet. Selbst wenn die Fed die Zinsen bald senken sollte, wird es eine Weile dauern, bis sich die positiven Auswirkungen bemerkbar machen.

zweit-aggressivster Zinserhöhungszyklus in der Geschichte der Fed Grafik 2



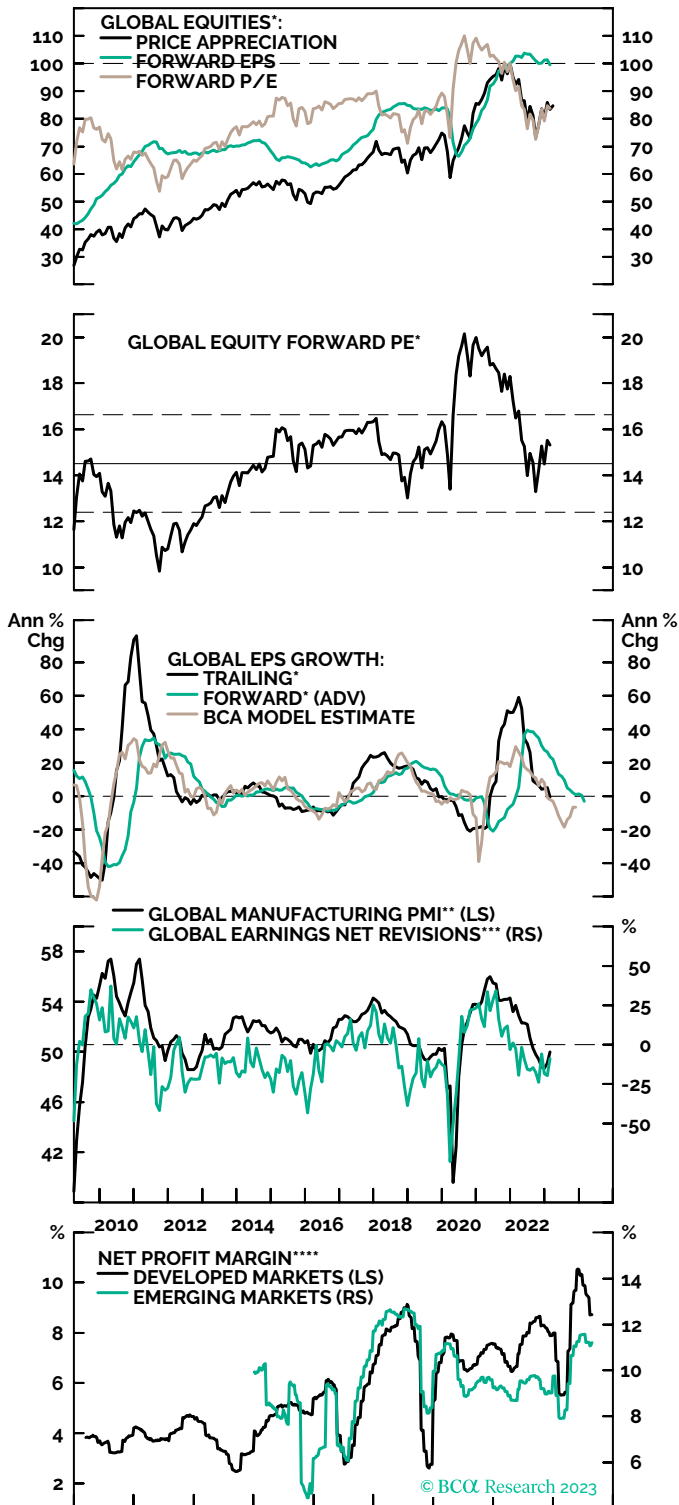
Kreditwachstum wird sich verlangsamen Grafik 3





Rückgang in den Unternehmensgewinnen noch nicht komplett eingepreist

Grafik 4



* SOURCE: MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION).
 REBASED 12/2021=100.
 ** SOURCE: J.P. MORGAN, S&P GLOBAL.
 *** SOURCE: REFINITIV / IBES.
 **** SOURCE: DATASTREAM WORLDSCOPE.

Die nächsten, die von den hohen Zinssätzen betroffen sein werden, sind infolge einer restriktiveren Kreditvergabe der Banken die Unternehmensgewinne und die Beschäftigung. Das Modell deutet darauf hin, dass die weltweiten Gewinne bis Juli im Jahresvergleich um 18 % sinken werden - selbst wenn sich die Wirtschaftsdaten ab hier nicht weiter verschlechtern (dritte Grafik von oben). Die Beschäftigung folgt in der Regel den Gewinnen, da die Unternehmen Personal abbauen, um ihre Gewinne zu steigern. Ein Anstieg der Arbeitslosenquote in den USA um 0,5 Punkte (d. h. auf etwa 4 %) war in der Vergangenheit ein genauer Indikator für Rezessionen. Ein solches Niveau müsste die Fed sehen, um die Zinsen zu senken - vielleicht Anfang nächsten Jahres.

Da eine Rezession mit hoher Wahrscheinlichkeit bevorsteht und die Fed womöglich nicht so entgegenkommend sein wird, wie der Markt es glaubt, ist eine hohe Risikobereitschaft eigentlich fehl am Platz. Ob – wie immer in solchen Situationen – ein Engagement in US-Staatsanleihen die richtige Entscheidung darstellt, bleibt wegen der immer noch hohen Inflationsrate ebenfalls offen. Im Durchschnitt ist die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen in Rezessionen um 2,3 Prozentpunkte gefallen, wobei sie drei Monate vor Beginn der Rezession ihren Höchststand und drei Monate nach deren Ende ihren Tiefpunkt erreichte. Dies würde darauf hindeuten, dass die Rendite dieses Mal von heute 3,5 % auf etwa 1,9 % fällt, was einer Gesamtrendite von 16 % über ein Jahr entspricht, würde man heute kaufen.

Welche positiven Überraschungen sind möglich ?

Die naheliegendste Überraschung wäre, dass die Inflation rasch zurückgeht, ohne dass sich das Wachstum stark verlangsamt, so dass die Fed die Zinsen wieder auf ein neutrales Niveau senken kann. Die Inflationsdynamik ist dabei ziemlich klar: Die Inflation bei Waren ist bereits vorbei, bei Wohnen wird sie im Laufe des Jahres zurückgehen, aber die Kerndienstleistungen ohne Wohnen bleiben hartnäckig teuer. Diese letzte Komponente hängt wesentlich von der Entwicklung der Löhne ab: Der Atlanta Fed Wage Tracker liegt nach wie vor bei rund 6 %, aber es gibt erste Anzeichen dafür, dass sich der Arbeitsmarkt verschlechtert, was die Schätzung der Lohnsteigerungen verringern könnte.

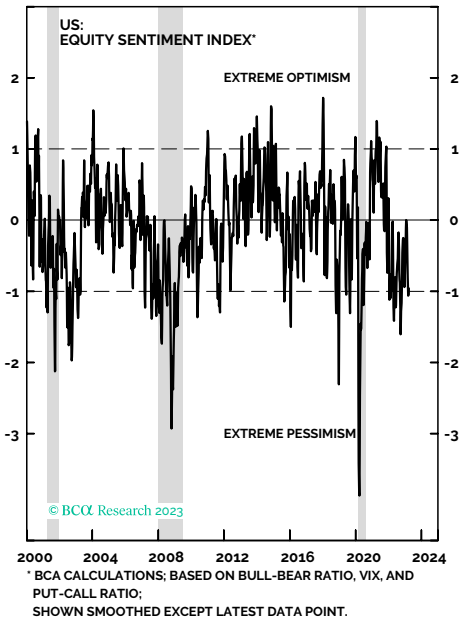
Das Problem bei diesem Argument ist, dass es die Verzögerungen und Rückkopplungsschleifen außer Acht lässt. Nach einem Anstieg der Verbraucherpreise steigen die Löhne oft noch eine Weile weiter, weil die Arbeitnehmer (insbesondere auf einem angespannten Arbeitsmarkt) dennoch in der Lage sind, Lohnerhöhungen zu fordern. Und in den Dienstleistungssektoren, bei denen die Löhne einen großen Teil der Kosten ausmachen, reagieren die Unternehmen auf höhere Löhne mit Preiserhöhungen (und die Nachfrage nach Dienstleistungen bleibt stark).

Andererseits könnte auch die Weltwirtschaft noch eine Weile robust bleiben. Die US-Haushalte verfügen immer noch über schätzungsweise



Schlechte Nachrichten schon eingepreist ?

Grafik 5



1,3 Billionen Dollar an überschüssigen Ersparnissen; die Energiepreise haben sich entspannt, da Rohöl seit Juni letzten Jahres um 36 % gesunken ist, was das verfügbare Einkommen der Verbraucher erhöht; die Erholung Chinas nach COVID wird das globale Wachstum ankurbeln. Ein stärkeres Wachstum ist jedoch nicht unbedingt positiv für Risikoanlagen, da es die Inflation höher hält und den Zeitpunkt der Lockerung durch die Zentralbank hinauszögert.

Schließlich sind die meisten schlechten Nachrichten vielleicht schon eingepreist. Auf jeden Fall ist die Stimmung im letzten Monat pessimistischer geworden, seit die Probleme der Banken bekannt wurden. Umfragen zufolge haben die Anleger Staatsanleihen stark übergewichtet. Es gibt jedoch auch Anzeichen dafür, dass die Kleinanleger nicht kapituliert haben. Darüber hinaus ist die pessimistische Stimmung eine notwendige, aber nicht hinreichende Bedingung für die Talsohle des Bärenmarktes. Anleger, die sich allein auf Stimmungsindikatoren verlassen hätten, hätten im April 2008 und im Oktober 2008 Aktien gekauft, während der Markt seinen Tiefpunkt erst im März 2009 erreicht hat.

Rückläufige Inflation – Dimension überschätzt ?

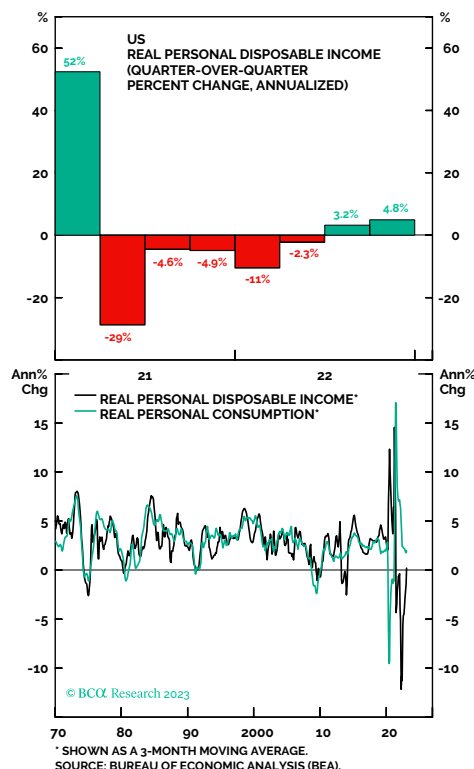
Anstatt weiter zu sinken, begann die Inflation Anfang dieses Jahres in den USA wieder zu steigen. Warum dies geschah, ist noch unklar. Möglicherweise handelte es sich einfach nur um ein Rauschen in den Daten, das durch die Schwierigkeiten bei der Durchführung von Saisonbereinigungen um den Jahreswechsel noch verstärkt wurde. Wahrscheinlicher ist jedoch, dass die gesamtwirtschaftliche Nachfragekurve aufgrund eines Wiederanstiegs des real verfügbaren Einkommens Ende 2022 wieder auf die gesamtwirtschaftliche Angebotskurve zu rutschen begann. Das GDPNow-Modell der Atlanta Fed schätzt, dass das reale BIP im ersten Quartal um 3,2 % gewachsen ist. Die private Endnachfrage im Inland stieg um 4,1 %. Auch wenn diese Zahlen die tatsächliche Entwicklung vermutlich überzeichnen, deuten sie doch darauf hin, dass sich die US-Konjunktur zu Beginn des Jahres wieder beschleunigt hat.

Es ist wahrscheinlich, wenn auch nicht unvermeidlich, dass die Gesamtnachfrage in den kommenden Monaten wieder zurückgehen wird, da sich das Lohnwachstum verlangsamt und die verzögerten Auswirkungen der strafferen Geldpolitik und der strengeren Kreditvergabestandards der Banken auf die Wirtschaft durchschlagen werden. Auch das dürfte zu einer niedrigeren Inflation beitragen. Anders als in den 1970er Jahren sind die langfristigen Inflationserwartungen bei rund 2,5 Prozent gut verankert.

Die kurzfristigen Inflationserwartungen stiegen zwar inmitten der Pandemie an, sind aber in den letzten Monaten ebenfalls merklich zurückgegangen. Dies deutet darauf hin, dass der „Knick“ in der gesamtwirtschaftlichen Angebotskurve immer noch bei 2 % Inflation liegt, was wiederum bedeutet, dass die Inflation ohne einen größeren Anstieg der Arbeitslosigkeit auf den Zielwert zurückgehen könnte, wenn auch die Nachfrage durch nachlassende Lohnsteigerungen und nachlaufende Effekte der Zinserhöhungen entsprechend fällt.

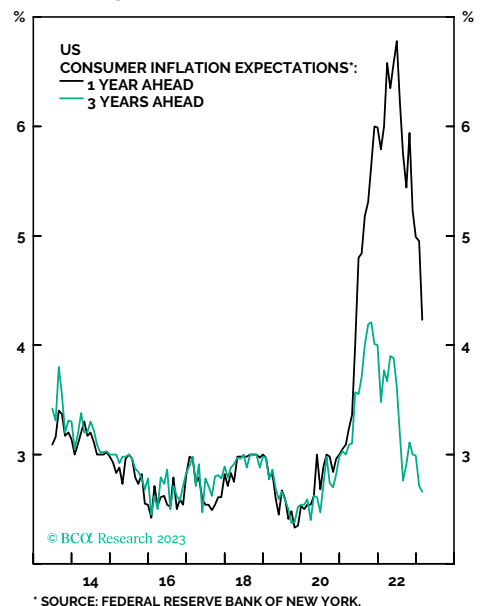
verfügbare Realeinkommen erholen sich

Grafik 6



kurzfristige Inflationserwartungen zuletzt gesunken

Grafik 7





Die drei Komponenten der US-Inflation

Der Fed-Vorsitzende Powell hatte betont, dass es sinnvoll ist, den Inflationskorb in drei Komponenten zu unterteilen: 1) Waren, 2) Wohnen und 3) Dienstleistungen ohne Unterkünfte. Die gute Nachricht ist, dass ein Rückgang der Inflation (syn. Disinflation) in allen drei Kategorien wahrscheinlich ist.

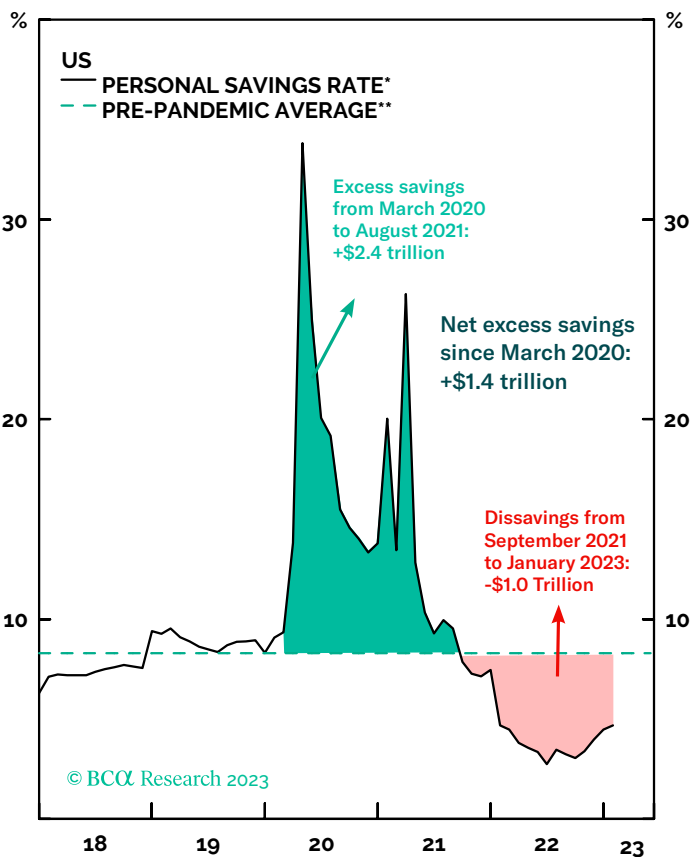
Im Vergleich zu ihrem Trend vor der Pandemie liegen die Warenpreise immer noch 8 % über den Dienstleistungspreisen. Solange die Dienstleistungsinflation nicht explosionsartig ansteigt, wird sich die Wareninflation in Grenzen halten, da die relativen Warenpreise weiter sinken.

Der beste Frühindikator für die Entwicklung der Kosten für Wohnen sind die Mieten für neu vermietete Immobilien. Nach Angaben der Statistiken von „Zillow“ und „Apartment List“ sind sie in den letzten Monaten kaum gestiegen. Eine einfache Regression der Preise für Neuvermietungen auf die Mietinflation deutet darauf hin, dass letztere im weiteren Verlauf des Jahres stark zurückgehen wird. Die

Inflation bei Dienstleistungen ohne Wohnen wird weitgehend von der Lohnentwicklung bestimmt. Das Wachstum der durchschnittlichen Stundenlöhne hat sich von über 7 % auf zuletzt etwa 5 % abgekühlt. Das ist zwar immer noch zu hoch, doch deuten die meisten Frühindikatoren darauf hin, dass das Lohnwachstum weiter zurückgehen wird.

Der wohl beste Frühindikator für das Lohnwachstum ist die Kündigungsrate. Anders als z. B. die Zahl der offenen Stellen, die sich nur schwer genau messen lässt, ist der Anteil der Arbeitnehmer, die jeden Monat ihre Stelle kündigen, ein zuverlässiger Indikator dafür, wie zuversichtlich die Menschen sind, eine neue Stelle zu finden. Die Kündigungsquote ist um etwa zwei Drittel des Anstiegs während der Pandemie zurückgegangen, was darauf hindeutet, dass die Arbeitnehmer nicht mehr so viel Verhandlungsmacht haben wie früher. Die Erhebungen der Unternehmen über das geplante Lohnwachstum zeigen ein ähnliches Bild.

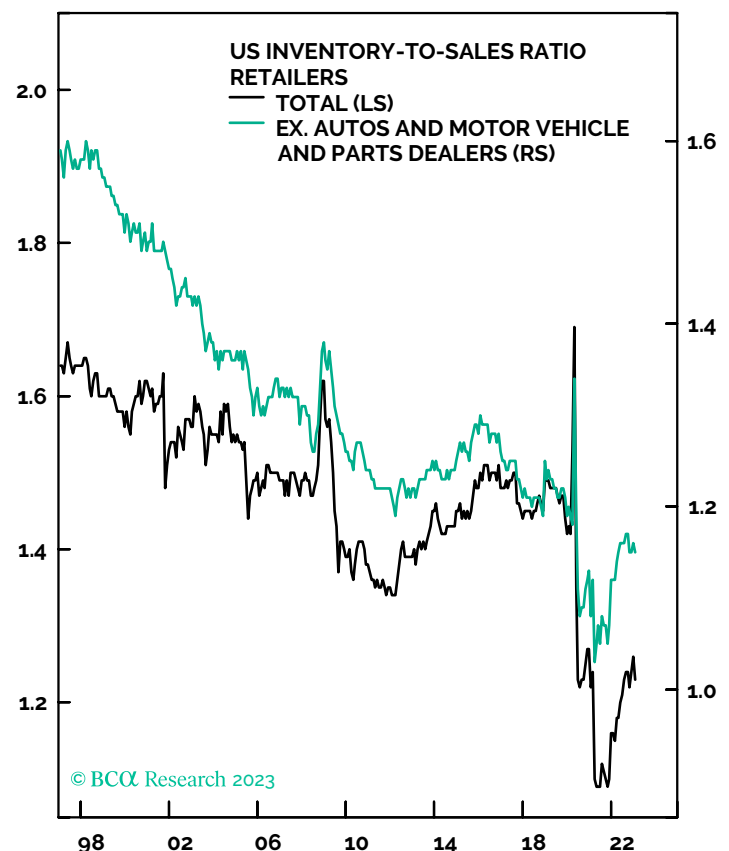
Ersparnisse bieten Puffer für US-Konsumenten Grafik 8



* SHOWN AS A PERCENT OF DISPOSABLE INCOME.
 ** AVERAGE SAVINGS RATE FROM THE BEGINNING OF 2018 UNTIL THE START OF THE PANDEMIC.
 NOTE: THE CALCULATION OF EXCESS SAVINGS ASSUMES A PRE-PANDEMIC BASELINE WITH 4% DISPOSABLE INCOME GROWTH AND 8.3% SAVINGS RATE.

Lagerbestände der Einzelhändler noch immer unter Vor-Pandemie-Levels

Grafik 9



SOURCE: US CENSUS BUREAU.



Könnte die Gesamtnachfrage so schnell zurückgehen, dass die Wirtschaft in den nächsten Monaten den Knick in der gesamtwirtschaftlichen Angebotskurve bei 2 % Preiserhöhung p.a. erreicht, so dass ein weiterer Nachfragerückgang eine Rezession einleiten würde? Das ist durchaus möglich, wenn die anhaltenden Spannungen im Bankensektor eine ausgewachsene Krise auslösen. Ist dies jedoch nicht der Fall, ist es am wahrscheinlichsten, dass die US-Wirtschaft erst irgendwann im Jahr 2024 in eine Rezession abrutschen wird. Die Zahl der offenen Stellen geht zwar zurück, ist aber in den meisten Branchen immer noch recht hoch. In absehbarer Zukunft werden die meisten Arbeitnehmer, die ihren Arbeitsplatz verlieren, keine allzu großen Schwierigkeiten haben, einen neuen zu finden.

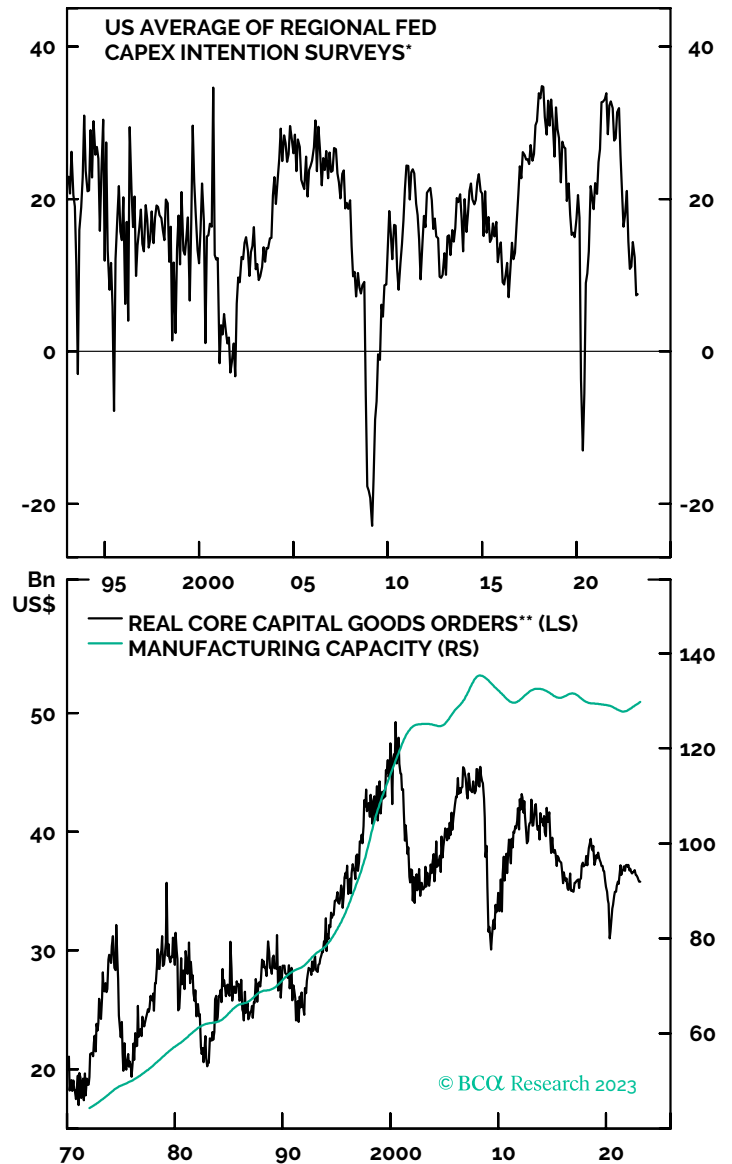
Die privaten US-Haushalte sitzen immer noch auf rund 1,4 Billionen Dollar von den rund 2,4 Billionen Dollar an Pandemie-Ersparnissen, die bis zum dritten Quartal 2021 zusammengekommen waren. Der größte Teil dieser Ersparnisse wird von Haushalten mit mittlerem bis höherem Einkommen gehalten, und diese Haushalte tragen auch am meisten zu den Ausgaben bei. Obwohl sie mehr von ihrem Einkommen sparen als andere Gruppen, entfallen auf die obersten 20 % der US-Einkommensbezieher 39 % der gesamten Verbraucherausgaben.

Das Verhältnis von Lagerbestand zu Umsatz ist bei den Einzelhändlern im letzten Jahr angestiegen. Es liegt jedoch immer noch deutlich unter dem Niveau vor der Pandemie, was darauf hindeutet, dass die Einzelhändler ihre Bestellungen kaum zurückschrauben müssen. An der Investitionsfront haben sich die Ausgabenpläne der Unternehmen zwar abgekühlt, doch der Rückgang der Investitionsausgaben ist begrenzt. Real liegen die Bestellungen von Kernkapitalgütern um mehr als 20 % unter dem Stand des Jahres 2000(!). Die Produktionskapazitäten des verarbeitenden Gewerbes sind in den letzten zwei Jahrzehnten kaum gewachsen.

Da die Wohnungsbauinvestitionen im vierten Quartal 2022 auf nur noch 4 % des BIP zurückgehen werden, ist auch der weitere Rückgang des Wohnungsbaus begrenzt. Das Durchschnittsalter der Häuser in den USA ist auf 31 Jahre gestiegen und damit auf den höchsten Stand seit 1948. Die Leerstandsquote bei Eigenheimen liegt mit 0,8 % weiterhin auf einem Rekordtief. Der Bestand an zum Verkauf stehenden Häusern ist zwar gestiegen, verharrt aber immer noch 19 % unter dem Niveau vor der Pandemie.

kurzfristig schlechtere Perspektiven für Investitionsgüteraussgaben, aber viel aufgestaute Nachfrage

Grafik 10



* SOURCE: AVERAGE OF CAPITAL EXPENDITURE EXPECTATIONS IN 6 MONTHS FOR THE DALLAS, KANSAS CITY, NEW YORK EMPIRE, PHILADELPHIA, AND RICHMOND FED REGIONAL SURVEYS.
 ** MANUFACTURING NONDEFENSE CAPITAL GOODS EXCLUDING AIRCRAFT. DEFLATED BY PPI PRIVATE CAPITAL EQUIPMENT. SHOWN IN 1982 US DOLLARS.



Europa biegt um die Ecke

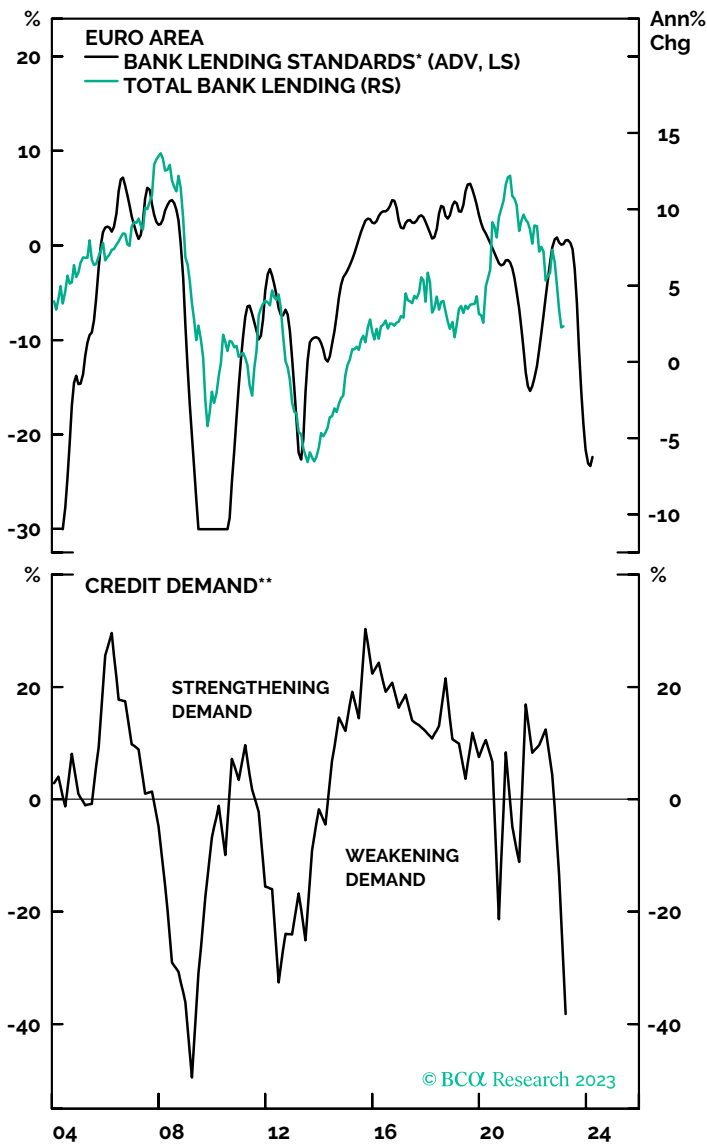
Wie in den USA hat sich auch außerhalb der Vereinigten Staaten das Wachstum zu Beginn des Jahres beschleunigt. Die Einkaufsmanagerindizes haben sich erholt, das Vertrauen ist gestiegen, und die Konsumprognosen für das Wachstum haben sich verbessert. In Europa haben die sinkenden Erdgaspreise die Ängste vor einer bevorstehenden Rezession gedämpft. Zwar hat der warme Winter zweifellos dazu beigetragen, die Energiekosten niedrig zu halten, doch ist dies

nicht der einzige Faktor, der eine Rolle spielt. All die Investitionen in neue LNG-Terminals und Gaspipelines haben zu einem neuen Optimismus geführt, dass Europa sich endlich von seiner ungesunden Abhängigkeit von russischem Gas befreit hat.

Auch die Finanzpolitik war nicht untätig. Die europäischen Regierungen haben 750 Milliarden Euro (4,3 % des BIP) zur Unterstützung des Privatsektors bereitgestellt oder planen dies, um die Energiekrise zu mildern. Wie in den USA werden die strengeren Kreditvergabe-standards der Banken und die nachlassende Kreditnachfrage das europäische Wachstum belasten. Glücklicherweise sind die meisten europäischen Banken gut kapitalisiert und dürften daher nicht so existenziell bedroht sein wie noch vor zehn Jahren. Die Risikoprämien auf Anleiheemissionen der europäischen Banken haben sich in den letzten Wochen zwar ausgeweitet, liegen aber immer noch unter dem Stand vom letzten Herbst. Strukturell haben sich die Ungleichgewichte, die den Weg für die Eurokrise zeichneten, verringert. Erstaunlicherweise haben sich die Lohnstückkosten in den peripheren Volkswirtschaften inzwischen weitgehend an Deutschland angenähert.

Kreditwachstum in Europa verliert an Dynamik

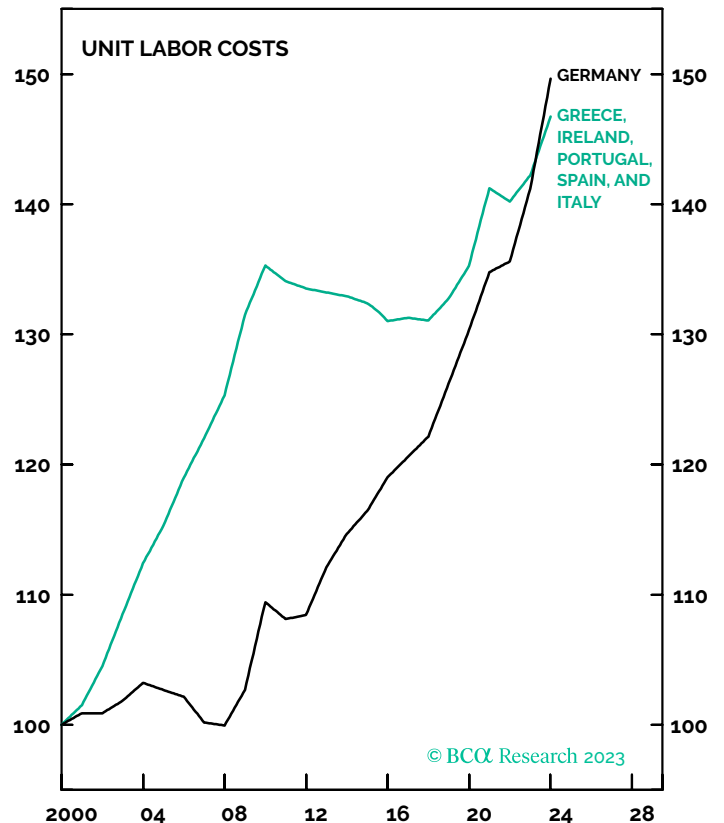
Grafik 11



* ADVANCED BY 12 MONTHS. SHOWN TRUNCATED AT -30. AVERAGE OF CREDIT STANDARDS FOR LOANS TO FIRMS, HOUSE PURCHASE, AND CONSUMER CREDIT. POSITIVE VALUES DENOTE EASING STANDARDS, WHILE NEGATIVE VALUES DENOTE TIGHTENING STANDARDS.
 ** AVERAGE OF THE DEMAND FOR LOANS TO FIRMS, HOUSE PURCHASES, AND CONSUMER CREDIT. POSITIVE VALUES DENOTE AN INCREASE IN LOAN DEMAND, WHILE NEGATIVE VALUES DENOTE A DECREASE IN LOAN DEMAND.
 SOURCE: EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB), BANK LENDING SURVEY.

Wettbewerbsfähigkeit der Peripherie mit Deutschland gleichauf

Grafik 12



SOURCE: EUROPEAN COMMISSION.
 NOTE: SERIES REBASED TO DECEMBER 1999 = 100.



China: Vom Wiedereröffnungsboom zur Wohnungsbauleite?

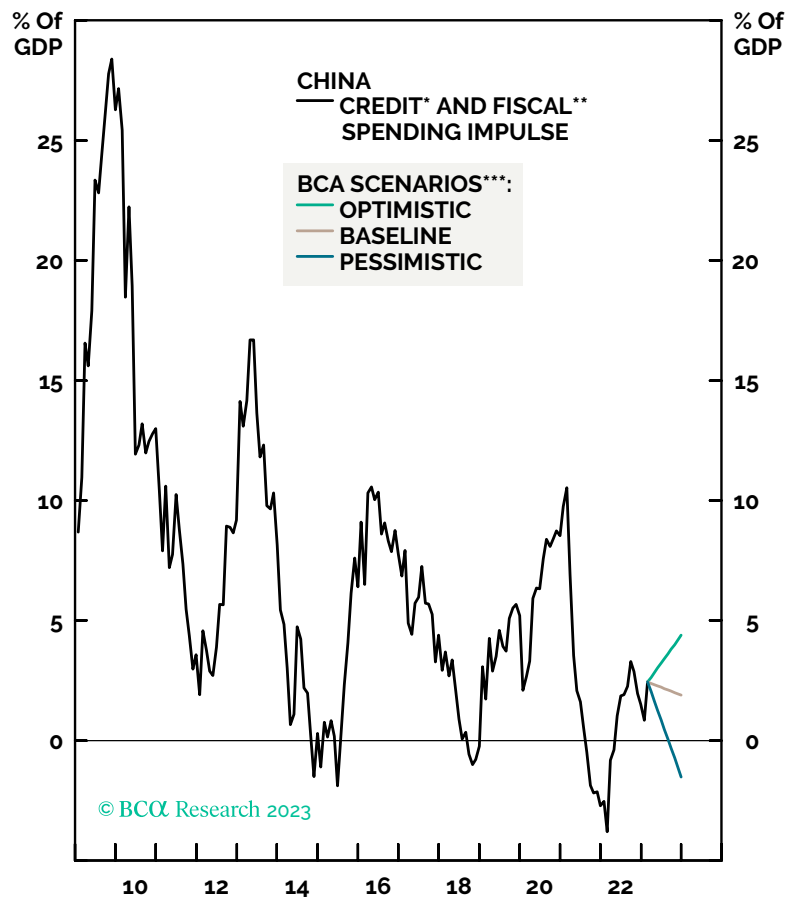
China profitiert weiterhin von der Wiedereröffnung. Die Mobilitätsmaßnahmen erholen sich, während die PMIs in die Höhe geschneilt sind.

Es besteht kaum ein Zweifel daran, dass der Wiederöffnungsboom nach Covid abklingen wird. Die Regierung wird allerdings Maßnahmen ergreifen, um die Abwärtsrisiken für die Wirtschaft zu begrenzen. Es ist davon auszugehen, dass sich die Kreditvergabe und die fiskalischen Ausgaben in diesem Jahr in etwa in die gleiche Richtung bewegen werden, was mit einem trendähnlichen Wachstum vereinbar ist. Der Wohnungsbau ist der größte Joker für die chinesische Wirtschaft. Auf Sicht von mehreren Jahren ist es schwierig, für den chinesischen Immobiliensektor optimistisch zu sein. Chinesische Wohnungen gehören mit Mietrenditen von 1,3 % in Gaingzhou bis 1,7 % in Peking zu den teuersten der Welt. Wie in Japan zu Beginn der 1990er Jahre wird die Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter schrumpfen, was die Nachfrage nach Wohnraum dämpfen wird.

Kurzfristig ist der chinesische Wohnungsbausektor aus zwei Gründen für eine Überraschung gut: Erstens stellt die Regierung Bauträgern Finanzmittel zur Verfügung, damit sie eine große Anzahl von Projekten fertig stellen können. Dies wird die Bautätigkeit unterstützen. Zweitens sitzen die chinesischen Haushalte, nachdem sie sich drei Jahre lang zurückgehalten haben, auf einer riesigen Menge an Ersparnissen. In der Vergangenheit neigten die Chinesen dazu, ihre überschüssigen Ersparnisse in den Wohnungsmarkt zu investieren. Vielleicht kann die aktuelle Entwicklung als Vorbote eingestuft werden, denn sowohl die Immobilienpreise als auch die Verkäufe neuer Häuser haben in den letzten zwei Monaten wieder angezogen.

Kredit- und fiskalische Impulse ohne große Wirkung

Grafik 13

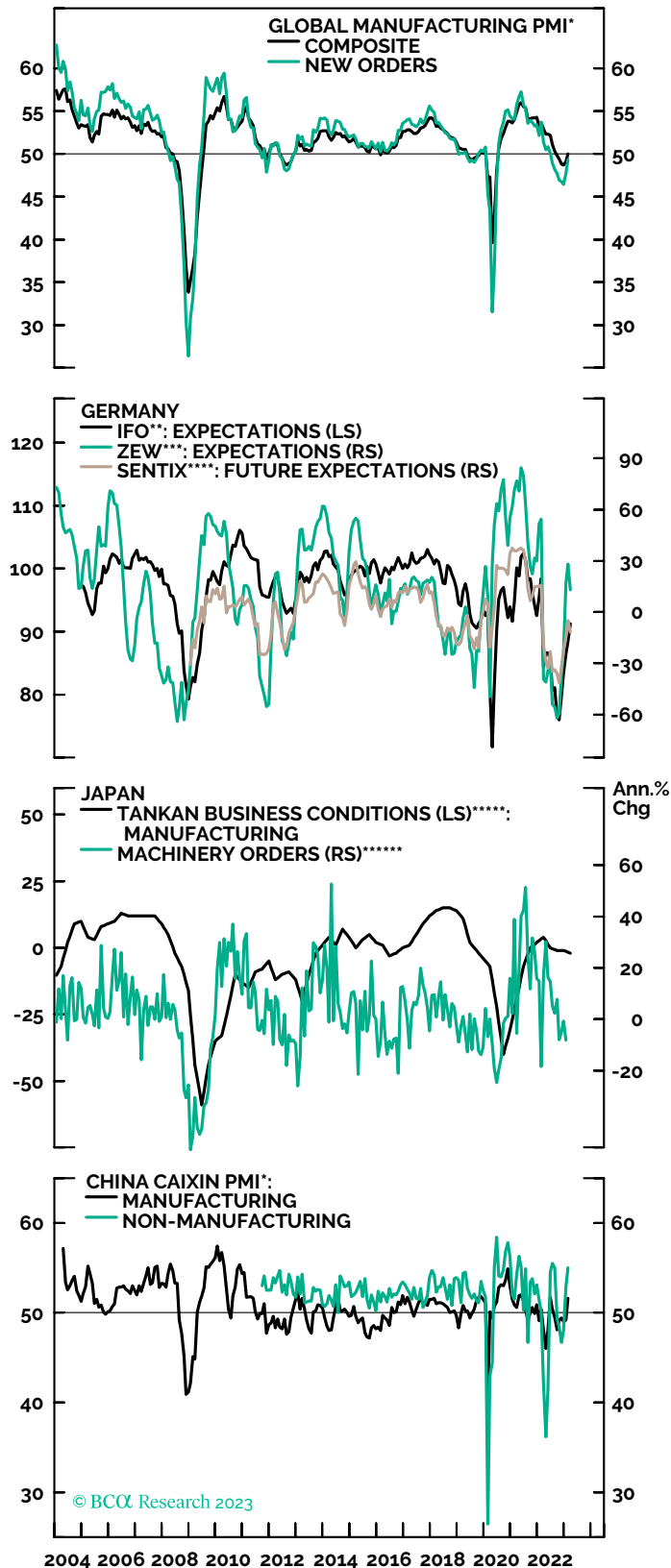


* CUMULATIVE AGGREGATE FINANCING EXCLUDING EQUITY FINANCING AND LOCAL GOVERNMENT BONDS ISSUANCE; INCLUDING LGFV SWAP FROM 2015 TO 2018.
 ** GENERAL (CENTRAL AND LOCAL) GOVERNMENT, GOVERNMENT MANAGED FUNDS SPENDING, AND SPECIAL INFRASTRUCTURE FUND FROM 2015 TO 2017.
 *** ASSUMING BY THE END OF THIS YEAR CREDIT GROWTH IS 9% IN OPTIMISTIC SCENARIO, 8% IN BASELINE SCENARIO, AND 7% IN PESSIMISTIC SCENARIO; FISCAL IMPULSE WILL BE 1.68%, AS PER THE GOVERNMENT WORK REPORT; AND GDP GROWTH WILL BE 8% IN 2023. BASED ON BCA CALCULATIONS.



Global ex USA: positives erstes Quartal, aber bedeutender Gegenwind voraus

Grafik 14



2004 2006 2008 2010 2012 2014 2016 2018 2020 2022
 * SOURCE: S&P GLOBAL.
 ** SOURCE: GERMAN IFO INSTITUTE.
 *** SOURCE: CENTRE FOR EUROPEAN ECONOMIC RESEARCH (ZEW).
 **** SOURCE: SENTIX.
 ***** SOURCE: BANK OF JAPAN.
 ***** SOURCE: JAPAN CABINET OFFICE.

Ein Blick auf die globale Konjunktur

Die Inflation im ersten Quartal 2023 erwies sich als stabiler als erwartet. Vor dem aktuellen Bankenstress erwies sich die Wirtschaft ebenfalls als widerstandsfähig und die Daten aus den wichtigsten Volkswirtschaften überraschten positiv. Der globale Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe wurde durch eine starke Komponente bei den Auftragseingängen sowie durch die Aktivität in den Schwellenländern gestützt. Die robusten Daten hielten die Zentralbanken in höchster Alarmbereitschaft: Sie werteten dies als Zeichen dafür, dass sie in Bezug auf die Finanzstabilität eine zurückhaltende Haltung einnehmen müssen, um in Bezug auf die Preisstabilität weiterhin eine restriktive Haltung einzunehmen. Die Richtung der Makrodaten wird in hohem Maße von dem Gegenwind abhängen, der von den strengeren Kreditvergabestandards in den nächsten Monaten ausgehen wird.

USA: Die US-Wirtschaft hat den Schwung des letzten Jahres in das erste Quartal 2023 mitgenommen. Der Arbeitsmarkt bleibt angespannt. Mit 3,6 % im Februar liegt die Arbeitslosenquote nach wie vor unter der NAIRU-Schätzung des FOMC von 4,0 %, was bedeutet, dass nicht genug Spielraum geschaffen wird, um die Inflation zu dämpfen. Der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe erholte sich von seinem Tiefstand im Januar, liegt aber weiterhin bei einem kontraktiven Wert von 47,7. Die Ergebnisse der Frühindikatoren für März sind gemischt. Der Philly Fed-Index deutet auf eine weitere Abwärtsbewegung hin, während der S&P Global Manufacturing PMI von 47,2 im Februar auf 49,3 anstieg. Der Dienstleistungssektor ist nach wie vor stark, und der PMI für den Dienstleistungssektor ist im März mit 53,8 weiter in den expansiven Bereich gestiegen. Der Preisdruck ist nach wie vor hoch, da der Verbraucherpreisindex im Februar über den Erwartungen lag, was darauf hindeutet, dass der Desinflationsprozess vor dem aktuellen Bankenstress zum Stillstand gekommen war.

Euro: Der Euroraum hat entgegen den Erwartungen eine durch die Energiekrise ausgelöste Rezession vermieden. Weiche Indikatoren wie der Ifo-Index, der ZEW-Index und der Index der wirtschaftlichen Einschätzung der Europäischen Kommission sind im vierten Quartal 2022 gesunken. Die zukunftsgerichteten Komponenten dieser Indikatoren deuten jedoch auf einen möglichen Höchststand nach der aggressiven Straßungskampagne der Europäischen Zentralbank hin (zweites Feld). Wie in den USA hat der Preisdruck noch nicht nachgelassen, und die Gesamt- und Kerninflation lag im März bei 0,9 % bzw. 1,2 % gegenüber dem Vormonat. Besonders besorgniserregend ist die Beschleunigung der Kerninflation von 5,6 % auf 5,7 % im Jahresvergleich.



Japan: Die Gesamtinflation und die Kerninflation (ohne Lebensmittel) gingen im Februar zurück, nachdem sie im Vormonat einen Höchststand von über 4 % erreicht hatten. Die Kerninflation (ohne Lebensmittel und Energie) zeigte jedoch keine Anzeichen einer Verlangsamung und stieg auf 3,5 %, den schnellsten Anstieg seit 1982. Die Verlangsamung des Welthandels ist auch an Japan nicht spurlos vorübergegangen, da die Industrieproduktion des Landes auf Jahresbasis zu schrumpfen begann. Sowohl die weichen als auch die harten Daten zeigen das gleiche Bild: Sowohl die Tankan-Umfrage für das verarbeitende Gewerbe als auch die Auftragseingänge im Maschinenbau sind rückläufig (drittes Feld).

Schwellenländer: Trotz des massiven Rückenwinds durch die Wiederöffnung nach COVID hat sich der Ton in Bezug auf die Politik in China verschoben. Auch China sieht sich mit einem angespannten Arbeitsmarkt konfrontiert, insbesondere im Bereich der Arbeiter, was die Multiplikatoreffekte der öffentlichen Kreditausweitung, die in die Infrastruktur, das Baugewerbe und die verarbeitende Industrie fließen, begrenzt. Die Caixin-PMIs für das verarbeitende Gewerbe und den Dienstleistungssektor lagen im Februar mit 51,6 bzw. 55 Punkten über den Erwartungen (viertes Feld), doch die sich abzeichnende globale Rezession und die nach wie vor zurückhaltende US-Notenbank bleiben Gegenwind. Die Wiedereröffnung Chinas

hat die Wirtschaftstätigkeit in anderen Schwellenländern stark angekurbelt, doch werden deren Aussichten von der Entwicklung des US-Dollars und den globalen Finanzbedingungen abhängen.

Die großen Zentralbanken befinden sich also in der unangenehmen Situation, in der Preisdruck und angespannte Arbeitsmärkte mit ihrem Auftrag zur Finanzstabilität in Konflikt geraten. Sie waren bereit, sich bei der Finanzstabilität zurückhaltend zu verhalten, um an der Inflationsfront weiterhin hart einzugreifen. Die EZB hat mit ihrer zuvor angekündigten Zinserhöhung um 50 Basispunkte den Weg gebahnt, ebenso wie die Fed mit ihrer Anhebung um 25 Basispunkte am 22. März. Die Mitteilungen beider Zentralbanken deuten jedoch darauf hin, dass der aktuelle Straffungszyklus bald zu Ende sein wird. Der nächste Schritt der Zentralbanken wird darin bestehen, zu beurteilen, inwieweit die Kreditkonditionen gestrafft werden sollen, während die marktbasierenden Finanzbedingungen weitgehend unverändert bleiben. Die Volatilität am kurzen Ende der Renditekurve in den letzten Wochen zeigt, wie unsicher die Aussichten für die Leitzinsen sind. Während bis Mitte des Jahres noch eine gewisse Straffung eingepreist ist, rechnet man bis Ende 2023 mit Zinssenkungen in den USA um 45 Basispunkte, im Euroraum um 9 Basispunkte und im Vereinigten Königreich um 19 Basispunkte.

Grafik 15

15er Aktienportfolio							Auslastung:	93%	06.04.23	8:20		
No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2023 YTD	P/L total	ESG Grade
1	BABA.K	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	USD	NYQ	26.01.21	264,00	98,55	11,87%	-62,67%	C+
2	BHC	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	NYQ	18.05.22	10,97	7,42	18,15%	-32,36%	B+
3	DBKGr.DE	DEUTSCHE BANK N	Financials	DE0005140008	EUR	GER	03.02.23	11,55	9,3	-12,16%	-19,47%	A
4	0257.HK	EB ENVIRONMENT/d	Utilities	HK0257001336	HKD	HKG	13.12.19	6,19	3,28	-6,02%	-47,02%	B
5	ENEL.MI	ENEL/d	Utilities	IT0003128367	EUR	MIL	13.12.22	5,27	5,662	12,56%	7,52%	A+
6	SDFGn.DE	K+S AG NA	Basic Materials	DE000KSAG888	EUR	GER	29.08.22	24,39	18,355	-0,11%	-24,74%	B-
7	LDOF.MI	LEONARDO/d	Industrials	IT0003856405	EUR	MIL	13.04.22	10,03	10,99	36,35%	9,61%	A
8	PBR	PETROLEO BRASI/d	Energy	US71654V4086	USD	NYQ	13.01.23	10,78	10,87	2,07%	0,83%	A-
9	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	50,35	-2,52%	-46,55%	B
10	PRX.AS	PROSUS/d	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	85,10	69,86	8,39%	-17,91%	B+
11	SAPG.DE	SAP SE	Technology	DE0007164600	EUR	GER	26.10.20	103,00	116,26	20,61%	12,87%	A+
12	TME	TENCENT MUSIC/d	Technology	US88034P1093	USD	NYQ	06.04.21	20,07	7,59	-8,33%	-62,18%	D+
13	TLWL.L	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	GBP	LSE	27.09.19	83,59	32,86	-11,00%	-60,69%	B
14	VOWG_p.DE	VOLKSWAGEN VZ	Consumer Cyclical	DE0007664039	EUR	GER	18.10.22	112,49	124,08	6,58%	10,30%	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 (YTD)	6,97%	4,94%							



Asset Allocation: Aktienquote gestiegen.

In der monatlichen Allokation zwischen Aktien, Staatsanleihen und einer Barquote hat sich zum April nach langem Stillstand die Aktienquote zu Lasten der Staatsanleihen wieder erhöht. Das taktische Modell unseres Partners BCA Research aus Montreal hat eine neutrale Allokation bei 60 % Aktien, 37,5 % Staatsanleihen und 2,5 % Barmitteln. Seit März 2022 stand die Aktienquote in der Nähe ihres Minimums bei rund 50 %. Das hat sich überraschend auf 62,3 % erhöht. Der Löwenanteil ging in den US-Aktienmarkt und wurde gespeist durch einen Abbau der Übergewichtung bei Staatsanleihen aus der Euroregion und aus Japan.

BCA begründet den relativ außergewöhnlichen Schritt folgendermaßen: Eine Aufwärtsbewegung des Baltic Dry Index, der NFIB Small Business Survey und der US-Neubaugenehmigungen trugen alle zum Anstieg der zyklischen Komponente bei. Die zyklische Komponente liegt nun zum ersten Mal seit März 2022 über 50 %. Abwärts gerichtete Momentum-Indikatoren und eine erhöhte Volatilität führten zu einer Abwärtsbewegung bei der sentiment-technischen Komponente. Eine Verschärfung der finanziellen Bedingungen, wie sie von der St. Louis Fed gemessen wird, führte zum Rückgang der monetären Komponente.

Das Sektormodell berücksichtigt das Markt-Beta des Sektors, die Dynamik, das Kreditrisiko und die Bewertungen sowie die Signale für US-Dollar, globale Anleihen und Öl. Das Sektormodell ist derzeit übergewichtet in den Sektoren Energie, Güter des täglichen Bedarfs (nicht-zyklische Konsumgüter), Technologie und Gesundheitswesen, neutral in den Sektoren Industrie und Immobilien und untergewichtet in den übrigen Sektoren. Der Global Equity Score ist mit bearish, d.h. die Markt-Beta-Komponente bevorzugt defensive gegenüber zyklischen Sektoren. Der Wert ist jedoch weniger bearish als im letzten Monat, was zu

BCA Research monatliches taktisches MacroQuant Allokationsmodell

Grafik 16

	Equities**			Bonds***			Cash****		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	36.4	36.2	-0.1	13.2	15.8	+2.7			
EURO AREA	5.3	6.5	+1.2	9.3	7.9	-1.4	0.4	0.3	-0.1
CORE	4.5	5.7	+1.2	5.7	3.4	-2.3			
PERIPHERY	0.8	0.8	-0.04	3.6	4.5	+0.9			
U.K.	2.3	2.7	+0.4	2.3	2.2	-0.02	0.4	0.3	-0.1
JAPAN	3.3	4.4	+1.1	9.0	5.7	-3.3	0.4	-0.3	-0.1
CANADA	1.8	1.8	-0.04	0.7	0.9	+0.2	0.4	-0.3	-0.1
AUSTRALIA	1.2	0.6	-0.5	0.6	1.0	+0.3	0.4	-0.3	-0.1
OTHER DM	3.4	3.9	+0.4	0.5	0.6	+0.1	0.4	0.3	-0.1
EMERGING ASIA	5.2	5.2	-0.05	1.4	1.2	-0.2			
LATIN AMERICA	0.6	0.6	-0.01	0.3	0.2	-0.05			
OTHER EM	0.5	0.5	-0.005	0.3	0.2	-0.1			
TOTAL	60.0	62.3	+2.3	37.5	35.7	-1.8	2.5	1.9	-0.6

* MODEL RECOMMENDATIONS ARE BASED ON OUR MACROQUANT MODEL AND OTHER PROPRIETARY QUANTITATIVE INDICATORS.

** IN USD TERMS.

*** CURRENCY-HEDGED.

**** NEGATIVE ALLOCATIONS ARE SHORT THE CURRENCY VERSUS THE US DOLLAR.

NOTE: NUMBERS MAY NOT ADD UP DUE TO ROUNDING. **TABLE 1** INCLUDES ASSETS IN BENCHMARK NOT DISCUSSED IN OTHER TABLES IN THE REPORT. THEREFORE THE ALLOCATIONS MAY NOT BE DIRECTLY COMPARABLE.



einer Aufwertung von Technologie und Grundstoffen führte. Die Werte für globale Anleihen (43 %), Öl (58 %) und Dollar (58 %) liegen innerhalb der neutralen Bandbreite von 40 % bis 60 %. Daher liefern sie ein neutrales Signal für jeden Sektor.

Das globale Aktienmodell von MacroQuant verwendet die Sektor- und Währungs-Scores zusammen mit einer Trendkomponente, um die einzelnen regionalen Aktien-Scores zu ergänzen und ein empfohlenes Länderengagement (Basiswährung US-Dollar) abzuleiten. MacroQuant ist positiv

für Deutschland, Japan, Frankreich, Italien und Indien, neutral für Großbritannien und China und negativ für die übrigen Länder. Sowohl japanische als auch indische Aktien wurden in diesem Monat übergewichtet, was auf einen Anstieg des japanischen und des indischen OECD-Frühindikators zurückzuführen ist. China wurde nach einem Anstieg des chinesischen Verbrauchervertrauensindex auf neutral gesetzt. Der Rückgang der Allokation für Kanada lässt sich durch die sich verschlechternden Geschäftsbedingungen erklären, die aus Umfragedaten hervorgehen.

Umgesetzt werden die verschiedenen Scores des MacroQuant-Modells auch in unserem ETF-Portfolio. Dort gab es in den vergangenen zwei Monaten keine Veränderung. Durch die großen Positionen in bankenlastigen europäischen Länderindices wie den IBEX 35 (Spanien) und den MIBTel (Italien) wirkte sich die Bankenkrise im März negativ aus. Dennoch: das Portfolio steht insgesamt mit 6,57 % Performance immer noch besser da als die Benchmark MSCI Welt (Stand 6.4.23).

MacroQuant Aktienmodell nach Sektoren

Grafik 17

	2022-DEC	2023-JAN	2023-FEB	2023-MAR	2023-APR	LEGEND
ENERGY	8.1% (2.4%)	8.5% (2.8%)	7.9% (2.4%)	8.3% (2.9%)	7.6% (2.5%)	++
CON. STAPLES	12.0% (4.2%)	12.6% (4.6%)	12.3% (4.8%)	11.5% (4.0%)	10.3% (2.6%)	
TECHNOLOGY	18.8% (-1.7%)	19.1% (-0.8%)	16.1% (-4.6%)	20.7% (-0.6%)	26.6% (3.9%)	+
HEALTH CARE	18.5% (4.3%)	18.5% (3.9%)	19.3% (5.7%)	18.0% (4.6%)	15.2% (1.8%)	
BASE MATERIALS	4.6% (0.1%)	6.3% (1.7%)	6.7% (2.1%)	3.7% (-0.8%)	4.7% (0.3%)	=
INDUSTRIALS	8.3% (-2.3%)	8.1% (-2.6%)	8.7% (-1.9%)	10.0% (-0.7%)	10.4% (-0.3%)	
REAL ESTATE	3.1% (0.5%)	2.9% (0.2%)	2.6% (-0.1%)	2.7% (0.1%)	2.3% (-0.2%)	-
UTILITIES	3.1% (0.1%)	2.9% (-0.3%)	3.1% (0.1%)	2.4% (-0.6%)	2.6% (-0.4%)	
CON. DISC.	9.2% (-1.2%)	8.3% (-1.6%)	7.1% (-3.6%)	10.3% (-0.3%)	8.5% (-2.2%)	--
COMM. SERV.	6.9% (0.4%)	5.1% (-1.2%)	8.0% (1.3%)	4.0% (-2.6%)	5.2% (-1.7%)	
FINANCIALS	7.5% (-6.7%)	7.8% (-6.6%)	8.4% (-6.2%)	8.5% (-6.0%)	6.6% (-6.5%)	

MacroQuant Aktienmodell nach Ländern

Grafik 18

	2022-DEC	2023-JAN	2023-FEB	2023-MAR	2023-APR	LEGEND
GERMANY	1.2% (-1.2%)	3.7% (1.3%)	4.6% (2.1%)	3.2% (0.7%)	3.4% (0.8%)	++
JAPAN	8.9% (2.5%)	8.0% (1.6%)	6.7% (0.2%)	6.9% (0.6%)	8.1% (1.7%)	
FRANCE	2.0% (-1.4%)	6.1% (2.6%)	7.0% (3.4%)	5.1% (1.5%)	4.6% (0.9%)	+
ITALY	0.4% (-0.3%)	1.2% (0.5%)	1.4% (0.7%)	1.0% (0.3%)	0.9% (0.1%)	
INDIA	1.9% (0.0%)	4.0% (2.1%)	3.4% (1.7%)	1.9% (0.2%)	1.9% (0.3%)	=
UK	6.4% (2.0%)	8.9% (4.4%)	6.9% (2.3%)	5.9% (1.4%)	5.0% (0.6%)	
CHINA	2.9% (-0.9%)	5.5% (1.3%)	7.6% (3.1%)	3.4% (-0.7%)	4.2% (0.0%)	-
BRAZIL	0.6% (-0.0%)	1.1% (0.4%)	1.2% (0.5%)	0.6% (-0.1%)	0.6% (-0.0%)	
US	69.1% (-1.4%)	53.5% (-16.4%)	53.2% (-16.0%)	67.1% (-2.9%)	66.9% (-3.1%)	--
CANADA	3.7% (0.0%)	4.4% (0.9%)	4.9% (1.3%)	3.7% (0.2%)	3.2% (-0.2%)	
AUSTRALIA	2.9% (0.6%)	3.5% (1.2%)	3.2% (0.7%)	1.2% (-1.1%)	1.2% (-1.0%)	

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

Grafik 19



06.04.23										9.33									
Referenz-Portfolio Fonds und ETFs																			
Stückzahl	NAME	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in %	Risiko - Klasse (RK)	Stückzahl	NAME	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in %	Risiko - Klasse (RK)
2.372	ISHARES EUROPE CONS DIS EURA 9,25% A2QBZ7	MSCI Europe Consumer/Discretionary Sector	5,482 €	6,38 €	16,44%	13.004,62 € 16.11.22	15.142,01 €	16,44% 2.137,39 €	D	2.372	ISHARES EUROPE CONS DIS EURA 9,25% A2QBZ7	MSCI Europe Consumer/Discretionary Sector	5,482 €	6,38 €	16,44%	13.004,62 € 16.11.22	15.142,01 €	16,44% 2.137,39 €	D
116	ISHARES MDAX UCITS DE EUR A 15,92% 593392	MDAX Germany (Nachkauf 18.10.2022)	186,43 €	224,70 €	20,53%	21.625,88 € 12.10.22/18.10.22	26.065,20 €	20,53% 4.439,32 €	C	116	ISHARES MDAX UCITS DE EUR A 15,92% 593392	MDAX Germany (Nachkauf 18.10.2022)	186,43 €	224,70 €	20,53%	21.625,88 € 12.10.22/18.10.22	26.065,20 €	20,53% 4.439,32 €	C
436	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 11,51% 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	43,23 €	27,60%	14.769,50 € 28.02.20	18.846,10 €	27,60% 4.076,60 €	C	436	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 11,51% 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	43,23 €	27,60%	14.769,50 € 28.02.20	18.846,10 €	27,60% 4.076,60 €	C
	Consumer Staples verkauft am 16.11.2022																		
1.389	KRANISHARES CSI CHINA IT EUR 11,03% A2QE7P	CSI China Internet UCITS ETF London (Nachkauf am 26.10.2022)	13,910 €	13,01 €	-6,48%	19.370,99 € 18.10.21/26.10.22	18.068,11 €	-6,48% -1.252,88 €	C	1.389	KRANISHARES CSI CHINA IT EUR 11,03% A2QE7P	CSI China Internet UCITS ETF London (Nachkauf am 26.10.2022)	13,910 €	13,01 €	-6,48%	19.370,99 € 18.10.21/26.10.22	18.068,11 €	-6,48% -1.252,88 €	C
126	LYXOR IBOX35 DR 7,17% A0VEDM	IBEX35 (Nachkauf am 23.11.2020)	86,549 €	93,10 €	7,57%	10.919,08 € 04.07.19	11.745,50 €	7,57% 826,41 €	E	126	LYXOR IBOX35 DR 7,17% A0VEDM	IBEX35 (Nachkauf am 23.11.2020)	86,549 €	93,10 €	7,57%	10.919,08 € 04.07.19	11.745,50 €	7,57% 826,41 €	E
90	ISHARES CORE FTSE 100 ACC 8,86% A0VEDP	FTSE 100	135,920 €	160,90 €	18,38%	12.257,27 € 07.04.21	14.509,96 €	18,38% 2.252,70 €	C	90	ISHARES CORE FTSE 100 ACC 8,86% A0VEDP	FTSE 100	135,920 €	160,90 €	18,38%	12.257,27 € 07.04.21	14.509,96 €	18,38% 2.252,70 €	C
142	ISHARES FTSE MIB ACC 9,84% A113FE	Italien	84,08 €	113,84 €	35,39%	11.903,94 € 09.03.20 / 18.10.21	16.116,68 €	35,39% 4.212,73 €	E	142	ISHARES FTSE MIB ACC 9,84% A113FE	Italien	84,08 €	113,84 €	35,39%	11.903,94 € 09.03.20 / 18.10.21	16.116,68 €	35,39% 4.212,73 €	E
169	ISHR RUS ADR/GDR 2,93% A11CIHV	MSCI Russia Bewertung zum 03.03.2022	132,849 €	28,40 €	-78,62%	22.461,34 € 03.02.22	4.801,72 €	-78,62% -17.659,63 €	B	169	ISHR RUS ADR/GDR 2,93% A11CIHV	MSCI Russia Bewertung zum 03.03.2022	132,849 €	28,40 €	-78,62%	22.461,34 € 03.02.22	4.801,72 €	-78,62% -17.659,63 €	B
668	X MSCI WORLD FINANCIALS 8,45% A113FE	MSCI World Financials	16,516 €	20,72 €	25,42%	11.028,89 € 05.02.18	13.832,86 €	25,42% 2.803,97 €	C	668	X MSCI WORLD FINANCIALS 8,45% A113FE	MSCI World Financials	16,516 €	20,72 €	25,42%	11.028,89 € 05.02.18	13.832,86 €	25,42% 2.803,97 €	C
130	ISH NIKKEI 225 A 15,03% A0VEDQ	Nikkei 225 (Nachkauf 20.01.2022)	194,68 €	189,86 €	-2,47%	25.232,09 € 08.08.22	24.607,75 €	-2,47% -624,34 €	D	130	ISH NIKKEI 225 A 15,03% A0VEDQ	Nikkei 225 (Nachkauf 20.01.2022)	194,68 €	189,86 €	-2,47%	25.232,09 € 08.08.22	24.607,75 €	-2,47% -624,34 €	D
	Cash Position						0,00 €												
0,00%										0,00%									
Benchmark:		Kurs am		letzter Schlusskurs		Performance		Benchmark		Performance		Benchmark		Performance		Benchmark		Performance	
MSCI WORLD		31.12.2022		2.429,92 EUR		2.602,69 USD		2.429,92 EUR		2.784,05 USD		2.551,37 EUR		2.784,05 USD		2.551,37 EUR		2.784,05 USD	
ETF Portfolio		MSCI in \$		MSCI in €		ETF		MSCI in \$		MSCI in €		ETF		MSCI in \$		MSCI in €		ETF	
2008 (ab 25.04.08)		-15,70%		-32,00%		227,47%		83,82%		163,05%		227,47%		83,82%		163,05%		227,47%	
2009		52,06%		23,63%		8,25%		4,15%		6,68%		8,25%		4,15%		6,68%		8,25%	
2010		17,34%		17,46%															
2011		-12,03%		-4,72%															
2012		4,41%		11,15%															
2013		18,81%		18,77%															
2014		12,70%		17,29%															
2015		8,65%		8,30%															
2016		8,03%		8,50%															
2017		7,07%		5,38%															
2018		-7,88%		-5,98%															
2019		24,95%		27,68%															
2020		2,43%		4,77%															
2021		21,75%		28,99%															
2022		-8,13%		-14,39%															
2023 (YTD)		6,57%		5,00%															
p.a. (ab 25.04.08)		8,25%		6,68%															
Quelle: ICM; ETF-Portfolio		1,0912		DAX30		15.549,69		S&P 500		4.090,38		1,0912		DAX30		15.549,69		S&P 500	
		EUR in USD		EUR in USD		EUR in USD		EUR in USD		EUR in USD		EUR in USD		EUR in USD		EUR in USD		EUR in USD	

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



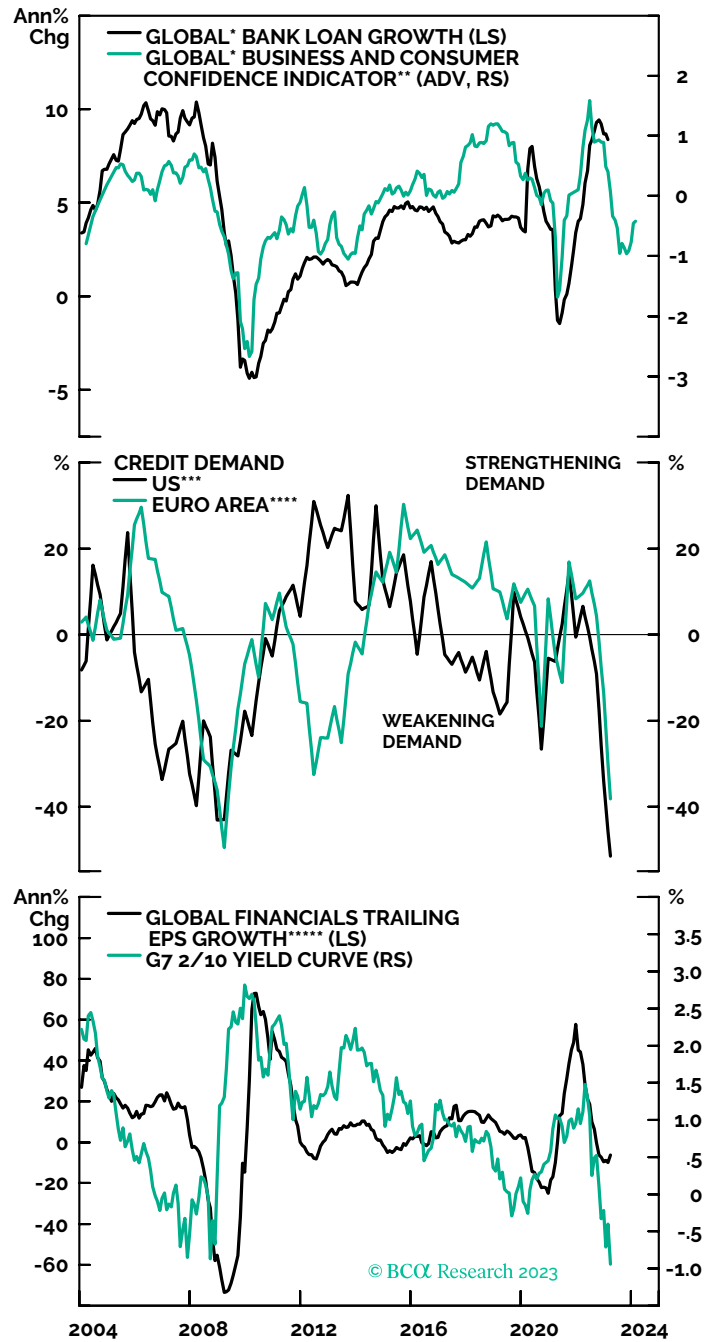
Aktien: zwischen Baum und Borke.

Die Ertragsaussichten für globale Aktien werden nach dem Zusammenbruch von zwei US-Banken und einer Schweizer Bank nicht positiv beeinflusst – im Gegenteil. Die Kreditvergabestandards waren in den USA und im Euroraum schon vor dieser Mini-Bankenkrise angespannt. Das rollierende globale MSCI-Gewinn pro Aktie-Wachstum im Jahresvergleich wurde im Februar negativ. Derzeit deutet das BLA-Modell darauf hin, dass der Gewinnrückgang im Juli 18 % gegenüber dem Vorjahr erreichen und sich dann bis November 2023 allmählich auf einen Rückgang von etwa 6 % gegenüber dem Vorjahr verbessern wird. Diese Prognoseverbesserung ist jedoch größtenteils auf die Verbesserung des globalen Einkaufsmanagerindex vor den Bankenzusammenbrüchen zurückzuführen. Wenn eine Rezession nun wahrscheinlicher geworden ist, dann müsste es zu einer erneuten Verschlechterung des globalen PMI kommen, was bedeuten würde, dass die Unternehmenserträge im zweiten Halbjahr stärker schrumpfen dürften, als es das Modell derzeit widerspiegelt (vgl. Grafik Seite 3).

Seit dem Höchststand im Dezember 2021 haben sich Aktienkurse weltweit im Einklang mit dem geschätzten KGV für das Folgejahr entwickelt, die Schätzungen der Analysten blieben jedoch unverändert. Da die Gewinnmargen von einem historischen Höchststand zurückgehen, werden die Analysten ihre Gewinnsschätzungen nach unten korrigieren müssen, sobald sich die Weltwirtschaft verlangsamt. Daher besteht das Risiko, dass dann die Aktien die Verringerung in den Gewinnsschätzungen in Kursverluste umsetzen.

schwacher Gewinnausblick für Finanztitel

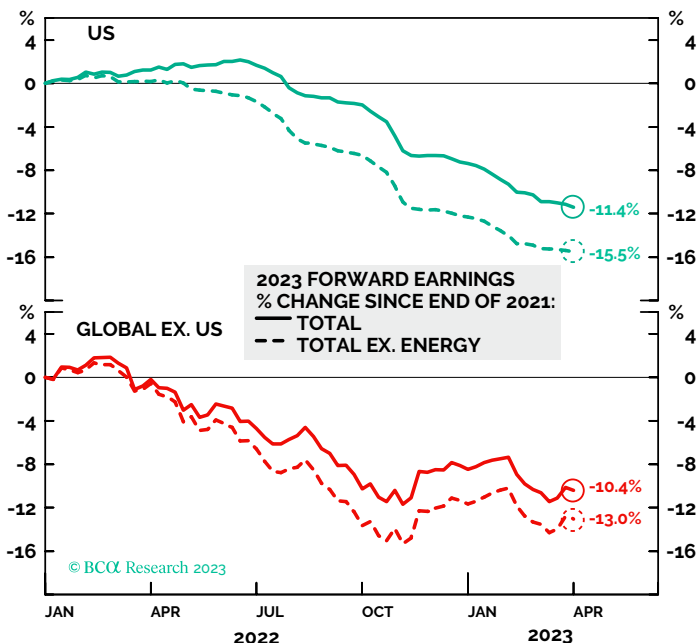
Grafik 20



* U.S., EMU & JAPAN, GDP WEIGHTED.
 ** SHOWN STANDARDIZED; SOURCE: THE CONFERENCE BOARD, EUROPEAN COMMISSION AND JAPAN CABINET OFFICE.
 *** SOURCE: FEDERAL SURVEY OF SENIOR LOAN OFFICERES.
 **** SOURCE: EUROPEAN CENTRAL BANK (ECB) BANK LENDING SURVEY.
 ***** SOURCE: IBES.

Unternehmensgewinne 2023 im Rückwärtsgang

Grafik 21



SOURCE: REFINITIV / IBES.



Daher ist eine eher defensive Haltung innerhalb eines globalen Aktienportfolios angebracht. Bei einer heutigen Neuallokation würde eine Übergewichtung der Industriegegenüber den Schwellenländern und eine Bevorzugung der USA gegenüber dem Euroraum die Maxime sein, auch wenn letzterer zwischen Oktober 2022 und Februar 2023 eine Outperformance erzielte. Denn defensive Growth-Titel sind in den US-Aktienindices übergewichtet vertreten, während es in den europäischen Indices von zyklischen Value-Titeln nur so wimmelt.

Auch in Bezug auf die Sektoren stellen sich einige Fragen: Es ist verlockend, nach der starken Underperformance des Sektors „Financials“ im März nun vermehrt dort zu investieren. Der Zusammenbruch von Sili-

con Valley Bank, Signature Bank und Credit Suisse sowie die entsprechenden Reaktionen der nationalen Regierungen haben zu einer enormen Volatilität der Aktienkurse im globalen Finanzsektor geführt. Im Vergleich zum breiten Markt befindet sich die Gesamrendite des Sektors seit der globalen Finanzkrise in einem strukturellen Abwärtstrend, was auf eine geringere Eigenkapitalrendite zurückzuführen ist. Weltweit tätige Banken haben jahrelang ihre Verschuldung reduziert. Die Gewinnspanne hat sich von dem im zweiten Quartal des vergangenen Jahres erreichten historischen Höchststand nicht mehr erholt, während auch die Gesamtkapitalrendite nicht wieder gestiegen ist. Die konjunkturelle Nachfrage nach Krediten hatte sich bereits vor dem Ausbruch der „Mini-Bankenkrise“ abgeschwächt. Das

schwindende Vertrauen der Unternehmen und Verbraucher wird das Kreditwachstum der Banken weiter dämpfen und die Erträge aus dem Unternehmensgeschäft verringern. In der Zwischenzeit werden die Refinanzierungskosten für die globalen Banken zweifellos steigen und die Gewinnspanne eher drücken. Die schlechten Gewinnaussichten sind kein gutes Zeichen für die relative Performance des Sektors. Demgegenüber steht, dass die Bewertung der Titel gerade in Europa ohnehin schon unterirdisch gering ausfällt. JP Morgan hat daraus Konsequenzen gezogen und die Titel des Sektors in den Industrieländern auf neutral zurückgestuft. Für Japan und die Schwellenländer bleibt man hingegen optimistisch.

KGVs 12 Monate voraus

Grafik 22



* SOURCE: REFINITIV / IBES, AND MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION).
 NOTE: GLOBAL IS THE MARKET CAPITALIZATION-WEIGHTED AVERAGE OF THE US, EURO AREA, JAPAN, UK, CANADA, AUSTRALIA, SWITZERLAND, SWEDEN, AND EMERGING MARKETS.



Anfang April lieferte die OPEC die größte Überraschung für die Kapitalmärkte und erklärt auch das sture Beibehalten der Übergewichtung von Energieaktien bei JP Morgan. Die Ankündigung der OPEC 2.0, die Förderung um 1,15 Mio. Barrel/Tag ab dem nächsten Monat zu kürzen, führte zu einer fulminanten Trendumkehr beim Öl. Nun lauten die Prognosen für das zweite Halbjahr 2023 auf bis zu 100 USD/Barrel. Mit den Maßnahmen der OPEC 2.0 belaufen sich die angekündigten Produktionskürzungen auf insgesamt fast 2,7 Mio. b/d gegenüber dem Stand Anfang Oktober letzten Jahres. Damals kündigte die OPEC 2.0 Produktionskürzungen von 2 Mio. b/d an, die in Wirklichkeit eher 1 Mio. b/d waren, um den Markt auszugleichen. Diese jüngste Runde von Produktionskürzungen der OPEC 2.0 ist eine aggressive präventive Reaktion gegen eine Preisschwäche, die möglicherweise auf der Angebotsseite entsteht, wenn die Konjunktur in eine Rezession abdriftet. Die aggressive Geldpolitik der systemrelevanten Zentralbanken, allen voran der Fed, und die Tatsache, dass die Regierung Biden es nicht geschafft haben wird, die strategischen Ölreserven beim angekündigten Level von rund 70 USD/Barrel aufzufüllen, ergeben einen Mix, der wahrscheinlich die Volatilität des Ölpreises erhöhen wird. Nachdem die Aktien der Branchenvertreter über das erste Quartal hinweg mehrheitlich Federn lassen mussten, dürfte der Zeitpunkt für einen weiteren Einstieg in den Sektor gekommen sein.

Generell unverändert gegen ein Engagement in Aktien spricht die Prognose der Jahresendstände diverser Länderindices von JP Morgan. Denn die Potenziale schätzt die führende Investmentbank in den meisten Fällen bestenfalls mit einem einstelligen Plus ein – wenn überhaupt. Einzig brasilianische Aktien sind mit einem Kurspotenzial von bis zu 30 % offensichtlich niedrig genug be-

JP Morgan Gewichtungen nach Sektoren und Regionen

Grafik 23

	US		Europe		Japan		EM	
Energy	-6%	OW	-1%	OW	1%	N	-1%	OW
Materials	3%	N	3%	OW	18%	N	2%	N
Industrials	2%	UW	12%	UW	7%	N	2%	N
Discretionary	14%	UW	18%	N	9%	UW	0%	OW
Staples	0%	N	5%	UW	5%	OW	2%	UW
Healthcare	-5%	OW	4%	N	2%	OW	-5%	UW
Financials	-6%	N	5%	N	-3%	OW	-1%	OW
Technology	20%	N	20%	N	14%	N	14%	OW
Comm Services	18%	N	14%	OW	1%	N	12%	N
Utilities	-4%	OW	8%	OW	1%	OW	-11%	UW
Real Estate	0%	UW	-6%	UW	-2%	UW	0%	N
Overall	6.1%		8.0%		6.0%		3%	

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

JP Morgan Jahresendziele verschiedener Aktienindices

Grafik 24

Equities	Current	Dec-23
S&P 500	4,071	4,200
MSCI Eurozone	261	256
FTSE 100	7,646	8,150
TOPIX	2,004	2,100
MSCI EM (\$)	986	1,060
MSCI China	68	66
MSCI Korea	745	870
MSCI Taiwan	615	635
MSCI India	1,889	2,039
Brazil (Ibovespa)	103,600	136,600
Mexico (MEXBOL)	54,483	60,000
MSCI South Africa (USD)	418	446

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

wertet. Auf den nächsten Plätzen sind Korea und Mexiko ((10 – 15 %). Gut weg kommen auch Japan, das Vereinigte Königreich, USA, Indien. Keine Kurssteigerungen gibt es in der Eurozone und in China. Übersetzt in eine Anlagestrategie heißt das wie im Vorjahr auch schon, dass es auf die Auswahl der richtigen Sektoren bzw. Themen ankommt, damit am Ende des Jahres etwas hängenbleibt.



Chatbot: Aktienthema mit Gewinnpotenzial ?

Der neueste „Aufreger“ in der Öffentlichkeit ist das Thema Chatbot. Während die einen von einer nützlichen Erleichterung für das tägliche Arbeiten darin sehen, findet gerade die Politik darin große Gefahren für manipulatives Handeln, ein Instrument zum Fälschen und steht davor, massiv regulatorisch einzugreifen. Dennoch steigen die Investitionen in „deep tech“ – sogar in Deutschland gibt es einen Startup namens Aleph Alpha, der mit der Heidelberger Verwaltung seine KI namens „Luminous“ in ein Modellprojekt eingebracht hat. SAP verhandelt inzwischen über einen Einstieg, um den Zug nicht zu verpassen.

Microsoft will in diese Art vom KI übrigens zukünftig rund 20 Mrd. US-\$ investieren, Google und Meta könnten nachziehen.

ChatGPT (*Generative Pre-trained Transformer*) ist der Prototyp eines Chatbots, also eines textbasierten Dialogsystems als Benutzerschnittstelle, der auf maschinellem Lernen beruht. Den Chatbot entwickelte das US-amerikanische Unternehmen OpenAI, das ihn im November 2022 veröffentlichte. Nachfolgend steht die Antwort von ChatGPT auf die Frage: „Wer bist Du und warum sollte ich mit Dir sprechen?“

„Ich bin ChatGPT, eine große Sprach- und Textsoftware. Ich bin darauf ausgelegt, Eingaben in natürlicher Sprache zu verarbeiten und menschenähnliche Antworten zu generieren. Als KI-Sprachmodell kann ich Ihnen Informationen und Hilfe zu einer Vielzahl von Themen bieten. Egal, ob Sie eine Frage haben, Hilfe bei einem Problem brauchen oder einfach nur chatten möchten, ich bin für Sie da. Ich bin bestrebt, präzise und hilfreiche Antworten zu geben, und ich bin rund um die Uhr erreichbar. Sie können also jederzeit mit mir sprechen, und ich werde mein Bestes tun, um Ihnen zu helfen.“

Generative KI birgt ein enormes Potential, denn diese neue Form der KI verfügt über menschenähnliche Fähigkeiten, die neue Texte, Computercode und Bilder erzeugen kann. Die Bandbreite der Anwendungen ist unbegrenzt und erstreckt sich über mehrere Branchen: Von der Arzneimittelentwicklung bis hin zur Erstellung von Textinhalten. Generative künstliche Intelligenz ist teuer im Betrieb und in der Skalierung, und Unternehmen werden sich selbst in Modellanbieter und -nutzer aufteilen, was zu einem Modell als Dienstleistung. Unternehmen, die künstliche Intelligenz entwickeln oder den Einsatz künstlicher Intelligenz in ihre Produkte und Dienstleistungen einbauen, werden einen Wettbewerbsvorteil gegenüber denen, die dies nicht tun, besitzen. Ein einzigartiges Ökosystem beginnt um diese neue Technologie herum neue Unternehmen zu erschaffen.

Was ist generative KI? Generative KI ist ein Zweig der künstlichen Intelligenz, der sich mit der Erstellung von Modellen, die neue und originelle Daten oder Inhalte generieren können. Mit anderen Worten, es geht darum Algorithmen zu trainieren, um neue Inhalte zu generieren, die den vorhandenen Daten ähnlich sind, aber nicht identisch. Generative KI unterscheidet sich von anderen Arten der KI, wie z. B. prädiktive Modelle, die Vorhersagen auf der Grund-

lage vorhandener Daten machen (z.B. Wettervorhersage). Generative Modelle hingegen erstellen neue Daten auf der Grundlage von Mustern, die sie aus bestehenden Daten gelernt haben. Generative KI kann in einer Vielzahl von Anwendungen eingesetzt werden, darunter Bild- und Videosysteme, Verarbeitung natürlicher Sprache und Musik- und Kunstproduktion. Sie hat das Potenzial viele Branchen zu revolutionieren, darunter Unterhaltung, Gesundheitswesen und Finanzen.

Wie unterscheidet sich ein ChatBot von einer normalen Suchmaschine?

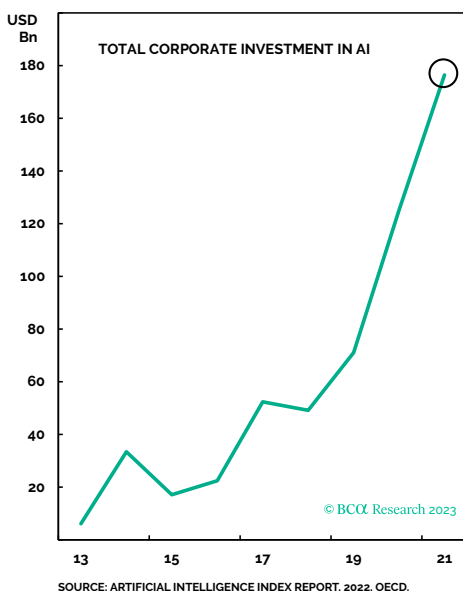
Tools wie ChatGPT und andere ermöglichen Benutzern schriftliche Fragen stellen und Antworten in einer Konversation zu erhalten; im Gegensatz zur Anzeige einer Liste von Suchergebnissen. ChatGPT kann auch Fragen beantworten, Texte zusammenfassen, umformulieren und Briefe schreiben. Wer spielt mit? Um das Ökosystem der generativen KI abzubilden, müssen wir deren Prozess und die Infrastruktur verstehen, die für die Erstellung von KI Modellen notwendig ist. Programme, von Informatikern entworfen, werden von Supercomputern ausgeführt, die von Zehntausenden der modernsten Chips betrieben werden, während Cloud-Server Gigabytes an Daten speichern. Fast täglich tauchen neue Akteure auf, und die zukünftigen Gewinner stehen noch nicht unbedingt fest.

Wer sind die Akteure auf dem neuen Spielfeld ?

Chipdesigner und -hersteller: Generative KI-Modelle erfordern enorme Rechenleistung, sowohl für das Training der Modelle zu trainieren und die Ausgabe zu generieren. Prozessoren-Entwickler und Hersteller wie Nvidia, AMD und Intel sind die wichtigsten Nutznießer. Der weltweite Umsatz für Prozessoren mit KI-Beschleunigungskernen wird voraussichtlich mit einer jährlichen Rate von über 35 % zwischen 2019 und 2024 wachsen. Die neuesten Daten zeigen, dass

Investitionen von Unternehmen in KI steigen schnell an

Grafik 25





der weltweite KI Chip-Umsatz bis zu den Jahren 2027/2028 ca. 83,25 Milliarden Dollar betragen wird.

Plattform-Unternehmen: Unternehmen, die Zugang zu großen Mengen an hochwertigen Daten haben, wie Google, Meta und Baidu. Sie verfügen über umfangreiches wissenschaftliches Fachwissen zur Umwandlung dieser Daten in fortschrittliche KI-Modelle, die sie vermarkten können.

Cloud-Anbieter wie Amazon, Microsoft und IBM verfügen über große Mengen Daten, Verarbeitungsleistung und technisches Talent für die Entwicklung groß angelegter generativer KI-Modelle, die sie ihren riesigen Kundenstamm lizenzieren können.

Anbieter von Hilfsdiensten: Da sich Rechenleistung und Speicherplatz in die Cloud verlagert, bieten Unternehmen wie Arista Networks Lösungen an, die helfen Netzwerke zu optimieren und „verlustfrei“ zu werden, während Unternehmen wie MongoDB eine Datenbanklösung für unstrukturierte Textdaten anbieten. Außerdem gibt es viele andere, wie Datadog und Splunk, die Netzwerkdiagnosefunktionen und Cybersicherheit anbieten.

Anbieter generativer KI-Anwendungen: Dies sind Unternehmen, die neuartige neuartige KI-Lösungen in ihren Branchen einsetzen. Mögliche Anwendungen sind branchenübergreifend und ihre Anwendungsfälle sind unendlich.

Welche Anwendungen sind aus heutiger Sicht vorstellbar ?

Kundenservice - Support-Chatbots können anhand der unternehmenseigenen Produktdokumentation trainiert werden und können erfolgreich komplizierte Kundenanfragen erfolgreich beantworten. Diese Bots können zunächst die Produktivität der Supportmitarbeiter zu erhöhen.

Erstellung und Verarbeitung von Inhalten - KI Modelle sind heute in der Lage, neue Bilder, Musik und sogar Prosa und Poesie zu erstellen. Chatbots können auch lange Dokumente zusammenfassen und ausgezeich-

nete Schreibassistenten sein, die den Tonfall und die Absicht erkennen. Unternehmen, wie Midjourney, können nach Textaufforderungen 3-D-Bildinhalte erzeugen. Andere Unternehmen in diesem Bereich sind Hubspot und Shutterstock (SSTK).

Software-Entwicklung - Coding Assistenten können beim Debuggen von Software, Kommentare und Dokumentationen und sogar Code schreiben. Diese Tools können wirksam die Produktivität der Entwickler zu verbessern: Microsoft, IBM.

Netzwerksicherheit und Risikomanagement - KI-Modelle können helfen bei der Erkennung ungewöhnlicher Netzwerk-muster, um Bedrohungen durch Cyberangriffe zu erkennen: CrowdStrike, Splunk.

Einzelhandel - Es können Bilder für virtuelle Produktanproben generiert werden, KI hilft auch Produktvorschläge und Lieferketten zu verbessern. Nutzung: Etsy, Shopify.

Finanzdienstleistungen - KI kann helfen bei der Preisgestaltung und dem Handel von Wertpapieren. Modelle können das Portfoliomanagement unterstützen, bei der Vorhersage der Kreditwürdigkeit helfen und vielen anderen FinTech-Anwendungen helfen: Lemonade, Upstart.

Gesundheitswesen - Generative KI kann helfen bei der Analyse elektronischer medizinischer Krankenakten, der Entwicklung von Diagnosetools und Pathologieerkennung, Genomanalyse, Erkennung der Struktur von Proteinen und Entwicklung neuer Medikamente: Veeva.

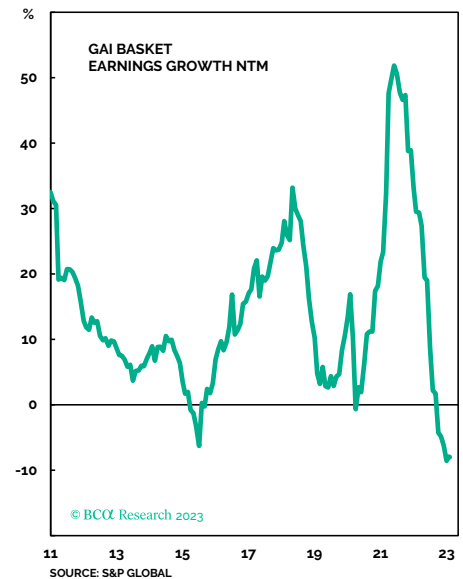
Werbung - Neue Modelle können bessere Produktempfehlungen entwickeln, die Werbung, Marketingeffizienz und Anzeigenausrichtung verbessern: Trade Desk (TDD) und Criteo.

Videospiele - Generative KI-Modelle können neue Charaktere, Landschaften und Handlungsstränge erschaffen und dabei den Zeitaufwand und die Kosten für die Entwicklung neuer Spiele deutlich senken. Roblox, Unity Software.

Die generative KI ist auf jeden Fall ein bedeutender technologischer Durchbruch,

Gewinnwachstum für 2023 ist negativ

Grafik 26



der ein enormes wirtschaftliches und investitionspolitisches Potenzial birgt und weitreichende Auswirkungen auf weite Teile der Wirtschaft haben wird. Der Markt ist optimistisch für generative KI als langfristiges Anlagethema. Im Moment gibt es jedoch Anzeichen für einen Investitionsrun. Jeden Tag entstehen neue Unternehmen im Bereich KI. Private und unternehmerische Investitionen werden permanent größer. Unternehmen, die Rechenleistung, Cloud-Speicher, nahtlose Netzwerke und den Zugang zu riesigen Daten ermöglichen, sind die wahrscheinlichsten Gewinner. Entwicklung und Wartung von generativen KI-Modellen sind kostspielig, und es entstehen neue Geschäftsmodelle, wie z.B. für Unternehmen, bestehende KI Modelle zu mieten und für sich adaptieren.

Nun sind Aktien der Branchenvertreter aus Sicht des Gewinns pro Aktie gegenüber dem S&P 500 mit einem KGV von 24,4 knapp 40 % höher bewertet. Die Bewertungen stehen jedoch nicht im Einklang mit Gewinnwachstum, das für die in den nächsten 12 Monaten mit minus 8 % erwartet wird. Und während generative KI sicherlich eine Perspektive hat, sollte man Rückschläge zu Käufen nutzen und nicht den aktuellen Kursen hinterherlaufen.



„CYBER SECURITY“ – unvermeidliches Langfristthema

In unserer zunehmend digitalisierten Welt ist Cybersecurity immer unverzichtbarer geworden. Die Verwendung von Computern und Internet hat unsere Lebensweise, Arbeit und Kommunikation und die industrielle Fertigung revolutioniert. Dies bringt viele Vorteile mit sich, birgt jedoch auch Risiken, insbesondere für die Sicherheit von Daten und Netzwerken. Cyberangriffe können erhebliche Schäden verursachen. Es ist daher unerlässlich für Unternehmen und Regierungen, Cybersecurity-Maßnahmen zu implementieren, um ihre Systeme und Daten vor Angriffen zu schützen.

Was ist Cybersecurity eigentlich?

Cybersecurity, auch bekannt als IT-Sicherheit, bezieht sich auf den Schutz von Computern, Netzwerken und Daten vor unbefugtem Zugriff, Diebstahl oder Beschädigung. Dies umfasst den Schutz von Hardware, Software, Netzwerken und Daten vor Angriffen durch Hacker oder andere Akteu-

re mit böswilligen Absichten. Die Idee der IT-Sicherheit reicht bis in die Anfänge der Computertechnologie zurück, als Unternehmen und Regierungsbehörden begannen, sich um den Schutz ihrer Informationen zu sorgen. Mit der fortschreitenden Digitalisierung gewinnt Cybersecurity immer mehr an Bedeutung und ist auch als Investitionsthema äußerst interessant.

Die Geschichte der Cybersecurity reicht bis in die 1970er Jahre zurück, als Unternehmen und Regierungsbehörden begannen, Computer einzusetzen. Zu dieser Zeit gab es noch nicht viele Sicherheitsbedenken, da die Netzwerke isoliert waren und es noch keine Verbindung zum Internet gab. In den 1980er Jahren änderte sich dies jedoch mit der Verbreitung von Computerviren und -würmern. Die Bedeutung von Cybersecurity wurde schnell erkannt und Sicherheitsmaßnahmen wurden implementiert. Mit der Entwicklung des Internets in den 1990er

Jahren wurde das Thema Cybersecurity noch wichtiger. Hacker konnten nun von überall auf der Welt auf Netzwerke zugreifen und Angriffe ausführen. In jüngster Zeit haben Cyberangriffe auf Unternehmen und Regierungen zugenommen, was die Bedeutung von Cybersecurity noch weiter erhöht.

Relevanz heute - Warum IT-Sicherheit wichtiger denn je ist

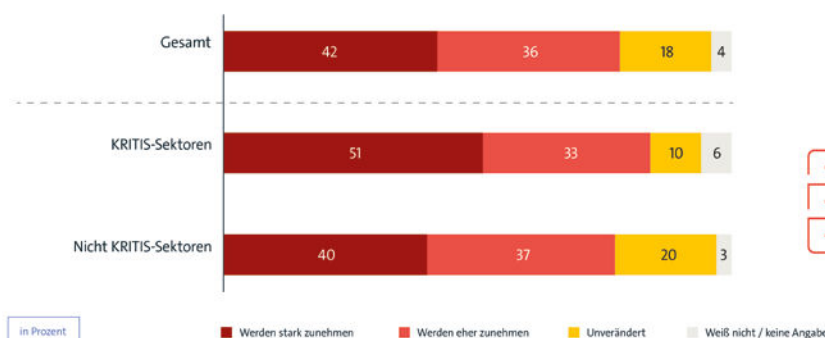
Cybersecurity hat heute eine noch größere Bedeutung als je zuvor. Die fortschreitende Digitalisierung von Unternehmen und Gesellschaften bedeutet, dass mehr und mehr Daten und Prozesse online stattfinden und geschützt werden müssen. Doch gleichzeitig werden auch die Angriffe immer professioneller und verursachen oft massive Schäden - sei es finanziell durch Ransomware-Attacken oder durch Produktionsausfälle. In Deutschland entsteht der Wirtschaft beispielsweise ein jährlicher Schaden von rund 203 Milliarden Euro durch Diebstahl von IT-Ausrüstung und Daten, Spionage und Sabotage.

Besonders relevant geworden ist das Thema Cybersecurity in Zeiten von COVID-19 und dem Ukraine-Krieg. Durch die verstärkte Arbeit im Homeoffice und die zunehmende Vernetzung von Geräten werden neue Angriffsvektoren eröffnet und das Risiko von Cyberangriffen steigt. Aber nicht nur Unternehmen, sondern auch kritische Infrastrukturen (KRITIS-Sektoren) wie Energie- und Wasserversorgung, Verkehr und Gesundheitswesen sind immer stärker von Cyberangriffen betroffen. Die Folgen können gravierend sein und im schlimmsten Fall sogar Menschenleben gefährden.

Grafik 27

Wirtschaft rechnet mit verstärkten Cyberangriffen

Wie wird sich die Anzahl der Cyberattacken auf Ihr Unternehmen in den nächsten 12 Monaten im Vergleich zu den letzten 12 Monaten voraussichtlich entwickeln?



Basis: Alle befragten Unternehmen (n=1.066) | Quelle: Bitkom Research 2022





Auch im militärischen Bereich ist die Cybersicherheit ein wichtiger Aspekt. Es gibt Spezialeinheiten und Divisionen, die sich ausschließlich mit der Cybersicherheit befassen und dafür sorgen, dass militärische Systeme und Netzwerke vor Angriffen geschützt sind.

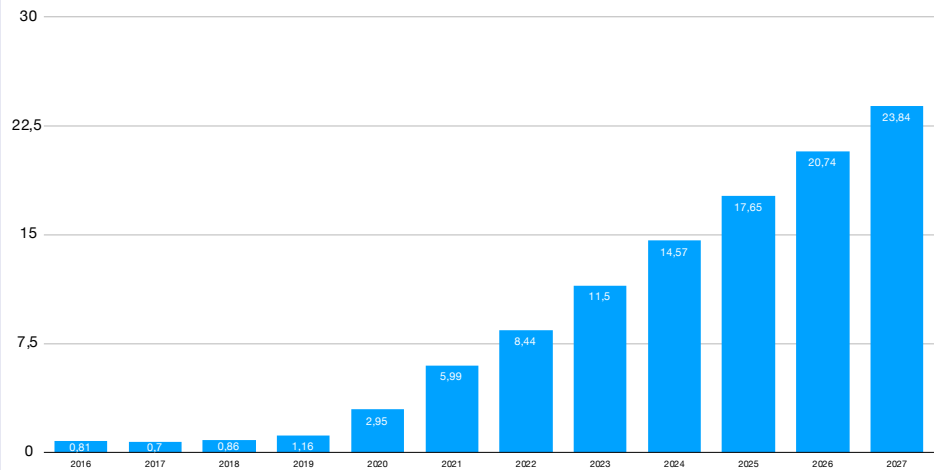
Im Bereich der Cybersecurity gibt es verschiedene Gruppen von Angreifern, die unterschiedliche Motive haben. Die meisten Angreifer sind finanziell motiviert und versuchen, mit Ransomware Geld zu verdienen. Sie verschlüsseln die Daten eines Unternehmens und verlangen Lösegeld für die Entschlüsselung. Andere Angreifer betreiben Wirtschaftsspionage und versuchen, geheime Informationen wie geistiges Eigentum von Unternehmen zu stehlen. Es gibt auch staatliche Hacker und ausländische Nachrichtendienste, die im Auftrag ihrer Regierungen handeln.

Die Schäden durch Cybercrime steigen jährlich an. Laut einer Statistik von Statista beliefen sich die weltweiten Kosten von Cybercrime im Jahr 2021 auf 945 Milliarden US-Dollar und werden bis 2025 voraussichtlich auf 10,5 Billionen US-Dollar ansteigen. Es ist daher unerlässlich für Unternehmen und Regierungen, Cybersecurity-Maßnahmen zu implementieren, um ihre Systeme und Daten vor Angriffen zu schützen.

Es ist wichtig für Unternehmen und Regierungen, sich über die verschiedenen Angreifergruppen und ihre Motive im Klaren zu sein, um geeignete Schutzmaßnahmen ergreifen zu können. Durch ein besseres Verständnis der Bedrohungen können sie ihre Systeme und Daten besser schützen und das Risiko von Cyberangriffen minimieren.

Geschätzte Kosten von Cyberkriminalität weltweit von 2016 bis 2027 (in Billionen US-Dollar)

Grafik 28



Quelle: <https://www.statista.com/statistics/1280009/cost-cybercrime-worldwide/>

Wachsende Investitionen in IT-Sicherheit aufgrund steigender Bedrohungen und strengerer Regulierungen

Die steigende Anzahl und Komplexität von Cyberangriffen hat dazu geführt, dass Unternehmen und Regierungen immer mehr in IT-Sicherheit investieren. Laut einer Studie des Bitkom e.V. werden die Ausgaben für IT-Sicherheit in Deutschland im Jahr 2022 auf 5,6 Milliarden Euro ansteigen. Auch weltweit steigen die Ausgaben für IT-Sicherheit. Laut Cybersecurity Ventures werden die weltweiten Ausgaben für Cybersecurity bis 2025 voraussichtlich auf 10,5 Billionen US-Dollar ansteigen.

Es gibt weltweit immer strengere Regulierungen, die Unternehmen und Organisationen dazu verpflichten, einen hohen Sicherheitsstandard zu erfüllen. Beispiele für solche Regulierungen sind das NIST Cybersecurity Framework 2.0, der IT-Grundschutz des BSI, die DSGVO und das IT-Sicherheitsgesetz 2.0 in Deutschland. Diese Regulierungen gelten

für Unternehmen und Organisationen, die bestimmte Kriterien erfüllen, wie zum Beispiel die Verarbeitung personenbezogener Daten oder die Betreibung kritischer Infrastrukturen. Wenn diese Regulierungen nicht eingehalten werden, können Strafen verhängt werden. Diese Regulierungen zwingen Unternehmen dazu, ihre Cybersecurity-Ausgaben zu erhöhen und machen den gesamten Cybersecurity-Markt als Investment-Thema interessant. Dies zeigt, dass das Bewusstsein für die Bedeutung von Cybersecurity wächst und dass Unternehmen und Regierungen bereit sind, in den Schutz ihrer Systeme und Daten zu investieren.

Cybersecurity als Anlagethema ist daher auch kein Newcomer. Allerdings fällt die Tatsache auf, dass das Universum an Investmentfonds sich fast ausschließlich aus passiven Formen wie ETFs zusammensetzt. Aktiv gemanagte Strukturen sind im Gegensatz zu den statischen ETFs in der absoluten Minderheit. Eine Erklärung für diesen Sachverhalt konnten wir bislang nicht ausmachen.

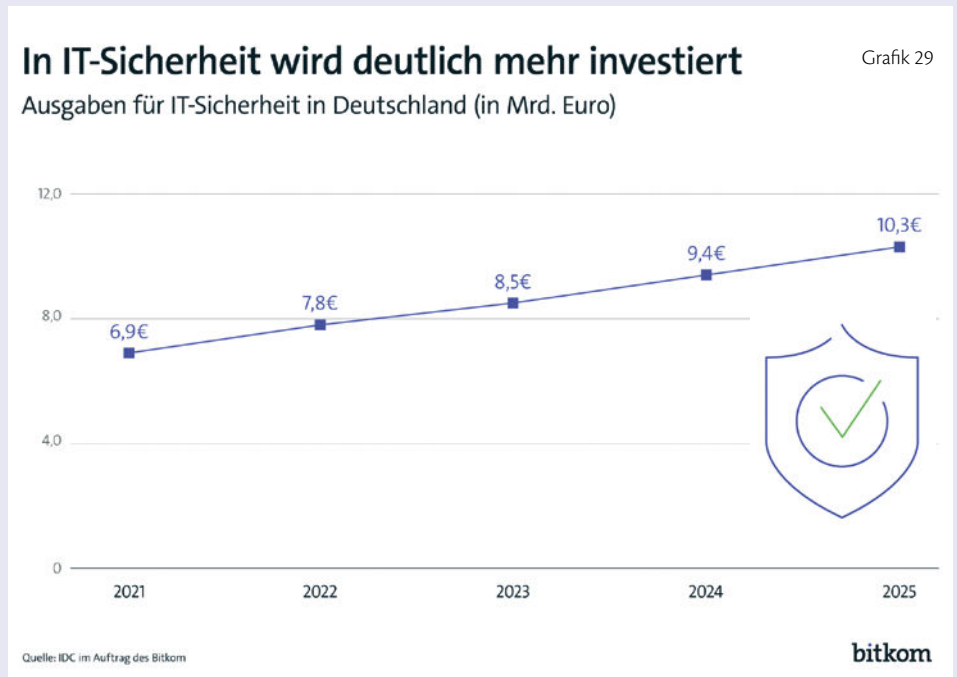


Der Themenbereich Cybersecurity umfasst verschiedene Unterbereiche, wie Identitäts- und Zugriffssicherheit, Datensicherheit und Verschlüsselung, Netzwerksicherheit, Endgerätesicherheit, Cloud-Sicherheit, Anwendungssicherheit, Mobile Sicherheit, Sicherheitsüberwachung und -analyse, Incident Response und Forensik sowie Security Operations. Da die Bedrohungslage im Bereich der Cybersecurity ständig im Wandel ist, werden jedes Jahr neue Technologien entwickelt, die gegen aktuelle Bedrohungen schützen.

Die Strategie unseres Cybersecurity Leaders Fonds (Anteilklasse R: WKN A3D058/Anteilklasse W: WKN A3D059) besteht darin, Trendthemen innerhalb der IT-Sicherheit zu identifizieren und in die führenden Hersteller innerhalb dieser Trends zu investieren. Bei der Auswahl der Unternehmen berücksichtigt der Fonds das Branchenwissen des Fondsmanagers sowie Produktneuvorstellungen und gängige Bewertungskennzahlen wie das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) und das Kurs-Umsatz-Verhältnis (KUV) im Branchenvergleich.

Der Cybersecurity Leaders Fonds verfolgt eine aktive Anlagestrategie. Positionen werden anhand von charttechnischen Marken auf- und abgebaut oder höher oder geringer gewichtet. Andere Einflussfaktoren wie die Entwicklung des Gesamtmarkts oder der Zinsen fließen in die Umsetzung ein. Das Risiko-Rendite-Verhältnis wird je nach Marktlage abgewogen. Dabei werden Wachstumstitel oder bereits profitable Hersteller höher gewichtet. Auch das Halten einer Cash-Position ist Teil des Risikomanagements.

Die Strategie des Cybersecurity Leaders Fonds zielt darauf ab, in die führenden Unternehmen innerhalb der aktuellen Trendthemen innerhalb der IT-Sicherheit zu investieren und so eine attraktive Rendite zu erzielen.



Die Strategie des Cybersecurity Leaders Fonds ist nicht neu. Sie hat bereits einen erfolgreichen Track Record von über 6 Jahren in Form eines wikifolio-Zertifikats, in das mehr als 12 Millionen Euro investiert sind. Dirk Althaus, der das Zertifikat managt, ge-

hört zusammen mit Marc Stief in der Berliner Niederlassung der ICM zum Team, das die führenden Unternehmen innerhalb der aktuellen Trendthemen innerhalb der IT-Sicherheit identifiziert und erfolgreich im Fonds umsetzt.



ICM 15er-Aktienportfolio

Im Depot befinden sich vierzehn von fünfzehn möglichen Titeln. Wir setzten weiterhin auf eine Übergewichtung bei Energie(Öl) und Finanz-Werten. Die Beteiligung im Bereich Einzelhandel/Konsum (Puma SE) wurde zugunsten des neuen Engagements in Deutsche Bank AG abgebaut. Die aktuelle Performance YTD des Portfolios liegt mit +8,4% klar über der Benchmark MSCI World mit 5,5%.

Nicht mehr im Portfolio:

PUMA SE Verabschiedet haben wir uns von unserer Beteiligung an dem deutschen Sportartikelhersteller Puma, die wir nach dem deutlichen Kursrückgang im Okt/Nov22 aufgebaut hatten. Nach der Fußball-Weltmeisterschaft, gutem Weihnachtsgeschäft und der allgemeinen Markterholung bleibt uns ein erfreulicher Gewinn von 25%.

Wieder im Portfolio:

Deutsche Bank AG Die Kurse der Bankaktien sind in den letzten Handelstagen stark gefallen, da die Angst vor einer finanziellen Ansteckung nach dem Zusammenbruch der Credit Suisse (CS) anhält. Die Nervosität auf dem Markt ist offensichtlich groß und gerade die Deutsche Bank geriet in den Fokus der ShortSeller. Einige führen dies auf ihren alten Ruf als unprofitable europäische Bank zurück, andere sind besorgt wegen des Gewerbeimmobilienportfolios in den Vereinigten Staaten. Aber die Zahlen sprechen eine andere Sprache. Der seit 2019 amtierende Chef Christian Sewing hat es geschafft im vergangenen Jahr die Cost-to-Income-Ratio der Kernbank auf 75% zu senken, gegenüber 84,6% im Jahr 2021 und noch 88,3% im Jahr 2020. Noch besser die Leistung der Privatbank; sie erreichte für das Gesamtjahr 2022 eine Cost-to-Income-Ratio von 72%. Im Jahr zuvor lag die Kostenquote bei 90% und im Jahr 2020 sogar bei 99%. Die Bank versucht auch weiterhin Kosten zu senken, indem Vermögenswerte verkauft oder abgebaut werden. Wie etwa der Verkauf des Finanz-

beraternetzes in Italien im Oktober 2022, bestehend aus 1.085 Kundenberatern mit einem verwalteten Vermögen von 16,5 Milliarden Euro an die Zurich Bank für 310 Millionen Euro.

Neues zu den anderen Portfolio-Mitgliedern:

Alibaba Group kündigte gerade an sich in sechs Geschäftsbereiche aufzuteilen, jeder mit eigenem CEO und Vorstand. Dies wird die größte Umstrukturierung in seiner 24-jährigen Geschichte. Alibaba hat sich lange Zeit auf den E-Commerce als Kerngeschäft gestützt, mit kleineren Abteilungen in Bereichen wie CloudComputing und Unterhaltung. Der CEO des Unternehmens, Daniel Zhang, sagte, dass die Geschäftsbereiche unabhängig voneinander Finanzierungen und Börsengänge anstreben können, was auf mögliche Ausgliederungen in der Zukunft hindeutet. In diesem Zusammenhang überraschte die aktuelle Rückkehr von Jack Ma nach China die Anleger. Nach den beispiellosen regulatorischen Eingriffen der vergangenen Monate zeigt der private Konsum in China wieder Anzeichen einer Erholung und sollte Alibaba als Chinas führende E-Commerce-Plattform wieder zu neuem Wachstum verhelfen. Außerdem ist Alibaba Cloud der bedeutendste Anbieter im chinesischen CloudComputing- und CloudKI-Bereich. Die Bewertung des Unternehmens weist zudem eine erhebliche Sicherheitsspanne auf. Es wird erwartet, dass Alibaba im laufenden Quartal einen Gewinn von 1,64 \$ pro Aktie erzielen wird, was einer Veränderung von +31,2 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. In den letzten 30 Tagen haben sich darum die Analystenschätzungen um +22% verändert. Die Aktie konnte sich deutlich erholen und zeigt ein Ergebnis von jetzt +16,0% YTD. Der Versicherungskonzern **Ping An** konnte die gute Performance der ersten Wochen des Jahres nicht fortsetzen und zeigt nun ein Ergebnis von -1% zum Jahresanfang. Die Dividendenrendite stieg wieder auf gute 5,4%. Mit Blick auf das Jahr 2023 sagte Jessica Tan,

Co-CEO der Ping An Gruppe, dass sich mit der Erholung des externen Umfelds und dem allmählichen positiven Effekt der Lebensversicherungsreform das Wachstum im Februar sich im Jahresvergleich ins Positive gedreht hat und sich diese ermutigende Dynamik im März fortsetzt. Wir erwarten für das 1.Quartal und für das Gesamtjahr 2023 ein positives Wachstum. Auch schwächer als der HangSeng-Index mit +2,7% YTD entwickelten sich die Aktien von China Everbright. Der Underformer verlor seit Anfang des Jahres -3,4%, die Dividendenrendite bleibt bei hohen 7,3%. Bessere Nachrichten bei **Tencent Music**. Der Umsatz von Tencent Music ist im vierten Quartal des vergangenen Jahres leicht gesunken, aber der Gewinn hat sich dank aggressiver Kostensenkungen mehr als verdoppelt. Nach der positiven Resonanz auf seine selbst entwickelten „Virtuellen Idole“ hofft das Unternehmen, neue Möglichkeiten mit KI-generierten Inhalten zu erkunden. Nach der globalen Sensation mit der Veröffentlichung von ChatGPT, die KI auf eine neue Ebene bringt, will Tencent Music weiterhin erforschen, wie man KI in Bereichen wie Grafik, Video und Musik für weitere neue Geschäftsmöglichkeiten nutzen kann. Die Aktie liegt mit einer Performance von +/- 0% etwas unter dem Niveau des Gesamtmarktes in HongKong. Anders bei **Bausch Health Companies**. Der Plan des Unternehmens, Bausch & Lomb auszugliedern, würde Bausch Health eine deutliche Aufwertung verschaffen. Dadurch entstehen zwei unabhängige Unternehmen, die vermutlich aufgrund der geringeren Verschuldung und der stärkeren Fokussierung erfolgreicher werden. Dies wäre ein klarer Katalysator für die zu erwartende Wertschöpfung. Darum kann die Aktie die Outperformance in diesem Jahr fortsetzen und zeigt ein tolles Ergebnis von +29,1% YTD. Gute Nachrichten auch bei **ENEL**. Die italienische Regierung beabsichtigt, die Auswirkungen der Steuer auf Energieunternehmen, die im vergangenen Jahr von den hohen Öl- und Gaspreisen profitiert haben, abzumildern. Die rechtsgerichtete



Regierung schätzt die Kosten der Maßnahme auf rund 400 Millionen Euro, die durch Einsparungen bei den Mitteln zur Bewältigung der Energierechnungen im ersten Quartal dieses Jahres finanziert werden soll. Die Aktie bleibt mit einem Ergebnis von +11,9% knapp unter Indexniveau. **Leonardo Spa** meldete gerade einen bereinigten Quartalsgewinn von 35 Cents je Aktie für das im Dezember abgeschlossene Quartal, der damit über der durchschnittlichen Erwartung von Analysten von 28 Cents je Aktie lag. Ein Gemeinschaftsunternehmen der französischen Thales SA und Leonardo SpA erhielt gerade den Zuschlag für die Lieferung von sieben Satelliten für die italienische Erd-beobachtungskonstellation, bekannt als IRIDE. Man teilte mit, dass das Gemeinschaftsunternehmen Thales Alenia Space die Aufträge von der Europäischen Weltraumorganisation erhalten hat, die IRIDE gemeinsam mit der italienischen Raumfahrtbehörde verwaltet. Die Satelliten werden in Italien gebaut und könnten einen Gesamtwert von ca. 230 Mio. Euro haben. Die Aktie bleibt einer der Outperformer des Jahres mit einem Ergebnis von jetzt eindrucksvollen +34,2% YTD. **K+S** hat gerade ein Rekordergebnis für das Jahr 2022 vorgelegt. Der Umsatz stieg auf 5,7 Mrd. Euro (+77%) bei einem EBITDA von 2,4 Mrd. (Vj.: 1,1 Mrd.; Marge: 42,7%). Am Erfolg sollen die Aktionäre mit einer Dividende von 1,00 Euro (Rendite: 5,3%) beteiligt werden; außerdem plant man im Mai startende Aktienrückkäufe von ca. 200 Mio. Euro (6% des Börsenwertes). Der Konzern geht zudem 2023 von einem begrenzten Kaliangebot aus Russland und Weißrussland und abermals attraktiven Preisen aus. Mit einem KGV von 5 ist die Aktie zwar weiterhin attraktiv bewertet, zeigt aber nur ein Ergebnis von +6,6% YTD. Der Boom bei KI hilft auch der niederländischen Holding **Prosus NV**. Der jüngste Herausforderer hört auf den Namen „HunyuanAide“ und wird vom chinesischen Tech-Konzern Tencent entwickelt, an dem Naspers maßgeblich beteiligt ist. Einem chinesischen Zeitungsbericht zufolge erreichte die KI-Software bei

einem Test ihres Verständnisses der chinesischen Sprache im vergangenen November einen Rekordwert. Tencent wiederholte auf Anfrage die Mitteilung von Anfang Februar, wonach das Unternehmen an einer KI-Software forsche. Das Marktpotential einer solchen Software ist jedenfalls immens. ChatGPT, das von der Microsoft-Beteiligung OpenAI entwickelt wurde, knackte Analysten zufolge binnen zwei Monaten nach der öffentlichen Vorstellung im November 2022 die Marke von 100 Millionen Nutzern. Dies sei ein Rekord. Die Video-Plattform TikTok habe dazu neun Monate und der Fotodienst Instagram zweieinhalb Jahre gebraucht. Die Aktie liegt z.Zt. mit einem Ergebnis von +11,6% YTD über dem Indexniveau. Auch der deutsche Softwareentwickler **SAP SE** will offensichtlich auch beim Megatrend Künstliche Intelligenz angreifen. Der Software-Riese plant nach Medienberichten einen Einstieg beim Heidelberger KI-Start-up Aleph Alpha. Das 2019 vom ehemaligen Apple-Manager gegründete Unternehmen gelte als einer der größten Hoffnungsträger für eine eigenständige europäische „Künstliche Intelligenz“, hieß es weiter. Das Programm „Luminous“ könne nach Unternehmensangaben mit ChatGPT des Marktführers Open AI mithalten. Dies hätten die im Februar veröffentlichten Ergebnisse eines standardisierten Leistungsvergleichs ergeben. Die Aktie zeigt seit Anfang des Jahres einen stabilen Aufwärtstrend mit einem erfreulichen Ergebnis von +20,4% YTD. Der Vorstand des staatlichen brasilianischen Ölkonzerns **Petrobras**, Jean-Paul Prates, sagte in einem Interview, man könnte im Zuge der Energiewende der letzte Rohölförderer sein. „Wir werden Marktanteile gewinnen“, sagte er. Die Kommentare beziehen sich auf die Energiewende und die Frage, ob es für einen Ölkonzern wie Petrobras Grund zur Sorge gibt. Zudem hat man dem Druck der Regierung widerstanden, den Verkauf von Vermögenswerten rückgängig zu machen. Prates verwies auf seine Verpflichtung, einen mehrjährigen strategischen Plan zu verfolgen und bestehende Verträge

zu respektieren. Das brasilianische Bergbau- und Energieministerium hatte das Unternehmen in einem Schreiben aufgefordert, die Veräußerungen zu überdenken, die von seinem früheren Management in Auftrag gegeben wurden. Der aktuelle politische Gegenwind sorgt für ein Ergebnis der Aktie von -2,1% YTD. Allerdings bleibt die Dividendenrendite von erwarteten 15% für das laufende Jahr immer noch ein Kaufargument. Das britische Öl- und Gasexplorationsunternehmen **Tullow Oil** hat seine Betriebsanlagen in Kenia mit 252,6 Millionen Dollar bewertet, da es einen möglichen Anteilsverkauf an einen strategischen Investor anstrebt, so ein Zeitungsbericht. In seinem Finanzbericht für 2022 erklärte das Unternehmen, dass ein positives Ergebnis zur Erlangung einer Produktionslizenz und ein neuer strategischer Investor, eine deutlich höhere Bewertung der Vermögenswerte zur Folge haben könnte. Aber die Suche nach einem akzeptablem Investitionsangebot geht weiter und die Genehmigung der Regierung steht noch aus. Durch diese Unwägbarkeiten bleibt die Aktie Underperformer im Ölsektor mit einem Ergebnis von -14,6% YTD. **Volkswagen Vz** Chef Oliver Blume verfolgt einen Plan, um den Wechsel in die E-Mobilität zu beschleunigen, gleichzeitig will er dem Aktienkurs auf die Sprünge helfen. Hochfliegende Visionen sind nicht seine Stärke, aber er wisse dagegen genau, wie man Projekte umsetze und eine Marke zum Erfolg führe. Blume will nun die Kräfte wecken, die in den Konzern stecken und unter dem ehemaligen Chef Diess ungenutzt blieben. Nach dem Vorbild der Sportwagentochter Porsche AG, die der 54-Jährige in Personalunion führt, sollen alle Marken sich an Kriterien des Kapitalmarkts orientieren und Volkswagen so an der Börse Auftrieb geben. Die Aktie zeigt mit einem Ergebnis von +7,9% YTD eine leichte Underperformance gegenüber den Mitbewerbern.



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.

China Everbright Environment Group Ltd ist eine Investmentholding, die in China hauptsächlich im Energie- und Infrastrukturgeschäft tätig ist. Das Unternehmen betreibt seine Geschäfte in 4 Segmenten: 1. Bau und Betrieb von Abfallverbrennungsanlagen 2. integrierte Biomasse 3. Umweltwasserprojekte 4. allg. Umweltschutztechnologie.

Deutsche Bank Aktiengesellschaft ist das nach Bilanzsumme und Mitarbeiterzahl größte Kreditinstitut Deutschlands. Das Unternehmen mit Sitz in Frankfurt am Main ist als Universalbank tätig und unterhält bedeutende Niederlassungen in London, New York City, Singapur, Hongkong und Sydney. In Deutschland arbeiteten 2020 rund 37.300, weltweit rund 84.700 Mitarbeiter für die Bank. Besonderes Gewicht legt die Bank auf das Investmentbanking mit der Emission von Aktien, Anleihen und Zertifikaten. Unter der Marke DWS Investments ist die Deutsche Bank mit einem Marktanteil von ca. 26 Prozent der größte Anbieter von Publikumsfonds in Deutschland.

Enel S.p.A. ist ein italienischer Energiekonzern mit Sitz in Rom, der in den Bereichen Stromerzeugung und Erdgas tätig ist. Das Unternehmen ist der größte Stromversorger in Italien und weltweit in 31 Ländern tätig. Die Aktiengesellschaft entstand 1962 per Gesetz aus der Fusion mehrerer kleinerer, regional operierender Gesellschaften. In den Forbes Global 2000 der weltgrößten Unternehmen belegt Enel Platz 73 (Stand: GJ 2021). Die Börsenkapitalisierung betrug im September 2019 rund 67 Mrd. Euro.

K+S AG, früher Kali und Salz AG, mit Sitz in Kassel ist ein börsennotiertes deutsches Bergbauunternehmen mit den Schwerpunkten Kali- und Salzförderung. K+S gehört zur Spitzengruppe der internationalen Anbieter von kali- und magnesiumhaltigen Produkten für landwirtschaftliche und industrielle Anwendungen. K+S ist vorwiegend in Europa, Nord- und Südamerika tätig und beschäftigt weltweit mehr als 14.700 Mitarbeiter (2020).

Leonardo SpA (ehemals Leonardo Finmeccanica SpA) ist ein in Italien ansässiges Hochtechnologieunternehmen in den Bereichen Luft- und Raumfahrt, Verteidigung und Sicherheit. Das Unternehmen ist in sieben Geschäftsbereichen tätig: Hubschrauber, Verteidigung und Sicherheit, Elektronik, Luft- und Raumfahrt, Verteidigungssysteme und sonstige Aktivitäten.

Petrobras (Petróleo Brasileiro S.A.) ist ein brasilianisches halbstaatliches Mineralölunternehmen mit Sitz in Rio de Janeiro. Das Unternehmen betreibt Ölfelder und Raffinerien sowie petrochemische Anlagen und unterhält ein Tankstellennetz in Lateinamerika.

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

Prosus NV ist eine Beteiligungsgesellschaft, die 2019 von der südafrikanischen Naspers gegründet wurde und auf Unternehmensbeteiligungen im Technologiesektor spezia-

liert 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. **SAP SE** ist ein in Deutschland ansässiges Unternehmen für Unternehmensanwendungssoftware. Das Unternehmen bietet unter anderem Softwarelizenzen, Support-Services und Cloud-Anwendungen.

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.

Die Tabelle finden Sie auf Seite 11.



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 trendlos, darüber und darunter gibt es entsprechende Signale.

4. MACD: Der Moving Average Convergence/Divergence Indikator zeigt das Zusammen- bzw. Auseinanderlaufen zweier unterschiedlich langer gleitender Durchschnitte. Schneidet der kurze den langen Durchschnitt von unten nach oben, gibt es ein Kaufsignal – umgekehrt ein Verkaufssignal.

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

Das erste Quartal 2023 war geprägt von einer Verbesserung des weltweiten Wachstums, aber auch vom Ausbruch finanzieller Instabilität und dem Scheitern der diplomatischen Beziehungen zwischen den USA und China. Die Anleger sollten diese Vorgaben beherzigen und im zweiten Quartal etwas defensiver agieren. Wir empfehlen angesichts hoher Zinsen, Angebotsrisiken, politischer Ungewissheit und geopolitischer Risiken vorsichtiger zu sein.

technische Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

Grafik 31

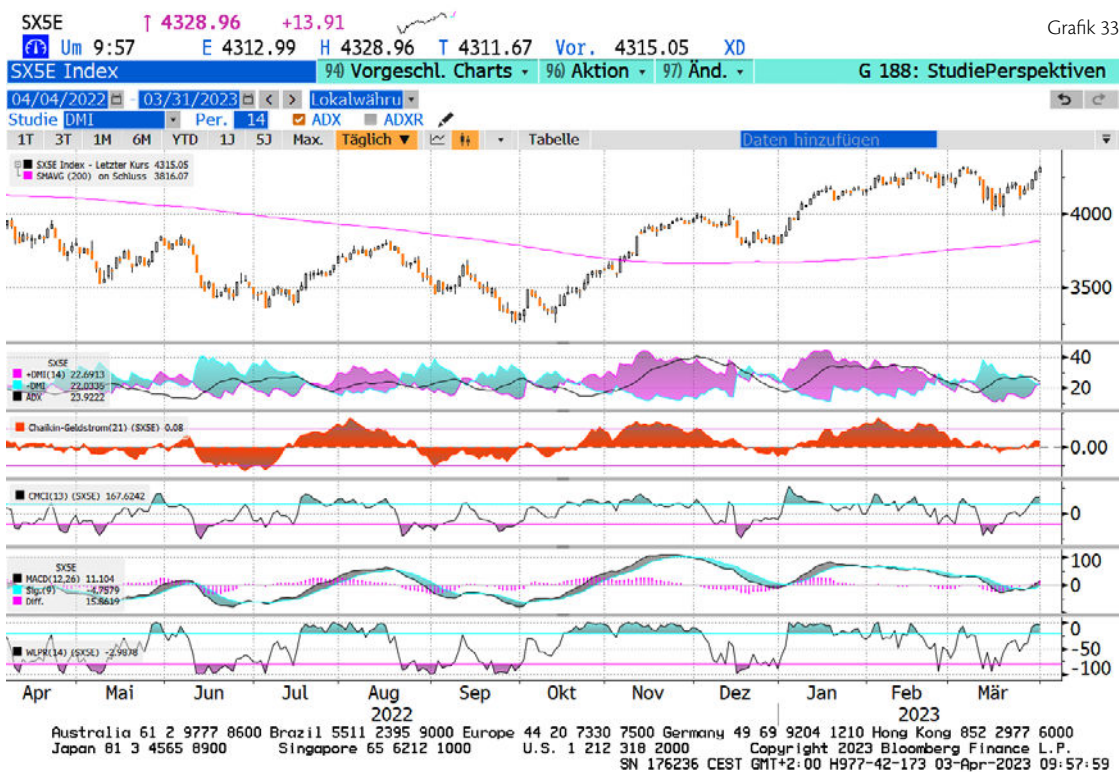
Indikatoren	AKTIENINDICES				
	S&P500	EuroStoxx50	DAX40	Nikkei225	Hang Seng
Chartbild	positiv	positiv	positiv	positiv	positiv
ADX	neutral	neutral/positiv	neutral/positiv	neutral	neutral
MFI - Money Flow Index	neutral	neutral	neutral	positiv	neutral/negativ
Ci - Commodity Channel Index	neutral/negativ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



Standard&Poor's 500 Kursindex

Seit Jahresbeginn kämpft der S+P 500 Index um seinen Support bei 4.000 Punkte und die 200 Tage-Linie bei 3935 Punkten. Der ADX Indikator ist relativ neutral. Der Geldstromindex zeigt nach Verkäufen im März wieder Mittelzuflüsse und unterstützt die kurzfristige Aufwärtsbewegung. Der Commodity-Channel-Index hat sich aus dem neutralen Bereich nach oben bewegt und ist jetzt überkauft. Der MACD dreht seit Anfang März leicht nach oben, bleibt aber so noch neutral. Der William %R Oszillator ist überkauft und gibt damit ein leichtes Verkaufssignal.

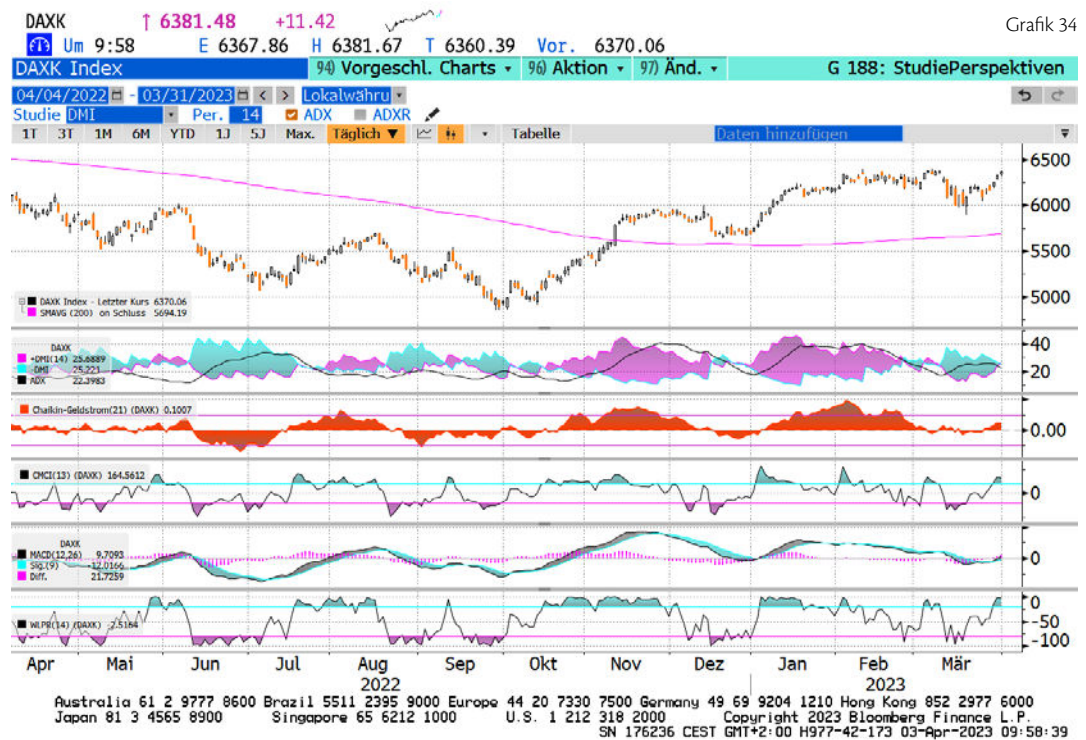
Ergebnis: neutral



EuroStoxx 50 - Kursindex

Der EuroStoxx50-Index konnte nach einem Test seiner Unterstützungslinie bei 4.000 Punkten das Quartal auf Jahreshöchstkurs abschließen. Der ADX Indikator zeigt sich fast trendlos neutral. Der Geldstromindex zeigt sich nach den deutlichen Mittelzuflüssen im Januar/Februar seit einigen Wochen neutral. Der Commodity-Channel-Index ist leicht überkauft. Der MACD ist neutral, dreht aber leicht nach oben. Der William %R Oszillator zeigt auch ein leichtes Verkaufssignal aus dem überkauften Bereich.

Ergebnis: neutral/positiv



Grafik 34

DAX40 - Kursindex

Ähnlich dem EuroStoxx50 konnte der DAX40-Kursindex nach einem kurzen Test seine Unterstützungslinie bei 6.000 Punkten verteidigen und schloss das erste Quartal auf Jahreshoch. Die 200 Tagelinie bei ca. 5.700 Punkten ist in weiter Ferne. Der ADX Indikator zeigt nur einen leichten Trend und ist neutral. Der Geldstromindex zeigt sich nach den deutlichen Mittelzuflüssen im Januar/Februar seit einigen Wochen neutral. Der Commodity-Channel-Index ist leicht überkauft. Der MACD zeigt sich absolut neutral. Der William %R Oszillator zeigt auch ein leichtes Verkaufssignal aus dem überkauften Bereich.

Ergebnis: neutral/positiv

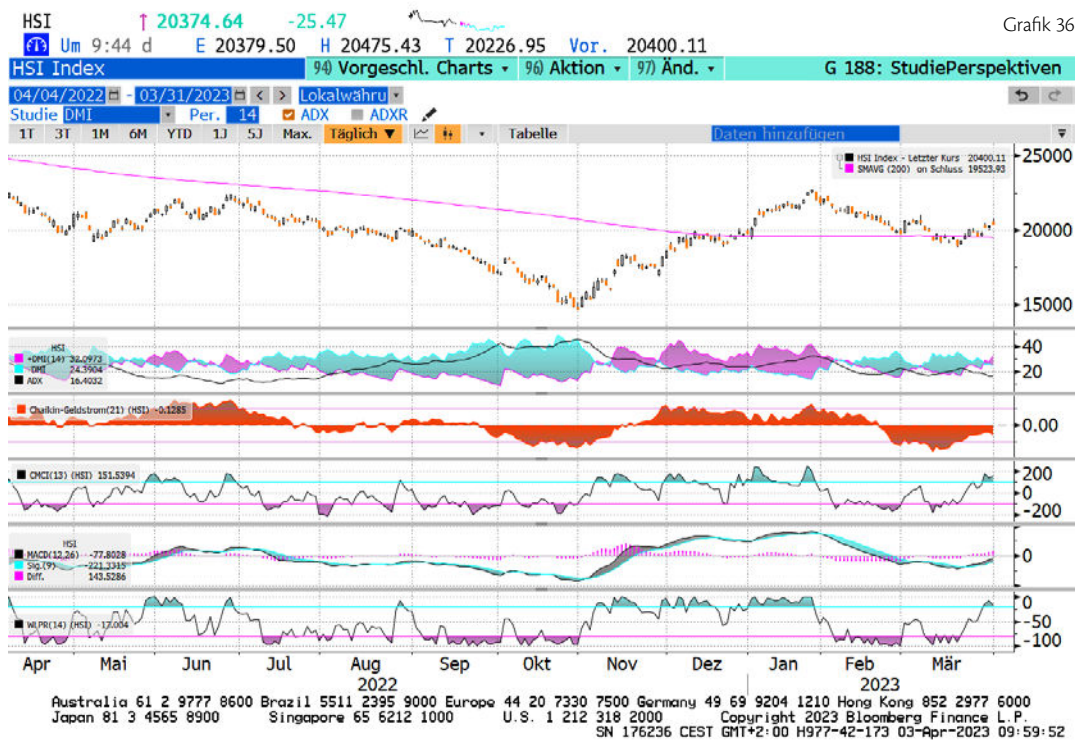


Grafik 35

Nikkei 225 - Kursindex

Tokio setzte seinem Seitwärtstrend um seine 200Tage-Linie bei z.Zt. 27.360 Punkten weiter mit hoher Volatilität fort, aber der Jahreshöchstkurs und der Widerstand oberhalb der 29.000 Punkte ist noch etwas entfernt. Der ADX Indikator zeigt sich neutral. Der Money-Flow-Index zeigt seit Anfang März deutliche Nettokäufe. Der MACD befindet sich nach dem Kaufsignal Anfang März auf dem Weg nach oben, ist aber noch nicht überkauft. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide in der überkauften Zone angekommen, geben aber noch kein klares Verkaufssignal.

Ergebnis: neutral/positiv



Grafik 36

Hang Seng – Kursindex

Nach Jahreshoch im Januar zeigte HongKong einen leichten Abwärtstrend, konnte aber den wichtigen Bereich zwischen 19.500 und 20.000 Punkten verteidigen. Der ADX Indikator ist seit Anfang Februar neutral. Der Money-Flow-Index zeigt nach deutlichen Verkäufen im März leichte Kauf Tendenzen. Der MACD gibt ein leichtes Kaufsignal. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator haben sich beide bereits leicht überkauft, geben aber noch kein Verkaufssignal.

Ergebnis: neutral/negativ



ICM Green Strategy im Vergleich zum Nasdaq

Was haben wir in den letzten 12 Monaten mit unserem Nachhaltigkeitsprodukt, der ICM Green Strategy erreicht? Wir haben im Vergleich zum Technologie Index Nasdaq, in dem sich die weltweit meistgehandelten Nachhaltigkeitsaktien befinden, unsere Strategie defensiv und chancenerhaltend ausgerichtet. Damit war die Volatilität als Risikomaß starker Ausschläge unter Kontrolle, verdienen konnte man im Rückblick die letzten 12 Monate allerdings nichts – wir bleiben im einstelligen Prozentbereich unter dem Stand des Vorjahrs. Mit abnehmenden Zinsdruck, bedingt durch stetig sinkende Inflationen und einer positiven Entwicklung des Geschäftsklimas ist das Potenzial für eine nachhaltig positive Rendite vorhanden. Durch stetige Anpassungen der Aktien-Portfoliostruktur im Hinblick auf die globale Gewichtung und eine Konjunktur adaptive Auswahl der Branchen, ist

die ICM Green Strategy mit einer stetig wachsenden Anzahl an nachhaltig orientierten Unternehmen ein wichtiger Ansatz für eine zukunftsfähige Vermögensverwaltung.

Deutsche Regierung mit Nachhaltigkeitsstrategie

Vom Kampf gegen Hunger und Armut über bezahlbare und saubere Energie bis hin zum Klimaschutz oder dem Ziel von lebenswerten, zukunftsfähigen Städten: 17 globale Ziele für eine nachhaltige Entwicklung haben die 193 Mitgliedsstaaten der Vereinten Nationen definiert, um bis 2030 wichtige Bereiche des menschlichen Zusammenlebens auf einen guten Weg zu lenken. An diesen 17 globalen Zielen orientiert sich seit 2016 auch die deutsche Nachhaltigkeitsstrategie. Am 10. März 2021 hat das Bundeskabinett deren Weiterentwicklung beschlossen.

Mit der Übernahme der 17 Nachhaltigkeitsziele (Sustainable Development Goals, kurz SDGs) ist die deutsche Nachhaltigkeitsstrategie ein Stück weitgehend internationalisiert worden. Das bedeutet: Die Bundesregierung schaut nicht nur auf Deutschland, sondern auch weltweit auf die Umsetzung dieser Ziele bis 2030. Denn über Mittel und Maßnahmen der Entwicklungszusammenarbeit kann Deutschland auch international Einfluss auf die Umsetzung der Ziele ausüben. Die Umsetzung der Nachhaltigkeitsziele sind mit dem jetzigen Tempo allerdings nicht zu schaffen. Deshalb müssen die Staaten der Welt ihre Anstrengungen noch verstärken. Sonst sind die angestrebten Ziele, wie etwa die Beseitigung von in vielen Ländern verbreiteten Armut und Hunger, bis 2030 nicht zu erreichen. In Deutschland möchte die Bundesregierung beispielsweise die Energiewende voranbringen und damit auch einen Beitrag gegen den Klimawandel leisten. Zu einer nachhaltigen Entwicklung gehört auch das Ziel der Geschlechtergleichheit (SDG 5). Hier geht es etwa um die gleiche Bezahlung von Männern und Frauen oder einen angemessenen Anteil von weiblichen Führungskräften in Unternehmen. Um die Ziele der deutschen Nachhaltigkeitsstrategie und der Agenda 2030 zu erreichen, muss der Weg einer anspruchsvollen Transformation beschritten werden. Die Bundes-





regierung möchte deshalb in wichtigen Bereichen wie Energie, Klimaschutz, Kreislaufwirtschaft, Wohnen, Verkehr, Ernährung und der Landwirtschaft ansetzen. Der Koalitionsvertrag der neuen Bundesregierung erwähnt die Notwendigkeit einer Transformation von Wirtschaft und Gesellschaft an verschiedenen Stellen.

Nachhaltigkeit konkret: Schutz von Klima und Gesundheit

Im Transformationsbereich Energie und Klimaschutz unterstützt die 2021 weiterentwickelte Strategie eine zügigere Umsetzung des 13. globalen Nachhaltigkeitsziels („Maßnahmen zum Klimaschutz“). Die Bundesregierung hat dazu 2019 ein Klimaschutzgesetz verabschiedet und dieses 2021 novelliert. Demnach soll Deutschland bis zum Jahr 2045 Treibhausgasneutralität erreichen. Um das zu schaffen, wurden kontinuierlich sinkende Emissionsmengen festgelegt. Im Bereich des dritten Nachhaltigkeitsziels „Gesundheit und Wohlergehen“ (SDG 3) setzt sich die Bundesregierung für eine Verbesserung der globalen Gesundheit ein – auch, um sogenannte Zoonosen zu bekämpfen. Zoonosen sind Infektionskrankheiten, die gleichermaßen bei Tieren und Menschen vorkommen können. Die letzte Aktualisierung der Nachhaltigkeitsstrategie erfolgte teilweise zeitlich und inhaltlich vor dem Hintergrund der Corona-Pandemie. Die Pandemie hat verdeutlicht, welche starken Auswirkungen die Gefährdung des dritten Nachhaltigkeitsziels „Gesundheit und Wohlergehen“ auf alle Lebensbereiche und damit auf alle anderen Nachhaltigkeitsziele haben kann. Als Folge der Pandemie gibt es Rückschritte bei der weltweiten Armutsbekämpfung. Das Bewusstsein für die Bedeutung der natürlichen Lebensgrundlagen ist hingegen gewachsen und hat zu neuen Debatten über den richtigen Weg in eine nachhaltige Zukunft geführt. Es gibt sowohl Lob für die bestehende Deutsche Nachhaltigkeitsstrategie als auch Hinweise auf weiteren Änderungsbedarf. Das ergab sich aus dem Expertenbericht zur Nachhaltigkeitspolitik (Peer Review) vom Juni 2018 und aus den verschiedenen Dialogveranstaltungen

mit Bürgerinnen und Bürgern in 2019/2020. Die bisherigen Erfahrungen mit der Umsetzung der Agenda 2030 national wie global zeigen: Wir können nachhaltiger werden. Zugleich wird klar: Wir müssen noch sehr viel tun. Denn auch in Deutschland sind wir an vielen Stellen noch weit von einem nachhaltigen Wirtschaften und einem nachhaltigen Lebensstil entfernt. In einem Perspektivenpapier vom August 2021 betont die Bundesregierung die Notwendigkeit von deutlichen Fortschritten, um die Agenda 2030 umzusetzen. Das Papier wirft einen Blick auf die Herausforderungen für die Nachhaltigkeitspolitik in der kommenden Legislaturperiode nach der Bundestagswahl vom September 2021. Hier zwei Kandidaten aus dem Universum der ICM Green Strategy – Carl Zeiss Meditec und Fielmann.

Carl Zeiss Meditec

Unter dem Schirm der Carl Zeiss Meditec AG sind die Medizintechnik-Aktivitäten von ZEISS gebündelt. Das Unternehmen ist einer der weltweit führenden Medizintechnik-Anbieter. Die Gesellschaft bietet Lösungen für die Zukunftsmärkte Medical and Research Solutions, Industrial Solutions, Eye Care und Lifestyle Products an und trägt mit Innovationen in der Augenheilkunde und Mikrochirurgie zum medizinischen Fortschritt bei. Das Unternehmen entwickelt und vertreibt Operationsmikroskope, ophthalmologische Diagnosesysteme, Mikroskope, Lithografie Optik, Industrielle Messtechnik, Brillengläser, Planetariums Technik, optronische Produkte, Film- und Fotoobjektive sowie Ferngläser und Spektive. Ärzte in aller Welt bekommen mit Zeiss-Meditec-Technologien intelligente Werkzeuge an die Hand, um die vier wesentlichen Krankheitsbilder des Auges, Fehlsichtigkeit (Refraktion), Grauer Star (Katarakt), Grüner Star (Glaukom) und Netzhauterkrankungen (Retina-Erkrankungen), effizient und wirksam zu behandeln und bietet dabei Produkte von der Diagnose über die Therapie bis hin zur Nachbehandlung. Darüber hinaus bietet der Konzern neben Operationsmikroskopen auch Visualisierungslösungen für die HNO- und Neurochirurgie. Die

Produkte werden dabei in erster Linie bei der Entfernung von Tumoren, der Behandlung von Gefäßkrankungen und bei der Therapie funktioneller Krankheiten eingesetzt.

Nachhaltigkeitsaspekte: Das Unternehmen ist in den sozialen Bereichen stark engagiert. Über seine Carl Zeiss Stiftung, unterstützt der Konzern die Bereiche Forschung, Bildung, Gesundheit und Naturschutz mit den benötigten finanziellen Mitteln.

Fielmann AG

Die Fielmann AG ist einer der führenden Optiker in Europa. Das Unternehmen ist auf allen Ebenen der Branche aktiv: als Hersteller, als Agent und als Optiker. In Deutschland zählt die Gesellschaft zu den Marktführern. Fielmann liefert direkt und ohne Umwege an seine Niederlassungen. Die Geschäfte sind im Bereich der eigenen Kollektion „Factory-Outlets“, die zu vergleichsweise günstigen Preisen verkaufen können. Bei fremden Kollektionen kauft Fielmann, wie andere Optiker auch, bei Herstellern ein, die für bekannte Marken und Couture-Linien produzieren. Dabei bezieht die Gesellschaft häufig erheblich größere Mengen an einzelnen Modellen und kann die so generierten niedrigen Einkaufspreise an die Kunden weitergeben. Das Portfolio umfasst neben Sonnen- und Gleitsichtbrillen sowie Kontaktlinsen auch Hörgeräte. Fielmann unterhält Produktionsstätten ausschließlich in Deutschland.

Nachhaltigkeitsaspekte: Die Fielmann AG ist durch ihre Firmenstruktur und seine Produktpalette ein nachhaltig wichtiges Unternehmen. Das Unternehmen ist aber auch extrem umweltbewusst und unterstützt die Bereiche Natur, Denkmalschutz, Bildung, Forschung, Infrastruktur und Dienstleistungen. Die Umsetzung erfolgt durch die finanzielle Unterstützung regionaler Organisationen. Fielmann pflanzt seit Jahren für jeden Mitarbeiter einen Baum. Mittlerweile sind das 1,6 Millionen Bäume und Sträucher. Museen, Kinderheime und Fördervereine werden ebenfalls gesponsort. Mit Hilfe von Gemeinden werden Streuobstwiesen und Biotope angelegt.



Anleihen: die bessere Alternative ?

JP Morgan: Zinsen im weiteren Jahresverlauf

Grafik 40

Rates	Current	Jun-23	Sep-23	Dec-23	Mar-24
US (SOFR)	4.82	5.05	5.05	5.05	5.05
10-year yields	3.52	3.70	3.55	3.40	3.40
Euro area (depo)	3.00	3.75	3.75	3.75	3.75
10-year yields	2.32	2.40	2.25	2.00	1.65
Italy-Germany 10Y (bp)	182	200	190	180	170
Spain-Germany 10Y (bp)	102	100	90	95	85
United Kingdom (repo)	4.25	4.75	4.75	4.75	4.50
10-year yields	3.51	3.50	3.30	3.05	2.80
Japan (call rate)	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10-year yields	0.32	0.65	0.55	0.55	0.75
EM Local (GBI-EM yield)	6.59	6.59		6.49	

In Anbetracht einer drohenden rezessiven Phase in den nächsten 12-18 Monaten liegt es nahe, dass langfristige Zinsen ihren Höhepunkt bereits erreicht haben. Die jüngsten Turbulenzen im Bankensektor haben das Risiko steigender Inflationserwartungen denkbar verringert. Doch selbst bei diesen schlechteren Wachstumsaussichten bedeutet die Tatsache, dass die Inflation noch so weit über dem Zielwert liegt und der Arbeitsmarkt angespannt bleibt, dass die Notenbanken auf ihrem bisher beschrittenen restriktiven Kurs eher verharren als die Geldpolitik entscheidend zu lockern. Denn wenn man die letzten US-Zinserhöhungsserien in den vergangenen Jahrzehnten analysiert, zeigt sich, dass die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen im Durchschnitt ein bis zwei Monate vor der letzten Zinserhöhung der Fed ihren Höchststand erreicht hatten, und dass der Höchststand der Renditen immer in einem Zeitfenster von vier Monaten vor bis vier

Monaten nach der letzten Zinserhöhung lag. Das Bild lässt sich gut auf die aktuelle Lage übertragen. Außerdem signalisieren die Renditestrukturen bei Staatsanleihen, dass die Geldpolitik beiderseits des Atlantiks schon seit einiger Zeit relativ straff ist. Historisch gesehen signalisiert nämlich die starke Invertierung – die 2-Jahres-Rendite liegt über der 10-Jahres-Rendite –, dass ein zyklischer Höhepunkt für beide Laufzeiten nahe ist.

Die aktuelle Situation ist unseres Erachtens allerdings noch nicht geeignet, um die Duration im Portfolio auszuweiten. Hierzu müsste sich die Konjunkturabschwächung über den Industriesektor hinaus auch in den Dienstleistungsbereich ausweiten, die Arbeitslosigkeit zu steigen beginnen und die Inflation definitiv auf dem Weg nach unten sein. Die wichtigsten Daten, die man in den USA im Hinblick auf die nächste große Be-

wegung bei den Renditen beobachten sollte, sind die der Kreditvergabe der Banken, insbesondere die Senior Loan Officer Opinion Survey, um festzustellen, ob der Stress im Bankensektor auf die Realwirtschaft übergreift. Die Investmentbank JP Morgan sieht daher für die nächsten 12 Monate noch keine Entspannung am Geldmarkt.

Ebenfalls von Entwicklungen historischer Rezessionen abweichend stiegen die Risikoaufschläge für schlechtere Bonitäten unter den Anleihen weniger stark an. Ein Grund dafür ist die aktuelle Zusammensetzung des High-Yield-Index viel besser als in der Vergangenheit. Im Jahr 2006 hatten nur 35 % des High-Yield-Index ein Ba-Rating (die höchste Kreditqualität bei Junk-Bonds). Heute liegt dieser Prozentsatz eher bei 50 %. Ein weiterer Grund ist, dass das Kreditrisiko bis vor kurzem für Investoren kein Thema war. Während des größten Teils des Ausver-



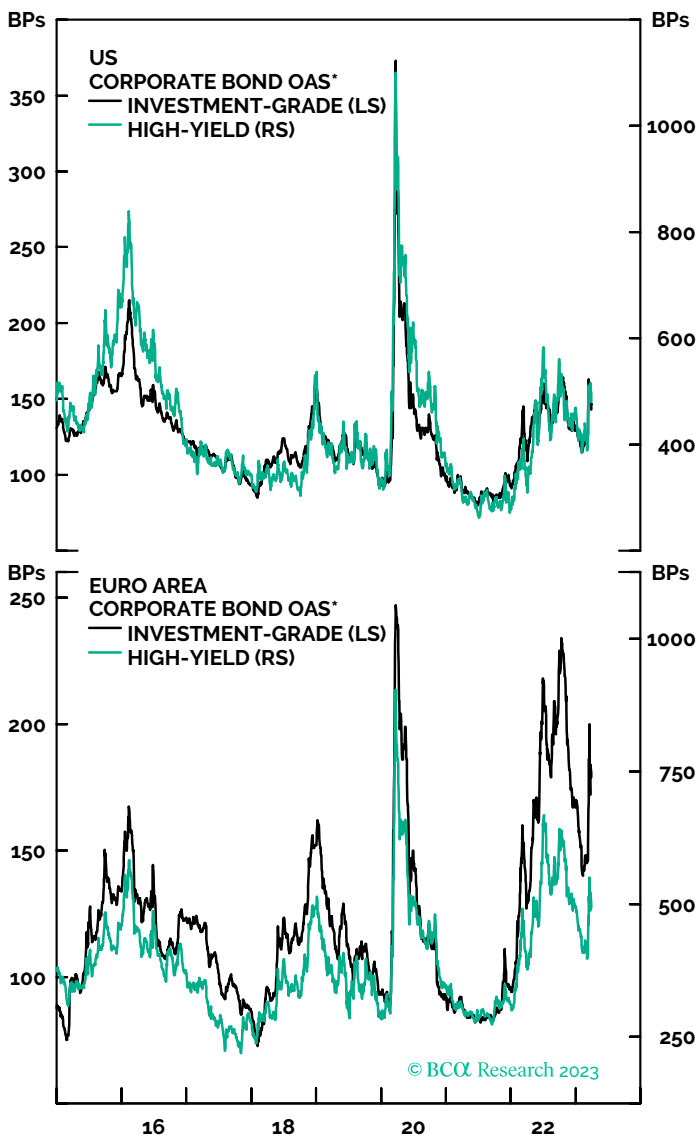
kaufs im Jahr 2022 schnitten Unternehmen mit starken Bilanzen schlechter ab als Unternehmen mit schwachen Bilanzen. Die Märkte machten sich mehr Sorgen über steigende Zinsen und deren negative Auswirkungen auf die Bewertungen als über das Konkursrisiko. Reichlich überschüssige Ersparnisse und hohe Bargeldbestände bedeuteten, dass es bis 2022 nur selten zu Zahlungsausfällen kam, obwohl die Bewertung der teuren Vermögenswerte einbrach.

Das hat sich in den letzten Wochen geändert. Die Kreditspreads haben zu steigen begonnen. Wir gehen davon aus, dass sich dieser jüngste Trend fortsetzen wird. Da die US-Notenbank kurz vor dem Ende des Straffungszyklus steht, sollten sich die Anleger vor allem um die Verschärfung der Kreditbedingungen und das Rezessionsrisiko sorgen. Hochverzinsliche Anleihen längerer Restlaufzeiten werden sich in diesem Umfeld schlechter entwickeln als

Staatsanleihen. Kürzere Laufzeiten hingegen dürften eher an Attraktivität gewinnen, denn bislang deutet sich nur ein im historischen Vergleich geringeres Ausfallrisiko an. Eingepreist wird aber zur Zeit ein 6,6%iges Ausfallrisiko von US-Emissionen, was angesichts eines langjährigen Durchschnitts von 2,5 % das Risiko eher überzeichnet.

Ausweitung der Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen

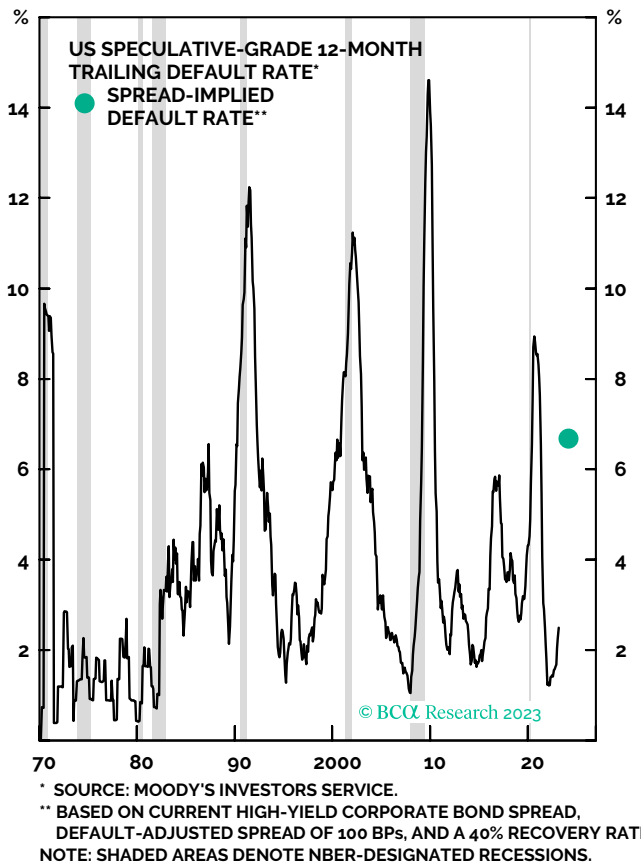
Grafik 41



* OPTION-ADJUSTED SPREAD. SOURCE: BLOOMBERG INDICES.

Risikoprämien bei HighYield zeigen moderate Ausfallrisiken

Grafik 42



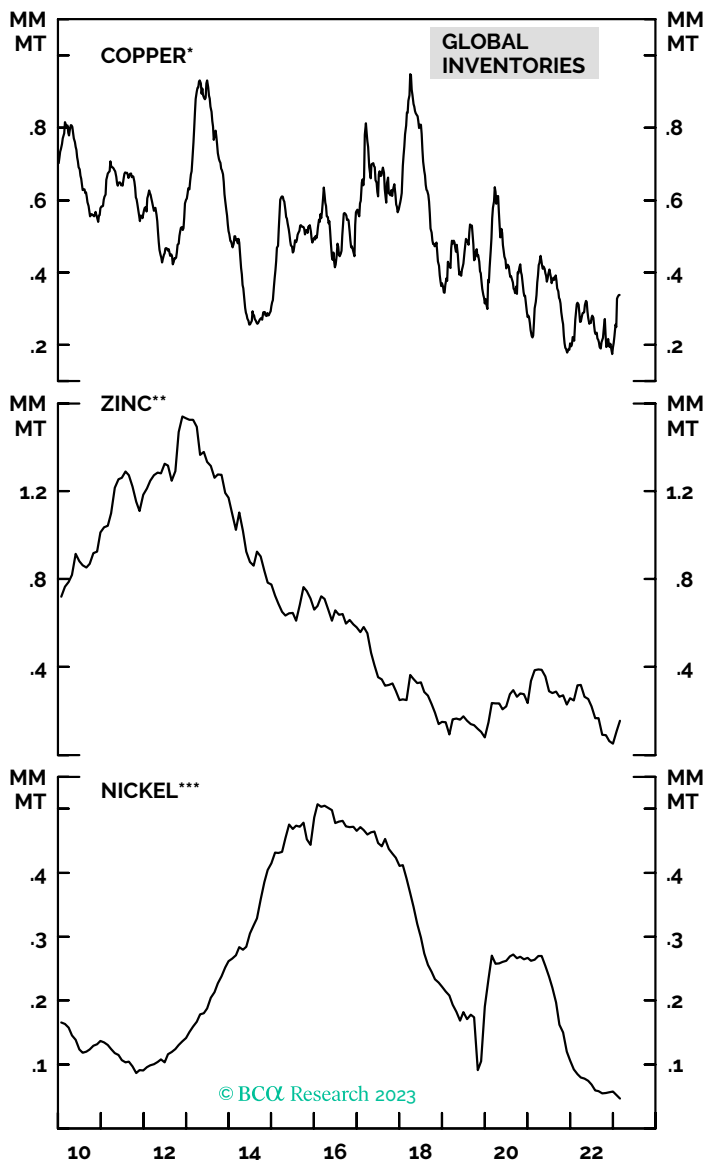
* SOURCE: MOODY'S INVESTORS SERVICE.
 ** BASED ON CURRENT HIGH-YIELD CORPORATE BOND SPREAD, DEFAULT-ADJUSTED SPREAD OF 100 BPS, AND A 40% RECOVERY RATE.
 NOTE: SHADED AREAS DENOTE NBER-DESIGNATED RECESSIONS.



Rohstoffe: vorerst gute Aussichten.

Lagerbestände bei Metallen niedrig

Grafik 43



- * SUM OF LME, COMEX, SHFE, AND BONDED WAREHOUSE STOCKS. SOURCE: SMM INFORMATION AND TECHNOLOGY.
- ** CALCULATED AS THE SUM OF SHFE AND LME STOCKS. SOURCE: WORLD BUREAU OF METAL STATISTICS AND NEW YORK MERCANTILE EXCHANGE.
- *** CALCULATED AS THE SUM OF SHFE AND LME STOCKS.

Vorerst spricht die auf zugegebenermaßen niedrigem Niveau erstaunlich resiliente Konjunktur für weiter stabile Rohstoffpreise. Das Zünglein an der Waage zwischen Angebot und Nachfrage spielt gerade im Metallkomplex China. Das größte Risiko für Metalle geht von China aus, auf das mehr als die Hälfte der weltweiten Nachfrage nach den meisten Industriemetallen entfällt. Der chinesische Wohnungsbausektor absorbiert 17 % der weltweiten Kupferproduktion. Wenn der Wohnungsmarkt 2024 wieder abrutscht, wird dies ein wichtiges Gegengewicht zur steigenden Nachfrage nach Metallen bilden, die aus dem Übergang zu einer grünen Wirtschaft resultiert. Investitionen zur Ausweitung des Angebots waren zuletzt schwach. Dazu befinden sich die Metallvorräte nach wie vor auf einem außergewöhnlich niedrigen Niveau. Die gute Nachricht für Rohstoffe ist, dass die knappen Angebotsbedingungen das Ausmaß des Preisrückgangs während der nächsten Rezession begrenzen werden.

Auch bei Öl ist die aktuelle Lage seit der letzten Ankündigung der OPEC 2.0, die Förderung um weitere 1,1 Mio Barrel pro Tag zu kürzen, kurzfristig eher angespannt. Weltweit sind die Investitionsausgaben pro gefördertem Barrel Öl gegenüber dem Höchststand um zwei Drittel zurückgegangen. Die meisten Ölgesellschaften geben der Rückführung von Barmitteln an die Aktionäre weiterhin Vorrang vor neuen Investitionen.

Über einen mehrjährigen Horizont hinweg sind die Aussichten für Metalle besser als für Öl. Auf den Verkehrssektor entfallen derzeit etwa 60 % der weltweiten Erdölnachfrage. Einer Umfrage zufolge rechnen 40 % der US-Haushalte damit, in den nächsten fünf Jahren ein Elektrofahrzeug zu kaufen, gegenüber 15 % im Jahr 2018. Die Umstellung auf Elektrofahrzeuge wird die Nachfrage nach Erdöl stetig verringern. Auf der anderen Seite wird die Einführung von Elektrofahrzeugen den Industriemetallen zugutekommen, da sie sowohl bei der Produktion von Elektrofahrzeugen als auch in den dafür erforderlichen Stromverteilungsnetzen stark genutzt werden. Die Roh-

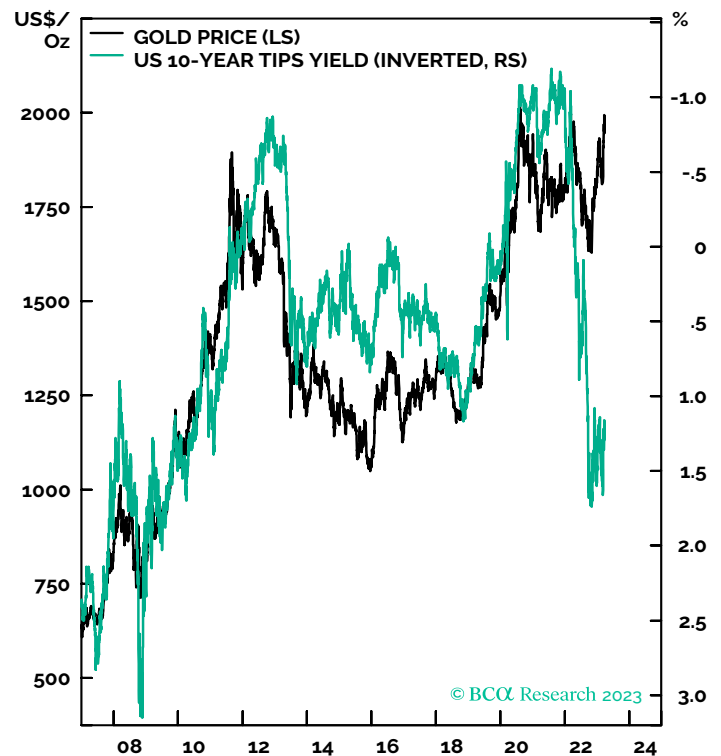


stoffstrategen von BCA schätzen, dass die weltweite Umstellung auf erneuerbare Energien eine Verdoppelung des Angebots an raffiniertem Kupfer in den nächsten 10 Jahren erfordern wird, was mit den derzeitigen Produktionsplänen wahrscheinlich nicht erreicht werden kann.

Der Goldpreis ist seit seinem Tiefststand im Oktober um 23 % gestiegen, was auf die anhaltende Inflation und die Erwartung von Zinssenkungen der Fed zurückzuführen ist. Wir sehen weiterhin eine gewisse Rolle für Gold in einem Portfolio als Diversifikator und Inflationsabsicherung. Angesichts der realen Zinssätze, seiner historischen Spanne in realen Werten und der Produktionskosten (die im dritten Quartal letzten Jahres durchschnittlich 1.290 \$ betragen, während der aktuelle Spotpreis bei fast 2.000 \$ liegt) erscheint der Goldpreis derzeit jedoch teuer. Ein Faktor kommt hinzu: Gold folgt i.d.R. der invertierten realen Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen. Diese hat sich von zuletzt fast minus 1,5 % auf inzwischen plus 1,2 % geändert. Heißt für Gold also nichts Gutes.

Goldpreis hat sich von den realen Zinsen abgekoppelt

Grafik 44



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.

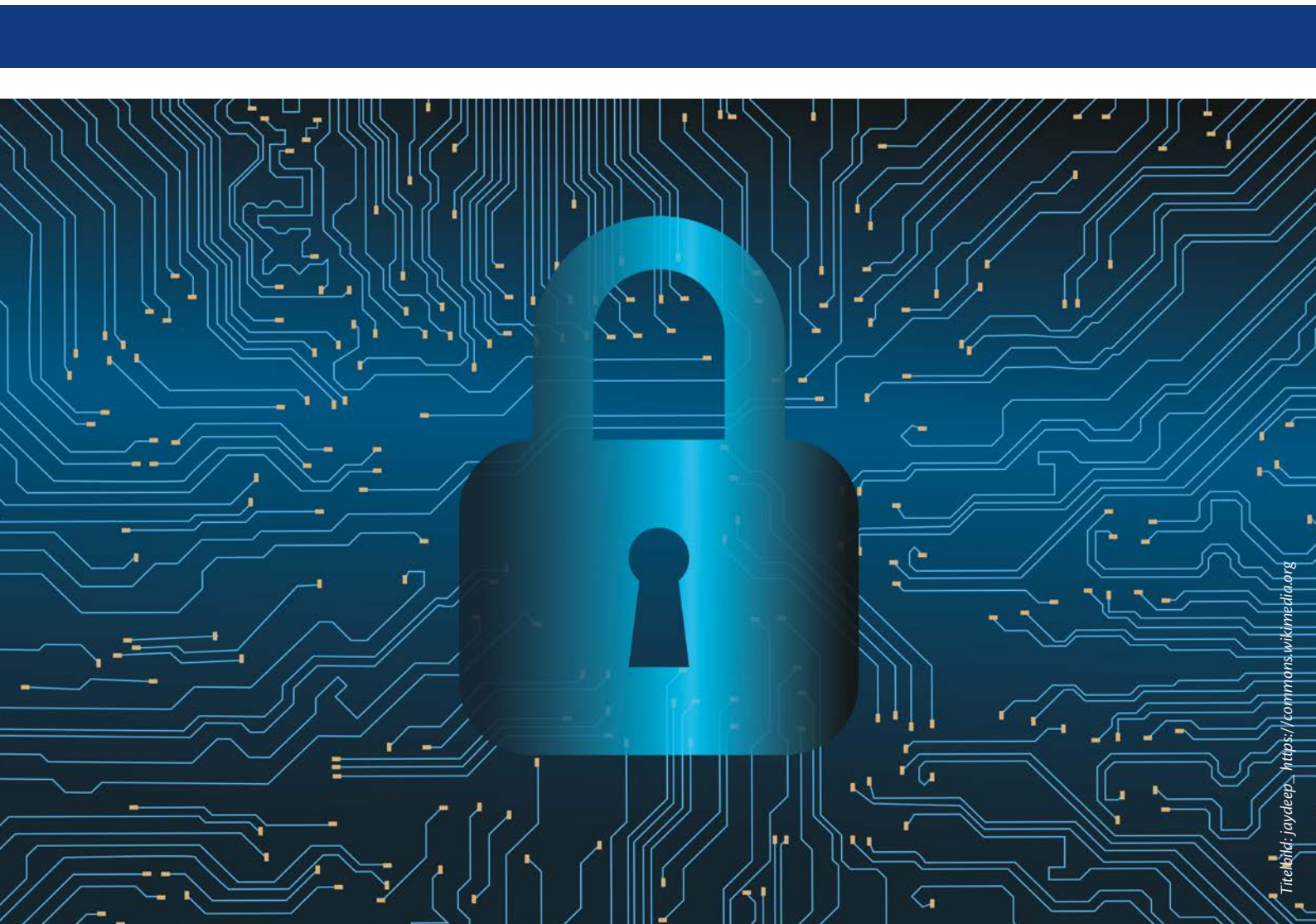
4. Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage 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), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Galilei Global Bond Opportunities UI (A3DD93), des Cybersecurity Leaders UI (A3D058, A3D059) und des Bronzin Premium Income Fonds (A14XNT). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: keine

HyperLinks:

<http://www.bcuresearch.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: joydeep_ https://commons.wikimedia.org

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:
06.04.2023

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.