

PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 3-4/2024





Liebe Leser,

die ersten drei Monate des Jahres brachten erfreuliche Kurszuwächse an den Börsen, die sich keiner so recht erklären konnte. Denn die Medien waren und sind noch voll von negativen Nachrichten.

Wir befinden uns offensichtlich in einer konjunkturellen Erholungsphase unbekannter Dauer. Das zeigte zuletzt auch der deutsche IFO Geschäftsklima Index, der im März auf ein 9-Monatshoch von 87,8 Punkten geklettert war. Sowohl die aktuelle wirtschaftliche Lage (+1,2 auf 88,1), als auch die Erwartungen für die nächsten sechs Monate (+3,1 auf 87,5) überraschten positiv und trieben den Anstieg des IFO-Gesamt-Index weiter an. Darüber hinaus war die Verbesserung breit gefächert und betraf das verarbeitende Gewerbe, den Dienstleistungssektor, den

Handel und das Baugewerbe gleichermaßen.

Die konjunkturelle Talsohle scheint erreicht und die Erwartung einer niedrigeren Inflation begleitet von Zinssenkungen der Notenbank im Laufe dieses Jahres sollte die Stimmung in der Wirtschaft verbessern können. Außerdem ist die deutsche Wirtschaft in hohem Maß von den weltweiten Bedingungen im verarbeitenden Gewerbe abhängig. Die besseren Messwerte stimmen mit anderen Indikatoren überein, die auf eine Erholung hindeuten.

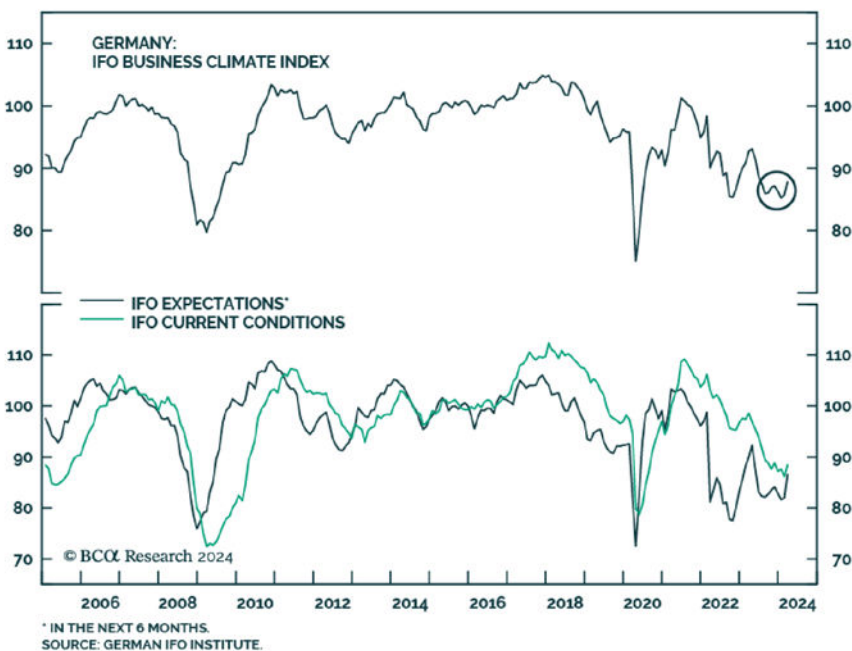
Die Belebung des Welthandels dürfte aber nur von kurzer Dauer sein. Gegenwind kommt durch die Abkehr von der russischen Energieversorgung, die straffe Finanz-

politik, dem schwachen Immobiliensektor. Daher wird die deutsche Wirtschaft wahrscheinlich weiterhin zu kämpfen haben und hinter dem Rest der Eurozone zurückbleiben. In der Weltwirtschaft gibt es sowohl Anzeichen für eine Verlangsamung aufgrund der Straffung der Geldpolitik, als auch Anzeichen für eine Wiederbeschleunigung der Inflation.

Was wird sich durchsetzen? Nach heutigem Stand der Dinge dürfte irgendwann in den nächsten 12 Monaten eine Rezession mit 50%iger Wahrscheinlichkeit vor der Tür stehen. Mit 40 %iger Wahrscheinlichkeit kommt es zu einem Wiederaufleben von Wachstum und damit verbunden höherer Inflation. Nur eine 10%ige Wahrscheinlichkeit bleibt für ein optimales Auskommen mit geringerem positivem Wachstum und fallender Inflation. Genau dieses Szenario aber preisen die Kapitalmärkte derzeit als das wahrscheinlichste ein.

IFO Geschäftsklima-Index steigt

Grafik 1



(Quelle: BCA Daily Insights, 22.03.24)

Herzlichst, Ihr



USA: Gegenwind von vielen Seiten

Zweifel an einer baldigen Zinswende der US-Notenbank Fed nach den jüngsten Konjunkturdaten machten zuletzt den Kursen an der Wall Street zu schaffen. Der unerwartete Anstieg beim Einkaufsmanagerindex und bei den Auftragseingängen für die US-Industrie schürte Zweifel, ob die US-Notenbank Fed die Zinsen bald wieder senkt, um der Konjunktur mit der geldpolitischen Straffung nicht allzu sehr zuzusetzen. Trotz der derzeitigen Hochzinspolitik in den USA stieg auch die Nachfrage nach Personal. Die für die Fed wichtige Kennzahl der offenen Stellen legte Ende Februar auf 8,756 Millionen zu, wie das US-Arbeitsministerium am Anfang April zu seiner monatlichen Umfrage (Jolts) mitteilte. Von Reuters befragte Experten hatten lediglich mit 8,750 Millionen gerechnet.

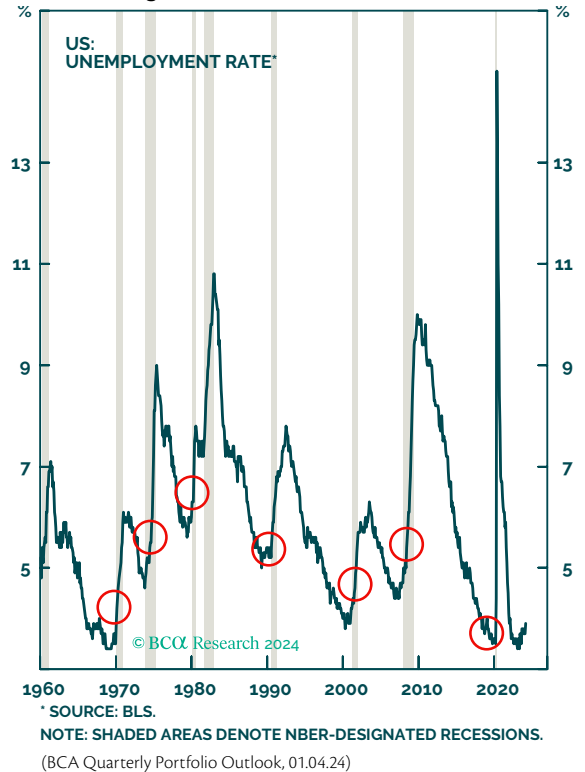
Ein optimales Auskommen der Konjunktur würde hingegen voraussetzen, dass die Arbeitslosenquote in den USA auf etwa 4,2 bis 4,3 % steigt (etwas über der von der Fed geschätzten NAIRU¹) und dann dort bleibt. Das würde ausreichen, um das Lohnwachstum zu dämpfen, ohne eine Rezession auszulösen. Doch leider verhält sich die Arbeitslosigkeit einfach nicht so.

Sobald sie ein wenig ansteigt, schnellt sie in die Höhe, da eine unangenehme Rückkopplungsschleife in Gang gesetzt wird. Inzwischen haben die Ökonomen ihre Prognose für das US-BIP-Wachstum in diesem Jahr auf 2,2 % nach oben korrigiert (über der Trendwachstumsprognose der Fed von 1,8 %), was erklärt, warum sie auch ihre Erwartungen für den Verbraucherpreisindex auf 2,9 % nach oben korrigiert haben.

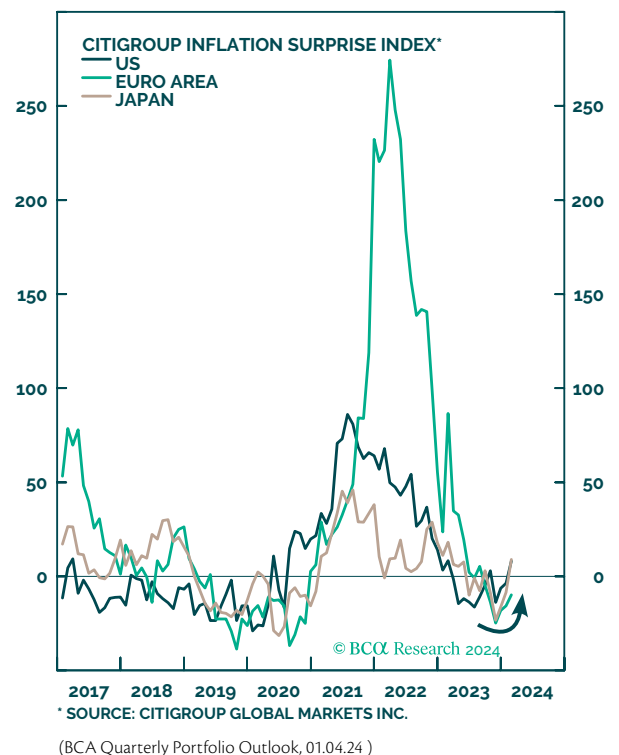
Die Wachstumserwartungen sind seit dem Kurswechsel des Fed-Vorsitzenden Powell hin zu Zinssenkungen im Dezember, der zu einer deutlichen Lockerung der finanziellen Bedingungen führte, allerdings gestiegen. Damit einher ging auch ein Anziehen der Inflation, die seit Anfang des Jahres überraschend stark gestiegen ist. Die Unternehmen versuchen, die Verkaufspreise zu erhöhen, um den Rückgang ihrer Gewinnspannen auszugleichen. Gleichzeitig bleibt das Lohnwachstum angesichts der anhaltenden Stärke des Arbeitsmarktes auf einem hohen Niveau, wie aus dem neuen Index der New Yorker Fed für das Trendwachstum der Löhne hervorgeht. Die Aussage auf der letzten FOMC-Sitzung, dass „wir glauben, dass die finanziellen Bedingungen die Wirtschaftstätigkeit belasten“, klingt sehr seltsam. Daher bleibt als Hauptszenario für die USA jedoch, dass die Wirtschaft noch in diesem Jahr in eine Rezession eintreten wird. In den USA hat die Geldpolitik länger als üblich gebraucht, um auf die Wirtschaft durchzuschlagen, was auf langfristige Festzinshypotheken, Unternehmen, die sich 2020 mit billigen Schulden einge-

¹ NAIRU: Die NAIRU (Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment) ist die niedrigste Arbeitslosenquote, die langfristig vorherrschen kann, ohne dass sich die Inflation beschleunigt oder verlangsamt. Im Deutschen wird die NAIRU daher auch als „inflationneutrale Arbeitslosenquote“ bezeichnet.

Änderungen der US-Arbeitslosenquote immer in großen Dimensionen Grafik 2



Inflation immer noch überraschend stark Grafik 3



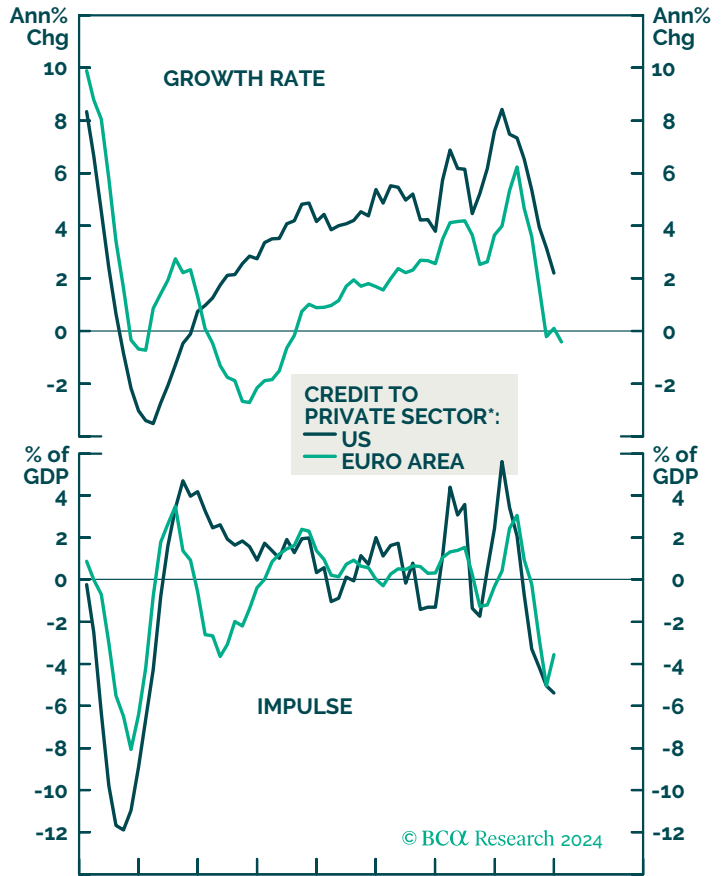


deckt haben, und eine ultralockere Finanzpolitik zurückzuführen ist. Aber die Belastung durch hohe Zinsen wird allmählich deutlich. Das Kreditwachstum ist sowohl in den USA, als auch im Euroraum schwach.

Die Ausfallquoten für US-Immobilien- und Verbraucherkredite haben stark zugenommen. Nach der letzten Gewinnsaison, in der das Wachstum des Gewinns pro Aktie ohne die Magnificent 6 (Microsoft, Nvidia, Amazon, Alphabet, Meta, Apple, ohne Tesla) im Jahresvergleich bei -11 % lag, kündigten die US-Unternehmen vermehrt Stellenstreichungen an. Standardindikatoren für eine Rezession, wie die Renditekurve und der führende Wirtschaftsindikator des Conference Board, deuten immer noch eindeutig auf eine Rezession hin. Unterdessen zeigt der Aktienmarkt Anzeichen einer Blasenbildung. Die Stimmung ist sehr optimistisch. Die Risikoprämie für US-Aktien war - mit Ausnahme des Zeitraums um die TMT-Blase in den Jahren 1999-2000 - seit den 1970er Jahren selten so niedrig. Es ist schwierig, den Zeitpunkt des Höchststandes der Aktien vor einer Rezession zu

Kreditwachstum schwach

Grafik 4

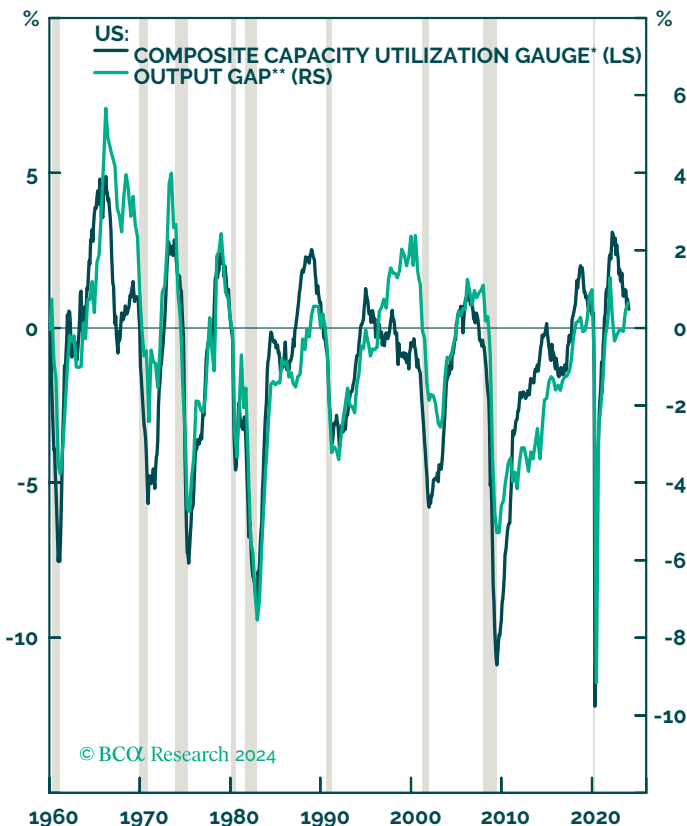


2008 2010 2012 2014 2016 2018 2020 2022 2024
 * FOR HOUSEHOLDS AND NON-FINANCIAL CORPORATES.

(Quelle: BCA Global Asset Allocation, 01.04.24)

US-Wirtschaft über Kapazitätsgrenze

Grafik 5



* BASED ON THE SIMPLE AVERAGE BETWEEN THE JOBS GAP AND INDUSTRIAL CAPACITY UTILIZATION AS A DEVIATION FROM ITS 5-YEAR MOVING MEDIAN.

** SOURCE: CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (CBO), LATEST ESTIMATE. NOTE: SHADED AREAS DENOTE NBER-DESIGNATED RECESSIONS.

(Quelle: BCA Quarterly Portfolio Outlook, 01.04.24)

bestimmen, aber im Durchschnitt hat der Aktienmarkt seit dem Zweiten Weltkrieg seinen Höchststand sieben Monate vor Beginn der Rezession erreicht.

Letztlich besteht das Problem darin, dass sich die US-Wirtschaft zwar verlangsamt, aber immer noch über ihrer Kapazität arbeitet. Daher ist es ungewiss, ob die Wirtschaft im nächsten Jahr in eine Rezession abkippen oder eine höhere Inflation erleben wird. Auf diesem schmalen Grat zu einer sanften Landung zu wandeln, wird sehr schwierig sein.



Europa: falsche Morgendämmerung

Der Euroraum ist im Jahr 2023 nur knapp an einer Rezession vorbeigeschrammt. Das reale BIP blieb im vierten Quartal gegenüber dem Vorquartal unverändert und wuchs im Jahresvergleich nur um 0,1 %. Deutschland war der auffälligste Nachzügler. Das deutsche BIP schrumpfte im 4. Quartal 2023 gegenüber dem Vorjahr um 0,2 %, während das französische BIP um 0,7 % und das italienische und spanische BIP um 0,6 % bzw. 2 % stiegen.

Das Wachstum im Euroraum dürfte sich in den nächsten Quartalen etwas beleben, da sich der globale Produktionszyklus stabilisiert. Die koreanischen Exporte stehen in der Regel als Seismograph für den PMI² für des verarbeitende Gewerbe der Eurozone. Sie haben in den letzten Monaten zugenommen. Die Komponente des schwedischen PMI für das verarbeitende Gewerbe, die die Auftragseingänge in Relation zu den Lagerbeständen misst, liegt in der Regel ebenfalls vor der des Euroraums. Sie hat sich wieder über Null bewegt. Die Inflation im Euroraum hat im März zwar positiv überrascht, ist aber nach wie vor weit von ihren Tiefstständen entfernt. Die sinkende Inflation hat es ermöglicht, dass die Reallöhne wieder steigen, was das Verbrauchervertrauen gestärkt hat. Trotz dieser positiven Entwicklungen bestehen weiterhin erhebliche Risiken. Der jüngste Bank Lending Survey der EZB zeigt, dass die Banken ihre Kreditvergabestandards im vierten Quartal 2023 weiter verschärft haben, wenn auch langsamer als in den Vorquartalen. Die Geldmenge schrumpft, während der Kreditimpuls weiterhin tief im negativen Bereich liegt.

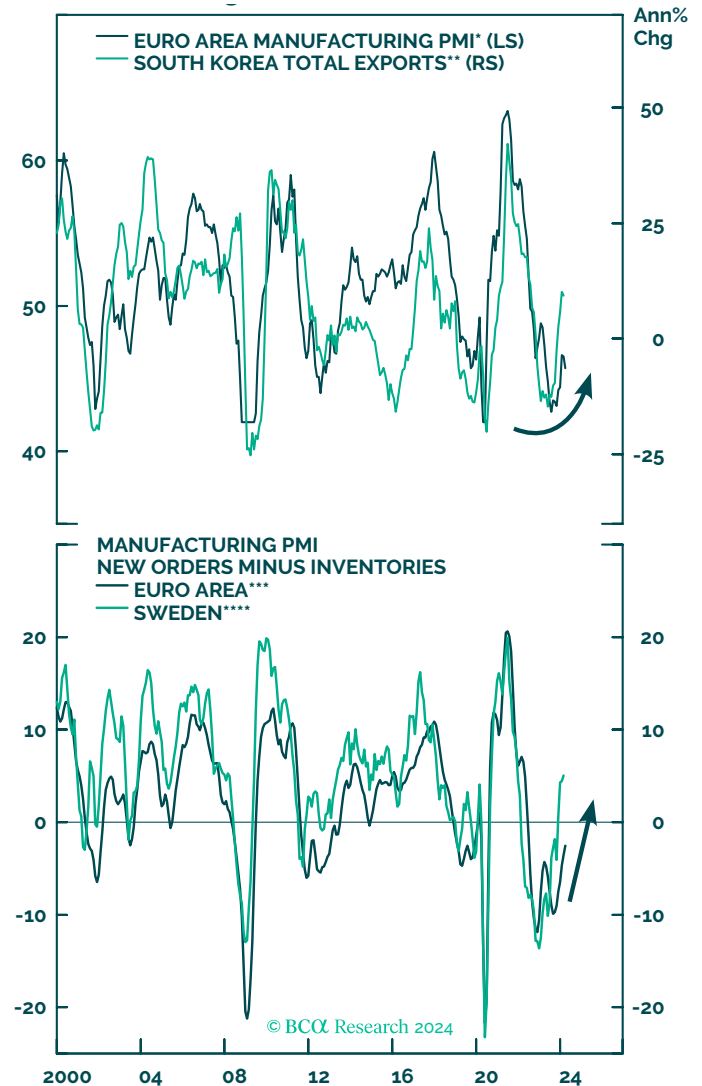
Die EZB geht davon aus, dass 30 % der privaten Haushalte innerhalb der nächsten 12 Monate für ihre laufenden Kredite wieder höhere Zinsen bezahlen müssen. In Spanien und Italien werden mehr als zwei Drittel der Kredite neu verzinst. Infolgedessen wird die Zinsbelastung der privaten Haushalte erheblich steigen.

Die europäische Finanzpolitik wird zwangsläufig restriktiver werden. Der IWF schätzt, dass die Eurozone im Jahr 2024 einen negativen fiskalischen Schub von 1 % des BIP haben wird. In Deutschland, wo das Bundesverfassungsgericht die Verwendung der restlichen Pandemiemittel blockiert hat, wird der fiskalische Schub 1,4 % des BIP betragen.

Bislang haben sich die europäischen Arbeitsmärkte recht gut gehalten. Trotz eines kaum vorhandenen BIP-Wachstums stieg die Beschäftigung in der Eurozone im Jahr 2023 um fast 0,6 %, während die Arbeitslosenquote von 6,6 % im Januar 2023 auf 6,4 % im Januar 2024 zurückging. Unter der Oberfläche gibt es jedoch Anzeichen für eine Abschwächung der Arbeitsnachfrage. Laut Eurostat sank die Quote der offenen Stellen von 3,1 % im vierten Quartal 2022 auf 2,7 % im

Europäische Industrie in kurzfristiger Erholung

Grafik 6



* TRUNCATED AT 42 FOR PRESENTATION PURPOSES. SOURCE: S&P GLOBAL.

** IN US DOLLAR TERMS. SHOWN AS A 3-MONTH MOVING AVERAGE.

*** SHOWN AS A 3-MONTH MOVING AVERAGE. SOURCE: S&P GLOBAL.

**** SHOWN AS A 3-MONTH MOVING AVERAGE. SOURCE: SWEDBANK AND SILF.

(BCA GIS Strategy OPutlook, 25.03.24).

vierten Quartal 2023. Aktuellere Daten von Indeed, einer großen Website für Stellenausschreibungen, deuten darauf hin, dass die Zahl der offenen Stellen in diesem Jahr in weiten Teilen des Euroraums weiter zurückgegangen ist. Im Vereinigten Königreich schätzt das Office for National Statistics, dass die Zahl der offenen Stellen in den drei Monaten bis Februar 2024 auf 908.000 gesunken ist, was einem Rückgang von 30 % gegenüber dem Höchststand von Mitte 2022 entspricht. Genau wie in den USA ist davon auszugehen, dass der europäische Arbeitsmarkt gegen Ende dieses Jahres endgültig zusammenbrechen und die Region in eine Rezession stürzen wird.

² PMI = Purchasing Managers Index; Einkaufsmanager-Index



Hoffnungsträger China

Das Wachstum der Industriegewinne in China stieg in den ersten beiden Monaten des Jahres auf 10,2 % im Jahresvergleich, nachdem es nur 2,3 % im Jahr 2023 erreicht hatte. Deutet diese Erholung der Gewinne darauf hin, dass die Anleger optimistischer werden sollten, was die chinesische Wirtschaft und chinesische Aktien betrifft?

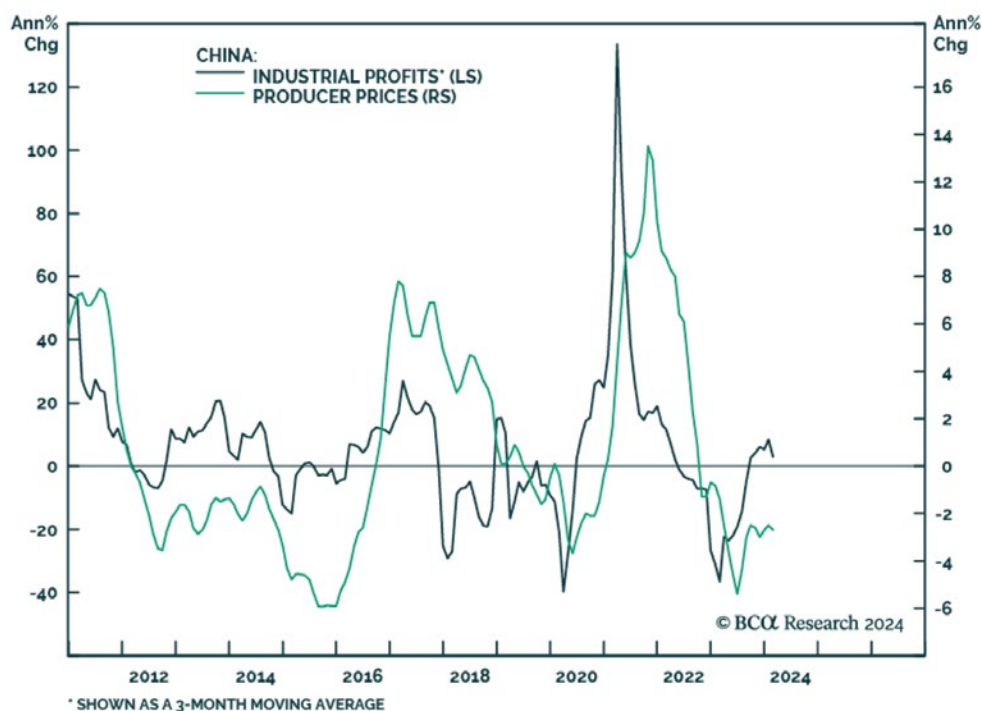
Eine genauere Betrachtung zeigt, dass Basiseffekte die Veränderung des Wachstums der Industriegewinne gegenüber dem Vorjahr in den ersten beiden Monaten des Jahres 2024 bewirkt hatten. Im gleichen Zeitraum des vergangenen Jahres waren sie nämlich um 23 % gegenüber dem Vorjahr geschrumpft. Im Vergleich zu den ersten beiden Monaten des Jahres 2022 gingen die Industriegewinne in den ersten beiden Monaten des Jahres 2024 sogar um 11 % zurück.

In der Zwischenzeit dominiert der Deflationsdruck weiterhin die chinesische Wirtschaft – was Gegenwind für die chinesischen Gewinne. Obwohl sich der Rückgang der Erzeugerpreise Mitte 2023 verlangsamt hat, bewegt sich die PPI-Inflation seit August im Bereich von -2,5 % bis -3 %.

Die auf dem Nationalen Volkskongress angekündigten Konjunkturmaßnahmen reichen jedenfalls nicht aus, um die Binnennachfrage sinnvoll zu beleben. Daher sollte man der Rallye bei chinesischen Aktien nicht hinterherlaufen.

Basiseffekte treiben das Gewinnwachstum in der chinesischen Industrie an

Grafik 7



(Quelle: BCA Daily Insights, 27.03.24)



Zeit für Japan?

Der Nikkei 225 hat seit seinem Tiefpunkt im Jahr 2009 um über 450 % zugelegt, was weit mehr ist als frühere Erholungsversuche seit dem Platzen der japanischen Blase im Jahr 1989. Selbst der Topix-Index hat seit seinem Tiefststand im Jahr 2012 um über 280 % zugelegt, auch wenn er den Höchststand der Blase noch nicht wieder erreicht hat. Dies hat jedoch nicht zu einer Outperformance in einem nicht währungsgesicherten globalen Aktienportfolio geführt. Das relative Gesamtertragsverhältnis des MSCI Japan gegenüber dem MSCI World gemessen in US-Dollar erreichte im November 1988 einen Höchststand und erlitt dann bis Oktober 2022 einen Rückgang um 90 %. Seitdem ist das Verhältnis um etwa 5 % gestiegen, was im Diagramm kaum zu erkennen ist.

Verantwortlich dafür war die Schwäche des Yen. Ironischerweise war die Yen-Schwäche auch der Hauptgrund für die starke absolute Performance japanischer Aktien in JPY, da der Index von exportorientierten Sektoren dominiert wird. Die Outperformance Japans seit Oktober 2022 verlief jedoch anders. Sie ging mit einem flachen USD/JPY-Kurs einher und war breit gestreut, wobei acht von elf Sektoren eine Outperformance erzielten. Dies kann auf wahrgenommene Verbesserungen in der Unternehmensführung und die Erwartung zurückgeführt werden, dass die Bank of Japan die Negativzinsen beenden würde. Die Ankündigungen von Aktienrückkäufen erreichten im Jahr 2023 mit 9,6 Billionen Yen ein Rekordhoch. Und wie erwartet erhöhte die BoJ am 19. März 2024 den Leitzins um 10 Basispunkte, nachdem bekannt wurde, dass sich die größten japanischen Unternehmen auf eine Lohnerhöhung von 5,3 % geeinigt hatten. Das war die stärkste Lohnerhöhung seit 33 Jahren.

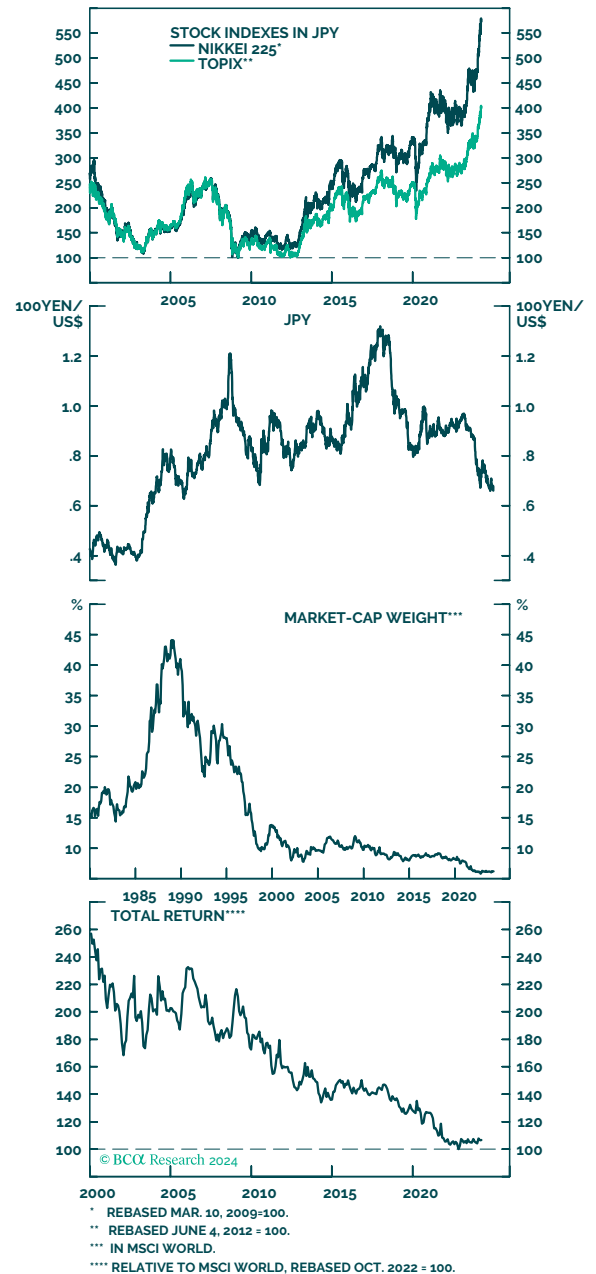
Aus zwei Gründen ist eine Übergewichtung nicht (mehr) ratsam:

Erstens war der japanische Aktienindex eng mit den Auftragseingängen im Maschinenbau korreliert. Dies ist nicht überraschend, da er von Industrie- und Konsumgüterunternehmen dominiert wird. In der Vergangenheit folgten die Auftragseingänge im Maschinenbau eng den Aufträgen für Werkzeugmaschinen. Darüber hinaus haben die Analysten ihre Gewinnschätzungen für Japan trotz der schwachen Konjunktur in China nach oben korrigiert. Da wir davon ausgehen, dass eine Rezession bevorsteht, werden die Analysten ihre Schätzungen nach unten revidieren müssen (Felder 3 und 4).

Zweitens: Seit dem Jahr 2000 stammen die Nettokäufe japanischer Aktien hauptsächlich von Ausländern und Industrieunternehmen. Privatpersonen und Finanzinstitute waren die Nettoverkäufer. Während die Nettokäufe japanischer Unternehmen seit 2012 stark sind, was auf Aktienrückkaufprogramme zurückzuführen ist, hat sich die Beteiligung ausländischer Unternehmen deutlich verändert. Anhaltende Nettokäufe in den ersten 15 Jahren des 21. Jahrhunderts wichen anhaltenden Nettoverkäufen in den folgenden sieben Jahren. Der Großteil der kurzzeitigen Outperformance japanischer Aktien begann, als die Bewertungen günstig waren. Derzeit befinden sich die Bewertungen im neutralen Bereich, und die Eigenkapitalrendite liegt am oberen Ende ihrer historischen Bandbreite.

Japan – dieses Mal alles anders?

Grafik 8



(BCA GIS Quarterly Portfolio Outlook, 01.04.24)



Asset Allocation

Das monatliche MacroQuant-Modell unseres Partners BCA Research, das wir auch im Flaggschiff-Fonds Leonardo UI anwenden, hat in den vergangenen zwei Monaten die Aktiengewichtung um 2,3 % auf 52,5 % angehoben – und das zu Lasten der Staatsanleihen, die von 47,4 auf 45,1 % zurückgenommen wurden. Das Benchmark-Portfolio besteht zu 50 % aus dem MSCI Welt, zu 47,5 % aus dem Barclays Global Aggregate Treasury Index und zu 2,5 % aus Bargeld in US-Dollar. Die aktuelle Allokation ist bei allen Vermögenswerten damit nahezu neutral.

Das Sektormodell berücksichtigt das Beta des Markts, die Dynamik, das Kreditrisiko und die Bewertungen des jeweiligen Sektors sowie die Signale der gesonderten Modelle für US-Dollar, globale Anleihen und Öl. Die

Tabelle zeigt die aktuellen Gewichtungen und die Abweichung von der Benchmark (in Klammern).

An den Favoriten hat sich seit zwei Monaten nicht viel geändert, aber die Über- und Untergewichtungen sind im Vergleich zur Benchmark-Gewichtung kleiner geworden. Vorn dabei ist erneut der Technologiesektor, neu gefolgt von Energie. Basiskonsumgüter (consumer staples) und langlebige Konsumgüter (consumer discretionary) waren auch schon vor zwei Monaten unter den Favoriten. Am unteren Ende befinden sich weiterhin Grundstoffe und Finanztitel. Erwähnenswert bleibt die Tatsache, dass die Übergewichtungen in Summe das geringste Ausmaß seit Dezember 2021 aufweisen. Auffällig ist zudem, dass sich die extreme Untergewichtung der Finanztitel im Januar

bis heute halbiert hat. Der Sektor gehörte zuletzt zu den besten Performern.

Nach Ländern bestehen Übergewichtungen in Japan, Europa und den USA und Untergewichtungen in China, Kanada und Australien. Die Allokationen werden durch ein Querschnittsrating verschiedener Basisdaten bestimmt, so dass eine Änderung der Allokation sowohl durch absolute als auch relative Veränderungen bedingt sein kann. Absolute Änderungen wirkten sich auf die Einschätzung des Modells zu Europa und den Schwellenländern aus. Sowohl das europäische Verbrauchervertrauen als auch die Daten zur wirtschaftlichen Stimmung in Europa stiegen im März an. Im Gegensatz dazu gingen die Messwerte für die Industrieproduktion in Indien und Brasilien zurück.

„Monatliches Quant Modell-Überblick“

Grafik 9

Asset Allocation	Benchmark	GAA Quant Model	Deviation (p.p.)	Change (p.p.)
Equities	50.0%	52.5%	+2.5%	+0.5%
Bonds	47.5%	45.1%	-2.4%	-0.4%
Cash	2.5%	2.5%	0.0%	-0.1%
Global Equities				
Japan	6.3%	7.6%	+1.3%	+1.2%
US	72.9%	73.6%	+0.7%	-3.2%
Germany	2.3%	2.8%	+0.5%	+0.4%
France	3.2%	3.6%	+0.3%	+0.3%
Italy	0.7%	0.8%	+0.1%	+0.1%
India	2.0%	2.0%	-0.1%	-0.2%
Brazil	0.6%	0.5%	-0.1%	-0.1%
UK	3.9%	3.4%	-0.5%	+0.5%
Canada	3.1%	2.6%	-0.5%	+0.7%
China	2.9%	2.2%	-0.6%	+0.2%
Australia	1.9%	0.9%	-1.0%	+0.1%
Global Sectors				
Technology	23.7%	27.1%	+3.4%	-2.0%
Energy	4.5%	6.0%	+1.5%	+0.2%
Consumer Staples	6.5%	7.8%	+1.3%	-0.3%
Consumer Discretionary	10.7%	11.8%	+1.1%	-1.0%
Health Care	12.0%	12.5%	+0.5%	-1.2%
Industrials	11.2%	11.1%	-0.1%	+1.0%
Real Estate	2.3%	1.9%	-0.4%	-0.1%
Communication Services	7.4%	6.7%	-0.8%	+0.9%
Utilities	2.4%	1.1%	-1.3%	0.0%
Materials	3.9%	2.1%	-1.8%	+0.1%
Financials	15.4%	11.8%	-3.5%	+2.3%

(Quelle: BCA, GAA Quant Model Updates, 02.04.24)



„Monatliches Quant Modell-Sektorengewichtung“

Grafik 10

REGION	2024-APR	2024-MAR	2024-FEB	2024-JAN
TECHNOLOGY	27.1% (3.4%)	29.0% (5.0%)	26.5% (2.6%)	31.2% (8.0%)
ENERGY	6.0% (1.5%)	5.8% (1.5%)	3.8% (-0.5%)	5.1% (0.6%)
CON. STAPLES	7.8% (1.3%)	8.1% (1.5%)	9.8% (3.0%)	7.5% (0.7%)
CON. DISC.	11.8% (1.1%)	12.9% (2.0%)	11.9% (1.3%)	12.9% (1.9%)
HEALTH CARE	12.5% (0.5%)	13.7% (1.5%)	14.9% (2.7%)	12.5% (0.5%)
INDUSTRIALS	11.1% (-0.1%)	10.1% (-1.0%)	10.2% (-0.7%)	8.6% (-2.4%)
REAL ESTATE	1.9% (-0.4%)	2.0% (-0.3%)	2.4% (0.1%)	2.2% (-0.3%)
COMM. SERV.	6.7% (-0.8%)	5.8% (-1.6%)	7.6% (0.1%)	8.0% (0.9%)
UTILITIES	1.1% (-1.3%)	1.1% (-1.3%)	1.8% (-0.6%)	1.9% (-0.8%)
BASE MATERIALS	2.1% (-1.8%)	2.0% (-1.8%)	3.6% (-0.3%)	2.9% (-1.2%)
FINANCIALS	11.8% (-3.5%)	9.5% (-5.6%)	7.5% (-7.6%)	7.2% (-7.9%)

NOTE: DEVIATIONS FROM BENCHMARK SHOWN IN BRACKETS NEXT TO ALLOCATIONS. FOR MORE INFORMATION ON THE DRIVERS BEHIND THE LATEST ALLOCATIONS SEE **TABLE A6** IN THE TECHNICAL APPENDIX.

(Quelle: BCA, GAA Quant Model Updates, 02.04.24)

„Monatliches Quant Modell-Ländergewichtung“

Grafik 11

REGION	2024-APR	2024-MAR	2024-FEB	2024-JAN
JAPAN	7.6% (1.3%)	6.3% (0.0%)	8.3% (2.0%)	7.0% (0.8%)
US	73.6% (0.7%)	76.8% (4.1%)	72.1% (-0.7%)	73.5% (1.4%)
GERMANY	2.8% (0.5%)	2.4% (0.1%)	2.8% (0.5%)	2.4% (-0.0%)
FRANCE	3.6% (0.3%)	3.3% (0.0%)	4.0% (0.7%)	2.8% (-0.6%)
ITALY	0.8% (0.1%)	0.7% (0.0%)	0.7% (-0.0%)	0.7% (-0.0%)
INDIA	2.0% (-0.1%)	2.1% (0.1%)	2.4% (0.4%)	2.6% (0.6%)
BRAZIL	0.5% (-0.1%)	0.5% (-0.1%)	0.5% (-0.1%)	0.8% (0.1%)
UK	3.4% (-0.5%)	3.0% (-0.9%)	3.7% (-0.3%)	3.2% (-0.9%)
CANADA	2.6% (-0.5%)	1.9% (-1.2%)	1.6% (-1.7%)	1.6% (-1.7%)
CHINA	2.2% (-0.6%)	2.0% (-1.0%)	2.9% (0.0%)	3.6% (0.4%)
AUSTRALIA	0.9% (-1.0%)	0.8% (-1.1%)	1.1% (-0.9%)	1.9% (-0.1%)
AGGREGATES				
US	73.6% (0.7%)	76.8% (4.1%)	72.1% (-0.7%)	73.5% (1.4%)
DM (excl. US)	21.8% (0.2%)	18.5% (-3.1%)	22.1% (0.4%)	19.5% (-2.5%)
EM	4.6% (-0.8%)	4.7% (-1.0%)	5.8% (0.3%)	7.0% (1.0%)

NOTE: DEVIATIONS FROM BENCHMARK SHOWN IN BRACKETS NEXT TO ALLOCATIONS. FOR MORE INFORMATION ON THE DRIVERS BEHIND THE LATEST ALLOCATIONS SEE **TABLE A5** IN THE TECHNICAL APPENDIX.

(Quelle: BCA, GAA Quant Model Updates, 02.04.24)

Der US-Aktienindex blieb im Monatsvergleich nahezu unverändert, was bedeutet, dass sich nur relative Veränderungen auf seine Einschätzung auswirkten. Japan profitierte von der Reduzierung des US-Engagements, da das Land von Momentum- und zyklischen Komponenten des Modells bevorzugt wird. Die zyklische Komponente stieg nach einer positiven Veränderung des japanischen Dienstleistungs-PMI.

Australien ist nach wie vor das Land mit der höchsten Untergewichtung im Modell. Eine Reihe von Faktoren, darunter eine Verlangsamung des NAB Business Confidence Survey und der Kapazitätsauslastung in der Industrie, sorgen dafür, dass das Land untergewichtet bleibt.

Das MacroQuant-Modell findet für die Aktienseite auch Anwendung in unserem ETF-Portfolio, das seit 2008 existiert und als

Grundidee die Allokation in maximal zehn passiv gemanagten Aktien-Fonds und ggf. Zertifikaten umgesetzt. Als Parkplatz für Liquidität können auch Anleihen- und Geldmarktfonds eingesetzt werden. Im laufenden Jahr hat sich die vorsichtige Strategie noch nicht ausgezahlt. Die Benchmark MSCI Welt in Euro liegt gleichauf mit dem Portfolio.



Länder- und Sektorenallokation des BCA-Modells fließen auch in unserem ETF-Portfolio ein. Aktuell hängt das Portfolio dem MSCI Welt-Index etwas hinterher, da es keine Position im US-Aktienmarkt hält.

03.04.24										Referenz-Portfolio Fonds und ETFs										13.25											
Stückzahl Gewicht	NAME WKN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in €	Risiko - Klasse (RK)																						
365	X MSCI WORLD HEALTH CARE A113FD	MSCI World Health Care Kauf am 13.09.2023	45,63 €	49,10 €	7,60%	16.654,95 € 13.09.23	17.921,50 €	7,60% 1.266,55 €	B																						
119	ISHARES MDAX UCITS DE EUR A 593392	MDAX Germany (Reiblerung 26.08.23 / Nachkauf 30.11.23)	202,25 €	221,75 €	9,64%	24.144,68 € 12.10.22/18.10.22	26.472,52 €	9,64% 2.327,84 €	B																						
436	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	50,89 €	50,23%	14.769,50 € 28.02.20	22.188,04 €	50,23% 7.418,54 €	B																						
67	AMUNDI ETF GOVIES 0-6 MONTHS AORNWC	STAATSANLEIHEN C A S H - E R S A T Z	117,84 €	119,77 €	1,63%	7.941,25 € 15.09.23	8.070,98 €	1,63% 129,73 €	B																						
1.389	KRANESHARES CSI CHINA IT EUR A2QE7P	CSI China Internet UCITS ETF London (Nachkauf am 26.10.2022)	13,910 €	11,91 €	-14,35%	19.320,99 € 18.10.21/26.10.22	16.548,55 €	-14,35% -2.772,44 €	B																						
126	AMUNDI IBEX 35 UCITS ETF LYXOAG	IBEX35 (Nachkauf am 23.11.2020)	86,549 €	111,36 €	28,67%	10.919,08 € 04.07.19	14.049,18 €	28,67% 3.130,10 €	E																						
90	ISHARES CORE FTSE 100 ACC AOVEDM	FTSE 100	135,920 €	174,58 €	28,44%	12.257,27 € 07.04.21	15.743,62 €	28,44% 3.486,36 €	B																						
71	ISHARES FTSE MIB ACC AOVEDP	Italien (Halbierung am 23.06.23)	84,08 €	151,60 €	80,30%	5.969,92 € 09.03.20 / 18.10.21	10.763,60 €	80,30% 4.793,68 €	B																						
169	ISHR RUS ADR/GDR A1CLHV	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 €	D																						
603	VANECK JR. GOLD MINERS ETF A12CCM	Goldminenunternehmen Kauf am 07.03.2024	29,18 €	32,29 €	10,67%	17.597,10 € 07.03.24	19.474,00 €	10,67% 1.876,90 €	B																						
270,00	ISH NIKKEI 225 A AOVEDQ	Verkauft am 14.02.2024	194,09 €	233,36 €	20,23%																										
14,47%	GALILEI GLB BDO OPPRTNTY UI-P DE000A3DD937	CASH ERSATZ	96,570 €	97,80 €	1,27%	26.073,90 € 16.02.24	26.406,00 €	1,27% 332,10 €	A																						
Benchmark: MSCI WORLD			Kurs am 29.12.2023		3.169,18 USD 2.864,41 EUR		letzter Schlusskurs		3.403,40 USD 3.157,14 EUR		Performance Benchmark		7,39% 10,22%																		
										ETF		MSCI in \$		MSCI in €																	
										Performance seit Start p.a.		264,88%		225,51%																	
										Performance seit Start p.a.		8,45%		7,68%																	
										Portfolientwicklung mit Absicherung										RK											
										Aktueller Portfolientwert in EURO:		182.439,70 €		03.04.2024																	
										Portfolientwert in EURO:		170.932,95 €		29.12.2023																	
										Gewinn / Verlust absolut:		11.506,75																			
										Gewinn / Verlust in Prozent:		6,73%																			
										Datenlänge der historischen Simulation:										260											
										Datum der historischen Simulation:										02.04.24											
										EUR in USD		1,0780		DAX30		18.319,73		S&P 500		5.205,81											

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.



Auch im Aktienportfolio gab es im ersten Quartal kein Vollinvestment: Das Depot verbleibt bei dreizehn von fünfzehn möglichen Titeln. Die aktuelle Performance YTD des Portfolios liegt bei +7,12%.

15er Aktienportfolio													Auslastung: 87%		02.04.24	
No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2024 YTD	P/L total	ESG Grade				
1	BABADF	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	USD	ADC	26.01.21	264,00	73,36	-5,35%	-72,21%	C+				
2	BHC.DF	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	ADC	18.05.22	10,97	10,40	29,53%	-5,24%	B+				
3	BMY	BRISTOL MYERS/d	Healthcare	US1101221083	USD	NYQ	28.03.24	53,60	52,99	3,27%	-1,14%	A-				
4	DBKGn.DE	DEUTSCHE BANK N	Financials	DE0005140008	EUR	GER	03.02.23	11,55	14,872	20,33%	28,78%	A				
5	ENI.MI	ENI/d	Energy	IT0003132476	EUR	MIL	28.03.24	14,60	14,804	-3,54%	1,42%	A				
6	ENEIMI	ENEL/d	Utilities	IT0003128367	EUR	MIL	13.12.22	5,27	6,096	-9,08%	15,76%	A				
7	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	33,8	-4,38%	-64,12%	B				
8	PRX.AS	PROSUS/d	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	33,94	29,285	8,62%	-13,72%	B				
9	PUMG.DE	PUMA	Consumer Cyclical	DE0006969603	EUR	GER	05.01.24	47,00	41,61	-17,64%	-11,47%	A				
10	STMMI.MI	STMICROELEC.N./d	Technology	NL0000226223	EUR	MIL	24.01.24	42,17	39,94	-11,67%	-5,29%	A				
11	TME.DF	TENCENT MUSIC/d	Technology	US88034P1093	USD	ADC	06.04.21	20,07	11,13	23,60%	-44,54%	D+				
12	TLW.L	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	Gbp	LSE	27.09.19	83,59	31,98	-17,83%	-61,74%	B				
13	VOWG_p.DE	VOLKSWAGEN VZ	Consumer Cyclical	DE0007664039	EUR	GER	13.03.24	112,49	122,95	9,88%	9,30%	A-				
14																
15																

	Aktien depot, in €	MSCI in €
Performance in 2017	24,84%	5,50%
Performance in 2018	-9,56%	-5,92%
Performance in 2019	16,53%	27,49%
Performance in 2020	-3,15%	11,86%
Performance in 2021	10,88%	30,73%
Performance in 2022	9,03%	-15,12%
Performance in 2023	20,61%	18,25%
Performance in 2024 (YTD)	7,12%	10,79%



Neu im Portfolio:

Bristol-Myers Squibb Company BMS ist ein Pharmazieunternehmen, das 1989 durch die Fusion der Unternehmen Bristol-Myers Company und Squibb Corporation entstand. Das Unternehmen hat seinen Hauptsitz in New York und erwirtschaftete einen weltweiten Jahresumsatz von 46,2 Mrd. USD. Das neu entstandene biopharmazeutische Unternehmen beschäftigt sich mit der Entdeckung, Entwicklung und Bereitstellung fortschrittlicher Arzneimittel, die Patienten helfen, schwere Krankheiten zu besiegen. Das Unternehmen bietet Produkte für verschiedene therapeutische Bereiche an, darunter Onkologie, Hämatologie, Immunologie, Herz-Kreislauf und Neurowissenschaften. Zu den pharmazeutischen Produkten des Unternehmens gehören chemisch synthetisierte oder niedermolekulare Arzneimittel, biologisch hergestellte Produkte, so genannte Biologika, und chimäre Antigenrezeptor (CAR-T)-Zelltherapien. Kleinmolekulare Arzneimittel werden in der Regel oral in Form von Tabletten oder Kapseln verabreicht, obwohl auch andere Verabreichungsmechanismen verwendet werden. Biologika werden den Patienten durch Injektionen oder intravenöse Infusionen verabreicht. Die nächsten Zahlen des Unternehmens sollen am 25. April 2024 veröffentlicht werden. In diesem Bericht erwarten die Analysten, dass Bristol Myers Squibb einen Gewinn von 1,53 \$ pro Aktie ausweisen wird. Dies würde einen Rückgang von 25,37 % gegenüber dem Vorjahr bedeuten. Die jüngste Konsensschätzung geht von einem Umsatz in Höhe von 11,46 Mrd. USD aus, was einem Anstieg von 1,11 % gegenüber dem Vorjahresquartal entspricht. Für das gesamte Geschäftsjahr erwartet man einen Gewinn von 6,61 \$ pro Aktie und einen Umsatz von 46,11 Mrd. \$ voraus, was einer Veränderung von -11,98 % bzw. +2,45 % gegenüber dem Vorjahr entspricht. Die Aktie von Bristol Myers Squibb handelt derzeit mit einem Forward P/E-Verhältnis von 7,95. Dies

bedeutet einen Abschlag im Vergleich zum durchschnittlichen Forward P/E von 23,53 für die gesamte Branche. Das PEG-Verhältnis liegt bei 1,59. Diese beliebte Kennzahl ähnelt dem weithin bekannten KGV, mit dem Unterschied, dass das PEG-Verhältnis auch die erwartete Gewinnwachstumsrate des Unternehmens berücksichtigt. Aktien aus dem Bereich Medizin - Biomedizin und Genetik weisen auf der Grundlage der gestrigen Schlusskurse ein durchschnittliches PEG-Verhältnis von 1,79 auf.

Eni SpA ist Italiens größtes Energieunternehmen, das in der Exploration, Erschließung und Förderung von Kohlenwasserstoffen, der Lieferung und Vermarktung von Gas, Flüssigerdgas (LNG) und Strom, der Raffination und Vermarktung von Erdölprodukten, petrochemischen Grundstoffen, Kunststoffen und Elastomeren sowie im Rohstoffhandel tätig ist. Zu den Segmenten des Unternehmens das in 40 Ländern vertreten ist gehören Exploration & Produktion, Gas & Strom sowie Raffination & Marketing. Eni beabsichtigt, ein Aktienrückkaufprogramm in Höhe von rund 1,1 Mrd. Euro (ca. 1,2 Mrd. \$) zu initiieren und die Dividende auf 1 Euro pro Aktie für das laufende Geschäftsjahr zu erhöhen. Dieser Schritt geht einher mit einer Ausschüttungspolitik an die Aktionäre auf 30-35% des Cashflows aus der Geschäftstätigkeit. ENI erwartet einen robusten Cashflow von rund 13,5 Milliarden Euro im Jahr 2024 und von 62 Milliarden Euro während des gesamten Planungszeitraums. Diese Projektion stellt eine beachtliche 30%ige Verbesserung unter einem konstanten Szenario dar. Das Unternehmen will seine Nettoinvestitionen im Zeitraum von 2024 bis 2027 auf 27 Milliarden Euro begrenzen, was einem Jahresdurchschnitt von 7 Milliarden Euro entspricht. Diese Zahl ist deutlich niedriger als die 37 Milliarden Euro, die für den Plan 2023-2026 vorgesehen sind, der im vergangenen Jahr vorgestellt wurde. Eni bleibt dem Ziel verpflichtet, bis 2035

Netto-Null-Emissionen nach Scope 1 und 2 zu erreichen. Italiens größter Energiekonzern hat zusätzlich gerade mitgeteilt, dass es von Großbritannien grünes Licht für den Bau und das Management einer Pipeline zum Transport von abgeschiedenem CO₂ als Teil des HyNet-Clusters bekommen hat. Die Pipeline wird Kohlendioxid aus Anlagen im Nordwesten Englands und Nordwales zur Speicherung unter dem Meeresboden in der Liverpool Bay führen, so das Unternehmen in einer Erklärung.

Nicht mehr im Portfolio:

Anheuser-Busch Inbev SA Ein amerikanisches Berufungsgericht hat das Urteil eines Geschworenengerichts bestätigt, dass die Getränke Corona und Modelo von Constellation Brands die Markenrechte von Anheuser Busch InBev nicht verletzen. AB InBev hatte das mexikanische Unternehmen Modelo im Jahr 2013 gekauft. Modelo verklagte Constellation im Jahr 2021 und behauptete, dass Constellation's Corona Hard Seltzer und Modelo Ranch Water eine Bestimmung ihrer Vertriebsvereinbarung gebrochen hätten. Das negative Gerichtsurteil und die weiter relativ schlechten Verkaufszahlen von Bud Light in den USA haben uns bewogen die Aktie zu verkaufen. Es bleibt ein Gewinn von immerhin +9,9% bei einer Haltedauer von knapp 6 Monaten.

Leonardo Spa. Gewinne haben wir bei unserem Highflyer Leonardo mitgenommen. Das italienische Hochtechnologieunternehmen, das in den Bereichen Luft- und Raumfahrt, Verteidigung und Sicherheit tätig ist, hatte in den letzten Monaten einen steilen Kursanstieg zu verzeichnen. Der aktuelle Aufwärtstrend der Aktie ist zwar immer noch intakt, aber ein Gewinn von +97,3% bei einer Haltedauer von 11 Monaten ist außerordentlich.



Neues zu den Portfolio-Mitgliedern:

Die **Alibaba Group Holding Ltd.** hat den Börsengang ihrer Logistiksparte Cainiao in Hongkong abgesagt und damit ein Geschäft im Wert von mehr als 1 Mrd. USD auf Eis gelegt. Dies ist ein überraschender Schritt, der den neuen Ansatz zur Verjüngung des schwächelnden E-Commerce-Imperiums unterstreicht. Es ist das zweite Mal, dass Alibaba ein hochkarätiges Debüt für einen seiner Hauptgeschäftsbereiche verworfen hat, was die Umstrukturierung, die im vergangenen Jahr begann und seit dem abrupten Abgang des ehemaligen CEO Daniel Zhang eine andere Richtung eingeschlagen hat, noch unsicherer macht. Der ursprüngliche Plan, das Unternehmen in sechs eigenständige Geschäftsbereiche aufzuteilen, die unabhängig voneinander Kapital beschaffen können, zielt nun darauf ab, die Operationen zu bündeln, um den Hauptgeschäftszweig Handel voranzutreiben, während nicht zum Kerngeschäft gehörende Vermögenswerte wie Anteile an der Social-Media-Plattform Bilibili Inc. und dem Elektrofahrzeughersteller XPeng Inc. verkauft werden. Die Aktie quittierte die Meldungen mit leichten Verkäufen und zeigt einen enttäuschenden Total Return von -5,35% YTD.

Ping An Chinesische Regierungsbehörden wiesen hiesige Finanzinstitute an, die Genehmigung und Vergabe von Krediten an Bauträger, die eine neue Finanzierung benötigen, zu beschleunigen. Das angeschlagene Unternehmen China Vanke könnte nun eine außerordentliche Unterstützung erhalten. Der private Bauträger hat eine Reihe von Bonitätsstufungen erlitten und steht unter Druck, seine Schulden vorzeitig zurückzuzahlen, da die Banken zögern, neue Kredite zu vergeben. Aber es gibt ein Finanzinstitut, das eine helfende Hand anbieten könnte: Ping An Insurance. Ping An meldete Anfang des Monats einen Rückgang des Nettogewinns im Jahr 2023 um 23 %. Dies folgte auf einen Rückgang von 29 % im Vorjahr – der größte Gewinnrückgang seit 2008

– als das Unternehmen Investitionen und Schulden im Zusammenhang mit dem in Schwierigkeiten geratenen Bauträger China Fortune Land abschreiben musste. Ping An betont, dass die Risiken in der Immobilienbranche überschaubar seien. Bis zum Dezember hat das Unternehmen 204 Milliarden Yuan (28,3 Milliarden Dollar) oder 4,3 % seiner Versicherungsfonds, in Immobilien investiert. Die immobilienbezogenen Schulden der Ping An Bank belaufen sich beispielsweise auf fast 290 Milliarden Yuan. Wenn die Unterstützung von Vanke dazu beiträgt, den Sektor zu stabilisieren und damit die eigene Bilanz zu schützen, könnte das ein Gewinn sein. Vanke wurde bis vor kurzem als solider Entwickler angesehen. Wenn die Mission scheitert, wird das Vertrauen in den Sektor einen neuen Tiefpunkt erreichen. Die Aktie bleibt durch die Turbulenzen rund um den chinesischen Immobilienmarkt schwach mit einem Ergebnis von -4,8% YTD. **Tencent Music** Entertainment Group hat mit seinem Bericht für das vierte Quartal die Erwartungen übertroffen. Ein starkes Gewinnwachstum trotz eines leichten Umsatzrückgangs zeugt von der strategischen Agilität des Unternehmens, da das Wachstum bei den kostenpflichtigen Abonnements dazu beitrug, die gemischten Ergebnisse in seinem Social-Media-Geschäft und die regulatorischen Auswirkungen auszugleichen. Darüber hinaus hat Tencent Music fast so viele bezahlte Abonnenten gewonnen wie Spotify Technology S.A. und Apple Music zusammen. Laut der jüngsten jährlichen Studie von Music Watch werden Plattformen wie Spotify und Apple Music im Jahr 2023 109 Millionen bezahlte Nutzer haben. Für das Quartal, das am 31. Dezember 2023 endete, wies Tencent Music einen Umsatzrückgang von 7 % gegenüber dem Vorjahr aus, der sich auf 957,02 Mio. US-Dollar oder 6,89 Mrd. Yuan belief und damit immer noch die Schätzung der Analysten von 6,71 Mrd. Yuan übertraf. Der Umsatzrückgang gegenüber dem Vorjahr ist zum Teil

auf das behördliche Vorgehen Chinas gegen zufallsbasierte Funktionen von Musikplattformen im letzten Jahr zurückzuführen. Trotz des Umsatzrückgangs stieg der Nettogewinn im Jahresvergleich um 16,9 % auf 198 Mio. \$. Die Zahl der zahlenden Nutzer stieg im Jahresvergleich um 21 % auf 106,7 Millionen. Der Kernbereich der Musik-Streaming-Dienste verzeichnete mit einem Umsatz von 707 Mio. US-Dollar einen deutlichen Anstieg von 41,1 % im Vergleich zum Vorjahr, da Tencent Music mit einem erweiterten Inhaltsangebot und personalisierten Funktionen gute Arbeit bei der Umwandlung von kostenlosen Nutzern in zahlende Abonnenten geleistet hat. Das Segment der Online-Musikdienste, dessen Umsatz aus Musikabonnements besteht, verzeichnete ebenfalls ein starkes Wachstum von 45,3 % im Vergleich zum Vorjahr und erzielte einen Umsatz von 481 Millionen US-Dollar, was zeigt, dass chinesische Verbraucher bereit sind, für Premium-Musik zu zahlen. Die Zahl der zahlenden Online-Musiknutzer der Spotify-ähnlichen Musikstreaming-Plattform wuchs im Jahresvergleich um 20,6 % und erreichte zum Ende des Berichtsquartals 106,7 Millionen Nutzer. Darüber hinaus stieg der durchschnittliche monatliche Umsatz pro zahlendem Nutzer um 20,2 % im Vergleich zum Vorjahr, was die Fähigkeit des Unternehmens widerspiegelt, durch Mehrwertdienste einen höheren Wert aus seinen Nutzern zu ziehen. Der Kurs von TME konnte sich in den letzten Wochen deutlich erholen und liegt jetzt bei erstaunlichen +23,6% YTD. **Bausch Health Companies** Bausch + Lomb (BLCO) bleibt ein attraktiver Wert, da sich die Ertragsaussichten des Unternehmens sichtbar verbessert haben. Die Aktie war in letzter Zeit ein starker Performer und die Dynamik könnte sich fortsetzen, da einige Analysten ihre Gewinnschätzungen anheben. Der wachsende Optimismus sollte sich dann auch im Aktienkurs widerspiegeln. Für das laufende Quartal wird ein Gewinn von \$0,08 pro Aktie erwartet. Dies



entspricht einer Veränderung von -20 % gegenüber dem Vorjahreswert. Für das Gesamtjahr erwartet man \$0,65 pro Aktie. Dies entspricht einer Veränderung von -10,96 % gegenüber dem Vorjahr. Die Aktie von Bausch Health quittierte die guten Ergebnisse mit deutlich höheren Kursen und zeigt jetzt schon eine Jahresperformance von +29,53% YTD. Die Hauptversammlung der **Deutsche Bank AG** wird auch 2024 als rein virtuelle Veranstaltung stattfinden. Dabei wird die gesamte Veranstaltung am 16. Mai 2024 live übertragen. „Wir freuen uns sehr, dass wir unseren Aktionärinnen und Aktionären erneut eine Dividendenerhöhung von 50 Prozent gegenüber dem Vorjahr vorschlagen können. Die erfolgreiche Transformation der Deutschen Bank hat unseren Kundenfokus gestärkt und ermöglicht höhere Ausschüttungen an unsere Anteilseigner“, sagte der Aufsichtsratsvorsitzende Alex Wynaendts. „Unser virtuelles Format, das im letzten Jahr gut funktioniert hat, wird es auch in diesem Jahr unseren Aktionärinnen und Aktionäre aus dem In- und Ausland ermöglichen, ihre Aktionärsrechte in effizienter Art und Weise wahrzunehmen, auch ohne vor Ort präsent sein zu müssen. Wir freuen uns sehr auf einen regen Austausch mit unseren Anteilseignern.“ Wie Anfang Februar 2024 angekündigt, schlagen Vorstand und Aufsichtsrat für das Geschäftsjahr 2023 eine Bardividende von 900 Mio. Euro oder 0,45 Euro je Aktie vor. Dies entspricht einer Steigerung von 50% gegenüber dem Vorjahr, in dem eine Dividende von 0,30 Euro je Aktie für das Jahr 2022 gezahlt wurde. Damit steht sie im Einklang mit dem Anspruch der Deutschen Bank, für die Geschäftsjahre 2021 bis 2025 rund 8 Mrd. Euro Kapital an ihre Aktionäre auszuschütten. Dank des im Oktober 2023 um 3 Mrd. Euro angehobenen Kapitalausblicks ist die Bank auch gut positioniert, ihr Ziel einer Ausschüttung von 8 Mrd. Euro für die Jahre 2021 bis 2025 zu übertreffen - diese gelangt in den Jahren 2022 bis 2026 zur Auszahlung.

Ab dem Jahr 2025 strebt der Vorstand eine Ausschüttungsquote von 50% des den Deutsche Bank-Aktionären zurechenbaren Gewinns an. Weiterhin hat die Bank im Februar 2024 ihr Ziel einer Dividende von 1,00 Euro je Aktie für das Geschäftsjahr 2025 angekündigt. Der Aufsichtsrat schlägt der Hauptversammlung vor, ein vereinfachtes Vergütungssystem für den Vorstand zu billigen. Der Aufsichtsrat war im Februar einer entsprechenden Empfehlung des Vergütungskontrollausschusses gefolgt und hatte unter anderem die Anzahl der Ziele im Vergütungssystem für den Vorstand erheblich reduziert. Daneben wird bei der langfristigen Komponente der variablen Vergütung künftig ein zukunftsgerichteter Bemessungszeitraum anstelle der bisherigen rückwärtsgerichteten Perspektive bei der Leistungsmessung zu Grunde gelegt, um so die Vergütung des Vorstands noch enger an die langfristigen Interessen der Aktionäre zu binden. Der Return der Aktie ist jetzt mit +20,33% YTD deutlich über dem DAX40-Index (+10,3% YTD). **ENEL Spa**. Der italienische Energiekonzern hat alle Ziele für 2023 erreicht, einschließlich der im November korrigierten Ziele, sagte CEO Flavio Cattaneo am Donnerstag, als das Unternehmen seine Finanzergebnisse für das vergangene Jahr. Die Ergebnisse von Enel zeigen, dass sich der Nettogewinn der Gruppe für 2023 mehr als verdoppelt hat. Der Anstieg des ordentlichen Ergebnisses vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) betrug +11,6 % im Vergleich zum Vorjahr, obwohl die Einnahmen im Jahresvergleich um 32% gesunken sind. Das Unternehmen erklärte den Anstieg des ordentlichen EBITDA mit „dem positiven Ergebnis des integrierten Geschäfts und der Vertriebsaktivitäten, bereinigt um des Konsolidierungskreises und der Stewardship-Transaktionen im Vergleich zum Vorjahr“, und machte für den Umsatzrückgang die niedrigeren Verkaufspreise verantwortlich. Die Aktie bleibt z.Zt. mit einem TotalReturn (incl. Dividenden) von -9,08%

YTD unter den Erwartungen. Der niederländische Tech-Investor mit südafrikanischen Wurzeln **Prosus NV** gab eine Aktualisierung des am 27.06.2022 angekündigten unbefristeten Rückkaufprogramms für die Stammaktien von Prosus und Stammaktien von Naspers von den jeweiligen Streubesitzaktionären bekannt. Im Rahmen des Rückkaufprogramms hat Prosus im Zeitraum vom 11.03.2024 bis zum 15.03.2024 ca. 3,84 Mio. Prosus-Aktien für einen Gesamtbetrag von 106,4 Mrd.€ zurückgekauft. Die Aktie liegt z.Zt. mit einem Ergebnis von +8,62% YTD etwas unter Indexniveau (AEX-Index +12% YTD). **PUMA SE** Das Sportunternehmen wird in Hollywood im Großraum Los Angeles Anfang 2025 das PUMA Studio eröffnen. Das PUMA Studio bietet kreativen Raum für die Design- und Marketing Teams des Unternehmens, um sich bei Produkten und Kampagnen von den einflussreichen Communities der Stadt inspirieren zu lassen. Die Entscheidung, das PUMA Studio in LA zu eröffnen, ist Teil der strategischen Priorität des Unternehmens, sich im wichtigen US-Markt durchzusetzen. Das neue PUMA Studio soll den Talentpool an kreativen und innovativen Fachleuten in LA nutzen. „Die Eröffnung unseres PUMA Studios in LA ist ein wichtiger strategischer Schritt für uns, da wir unser Geschäft in den Vereinigten Staaten ausbauen wollen“, sagte Arne Freundt, Chief Executive Officer bei PUMA. „Unser neues Zuhause wird es uns ermöglichen, die besten Talente in einer der dynamischsten und kreativsten Städte der Welt anzuziehen, um ein großartiges Produktangebot für den US-Markt zu entwickeln.“

Mit dem Studio wird PUMA auch näher an einigen seiner wichtigsten Botschafter*innen aus der Musik- und Unterhaltungswelt sein. Neben dem Design- und Kreativbereich wird es auch einen maßgeschneiderten Raum für VIP-Kund*innen geben, die einen exklusiven Zugang zu PUMAs neuesten Produkten haben werden. Die Aktie bleibt



nach der Gewinnwarnung des Branchenführers Nike deutlich hinter den Erwartungen bei einem Ergebnis von z.Zt. -11,47%. **STMicroelectronics N.V.** Der CEO gab die Ergebnisse für das Jahr 2023 bekannt. „2023 war ein weiteres Jahr des Wachstums, angetrieben durch die starke Nachfrage im Automobilbereich und in geringerem Maße im Industriebereich, teilweise ausgeglichen durch niedrigere Umsätze im Bereich Personal Electronics.“ Der Nettoumsatz stieg um 7,2 % auf 17,29 Milliarden US-Dollar. „Wir haben unsere Fertigungsbasis weiter umgestaltet, um künftiges Wachstum zu ermöglichen und die Rentabilität zu steigern, indem wir unsere 300-mm-Kapazitäten erweitert und uns stark auf Halbleiter mit großem Bandabstand konzentriert haben.“ Der Umsatz stieg um 33,5 % im Automobilbereich und 11,4 % im Industriebereich im Vergleich zum Vorjahr. Der Umsatz mit Kommunikationsgeräten, Computern und Peripheriegeräten sank um 4,2 % und der Umsatz mit Unterhaltungselektronik um 25,1 %, einschließlich der Auswirkungen eines veränderten Produktmixes im Rahmen eines engagierten Kundenprogramms. Im Berichtsjahr entfielen 71% des Gesamtumsatzes auf den Bereich Automotive und Industrie, während der Bereich Personal Electronics, Kommunikationsgeräte, Computer und Peripheriegeräte bei 29% liegt. Die Aktie bleibt noch etwas hinter den Erwartungen zurück und zeigt eine Performance von z.Zt. -5,29%. Der CEO Phutuma Nhleko des auf Westafrika fokussierten britischen Öl- und Gasexplorationsunternehmens **Tullow Oil** gab die Zahlen für das Geschäftsjahr 2023 bekannt. „Wir sind auf dem besten Weg, eine Kapitalstruktur zu schaffen, die das zukünftige Wachstum und die Aktionärsrendite unterstützt. Ich freue mich sehr, berichten zu können, dass wir im Laufe des Jahres im gesamten Unternehmen gute Fortschritte erzielt haben. Trotz einer zunehmend komplexen und schwierigen geopolitischen Lage sowie eines schwierigen operativen

Umfelds haben wir unsere Strategie und unsere Schlüsselziele vorangebracht.“ Im Juli 2023 wurde die Erschließung von Jubilee South East im Großen und Ganzen innerhalb des Budgets und des Zeitplans in Betrieb genommen. Die Produktion im Jubilee-Feld wurde auf rund 100.000 bopd (Barrel pro Tag) erhöht. Man sei der Regierung von Ghana für ihre Unterstützung dankbar und freue sich über die hervorragende Arbeit der Mitarbeiter. Die positiven Meldungen konnten der Aktie aber noch nicht helfen, es bleibt ein Ergebnis von -17,83% YTD. **Volkswagen Vz.** Die Tochter Bentley schiebt die Elektrifizierung auf. Statt wie ursprünglich geplant soll das erste rein elektrische Modell des Luxusautobauers statt 2025 erst 2026 starten, wie das Fachmagazin „Autocar“ berichtet. Die anschließende Elektrifizierung der restlichen Modellpalette läuft dann bis 2033 und ist nicht bereits 2030 abgeschlossen. In der Übergangszeit will die Marke stärker auf Plug-in-Hybridtechnik setzen. Hintergrund des Aufschubs könnte die Verzögerungen bei der Einführung der PPE-Architektur des VW-Konzerns sein. Auch die Plattform-Brüder Porsche Macan und Audi Q6 debütierten später als zunächst vorgesehen. Die Volkswagen Vorzugsaktien zeigen sich mit einem Return von +9,88% seit Anfang des Jahres auf Indexniveau (DAX40-Index +10,3% YTD).

Kurzbeschreibung der Portfolio-Mitglieder

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

Bausch Health Companies Inc. ist ein kanadisches Unternehmen für Spezialpharmazeutika und medizinische Geräte. Das Un-

ternehmen 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.

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.

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



PUMA SE ist ein deutscher Hersteller von Sportartikeln mit Sitz in Herzogenaurach. Puma war mit 8,47 Milliarden Euro Jahresumsatz und 16.669 Beschäftigten im Jahr 2022 nach Nike und Adidas der drittgrößte Sportartikelanbieter weltweit. Man bietet in sechs Geschäftsbereichen sowohl Performance- als auch Sportstyle-Produkte an: Teamsport, Laufen und Training, Basketball, Golf, Motorsport, Sportstyle, Zubehör und Lizenzen.

Prosus NV ist eine Beteiligungsgesellschaft, die 2019 von der südafrikanischen Naspers gegründet wurde und auf Unternehmensbeteiligungen im Technologiesektor spezialisiert ist (u.a. TENCENT). Der über 100 Jahre alter Naspers-Konzern mit Sitz in Kapstadt ist das mit Abstand größte Medienunternehmen in ganz Afrika und ist hauptsäch-

lich in den Bereichen Fernsehen, Internet, Telekommunikation und Printmedien tätig.

STMicroelectronics N.V. ist ein in der Schweiz ansässiges Halbleiterunternehmen. Weitere wichtige Standorte befinden sich in Frankreich und in Italien. Die Holdinggesellschaft hingegen ist als Aktiengesellschaft in Schiphol in den Niederlanden eingetragen. Das Produktspektrum umfasst diskrete Halbleiterbauelemente und integrierte Schaltkreise (ICs, Standardprodukte, kundenspezifische Schaltungen und ASICs sowie ASSPs) für allgemeine Elektronik-Anwendungen. Anwendungsschwerpunkte sind dabei die Automobilindustrie und das Internet der Dinge.

TENCENT MUSIC ENTERTAINMENT GROUP betreibt eine Online-Musikunterhaltungsplattform und Musikanwendungen

in China. Die Plattform des Unternehmens umfasst Online-Musik, Online-Karaoke und musikorientierte Live-Streaming-Dienste. TME durchdringt ca. 88% des chinesischen Online-Musikmarktes und ist damit absoluter Marktführer.

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

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



Aktienindices aus technischer Sicht

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

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

- 1. ADX:** Der ADX (Average Directional Movement) zeigt ausschließlich die Stärke eines Trends und nicht die Richtung. So deutet ein steigender ADX auf eine Trendphase und ein fallender ADX auf eine trendlose Phase hin. Werte über 15 zeigen das Vorhandensein einer Trendphase, darunter spricht man von einer trendlosen Periode.
- 2. Money Flow Index:** Dieser Volumenindex zeigt in einer Skala von 0 bis 100, ob ein Zufluss oder Abfluss von Geldern am Markt stattfindet.
- 3. Commodity Channel Index:** Der „CCI“ misst den Abstand der Kurse von ihrem „gleitenden Durchschnitt“ und erlaubt damit ein Messen der Trendstärke bzw. Trendintensität. Zwischen Werten von +100 bis -100 ist der Markt ohne klaren Trend, darüber und darunter gibt es entsprechende Signale.
- 4. MACD:** Der Moving Average Convergence/Divergence Indikator zeigt das Zusammen- bzw. Auseinanderlaufen zweier unterschiedlich langer gleitender Durchschnitte. Schneidet der kurze den langen Durchschnitt von unten nach oben, gibt es ein Kaufsignal – umgekehrt ein Verkaufssignal.
- 5. Williams %R:** Der Williams %R gehört zu den Oszillatoren, mittels denen man ermitteln kann, ob Märkte überverkauft oder überkauft sind. Das Ergebnis schwankt von 0 bis -100 Punkte. Bei Werten von 0 bis -20 entsteht ein Verkaufssignal, bei -80 bis -100 ein Kaufsignal.

Technische Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

Grafik 14

Indikatoren	AKTIENINDICES				
	S&P500	EuroStoxx50	DAX40	Nikkei225	Hang Seng
Chartbild	positiv	positiv	positiv	positiv	neutral
ADX	positiv	positiv	positiv	positiv	neutral
MFI - Money Flow Index	neutral/positiv	neutral	neutral/positiv	positiv	neutral/negativ
Ci - Commodity Channel Index	neutral	neutral/negativ	neutral/negativ	neutral	neutral/positiv
MACD	neutral/negativ	neutral/negativ	neutral/negativ	neutral/negativ	neutral
Williams %R	neutral/negativ	neutral/negativ	negativ	neutral/negativ	neutral/positiv
Gesamtrendenz	positiv	neutral/positiv	neutral/positiv	positiv	neutral
	1,5	0,5	0,5	2	0,5

Standard&Poor's 500 Kursindex

Grafik 15

Der S&P500 Index zeigt seit November 2023 einen stabilen Aufwärtstrend mit neuen Höchstständen. Der Supportbereich bei ca. 4.600 Punkten ist in weiter Ferne. Der ADX Indikator signalisiert eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung. Der Geldstromindex zeigt seit Anfang März geringer werdende Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index hat sich aus dem überkauften Bereich wieder leicht nach unten bewegt und ist neutral. Der MACD bewegt sich auf hohem Niveau seitwärts, gibt aber noch kein klares Verkaufssignal. Der William %R Oszillator verharrt im überkauften Bereich.

Ergebnis: positiv



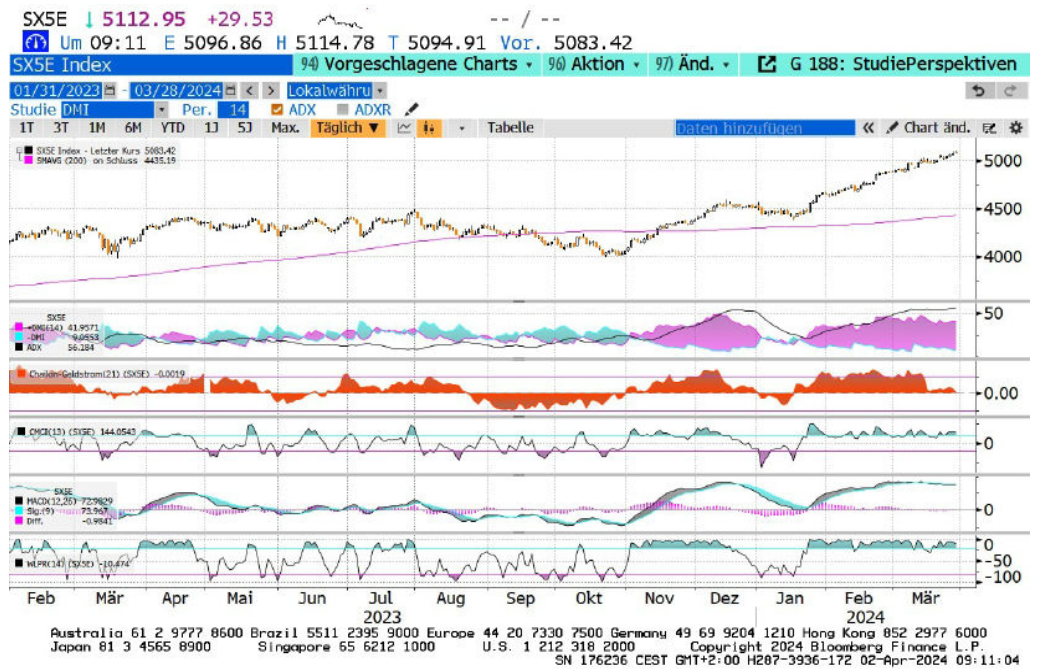


EuroStoxx 50 – Kursindex

Grafik 16

Der EuroStoxx50-Index zeigt seit Mitte Januar 2024 einen klaren Aufwärtstrend. Der Supportbereich um 4.500 Punkte ist weit entfernt. Der ADX Indikator weist klar auf eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung hin. Der Geldstromindex zeigt nach starken Mittelzuflüssen jetzt nachlassende Dynamik. Der Commodity-Channel-Index bewegt sich an der überkauften Zone und gibt leichte Verkaufssignale. Der MACD bewegt sich auf hohem Niveau seitwärts. Der William %R Oszillator ist überkauft und gibt nun ein negatives Signal.

Ergebnis: neutral/positiv

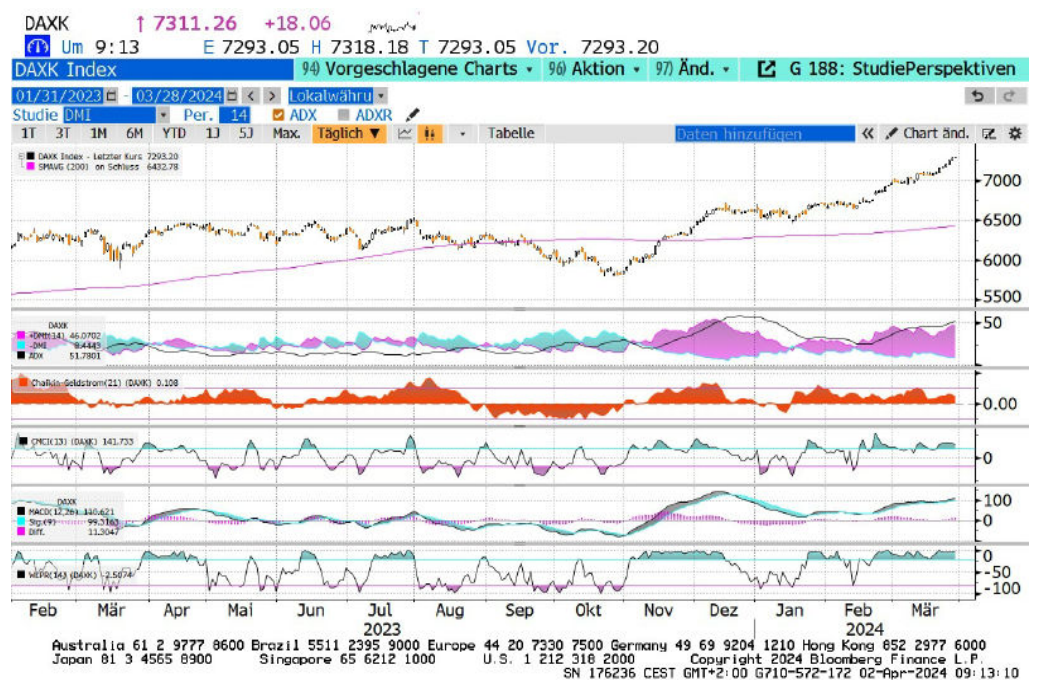


DAX40 – Kursindex

Grafik 17

Der DAX40-Kursindex konnte nachhaltig den Bereich bei 6.500 Punkten nach oben verlassen. Dieser Bereich fungiert als gute Unterstützung. Der ADX Indikator zeigt deutlich eine Fortsetzung des positiven Trends. Der Geldstromindex zeigt zwar weiter leichte Mittelzuflüsse, diese nehmen aber ab. Der Commodity-Channel-Index ist leicht negativ, der William %R Oszillator zeigt aber ein Verkaufssignal aus dem überkauften Bereich. Der MACD Indikator steigt auf hohem Niveau noch weiter leicht an.

Ergebnis: neutral/positiv





Nikkei 225 – Kursindex

Grafik 18

Der japanische Markt konnte die Marke von 34.000 Punkte hinter sich lassen und kämpft nun um den Bereich von 40.000 Punkten. Die alten Tops und die aufsteigende 200 Tage Linie bei ca. 34.017 Punkten sind eine gute Unterstützung. Der ADX-Indikator deutet eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung an. Der Money-Flow-Index zeigt seit Anfang Februar 2024 steigende Nettokäufe und ist auch positiv. Der MACD hat im hohen Bereich nach unten gedreht, gibt aber noch kein klares Verkaufssignal. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide leicht aus der überkauften Zone in den neutralen Bereich zurückgekommen.

Ergebnis: positiv



Hang Seng – Kursindex

Grafik 19

Nach dem Bruch der 200Tage-Linie im letzten August befindet sich Hongkong weiter in einem leichten Abwärtstrend, aber die wichtige 200Tage-Linie bei z.Zt. 17.517 Punkten kommt wieder näher. Der ADX Indikator zeigt sich richtungslos und neutral. Der Money-Flow-Index zeigt seit nach einer langen Phase von Nettoverkäufen wieder leicht positive Anzeichen. Der MACD bleibt seitwärts und neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator geben beide leichte Kaufsignale aus dem überverkauften Bereich.

Ergebnis: neutral





Fragen zur Weltpolitik und unsere Sichtweise dazu.

Die weltpolitische Lage hat sich bislang in keiner Weise stabilisiert. Es muss offensichtlich erst noch schlimmer werden, bevor es wieder besser werden kann. Der rückläufige Wachstumstrend des realen Haushalts-pro-Kopf-Einkommens – und die Volatilität aufgrund von Krisenereignissen – bedroht gerade Regime mit sozialer und politischer Instabilität in besonderem Ausmaß.

Innenpolitische Unsicherheit führt häufig zu einer Politik, die kurzfristigen nationalen Interessen Vorrang vor langfristigen internationalen Interessen gibt. Daraus resultiert der Anstieg von Protektionismus und Militarismus. Wenn sich Regime zu Hause sicher fühlen würden, dann könnten sie sich wieder der internationalen wirtschaftlichen Zusammenarbeit und Integration besinnen. Aber der Trend geht in die entgegengesetzte Richtung.

Konkrete Anzeichen einer sich stabilisierenden Welt wären ein Waffenstillstand in der Ukraine, ein Waffenstillstand im Gazastreifen, eine Entspannung zwischen den USA und China und ein internationales Atomabkommen. Derzeit ist nichts von alledem in Sicht.

Nur einige Anzeichen sind am Horizont zu erkennen:

- Israels Kampagne gegen die Hamas wird bald enden. Aber wir sehen ein noch bedeutendes Risiko, dass die Kämpfe im Südlibanon eskalieren werden (Wahrscheinlichkeit 45 %). Israel sabotiert übrigens auch die kritische Infrastruktur des Iran.
- Der Krieg Russlands mit der Ukraine eskaliert, obwohl ein Waffenstillstand im Jahr 2025 nicht unwahrscheinlich ist und etwas von den US-Wahlen abhängt. Russland macht die Ukraine für den ISIS-K-Terroranschlag in Moskau verantwortlich.
- Ein dauerhaft funktionierendes strategisches Handelsabkommen zwischen den USA und China wird es 2024 wohl nicht geben. Es ist vielleicht 2025 möglich. Am Beispiel der Social-Media-Plattform TikTok wird derzeit versucht, Datenschutz über den Weg der gesetzlich legitimierten Enteignung durchzuführen. Hinzu kommen seit Jahren immer schärfere Exportkontrollen. Parallel hierzu ist auch die Einführung von Kapitalverkehrskontrollen im Maßnahmenkatalog gelistet.

Was für die betroffenen Nationen inakzeptabel ist:

- Israel kann eine dauerhafte Vertreibung von Menschen im Norden oder eine nukleare Bewaffnung des Irans nicht akzeptieren.
- Russland kann nicht untätig zusehen, wenn die Demokraten die US-Wahlen gewinnen und den Kriegseinsatz verdoppeln.
- China kann nicht zulassen, dass die USA Zugang zu Technologie einschränken.

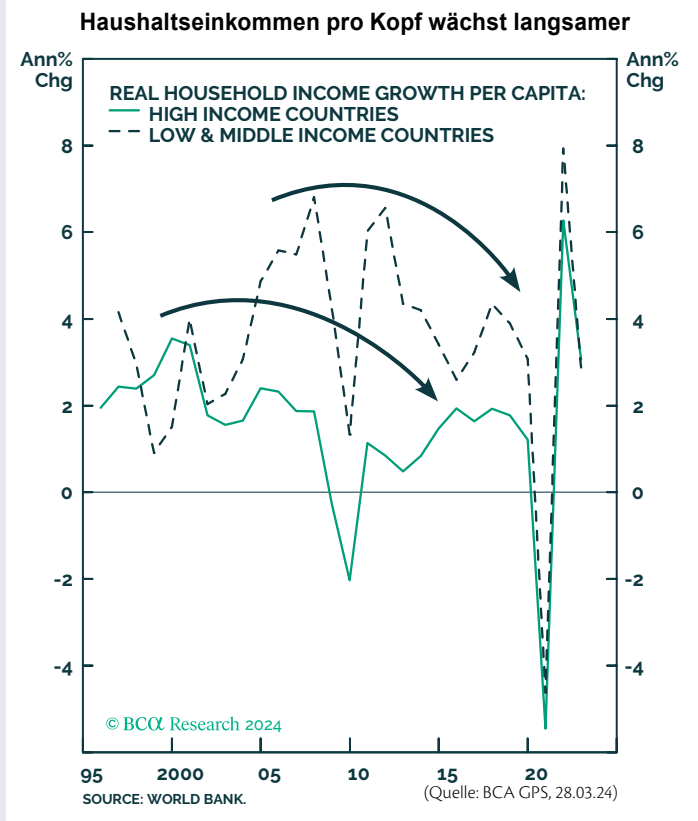
Negative Überraschungen sind wahrscheinlich und sie sind nicht in den Finanzmärkten eingepreist.

Die Angst vor auseinanderbrechenden Bündnissen

Die USA und ihre Verbündeten könnten einen dauerhaften Bruch erleiden, der die autokratischen Staaten ermutigt und den Welthandel bedroht. Der gemeinsame militärisch-industrielle Komplex der USA und Europas ist dem von China und Russland immer noch überlegen.

Hinzu kommen andere demokratische Verbündete wie das Vereinigte Königreich, Kanada, Australien, Japan und Südkorea. Die autokratischen Staaten werden zwar nicht eingedämmt, aber sie werden in Schach gehalten. Sollten die USA jedoch wirklich die NATO aufgeben und Europas Handel und Lebensweise angreifen, dann wäre die EU gezwungen, ihr Streben nach „strategischer Autonomie“ zu

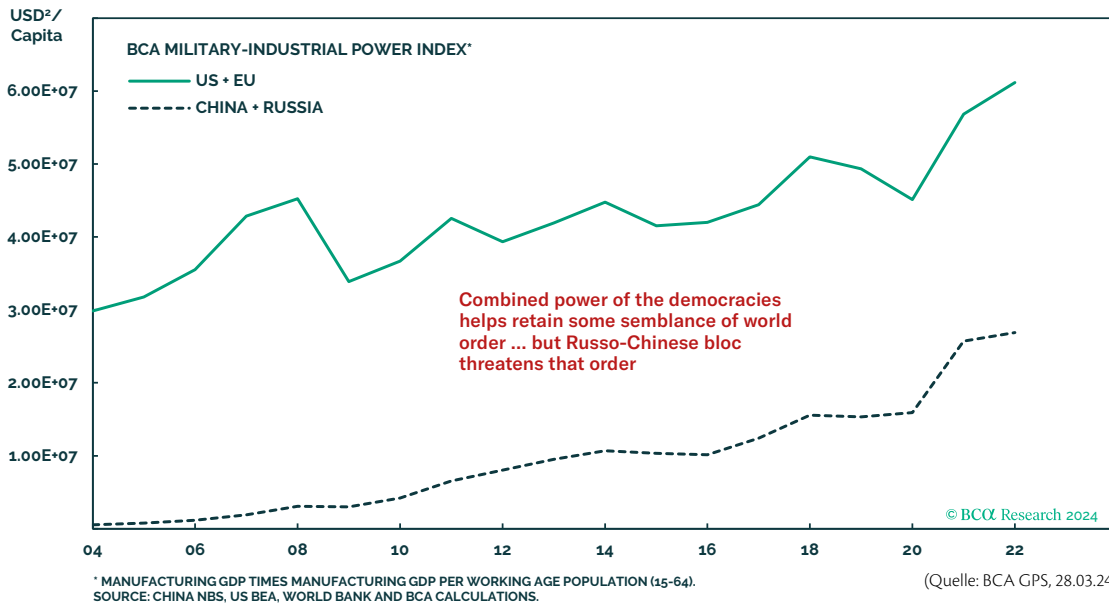
Grafik 20





Weltordnung basiert auf Bündnissen

Grafik 21



beschleunigen. Die EU würde wahrscheinlich eine neutrale Rolle gegenüber dem Osten spielen. Jede Erleichterung der Sanktionen gegenüber Russland würde von den Vereinigten Staaten als Verrat empfunden werden. Denn ein russisch-chinesischer Wirtschaftsblock, der mit einem neutralen Europa Geschäfte macht, würde die militärisch-industrielle Macht der USA zumindest auf dem Papier aufwiegen.

Trumps Drohung für das transatlantische Bündnis mag überbewertet sein oder auch nicht. Sollte jedoch irgendetwas passieren, das die strategische Isolierung der Vereinigten Staaten zur Folge hätte, würde eine Reihe dramatischer politischer und wirtschaftlicher Veränderungen folgen und die Welt weiter destabilisieren. Die USA würden sicher aggressiv reagieren, um ihre Rivalen zu spalten. Die Wahrscheinlichkeit, dass dies geschieht, ist dennoch gering - da Europa in Bezug auf Energie und Sicherheit von den USA abhängig ist – aber sie ist nicht gleich Null.

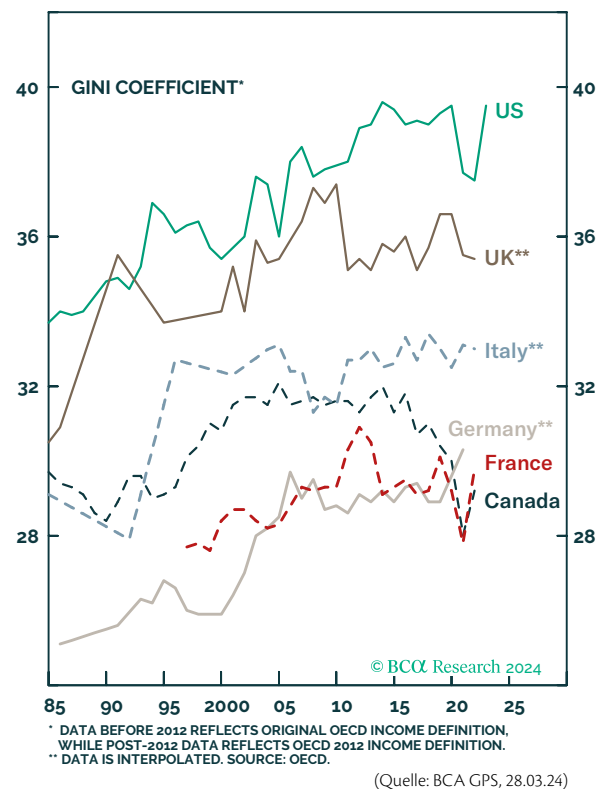
Einer der kritischen Neologismen³ der letzten Jahre ist der Begriff „Post-Wahrheit“, der sich auf das politische Klima des 21. Jahrhunderts bezieht. Im Speziellen dreht es sich um die Verbreitung von Fake News, psychologischen Operationen und Verschwörungstheorien – bevorzugt über die ebenfalls neu geschaffenen sozialen Medien. Die Monatszeitschrift „The Atlantic Monthly“ behauptet, dass „die Wahrheit keine Rolle spielen wird“, wenn Trump die Wahl 2024 gewinnt.⁴ Unwahrheit und Leichtgläubigkeit sind weit verbreitet und verschärfen die Instabilität. Aber kein nachdenklicher Mensch hat jemals geglaubt, dass er oder sie in einer Welt lebt, die im Licht der rei-

nen Wahrheit erstrahlt. Nicht einmal zur Zeit der Aufklärung war das der Fall.

Die politische Polarisierung brach in den USA und im Vereinigten Königreich lange vor den sozialen Medien aus. Auch in anderen Industrieländern, die über soziale Medien verfügen, ist eine Polarisierung zu beobachten, allerdings in weitaus geringerem Maße als in den Vereinigten Staaten. Die Polarisierung ist das Ergebnis sozialer und wirtschaftlicher Trends wie der De-Industrialisierung und der Ungleichheit, die sich an einigen Orten ausbreiten konnten, an anderen nicht.

Ungleichheit gemessen am GINI-Koeffizienten⁵

Grafik 22



3 Ein Neologismus ist eine innerhalb einer Sprachgemeinschaft in den allgemeinen Gebrauch übergegangene sprachliche Neuprägung, das heißt: ein neu geschaffener sprachlicher Ausdruck, also ein Wort oder eine Wendung.

4 Megan Garber, „The Truth Won’t Matter“, The Atlantic, 6.12.2023; www.theatlantic.com

5 Ein Standardmaß zur Messung von Vermögensungleichheit ist der Gini-Koeffizient. Dieser ist auf den Wertebereich zwischen 0 (vollkommene Gleichverteilung) und 1 (vollkommene Ungleichverteilung) normiert, das heißt, je höher der Wert ist, desto stärker ausgeprägt ist die gemessene Ungleichheit.



Die „Partisanen“ neuester Prägung haben dann die Medien und den öffentlichen Diskurs als Waffe eingesetzt. Die sozialen Medien verschärften die Polarisierung, verursachten sie aber nicht. Die USA werden wahrscheinlich TikTok bestrafen - da sie nicht wollen, dass ausländische Mächte die Meinung der USA beeinflussen oder US-Daten erfassen -, aber das wird die Polarisierung nicht verringern. Ein hartes Vorgehen gegen Andersdenkende könnte die Polarisierung verringern, würde aber eine autoritäre Regierung voraussetzen und die Ungleichheit wahrscheinlich nicht verringern. Bekannte Beispiele sind Russland, China oder Thailand.

Eine Ausweitung der wirtschaftlichen Möglichkeiten könnte sowohl die Ungleichheit als auch die Polarisierung verringern, würde aber staatliche Eingriffe erfordern, um Monopole zu zerschlagen, das Bildungswesen zu reformieren und die Innenstädte zu säubern, was politisch vielleicht nicht so bald durchsetzbar ist. Die Investoren müssen nicht die ultimativen Wahrheiten über das Leben kennen - das ist vielleicht gar nicht möglich. Sie müssen nur wissen, worauf man sich geeinigt hat. Ein Konsens zwischen der politischen Klasse und der Bevölkerung ist etwas, auf das es sich zu setzen lohnt. Im Moment besteht in den USA vor allem Einigkeit darüber, dass die Regierung den Haushalten helfen sollte, über die Runden zu kommen. Folglich werden die Steuern nicht erhöht und die Ausgaben nicht gesenkt. Das Haushaltsdefizit wird weiter ansteigen, vor allem, wenn 2024 eine einzige Partei regiert.

Der andere Bereich, in dem Konsens besteht, ist der Schutz der Unternehmen vor unlauterem ausländischem Wettbewerb – insbesondere dem aus China. Die Zölle werden nicht sinken. Die Regierung Biden kann sich vor der Wahl einen Schlag gegen China leisten, um Trump den Wind aus den Segeln zu nehmen, aber sie kann nicht alle Pfeile in ihrem Köcher verschießen. Aber nach der Wahl werden die Exportkontrollen verschärft und Kapitalverkehrskontrollen eingeführt werden. Es sei denn, China bietet Handelszugeständnisse an. Die Einwanderung mag reformiert werden oder auch nicht, aber sie wird wahrscheinlich zumindest etwas eingedämmt. Trump würde die Grenze abriegeln, und Biden hätte ein persönliches Interesse daran, sein Erbe zu sichern und dem Anti-Establishment-Populismus den Nährboden zu entziehen, indem er den Kompromiss zum Einwanderungsgesetz verabschiedet, den er in diesem Jahr ausgehandelt hat.

Der aktuelle Zeitgeist ist die Rückkehr der Bundesregierung, der wirtschaftliche Nationalismus der USA und die außenpolitische Falkenhaftigkeit der USA. Biden hat sich zu viele von Trumps Politiken zueigen gemacht, als dass die Anleger die Ansicht akzeptieren könnten, dass der Trumpismus nichts weiter als ein Beweis für eine Welt nach der Wahrheit ist.

Werden die Demokraten Biden auf dem Parteitag ersetzen?

Die herrschende Meinung ist bekannt: Die Demokraten werden an Biden festhalten, weil amtierende Präsidenten einen großen Vorteil haben, vor allem wenn die Wirtschaft wächst. Johnsons Abdankung im Jahr 1968 endete für die Partei katastrophal, was noch gut in Erinnerung ist und sich wahrscheinlich nicht wiederholen wird. Es ist seltsam, dieser Ansicht jetzt zu widersprechen, da Biden gerade die Vorwahlen gewonnen hat und in den Umfragen für die Parlamentswahlen Kopf an Kopf mit Trump liegt, auch wenn er in den Swing States zurückliegt. Natürlich kann auf den amerikanischen Parteitagen alles passieren, denn die Kongresse können alle Regeln des Nominierungsverfahrens ändern. Bidens Nominierung ist also nicht sicher, aber sehr wahrscheinlich. Die ganze Diskussion geht an der Sache vorbei. Bidens Persönlichkeit ist überhaupt nicht wichtig. Die Demokratische Partei von heute wäre mit oder ohne Biden die gleiche. Der einzige Unterschied besteht darin, dass ein Biden in seiner zweiten Amtszeit größere politische Risiken eingehen könnte als mit Kamala Harris in ihrer Funktion als US-Vizepräsidentin in seiner ersten Amtszeit.

Trump's Persönlichkeit hingegen ist wichtiger, denn er ist ein Außenseiter mit einer populären Basis, die nicht auf die alte republikanische Maschinerie angewiesen ist. Jeder andere republikanische Kandidat wäre konventioneller, selbst wenn er oder sie die populistische Sprache sprechen würde. Nur Trump droht damit, aus der NATO auszutreten, Europa, Japan und Mexiko mit umfassenden Zöllen zu belegen oder die Südgrenze zu militarisieren. Die einzige Unterscheidung, auf die es ankommt, ist also Trump oder jemand anderes. Jeder andere Kandidat ist für die Kapitalmärkte - für sich genommen - günstig, weil er die Macht der Präsidentschaft wahrscheinlich nicht so unberechenbar und aggressiv ausüben wird. Abgesehen von der körperlichen Unfähigkeit sind die Bedingungen, die die Demokratische Partei davon überzeugen würden, Biden fallen zu lassen, Bedingungen, die seinem Nachfolger sehr wahrscheinlich schaden würden, wie eine Rezession oder eine außenpolitische Niederlage. Die einzige Bedingung, die die Republikaner davon überzeugen könnte, Trump fallen zu lassen, wäre eine Inhaftierung. Es ist zwar wahrscheinlich, dass Trump noch vor dem 5. November zu einer Gefängnisstrafe verurteilt wird, aber die Chancen sind gering, dass er während des Berufungsverfahrens auch tatsächlich inhaftiert wird. Bekanntlich genießen Wirtschaftskriminelle während des Berufungsverfahrens eine gewisse Freiheit.



Wird Trump nicht gewinnen und der Aktienmarkt sich trotzdem erholen?

Die meisten Kleinanleger – und viele Kunden – scheinen zu glauben, dass Trump gewinnen und der Aktienmarkt dann boomen wird. Meinungsumfragen zeigen, dass Trump in den Swing States in Führung liegt. Als er 2016 gewann, erholte sich der Markt in Erwartung von Steuersenkungen, die schließlich die Unternehmensgewinne in die Höhe trieben. Trump schlägt erneut Steuersenkungen vor.

Drei Dinge sind dabei zu beachten:

- Nach Wahlen ist eine Erleichterungsrallye die Regel, weil die Unsicherheit beseitigt ist.
- Wenn die Rezessionsdynamik den Republikanern die volle Kontrolle gibt, wird der Markt Steuersenkungen und andere Anreize zur Unterstützung der Erholung begrüßen.
- Wenn die Wirtschaft expandiert und Biden trotzdem verliert, könnte sich der Anleihemarkt gegen die steuerlichen Anreize der Republikaner auflehnen. Dies ist das englische „Liz Truss“-Szenario, das jetzt breit diskutiert wird. Der wichtige Punkt ist, dass Trumps Agenda strukturell inflationär ist. Daher werden Trump und die Federal Reserve irgendwann aneinandergeraten – und der Präsident hat die Macht, den Fed-Vorsitzenden zu entlassen, wie umstritten er auch sein mag.

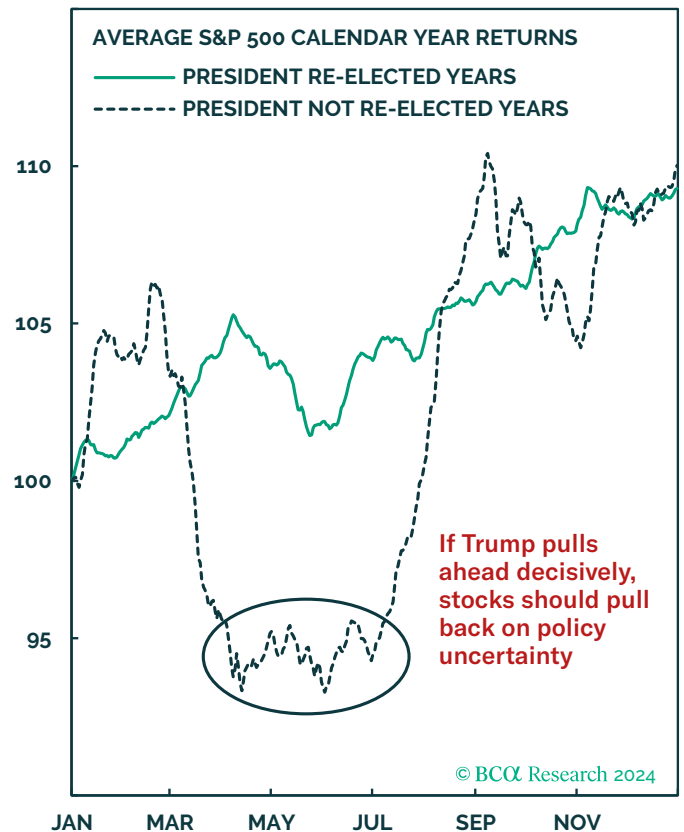
Was auch immer anfänglich geschieht, der Markt wird schließlich einen weiteren Inflationsanstieg einkalkulieren müssen.

Wird die Ungleichheit in den USA zunehmen oder abnehmen?

Wie bereits erwähnt, hat die Ungleichheit in den letzten Jahrzehnten zugenommen - auch während der Regierung Biden. In Zukunft können die Demokraten die Steuern nicht mehr erhöhen, ohne einen kompletten Wahlsieg einzufahren. Das ist nicht wahrscheinlich. Daher werden die Steuersätze in den nächsten vier Jahren nicht steigen. Wenn die Republikaner die volle Kontrolle erlangen, werden sie die Steuern und zumindest einige der von der Regierung Biden beschlossenen Sozialausgaben kürzen. Das würde die Ungleichheit weiter erhöhen. Außerdem wollen die Republikaner die Einwanderung einschränken und die Zölle erhöhen (z. B. durch eine Handelssteuer). Die Folge wären ein Arbeitskräftemangel und höhere Importpreise. Dies würde zu einer Umverteilung des Wohlstands weg von den Unternehmen und hin zu den Niedriglohnempfängern führen. Es ist jedoch zweifelhaft, dass die Ungleichheit im Zusammenhang mit umfangreichen Steuersenkungen unter dem Strich sinken würde. Ohne eine Verringerung der Ungleichheit wird die „Spitzenpolarisierung“ fortbestehen, was dazu beiträgt, die politische Unsicherheit in den USA und weltweit hoch zu halten.

Kursrallyes nach Wahlen sind der statistische Normalfall

Grafik 23



NOTE: DATA RANGES FROM 1928 TO 2023. EACH CALENDAR YEAR IS SMOOTHED USING A 7-DAY AVERAGE, THEN REBASED TO JAN 1= 100.

(Quelle: BCA GPS, 28.03.24)

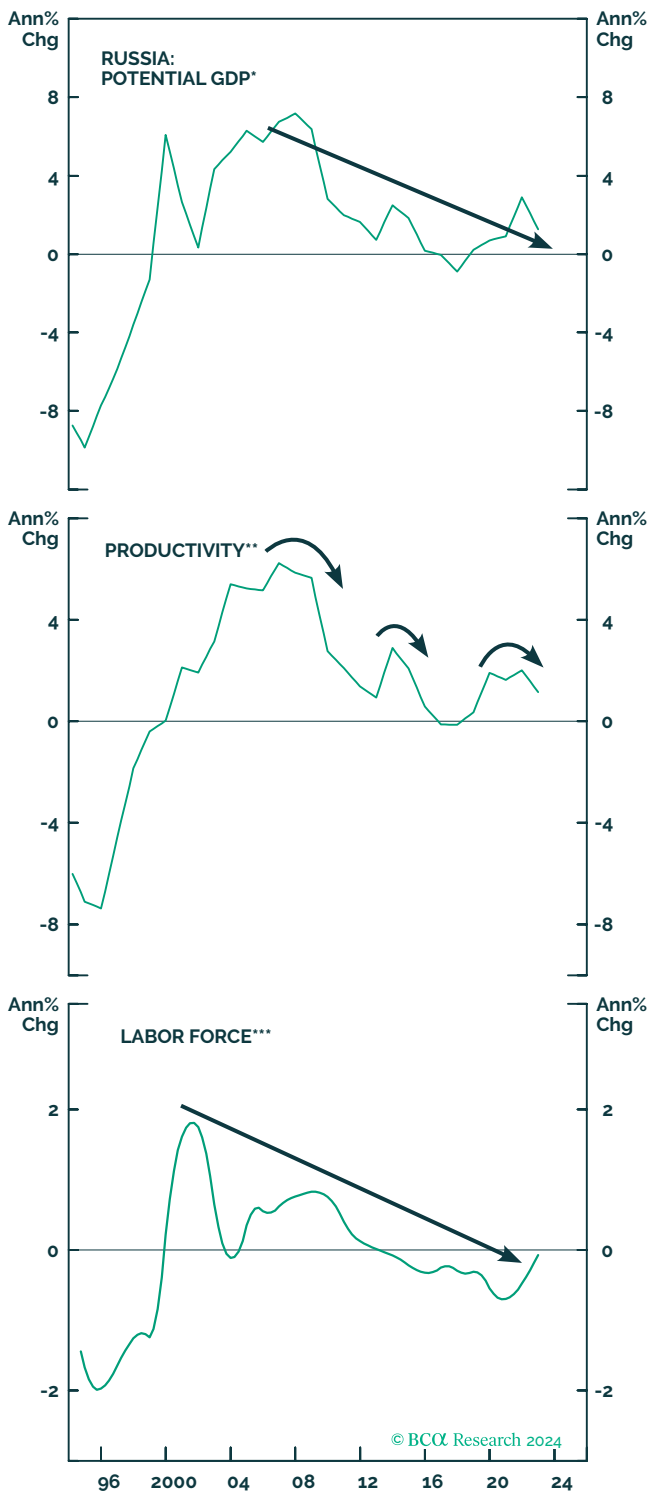
Welche Auswirkungen hat der Moskauer Terroranschlag?

Während des gesamten Ukraine-Krieges haben wir darauf hingewiesen, dass der gesamte russische Einflussbereich aufgrund wirtschaftlicher Schwäche schrumpft. Daher wäre jeder militärische Sieg ein Pyrrhussieg. Als die Wagner-Meuterei stattfand, zeigte sich bereits die langfristige Instabilität Russlands. Kaum hatte Putin am 17. März seine Wahl gewonnen, ereignete sich der schreckliche ISIS-Khorasan-Terroranschlag in der Crocus City Mall westlich von Moskau. Russland hatte 2015 gegen den Islamischen Staat in Syrien interveniert. Die Vorgehensweise des Islamischen Staates besteht darin, Schwachstellen in der ganzen Welt auszunutzen. Russlands staatlicher Sicherheitsapparat zeigt Anzeichen von Ineffektivität. Russland ist nicht das einzige Land, das für Massenerschießungen und Terrorismus anfällig ist. Aber die US-Geheimdienste hatten Russland vor einem bevorstehenden Anschlag gewarnt. Mehrere Angreifer kamen aus Tadschikistan, während ISIS-K hauptsächlich in Afghanistan und Pakistan operiert. Putins Fähigkeit, die militärische, geheim-



Grafik 24

Russlands Wirtschaftskraft ist gering.



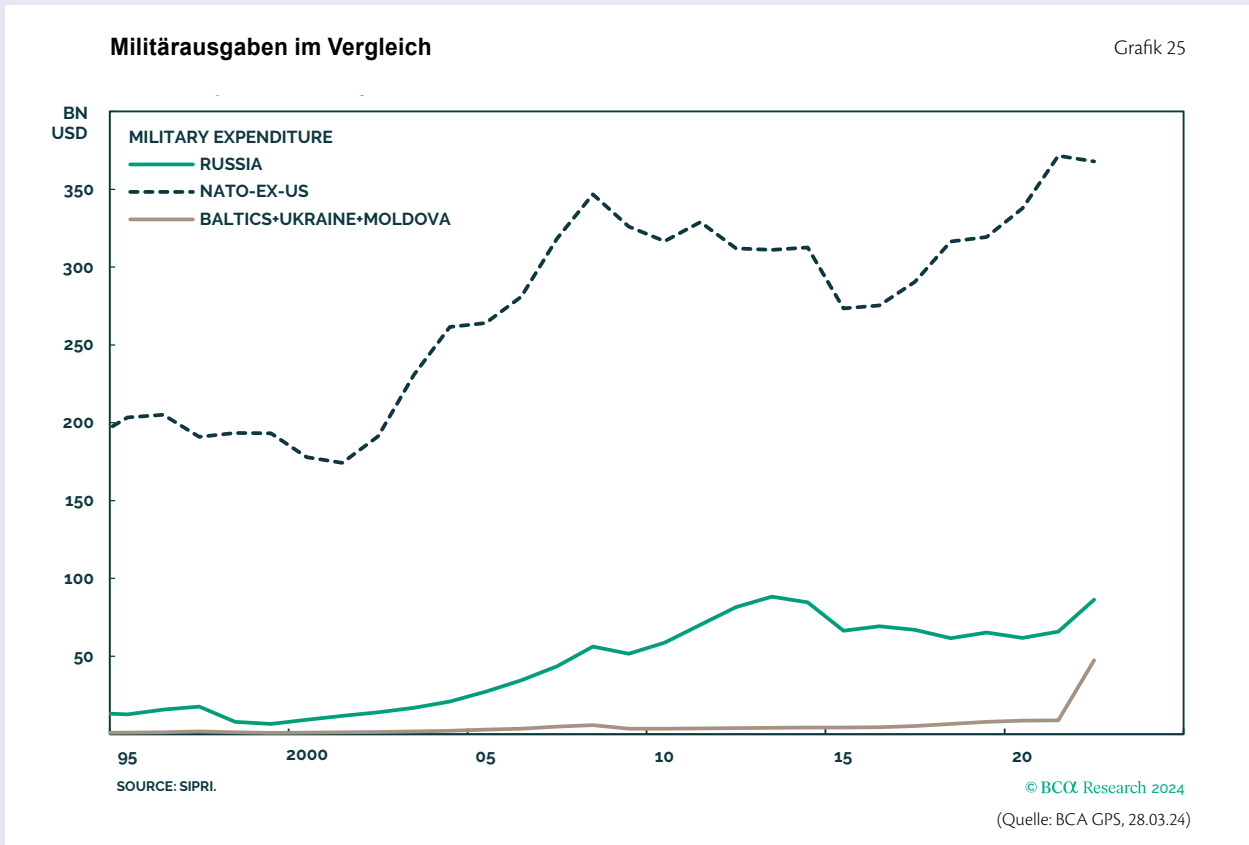
* CALCULATED AS PRODUCTIVITY PLUS LABOR FORCE GROWTH.
 ** SHOWN AS A 4-YEAR MOVING AVERAGE. SOURCE: THE CONFERENCE BOARD.
 *** SHOWN AS A 3-YEAR MOVING AVERAGE. SOURCE: WORLD BANK.

(Quelle: BCA GPS 28.03.24)

dienstliche und sicherheitspolitische Kontrolle über Zentralasien zu verstärken, ist begrenzt. Stattdessen gibt Putin der Ukraine die Schuld, wohin die Angreifer zu fliehen versuchten. Russland ist seit 24 Jahren bestrebt, interne Instabilität in Form von Aggressionen gegen seine Nachbarn zu verlagern. Langfristige russische Stabilität bedeutet fortgesetzte Aggression, zumindest so lange, bis das Regime wechselt.

Wen wird Russland als nächstes angreifen?

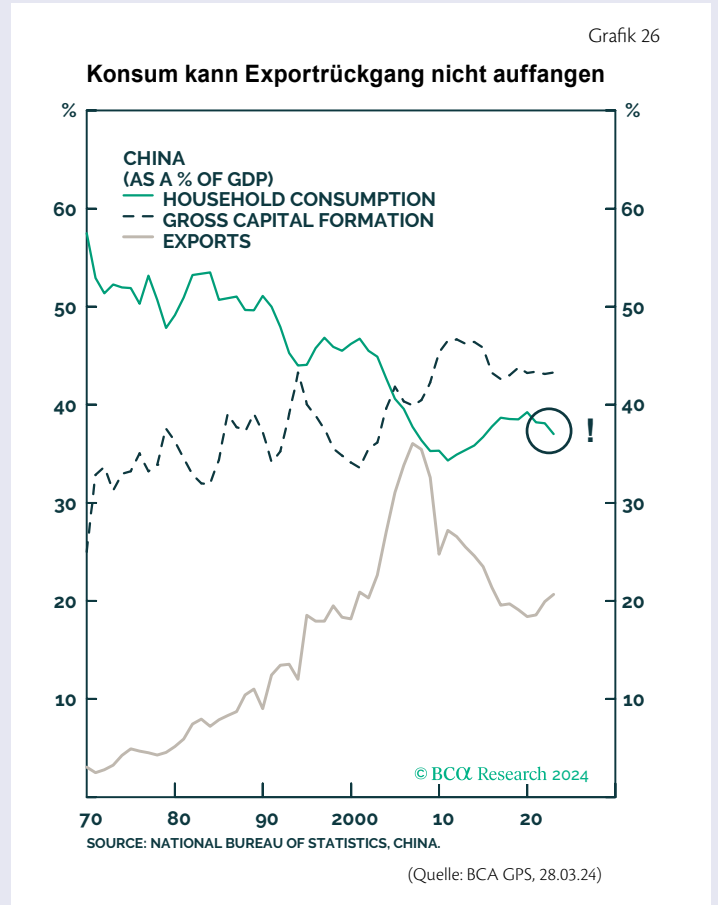
Russland hat bisher 315.000 junge Militärangehörige in den eigenen Reihen getötet und verwundet und 211 Milliarden Dollar (wahrscheinlich viel mehr) für die Invasion der Ostukraine ausgegeben, zumindest nach Angaben des US-Verteidigungsministeriums. Dennoch ist es dem russischen Militär nicht gelungen, die wichtigen Städte Kiew, Charkiw und Cherson einzunehmen. Daraus ergibt sich, dass Russland im kommenden Jahr eher einen Waffenstillstand anstreben wird als nicht. Ein Waffenstillstand würde Russland in die Lage versetzen, massive neue Verluste zu vermeiden, seine Eroberungen zu legitimieren, seine Wirtschaft wieder anzukurbeln und sein Militär wiederaufzubauen. Ein Waffenstillstand setzt aber auch voraus, dass die europäischen Mächte ihre Unterstützung für die Ukraine reduzieren und sich auf Gespräche einlassen. Europa kann das nicht tun, wenn es glaubt, dass Russland erneut in Kiew einmarschieren wird. Russland bereitet eine neue Offensive vor, die entweder durchgeführt oder als Druckmittel bei Verhandlungen eingesetzt werden könnte. Wenn sie durchgeführt wird, können wir eine Invasion in Kiew oder Odessa nicht ausschließen, aber höchstwahrscheinlich würden sich die russischen Streitkräfte auf das Gebiet östlich des Dnjepr beschränken, wie wir es vor dem Krieg skizziert haben. Solange die militärischen Aktivitäten außerhalb der NATO, d.h. in der Ukraine oder sogar in Moldawien, stattfinden, würde eine Eskalation des Krieges aus globaler Sicht „eingedämmt“ bleiben. Europa würde seine Kriegsbereitschaft erhöhen, wenn Russland Kiew stürzen würde, aber es würde trotzdem keinen Krieg führen. Die baltischen Staaten, Finnland, Schweden und die Meere sind durch das NATO-Bündnis geschützt. Russland wird wahrscheinlich die Grenzen testen und schockartige Zwischenfälle oder Provokationen herbeiführen, um die westliche Einheit zu untergraben. Das Ziel wäre, die NATO davon abzuhalten, große oder ständige Streitkräfte in den an Russland angrenzenden Gebieten zu stationieren, da Moskau die NATO-Erweiterung nicht verhindern konnte. Dies wird letztendlich ein ernsthafter Krisenherd sein und könnte die Märkte beunruhigen. Selbst wenn sich die USA aus der NATO zurückziehen oder die kollektive Sicherheit ablehnen, werden sich die europäischen NATO-Mächte aus Eigeninteresse weiterhin für ihre eigene Verteidigung einsetzen. In der messbaren Bilanz der militärischen Macht ist die NATO – ohne die USA – Russland immer noch haushoch überlegen.



Wie geht es weiter mit der Regierung Xi Jinpings?

Aktuell fließt Kapital ab und die westlichen Länder drohen, ihre Märkte zu schließen. Daran ist allerdings nicht die westliche Ideologie die Schuld. Es ist keine westliche Ideologie, zu behaupten, dass gute Regierungsführung und freie Märkte die Nationen wohlhabend und produktiv machen. Chinas eigener Staatsrat war es, der vor über zehn Jahren die Notwendigkeit neoliberaler Strukturreformen zur Freisetzung von Produktivität skizzierte. Die Reformen gingen schief – und Chinas Außenpolitik wurde kämpferischer – bevor Donald Trump gewählt wurde. Der Übergang zum Konsum der privaten Haushalte ist bislang nicht gelungen.

Chinas demografische und Verschuldungsprobleme sind seit vielen Jahren bekannt und haben begonnen, ähnliche negative Auswirkungen wie in Japan und anderen Volkswirtschaften zu haben. Im Falle Chinas haben sie jedoch noch nicht zu einem Zusammenbruch der Immobilienpreise geführt, der eine Bilanzrezession auslöst. Chinas Politik ist bereits extrem interventionistisch und akkommodierend, obwohl wir für die Zukunft mit einer noch akkommodierenderen Politik rechnen. Um das langfristige Potenzialwachstum zu steigern, müsste China Strukturreformen durchführen und gleichzeitig die Handelsbeziehungen verbessern. Aufgrund des chinesischen Humankapitals, der enormen Investitionen in Forschung und Entwicklung und der zentralen Koordinierung können wir durchaus mit einigen technologischen Durchbrüchen rechnen – es gibt viele





Wissenschaftler und Ingenieure, die mit finanzieller Unterstützung des Staates ihr Bestes geben werden. Aber ohne eine Verbesserung der Diplomatie wird es schwer sein, eine positive Stimmung im In- und Ausland zu erzeugen, und die Kapitalabflüsse werden anhalten. Dauerhafte diplomatische Verbesserungen sind frühestens nach den US-Wahlen zu erwarten – und wahrscheinlich erst nach einer weiteren mehrjährigen Eskalation des Handelskriegs. Während des Kalten Krieges folgten Phasen der Entspannung auf Krisenereignisse, in denen die militärische – sogar nukleare – Risikobereitschaft die politischen Führer vor den Gefahren eines Konflikts warnte. Dies könnte notwendig sein, bevor die USA und China eine echte Entspannung erreichen. In der Zwischenzeit versucht China, sich durch Exporte aus seiner inneren Misere zu befreien, was zu einer vorhersehbaren protektionistischen Gegenreaktion des Westens führen wird. Das zeigt bereits der protektionistische Wandel in Europa gegenüber China.

Wird Netanjahu fallen?

Als die Hamas am 7. Oktober Israel angriff, galt als Schlüsselfaktor, der kurzfristig einen Krieg in der gesamten Region verhindern würde, die Interessendivergenz zwischen den USA und Israel, insbesondere die Uneinigkeit darüber, wie mit dem Iran umzugehen sei. Selbst die Regierung Biden weiß, dass die Ambitionen des Irans eingedämmt werden müssen. Aus Angst vor einem Ölschock wird sie dies jedoch nicht vor den Wahlen tun. Und der Iran weiß, wie man agitiert, ohne einen massiven Ölschock auszulösen, der Biden dazu zwingt, sich der Meinung Israels anzuschließen und den Iran zu bestrafen. Der israelische Premierminister Benjamin Netanjahu sieht sich einer anderen Reihe von Risiken und Chancen gegenüber. Jeder weiß, dass sein Job in Gefahr ist. Seine Vorgängerin Golda Meir war 1974 nach dem Überraschungsangriff im Jom-Kippur-Krieg zurückgetreten. Meinungsumfragen zeigen, dass Bibis Likud-Partei Probleme hat und seine politische Basis – die Koalition der Parteien, die vor der nationalen Einheitskoalition bestand, die nach dem Hamas-Angriff gebildet wurde – an Unterstützung verliert. Die USA und Europa setzen Israel unter Druck, die Militäraktion nicht auf Rafah auszuweiten, aber „Bibi“, wie er häufig genannt wird, wird wahrscheinlich weitermachen, um das Ziel der Zerschlagung der Hamas zu erreichen. Das Ergebnis wird der Verlust westlicher Unterstützung sein, ein verwüsteter Gazastreifen ohne Wiederaufbauplan, ein Zusammenbruch der Einheitskoalition und gegenseitige

Schulduweisungen wegen der ursprünglichen Sicherheitsverletzung. Wir haben all dies vorausgesehen und argumentiert, dass Bibi nach dem Ende des Gaza-Einsatzes wahrscheinlich nicht in aller Ruhe gehen wird. Die Wahrscheinlichkeit, dass er der Bedrohung durch die Hisbollah im Libanon entgegentritt, liegt bei 45 %. Andernfalls werden die Menschen im Norden Israels weiterhin vertrieben, und Bibi wird von der Seitenlinie aus zusehen, wie die Hisbollah Israel bedroht – und der Iran schließlich eine Atomwaffe erhält. Eine Eskalation im Libanon würde sich nicht direkt auf die Ölversorgung auswirken, aber sie würde die allgemeinen arabisch-israelischen Spannungen und den Stellvertreterkrieg mit dem Iran verschärfen. Bibi betreibt auch eine Sabotagekampagne gegen die iranische Infrastruktur. Das kurzfristige Ziel des Irans besteht darin, Israel zu isolieren und Biden zu zwingen, seine Wiederwahl über die Sicherheit Israels zu stellen. Dieser Prozess ist im Gange, aber Bibi könnte ihn unterbrechen. Wenn der Konflikt so weit eskaliert, dass er der Regierung Biden schadet, dann würden die Republikaner Israel eher unterstützen. Wenn Bibi bis zu den US-Wahlen überleben kann, wird er vielleicht mit der Konfrontation mit der Hisbollah warten. Aber wenn er vor den US-Wahlen zu stürzen droht, ist alles möglich.

Wird die saudi-iranische Détente den Nahen Osten stabilisieren?

Der Optimismus für den Nahen Osten ist wahrscheinlich verfrüht. Zwar verhandeln die Saudis und die Iraner, doch sehen wir nicht, dass sich ein endogenes Gleichgewicht der Kräfte herausbildet. Erstens kann Israels Stellvertreterkrieg mit dem Iran in diesem Jahr eskalieren, auch wenn die USA und der Iran, wie oben beschrieben, versuchen, dies zu vermeiden. Israels Sabotage könnte den Iran dazu zwingen, einen begrenzten Schlag gegen die Ölinfrastruktur durchzuführen, um Biden zu signalisieren, dass er Israel zurückhalten soll. Zweitens ist der Generationswechsel in der iranischen Führung noch nicht vollzogen, so dass das Regime äußerst instabil ist. Die Reaktionsfunktion besteht darin, ausländische Aggressionen zu eskalieren. Drittens ist die iranische Nuklearfrage noch nicht geklärt. Der Iran hat noch keine einsatzfähige Atomwaffe gebaut, wird aber aufgrund der Unsicherheit des Regimes in den kommenden Monaten und Jahren wahrscheinlich versuchen, dies zu tun. Die USA und Israel haben sich nicht nachweislich mit der eklatanten Verletzung ihrer wiederholten roten Linien gegen die atomare Bewaffnung abgefunden.



Anleihen: keine wesentliche Veränderung

Der Blick auf die Tabelle, die die Zins- und Renditeprognosen der Investmentbank J.P. Morgan abbildet, macht klar, dass sich seit Anfang Februar – der letzten Ausgabe der Perspektiven – nahezu gar nichts geändert hat. Bei den zehnjährigen Staatsanleihen wurden die Renditen von Bundesanleihen und US-Treasuries leicht höher eingeschätzt, im Vereinigten Königreich blieben sie gleich. Die Grundtendenz bleibt auf fallende lange Renditen in den nächsten 12 Monaten ausgerichtet, wenn auch nur mehr in geringem Umfang.

Mit Ausnahme von Japan preisen die Investoren für die nächsten 24 Monate ein ähnliches Ausmaß an Lockerung der Geldpolitik bei den wichtigsten Zentralbanken für die nächsten 24 Monate ein, wenngleich diese Lockerung im Falle der USA von einem höheren Zinsniveau ausgeht. Wie die Vergangenheit gezeigt hat, würde ein vorübergehender Aufschwung der weltweiten Produktions- und Handelstätigkeit das Wachstum in den USA weniger stark ankurbeln als im Rest der Welt, was zu einer Verschiebung der Zinsdifferenzen führen könnte.

Bei den Unternehmensanleihen passen die inzwischen weiter gesunkenen Risikoprämien so gar nicht mehr zum Risiko einer Rezession. Wie an den Aktienmärkten ist die Marktmeinung völlig auf ein „Soft Landing“ der Konjunktur eingestellt. Die 12-Monats-Ausfallquote in den USA ist hingegen von einem Tiefstand von 1,2 % im Februar 2022 auf 5,7 % angestiegen. Trotz dieses Anstiegs der Ausfälle sind die Renditenaufschläge für Hochzinsanleihen im bisherigen Jahresverlauf um 27 Basispunkte auf den

Prognose Renditen und Spreads 12 Monate

Grafik 27

Bezeichnung	aktuell	Jun 24	Sep 24	Dec 24	Mar 24
US Geldmarkt 3 mth	5,31	5,05	4,85	4,6	4,35
Rend. 10-jährige Tsy	4,21	4,15	4,05	4	3,9
Euro-Region 3 mth	4	3,75	3,5	3	2,5
Rend. 10-jähriger Bund	2,33	2,2	2,05	1,9	1,8
Renditediff. 10j. IT - GE	1,31	1,5	1,6	1,7	1,7
Renditediff. 10j. ES - GE	0,83	0,8	0,75	0,8	0,8
UK Geldmarkt 3 mth	5,25	5,25	5	4,5	4
UK 10-jähriger GILT	3,93	4,05	3,95	3,8	3,65
Japan Callgeld	-0,1	0	0,25	0,5	0,5
Japan 10-jährige Staatsanl.	0,74	0,85	1,05	1,3	1,3

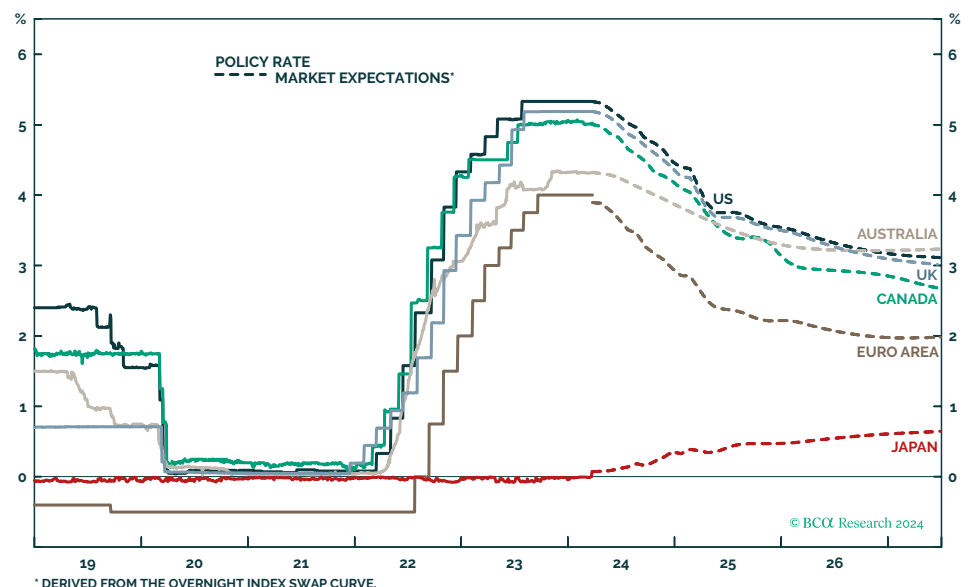
(Quelle: JPMorgan, The J.P.Morgan View, 27.03.24)

niedrigsten Stand seit Januar 2022 gefallen. Um das derzeitige Niveau der Spreads zu rechtfertigen, müsste die Ausfallquote in den nächsten 12 Monaten auf 3,3 % sinken. Ein solcher Rückgang der Renditenaufschlä-

ge ist selbst in einem Szenario mit weicher Landung zweifelhaft. Bei den Euro-Emissionen sieht das Bild relativ besser aus. Daher bilden sie derzeit in unseren Portfolios das Schwergewicht.

Fallende Geldmarktzinsen bis auf Japan

Grafik 28

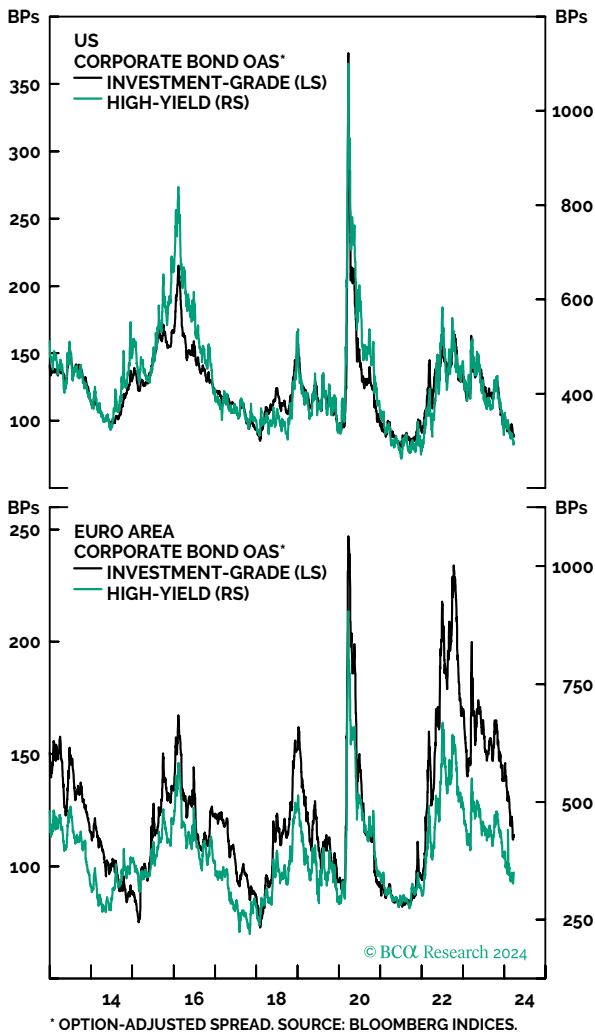


(Quelle: BCA GIS Second Quarter Strat. Outlook, 25.03.24)



Europäische Emissionen bevorzugt

Grafik 29



(Quelle: BCA GIS Second Quarter Strat. Outlook, 25.03.24, S. 35)

Es gibt allerdings noch einen eher langfristigen Aspekt, der für ein generell gegen ein wesentlich tieferes Zinsniveau spricht. Strukturell werden viele Kräfte die derzeitigen Renditen stützen. Dazu gehören der zunehmende Populismus, die nachlassende Globalisierung und die grüne Wende, die neue Ausgaben in Billionenhöhe erfordern wird. Außerdem scheiden die Babyboomer massenhaft aus dem Arbeitsmarkt aus. Während sie arbeiteten, haben sie ein großes Vermögen angehäuft.

In den USA halten die Babyboomer mehr als die Hälfte des gesamten Haushaltsvermögens. Anstatt zu arbeiten und zu sparen, geben sie nun ihr Vermögen aus. Der weltweite Pool an Ersparnissen schrumpft, was einen Aufwärtsdruck auf die realen Gleichgewichtszinsen und damit die Anleiherenditen ausüben müsste. Obwohl die tendenziell disinflationären Auswirkungen der künstlichen Intelligenz einem Teil dieser inflationären Kräfte entgegenwirken könnten, gehen wir davon aus, dass die Rendite 10-jähriger Staatsanleihen auch in fünf Jahren noch zwischen 4 und 5 % liegen wird. All dies deutet darauf hin, dass Anleger mit langfristigem Horizont eine strukturell neutrale Duration haben sollten und nicht ultralang anlegen sollten.

Die einzigen beiden Länder, in denen die Anleiherenditen erheblich von ihrem strukturellen fairen Wert abweichen, sind Japan, wo die Renditen weiter steigen müssen, und China, wo der Druck zum Abbau der Verschuldung im Laufe der Zeit zu niedrigeren Renditen führen wird. Doch im Gegensatz zu den geschilderten längerfristigen Aussichten sind die zyklischen Perspektiven für die Anleiherenditen aktuell eher nach unten gerichtet. Wir erwarten, dass die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen während der nächsten Rezession auf 3 % fallen wird, wenn die Fed die Zinsen auf 2 % senkt. Sollte dies der Fall sein, würden die Anleger mit einer zehnjährigen Staatsanleihe auf Sicht von zwei Jahren eine Gesamrendite von 13,1 % erzielen.

Wie bei Aktien ist das Timing entscheidend. Im Moment bleibt die Inflation in den USA etwas hartnäckig, und die Anleger sind zunehmend davon überzeugt, dass eine Rezession vermieden wurde. Daher rechnen wir in den nächsten Monaten - wie schon dargestellt - nicht mit einem starken Rückgang der Renditen. Der große Renditerückgang dürfte erst eintreten, wenn die Angst vor einer Rezession zurückkehrt.



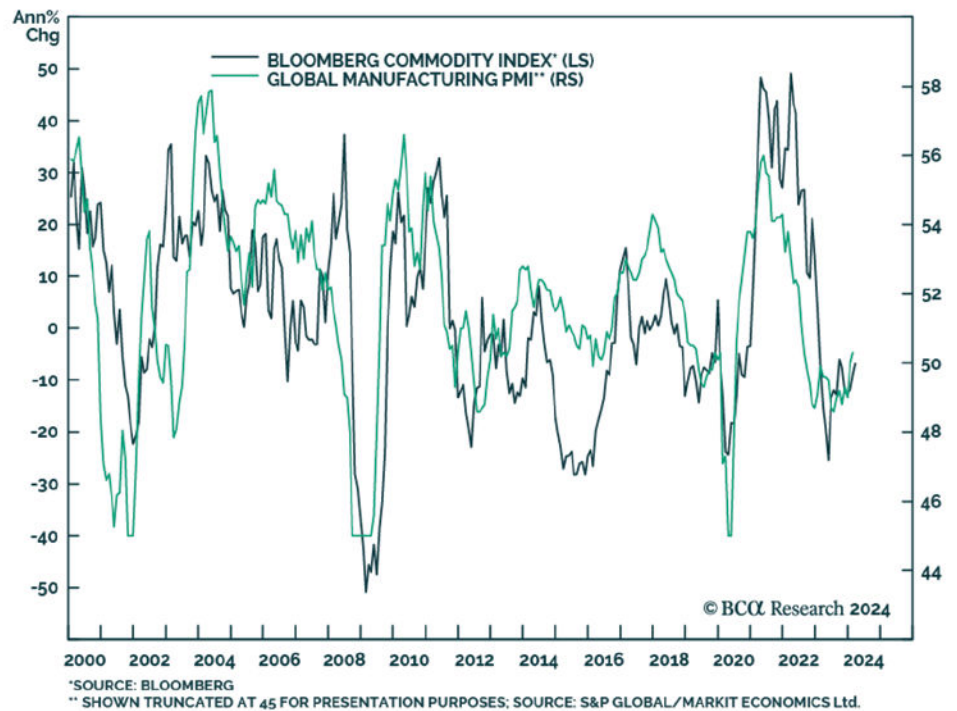
Rohstoffe: Nachfrage und Angebot schwanken gleichermaßen

Die jüngste Rallye an den Rohstoffmärkten zieht die Aufmerksamkeit der Anlegergemeinschaft und der Finanzmedien auf sich. Dabei geht es nicht nur um Kakao, der im bisherigen Jahresverlauf einen atemberaubenden Anstieg von 118,4 % verzeichnete, was den Preisanstieg seit September 2022 auf 342 % erhöht hat. Die Preissteigerungen sind relativ breit über den gesamten Rohstoffkomplex verteilt. Brent ist seit Mitte Dezember um 14,5 % gestiegen, Gold hat sich seit Mitte Februar um 10,5 % verteuert, Kupfer hat sich nach einem unsicheren Jahresbeginn im März erholt, und selbst Weizen wurde in den letzten Wochen höher gehandelt. Der Bloomberg Commodity Index ist auf dem besten Weg, seinen ersten monatlichen Anstieg seit 8 Monaten zu verzeichnen.

Idiosynkratische Angebotsdynamik könnte die Performance einzelner Rohstoffmärkte beflügeln - Kakao ist ein Beispiel dafür! Aber auch eine zaghafte Verbesserung der globalen Wachstumsbedingungen gibt den Preisen Rückenwind. Der globale Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes stieg im März über die Boom-Bust-Linie von 50 und damit zum ersten Mal seit August 2022 wieder in den Wachstumsbereich. Wie die obige Grafik zeigt, steigen die Rohstoffpreise in der Regel in Zeiten, in denen sich der PMI für das verarbeitende Gewerbe verbessert. Die Rohstoffnachfrage profitiert letztlich von einer aufkeimenden Erholung des Industriezyklus. Wie dauerhaft wird dieser

Rohstoffpreise weiter nach oben?

Grafik 30



(Quelle: BCA Daily Insights, 28.03.24)

Aufschwung sein? Einerseits deuten Frühindikatoren für den globalen Produktionszyklus wie die koreanischen Exporte und das Verhältnis von Auftragseingängen zu Lagerbeständen des schwedischen PMI für das verarbeitende Gewerbe darauf hin, dass es Spielraum für eine weitere Erholung des Industriezyklus auf kurze Sicht gibt. Da wir jedoch den Beginn einer Rezession im Laufe dieses Jahres oder Anfang 2025 für sehr wahrscheinlich halten, gehen wir davon aus,

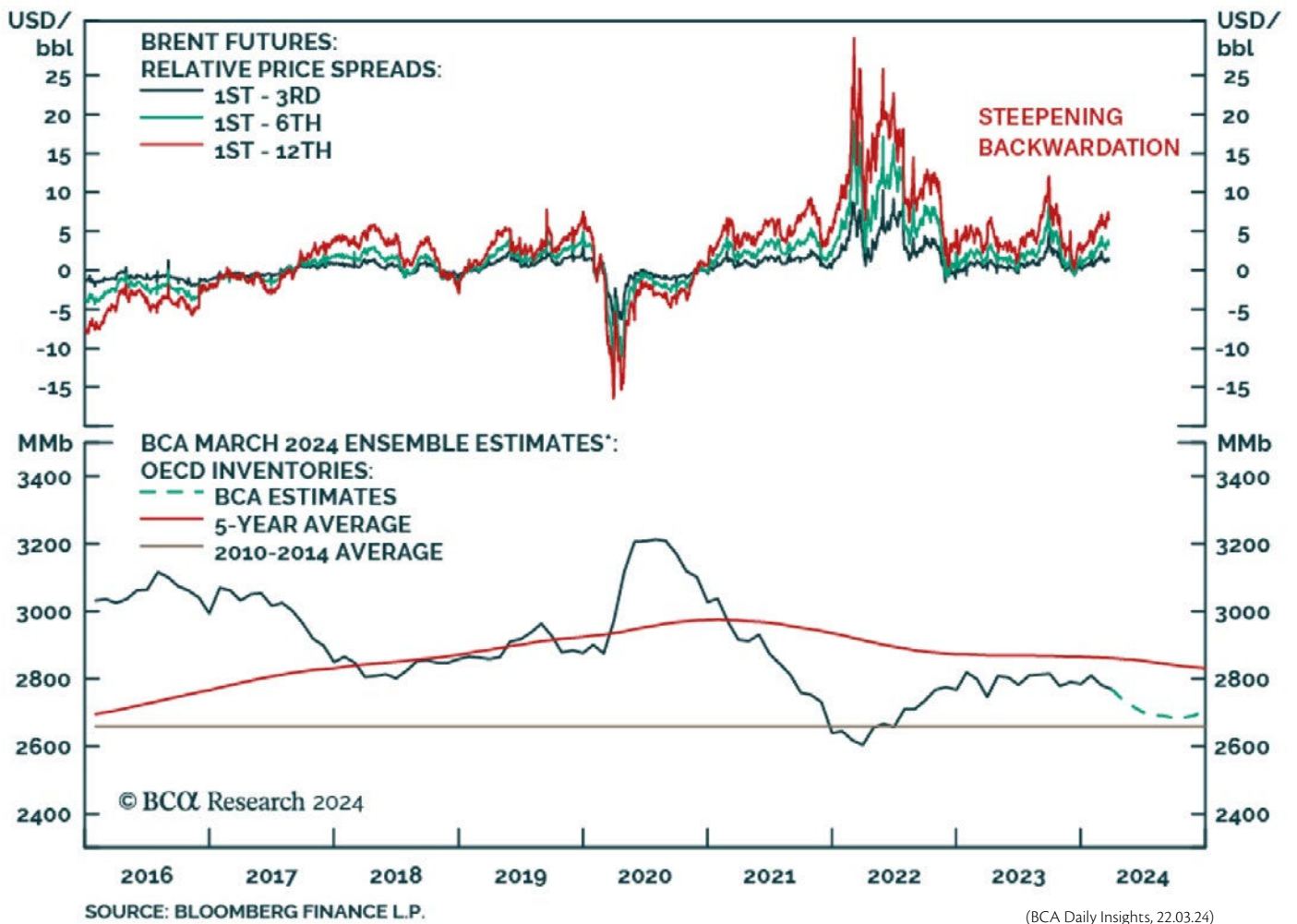
dass die Erholung im verarbeitenden Gewerbe nur von kurzer Dauer sein wird. Diese Dynamik deutet darauf hin, dass die Erholung der Rohstoffpreise letztendlich durch die nachlassende Nachfrage aufgrund eines Rückfalls der Produktionstätigkeit in Mitleidenschaft gezogen werden wird.

Die Rohölpreise sind seit Mitte Dezember stetig gestiegen, wobei die Sorte Brent den höchsten Stand seit November 2023 er-



Nachfrage nach Öl gestiegen

Grafik 31



reicht hat. Für diese Entwicklung sind sowohl nachfrage- als auch angebotsseitige Kräfte verantwortlich. Auslöser für den seit einem Monat andauernden Anstieg ist eine Reihe ukrainischer Drohnenangriffe auf russische Anlagen, durch die schätzungsweise 7 % der russischen Raffineriekapazitäten lahmgelegt wurden. Obwohl die USA die Ukraine aufgefordert haben, die Angriffe einzustellen, behauptet die stellvertretende ukrainische Ministerpräsidentin für europäische und euro-atlantische Integration, Olha Stefanishyna, dass die russischen Ölraffinerien legitime Ziele seien. Die Verlängerung der freiwilligen Produktionskürzungen der OPEC+ um 2,2 Mio. Barrel pro Tag im zweiten Quartal hält das Rohölangebot und die

Rohölpreise auf einem stabilen Niveau. Dies wird durch die jüngste Anhebung der IEA-Prognose für das Wachstum der Ölnachfrage im Jahr 2024 um 110 000 b/d auf 1,3 Mio. b/d unterstrichen. Auch die Rohstoffstrategen von BCA erhöhten ihre eigene Wachstumsprognose für 2024 von 1,3 mm b/d auf 1,7 mm b/d. Wie wir bereits hervorgehoben haben, deuten die weltweiten Indikatoren für das verarbeitende Gewerbe auf eine Verbesserung des Industriezyklus hin. Der seit Jahresbeginn zu verzeichnende Anstieg der Ölpreise steht im Einklang mit der Erholung der weltweiten Risikoaktiva und der verbesserten Stimmung hinsichtlich der Wirtschaftsaussichten. In der Zwischenzeit deutet die zunehmende Backwardation

bei den Terminkontraktpreisen - bei denen die Preise für sofortige Lieferungen über den Preisen für spätere Lieferungen liegen - darauf hin, dass die Händler davon ausgehen, dass die angespannte Marktlage zu einem Abbau der Ölvorräte führen wird. Ein Rückgang der OECD-Lagerbestände, die knapp unter ihrem Fünfjahresdurchschnitt stagnieren, würde darauf hindeuten, dass es Spielraum für einen weiteren Anstieg der Spotpreise gibt, was die Backwardation verstärken würde. Letztendlich erwarten die Rohstoffstrategen von BCA, dass die angespanntere Angebots-Nachfrage-Situation den Preis für Brent in diesem Jahr in Richtung 95 \$/Barrel treiben wird.



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

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

5. Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1, A2QSG7), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Galilei Global Bond Opportunities UI (A3DD93, A3DD94), des Cybersecurity Leaders UI (A3D058, A3D059) und des Bronzin Premium Income Fonds (A14XNT, A3D9G1). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: keine

HyperLinks:

<http://www.bcaresearch.com/public/general/copyright.asp>,
<http://www.nomura.com/>, <http://www.crediteurope.ru/en/research/>,
<http://www.jpmorgan.com>, <https://www.goldman360.com>,
<https://www.research.unicredit.eu>.



Titelbild: cowardlion/Shotshop.com

Hauptniederlassung Berlin

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

Niederlassung Dresden

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

Niederlassung Düsseldorf

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

Niederlassung Nürnberg

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

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

www.i-c-m.de

Herausgeber:
ICM InvestmentBank AG
Erscheinungsdatum:
08.04.2024

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht
Instituts-Nr. 117 810

Vorstand:
Dr. Norbert Hagen,
Tobias Zenker
Vorsitzender des
Aufsichtsrats:
Dr. Dieter Wenzl

Sitz der Gesellschaft ist Berlin.