

# PERSPEKTIVEN

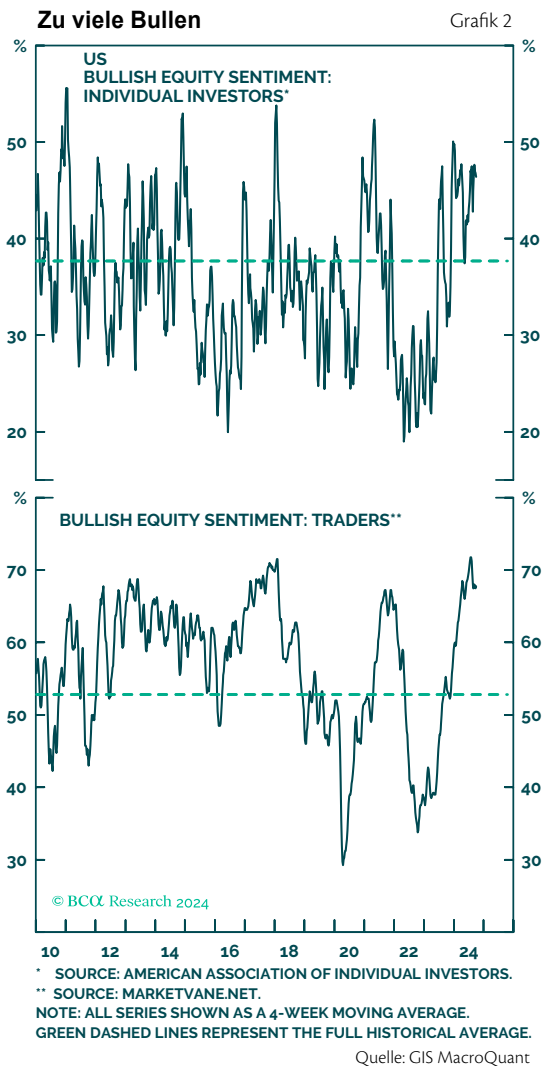
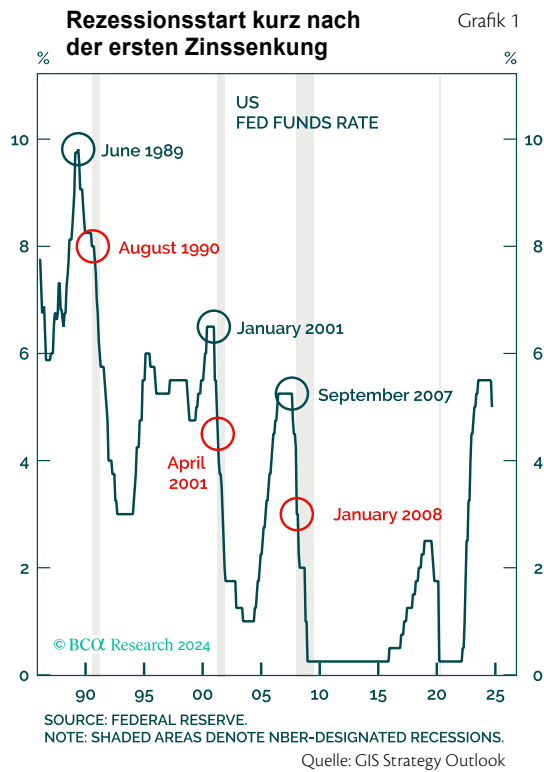


Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 9-10/2024





# Liebe(r) Leser(in),

dem plötzlichen Einbruch der Aktienmärkte Anfang August folgte ein goldener September, der mit gleich drei positiven Nachrichten überraschte. Zuerst hatte sich US-Notenbankchef Jerome Powell mit seinen Kollegen zu einer kräftigen Zinssenkung bei den US-Fed Funds um 0,5 % durchgerungen. Darauf folgte eine erstaunlicherweise von 4,3 % im Sommer auf 4,1 % im September gesunkene US-Arbeitslosenquote. Und zuletzt war es die chinesische Regierung, die eine Reihe von konjunkturstabilisierenden Maßnahmen ankündigte. Das war der Joker, der das unwahrscheinliche wahrscheinlicher machte – das Ausbleiben einer Rezession in den USA und eine dank China konjunkturelle Belebung im Rest der Welt. Die Konsequenzen spürte man vor allem bei den chinesischen Aktien, die regelrecht explodierten. So stieg der Hongkonger Aktienindex binnen weniger Tage um 25 % an, bevor er wieder den Rückwärtsgang einlegte. Umgekehrt ging es den Staatsanleihen, bei denen zuvor eine Rezession eingepreist worden war.

Wir haben uns einmal in der Historie umgesehen und festgestellt, dass es bereits ähnlich überraschende Zinssenkungen der Fed im Januar 2001 und im September 2007 gegeben hatte, die damals zwei der größten Zinssenkungszyklen der Notenbank eingeläutet hatten. Was danach an den Aktienmärkten folgte, ist hinlänglich bekannt. Und auch dieses Mal dürfte es unvermeidlich zu einer Rezession auch in den USA kommen. Wir glauben jedenfalls nicht, dass dieses Mal alles anders sein wird. Was außerdem stört, ist die hohe Quote an Optimisten unter den Investoren, sowohl bei den Privatanlegern, als auch bei den Tradern.

Reichlich dunkle Wolken jedenfalls ziehen sich derzeit in der Euroregion zusammen, wenn es um die Konjunktur geht. Die Einkaufsmanager-Indices sind in der Industrie auf Kontraktionsniveau, davon am ausgeprägtesten in Deutschland. Dort ist der Verlust an Wettbewerbsfähigkeit aufgrund des vergleichsweise starken Lohnanstiegs besonders zu spüren. Bei den Lohnstückkosten hat Deutschland inzwischen gegenüber Griechenland, Irland, Portugal, Spanien und Italien verloren. Man kann es kaum glauben.

Herzliche Grüße  
Ihr

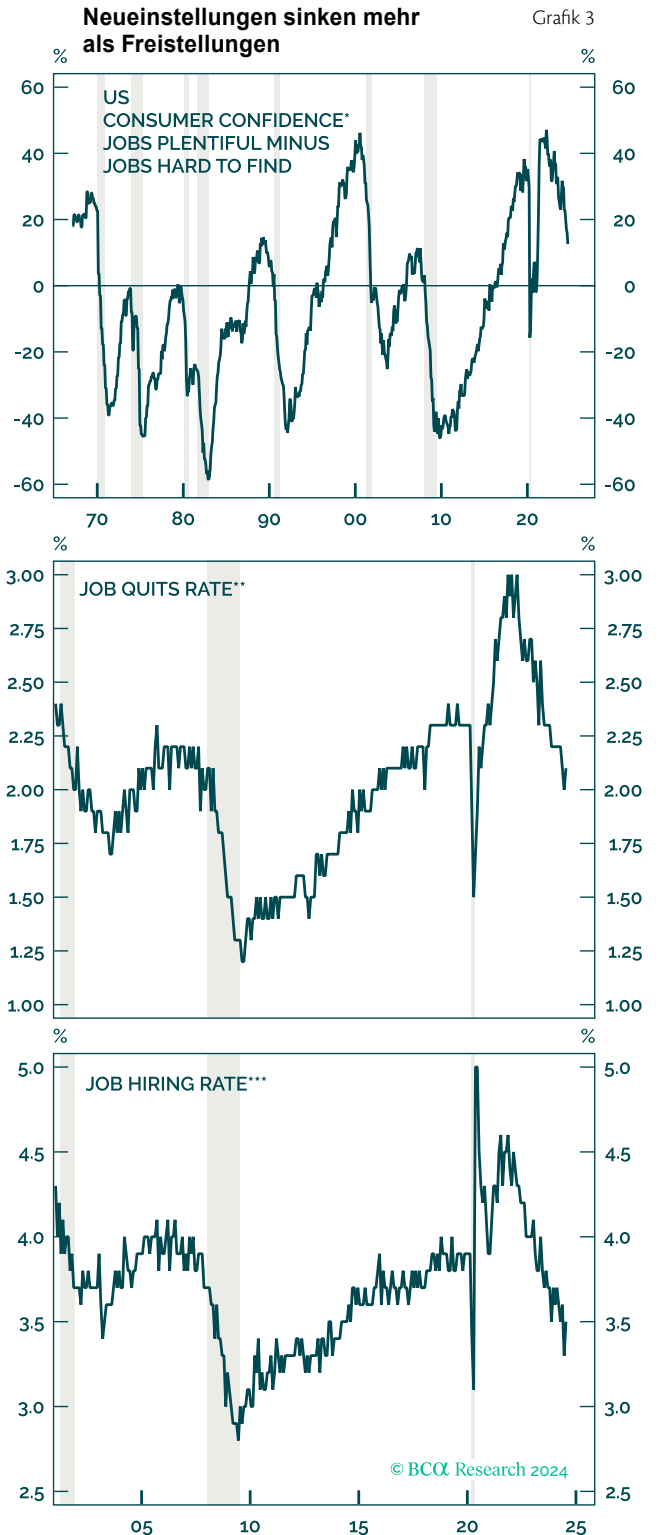


# Champagnerlaune angebracht?

Optimisten werden behaupten, dass der jüngste Rückgang in der US-Arbeitslosenquote eine positive Entwicklung widerspiegelt - nämlich, dass mehr Menschen in den Arbeitsmarkt eintreten und nach Arbeit suchen und finden. Es gibt mindestens zwei Probleme mit diesem Argument. **Erstens** verlangsamte sich das Wachstum der Erwerbsbevölkerung im August im Jahresvergleich auf 0,4 %, verglichen mit 1,9 % ein Jahr zuvor. Damals konnten all diese Neuzugänge problemlos Arbeit finden, jetzt aber nicht mehr. Die einzige plausible Antwort ist, dass sich die Nachfrage nach Arbeitskräften verlangsamt hat. **Zweitens** sind Neu- und Wiedereinsteiger nur für zwei Fünftel des Anstiegs der Arbeitslosenquote seit ihrem Tiefpunkt verantwortlich. Der Rest lässt sich auf den Verlust von Arbeitsplätzen zurückführen.

Tatsächlich ist die Zahl der Menschen, die arbeitslos sind, weil sie ihren Arbeitsplatz verloren haben, im Verhältnis zur Zahl der Erwerbspersonen seit dem 12-Monats-Tief um 0,21 Prozentpunkte gestiegen. Das mag nicht viel klingen, aber in den letzten 50 Jahren gab es nie einen Fall, in dem diese Kennzahl um mehr als 0,20 Prozentpunkte gestiegen ist, ohne dass es zu einer Rezession kam. Der Grund dafür, dass die Arbeitslosigkeit im Jahr 2022, als die Fed die Zinsen an hob, nicht anstieg, war, wie wir damals betonten, dass die Zahl der offenen Stellen außerordentlich hoch war. Die meisten Menschen, die damals ihren Arbeitsplatz verloren, konnten einfach über die Straße gehen, um eine neue Arbeit zu finden. Inzwischen ist die Quote der offenen Stellen jedoch von einem Höchststand von 7,4 % im März 2022 auf 4,6 % gesunken. Damit ist sie dem Punkt gefährlich nahegekommen, an dem jeder weitere Rückgang der Zahl der offenen Stellen einen kaskadenartigen Anstieg der Arbeitslosigkeit auslösen könnte. Diese Entwicklung spiegelt sich auch darin wider, dass die Kluft zwischen der Zahl der Befragten, die der Meinung sind, dass es viele Arbeitsplätze gibt, und der Zahl derer, die der Meinung sind, dass sie schwer zu finden sind, im September um 3,3 Prozentpunkte auf 12,6 % gesunken ist und nun deutlich unter dem Durchschnitt für 2019 von 33,2 % liegt. Auch die Kündigungsquote (mittlere Grafik) und die Einstellungsquote (untere Grafik) liegen deutlich unter dem Niveau vor der Pandemie.

Wenn sich der Arbeitsmarkt wirklich verschlechtert, warum sind dann die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung nicht stärker angestiegen? Eine plausible Antwort ist, dass viele Menschen nach dem Verlust ihres Arbeitsplatzes in die Gig-Economy<sup>1</sup> einsteigen, anstatt einen Antrag auf Arbeitslosenversicherung zu stellen. Die Zahl der Menschen, die in Teilzeit arbeiten, weil sie keine Vollzeitstelle finden konnten, steigt tendenziell an. Im Verhältnis zur Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter ist die Zahl der Vollzeitbeschäftigten hingegen stark zurückgegangen.



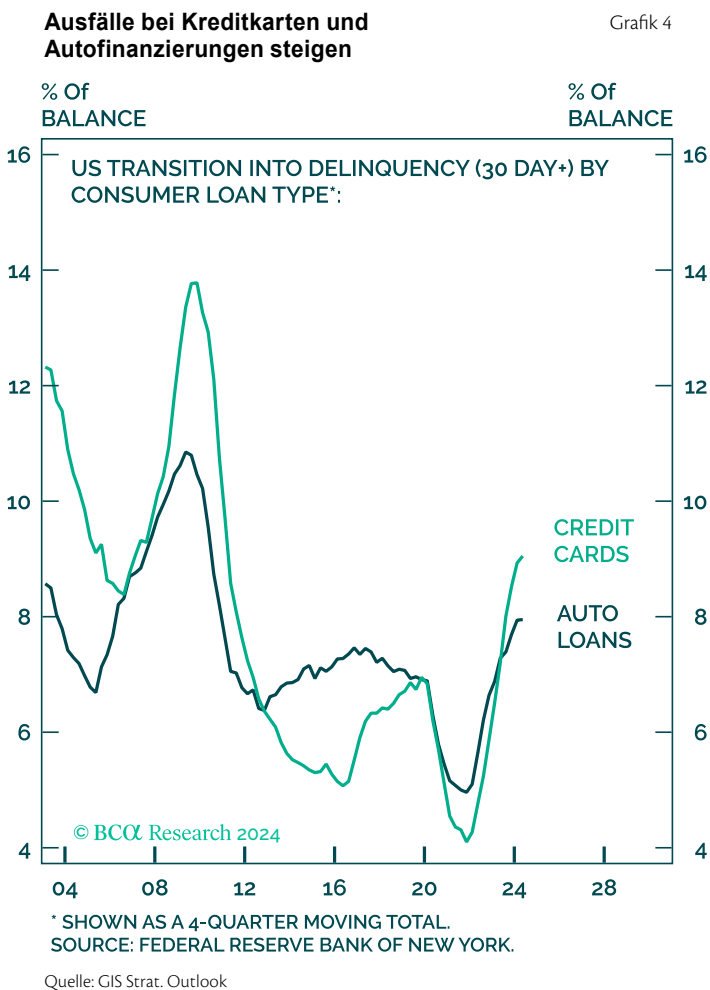
<sup>1</sup> Bei Gig Economy handelt es sich um ein Arbeitsmarktmodell, das sich durch befristete und flexible Arbeitsverhältnisse auszeichnet: Arbeitgeber bezahlen selbstständig tätige Arbeitskräfte für einzelne Aufträge, die meist über eine Onlineplattform vermittelt werden.



### US-Konsumwachstum wird sich verlangsamen.

Nach den jüngsten Revisionen der Daten der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen und unter Berücksichtigung der letzten PCE-Aktualisierung<sup>2</sup> scheint das real verfügbare persönliche Einkommen im August gegenüber dem Vorjahr um 3,1 % gestiegen zu sein, wobei die Lohn- und Gehaltseinkommen um 4 % zugenommen haben. Die Einkommenszuwächse werden in den kommenden Quartalen wahrscheinlich zurückgehen, was das Ausgabenwachstum bremsen dürfte. Es sei daran erinnert, dass das Arbeitseinkommen lediglich das Produkt aus dem Arbeitnehmerentgelt je Arbeitnehmer und der Zahl der Arbeitnehmer ist. Das Arbeitsentgelt je Beschäftigten sinkt, weil mehr Menschen in Teilzeit arbeiten, das Lohnwachstum sich verlangsamt und die durchschnittliche Wochenarbeitszeit als Reaktion auf die Abkühlung des Arbeitsmarktes abnimmt. Das Beschäftigungswachstum wird sich weiter abschwächen, weil inzwischen fast alle, die während der Pandemie aus dem Erwerbsleben ausgeschieden sind, wieder in das Erwerbsleben eingetreten sind.

Auch die illegale Einwanderung ist in den letzten Monaten zurückgegangen, wenn auch von einem extrem hohen Niveau aus. Die gute Nachricht ist hingegen, dass die persönliche Sparquote nach den Korrekturen nicht mehr unhaltbar niedrig erscheint. Sie lag im zweiten Quartal bei 5,2 % und ging im August nur geringfügig auf 4,8 % zurück. Es ist zwar möglich, dass die Sparquote weiter sinkt, so dass das Ausgabenwachstum das Einkommenswachstum übersteigen kann. Der Konsum wurde in den letzten zwei Jahren stark angekurbelt, da die Haushalte ihre Ersparnisse von Zeiten der Pandemie aufbrauchten. Selbst nach den in dieser Woche vorgenommenen Aufwärtskorrekturen der Einkommen schätzt die San Francisco Fed, dass diese Ersparnisse nun vollständig aufgebraucht sind, so dass es zweifelhaft ist, dass die Haushalte in der Lage sein werden, ihre Ausgaben aus dem laufenden Einkommen zu steigern. Auch ist es unwahrscheinlich, dass sie ihre Kreditaufnahme wesentlich erhöhen werden. Obwohl die Verschuldung der privaten Haushalte heutzutage nicht sehr hoch ist, sind die Säumnisraten bei Kreditkarten und Autokrediten wieder auf das Niveau von 2010 gestiegen - einem Jahr, in dem die Arbeitslosenquote durchschnittlich 9,6 % betrug.



Die Banken haben auf die steigenden Verzugsraten mit einer Verschärfung der Kreditvergabestandards und einer Anhebung der Zinssätze für Kreditkartenkredite auf den höchsten Stand in der Geschichte reagiert. Es überrascht daher nicht, dass sich das Wachstum der Kreditkartenschulden verlangsamt. Zugegebenermaßen sind die Verzugsraten bei Immobilienkrediten immer noch niedrig. Allerdings haben die Banken in den letzten Jahren wenig Interesse an einer deutlichen Ausweitung von Eigenheimkrediten gezeigt. Die sog. HELOC-Verschuldung<sup>3</sup> lag im 2. Quartal 2024 bei 1,3 % des BIP, gegenüber 5 % des BIP auf dem Höchststand im Jahr 2009.

2 Der Kern-Preisindex des PCE (Core PCE Price Index) m/m zeigt die Preisentwicklung für einen festen Korb von Konsumgütern und Dienstleistungen, die von in den USA ansässigen Personen im Berichtsmonat im Vergleich zum Vormonat gekauft wurden. Dieser Indikator wird auch "PCE-Deflator" genannt.

3 Hypotheken werden von potenziellen Käufern verwendet, um den Kauf eines Eigenheims zu finanzieren, während Eigenheimdarlehen und Eigenheimkreditlinien (HELOC) es Eigenheimbesitzern ermöglichen, Kredite gegen das Eigenkapital aufzunehmen, das sie in ihren Häusern aufgebaut haben.



### Risiken vom Immobilienmarkt wieder am Horizont

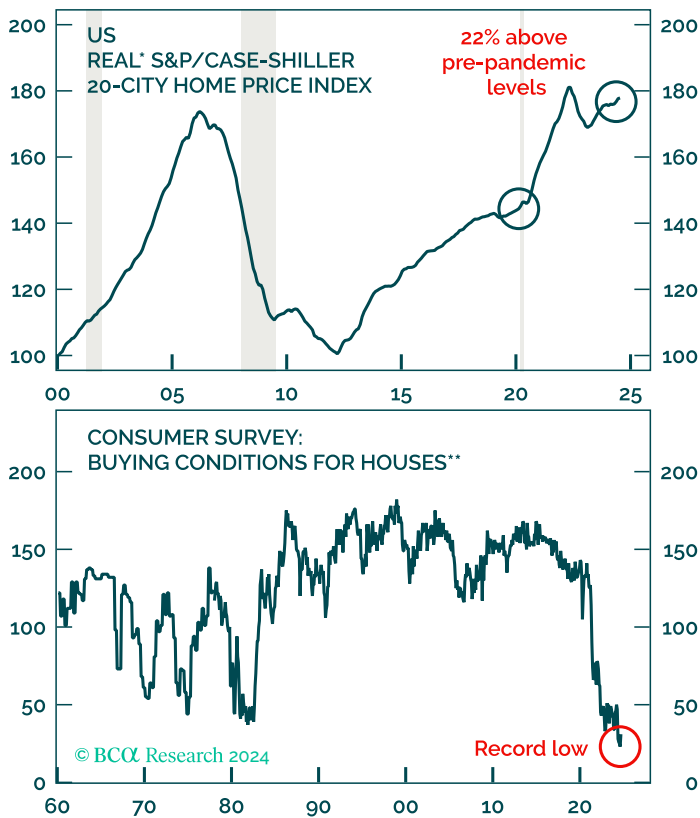
Anders als in der Zeit vor der Großen Finanzkrise gibt es in den USA derzeit kein Überangebot an Einfamilienhäusern. Das muss man als gute Nachricht werten. Es besteht jedoch ein Preisgleichgewicht. Die realen Eigenheimpreise liegen 22 % über dem Stand am Vorabend der Pandemie. Trotz des Rückgangs der Hypothekenzinsen im vergangenen Jahr erreichte der Anteil der Befragten in der Umfrage der University of Michigan, die der Meinung sind, dass „jetzt ein guter Zeitpunkt für den Kauf eines Hauses“ sei, im August ein Rekordtief. Und während die Umfinanzierung von Hypothekarkrediten wieder zugenommen hat, sind die Anträge auf neue Darlehen für den Kauf von Häusern nach wie vor auf einem Tiefststand. Erfreulicherweise stiegen im August sowohl die Baubeginne als auch die Baugenehmigungen. Die Zahl der im Bau befindlichen Wohneinheiten ging jedoch im Monatsvergleich um 1,9 % zurück und ist seit Jahresbeginn um 10 % gesunken. Dies ist ein schlechtes Vorzeichen für die Beschäftigung im Baugewerbe, die im August um 34 000 Personen zunahm und damit deutlich über dem Durchschnitt der vorangegangenen 12 Monate von 19 000 Personen lag.

Speziell die Aussichten für Gewerbeimmobilien bleiben düster. Die Leerstandsquoten bei Bürogebäuden sind auf ein Rekordhoch gestiegen. Nach Angaben des IWF ist ein breiter Index der US-Gewerbeimmobilienpreise im ersten Quartal 2024 im Jahresvergleich um 8,9 % gesunken, was das schlechteste Ergebnis seit der Weltwirtschaftskrise darstellt.

Die zunehmenden Ausfälle bei Krediten haben sich von Büros auf andere Segmente wie Mehrfamilienhäuser, Einkaufszentren, Hotels und neuerdings auch Industrieimmobilien ausgeweitet. Regionalbanken sind besonders stark in diesem Bereich engagiert. Im Gegensatz zu den größten US-Banken hat sich das Verhältnis von Krediten zu Einlagen bei kleinen Banken seit der Großen Finanzkrise leider kaum verbessert. Es ist daher wahrscheinlich, dass wir in den USA eine weitere Runde von Zusammenbrüchen kleinerer Kreditinstitute wie im März 2023 erleben werden. Das dürfte den Aktienmarkt wie damals nicht kalt lassen.

Wohnimmobilien zu teuer

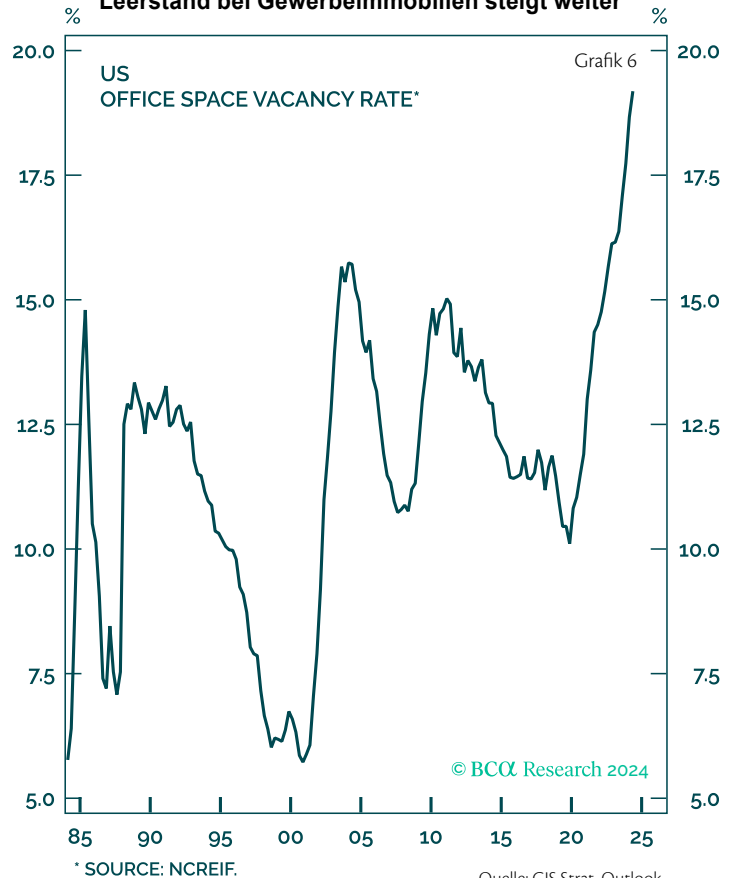
Grafik 5



\* DEFLATED BY HEADLINE CPI, REBASED TO JANUARY 2000 = 100.  
 \*\* QUESTION POSED: GENERALLY SPEAKING, DO YOU THINK NOW IS A GOOD TIME OR A BAD TIME TO BUY A HOUSE?  
 SOURCE: UNIVERSITY OF MICHIGAN, SURVEY OF CONSUMERS.  
 NOTE: SHADED AREAS DENOTE NBER-DESIGNATED RECESSIONS.  
 Quelle: GIS Strat. Outlook

Leerstand bei Gewerbeimmobilien steigt weiter

Grafik 6





## Probleme auch im verarbeitenden Gewerbe

Nach einem halbherzigen Erholungsversuch sind die ISM-Auftragseingänge<sup>4</sup> des verarbeitenden Gewerbes im August auf 44,6 zurückgegangen, den schlechtesten Wert seit Mai 2023. Die Auftragseingangskomponente des S&P Global US Flash PM<sup>5</sup> für das verarbeitende Gewerbe erreichte im September mit 42,7 ein 21-Monats-Tief. Auch die PMI des verarbeitenden Gewerbes außerhalb der USA sind nach wie vor rückläufig. Ein großer Gegenwind für das verarbeitende Gewerbe in den USA besteht darin, dass während der Pandemie so viele Ausgaben für langlebige Konsumgüter vorgezogen wurden. Während die Ausgaben in den letzten Jahren zurückgegangen sind, liegen sie immer noch über dem Trend vor der Pandemie. Solange dieses Ungleichgewicht nicht

behooben ist, wird die Nachfrage nach langlebigen Konsumgütern weiter stagnieren. Der ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe korreliert stark mit den Investitionsabsichten. Angesichts der Schwäche des ISM-Index ist es nicht verwunderlich, dass auch die Investitionsabsichten nach wie vor negativ sind. In der Zwischenzeit haben die durch das CHIPS-Gesetz und das IRA subventionierten Bauausgaben, obwohl sie in absoluten Zahlen immer noch hoch sind, ihren Höhepunkt erreicht und werden in den kommenden Quartalen zurückgehen.

## Die Finanzpolitik fällt als Retter dieses Mal aus.

Auf der Ebene der Bundesstaaten und Kommunen werden sich die Ausgaben im nächsten Jahr drastisch verlangsamen. Nach Angaben der National Association of State Budget Officers werden die Ausgaben der Bundesstaaten im Haushaltsjahr 2025 voraussichtlich um 6,2 % sinken, nachdem sie im Haushaltsjahr 2024 um 14,4 % und im Haushaltsjahr 2023 um 7,2 % gestiegen waren. Der Rückgang der Ausgaben spiegelt erhebliche einmalige Ausgaben in den Jahren 2023 und 2024 wider, die sich im nächsten Jahr nicht wiederholen werden. Der Rückgang der Ausgaben wird sich erheblich auf das Wachstum auswirken. Inflationsbereinigt trugen die Ausgaben der Bundesstaaten und Kommunen in den letzten vier Quartalen 0,46 Prozentpunkte zum BIP-Wachstum bei und lagen damit deutlich über den Ausgaben auf Bundesebene, die davon abhängen, welche Partei im November gewinnt. Unabhängig davon, wer gewinnt, wird es jedoch nur sehr wenig Spielraum für eine antizyklische Finanzpolitik ge-

### Auftragseingang in der Industrie rückläufig

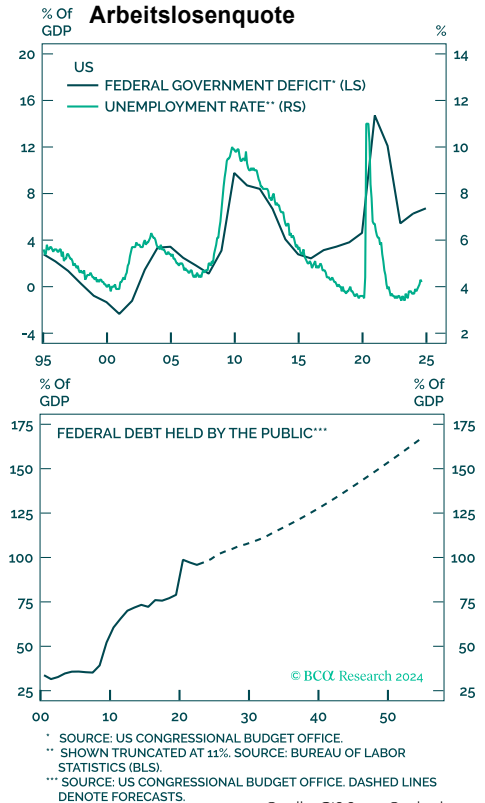
Grafik 7



<sup>4</sup> GLOBAL EX-US ESTIMATE FOR SEPTEMBER IS BASED ON FLASH ESTIMATES FOR AUSTRALIA, EURO AREA, UK, AND JAPAN. SOURCE: S&P GLOBAL. Quelle: GIS Strat. Outlook

### US-Haushaltsdefizit in Prozent des GDP und Arbeitslosenquote

Grafik 8



Quelle: GIS Strat. Outlook

ben. Wie Grafik 8 zeigt, ist das heutige Haushaltsdefizit des Bundes in Höhe von 7 % des BIP für eine Wirtschaft, die sich immer noch nahe der Vollbeschäftigung befindet, beispiellos hoch. Die staatlichen und lokalen Behörden haben in diesem Zeitraum die Zahl der Beschäftigten um fast 40.000 pro Monat erhöht, sechsmal schneller als der Durchschnitt.

4 Der ISM-Einkaufsmanagerindex fängt die Stimmung der Einkaufsmanager ein. Das Institute of Supply Management befragt landesweit 400 Einkaufsmanager über die Einschätzung der aktuellen Geschäftslage des Unternehmens, für welches sie im Einkauf tätig sind. Ein Gesamtwert über 50 Punkte impliziert hierbei eine aufstrebende Wirtschaftsaktivität. Der ISM-Einkaufsmanagerindex ist ein viel beachtetes Konjunkturbarometer für die gesamtwirtschaftliche Lage. Berichtet wird jeweils am ersten Werktag eines Monats für den vorangegangenen Monat.

5 Die Daten zum Flash PMI™ (Purchasing Managers' Index™) werden von S&P Global veröffentlicht und stellen erste Schätzungen der endgültigen PMI-Zahlen des Unternehmens dar. Die Flash-PMI-Daten werden jeden Monat etwa eine Woche vor den endgültigen PMI-Daten veröffentlicht und basieren in der Regel auf 85–90 % der gesamten jeden Monat eingegangenen PMI-Antworten.



## China: Rückzugsgefecht

Chinas grundlegendes Problem bleibt weiterhin, dass das Land viel mehr produziert als es verbraucht. Die Sparquote des Landes ist mit über 40 Prozent des BIP die höchste unter den großen Volkswirtschaften. Der Mangel an Ausgaben trägt dementsprechend zur Deflation bei. Er bringt auch einen wachsenden Handelsüberschuss mit sich, da das Land versucht, seine Überproduktion in den Rest der Welt zu verkaufen. Chinas Wohnungsbaupleiten machen die Situation dazu nur noch schlimmer. Nach Jahren der Überbauung sind die Baubeginne, die Verkäufe und die Preise für Wohnimmobilien im Sinkflug. Der Wohnungsbau hat sich nicht so stark abgeschwächt wie die Baubeginne, da es immer noch eine Reihe von Projekten gibt, die von den Bauträgern weiter abgearbeitet werden. Sobald diese Projekte jedoch abgeschlossen sind, wird sich die Bautätigkeit wieder weiter abschwächen.

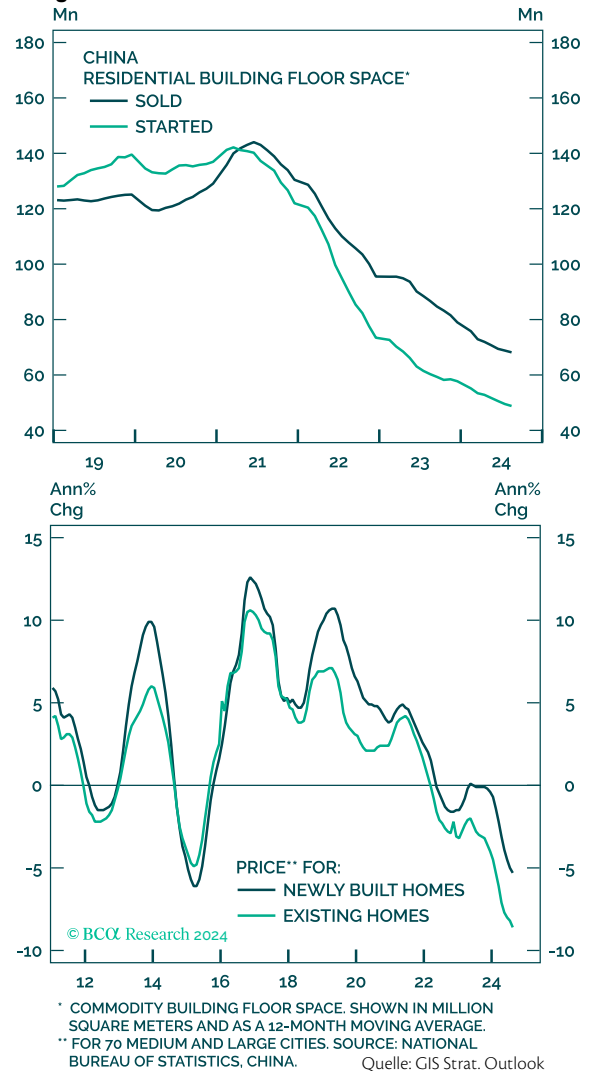
Die zugrunde liegende Nachfrage nach chinesischen Häusern sollte in den kommenden Jahren zurückgehen. Die UNO prognostiziert einen langfristigen Rückgang der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter um 70 % bis zum Ende des Jahrhunderts. Die in dieser Woche zunächst von der Notenbank (PBOC<sup>6</sup>) am Dienstag und dann vom Politbüro am Donnerstag angekündigten Maßnahmen werden zwar kurzfristig das Vertrauen der Anleger stärken, wir bezweifeln jedoch, dass sie das Wachstum ankurbeln werden.

Die PBOC hat bereits seit einiger Zeit die Mindestreserveanforderungen und die Zinssätze gesenkt. Es gibt jedoch kaum Anzeichen dafür, dass sich diese Maßnahmen wesentlich auf das Wachstum ausgewirkt haben. Das liegt vor allem daran, dass die Wirtschaft bereits in eine Liquiditätsfalle getappt ist. Haushalte und Unternehmen wollen unabhängig vom Zinsniveau keine Kredite aufnehmen, weil sie auf die Rückzahlung ihrer Schulden fixiert sind. Wie schon in den verlorenen Jahrzehnten Japans ist es daher unwahrscheinlich, dass niedrigere Zinssätze das Kreditwachstum ankurbeln werden.

Was die Erklärung des Politbüros betrifft, so war sie zwar sehr ehrgeizig, aber wenig detailliert. Ein zentrales Problem der Finanzpolitik besteht darin, dass fast 90 % aller Staatsausgaben in China auf die Kommunalverwaltungen entfallen. In der Vergangenheit erzielten die Kommunalverwaltungen allerdings etwa ein Drittel ihrer Einnahmen aus dem Verkauf von Grundstücken, und diese Einnahmen sind nun erschöpft. Auch die Anti-Korruptionskampagne hat in den letzten Monaten wieder zugenommen, was dazu geführt hat, dass die Beamten der Kommunalverwaltungen die Hände in den Schoß legen, um nicht des Fehlverhaltens beschuldigt zu werden. Die Zentralregierung hat zwar immer noch Geld zum Ausgeben, aber sie hat die Angewohnheit, ihre Mittel eher in Großinvestitionen z.B. Infrastruktur zu stecken. Diese sind zunehmend mit abnehmenden Erträgen konfrontiert.

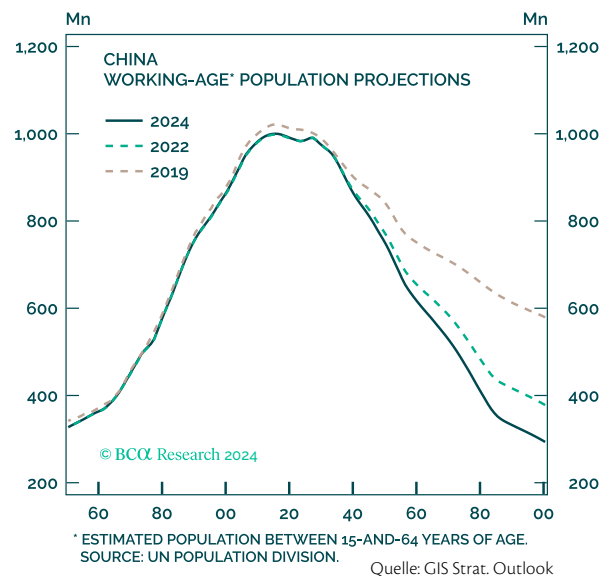
**Wohnimmobilien: Preisrückgang geht weiter**

Grafik 9



**negative Demographie für China**

Grafik 10



6 The People's Bank of China



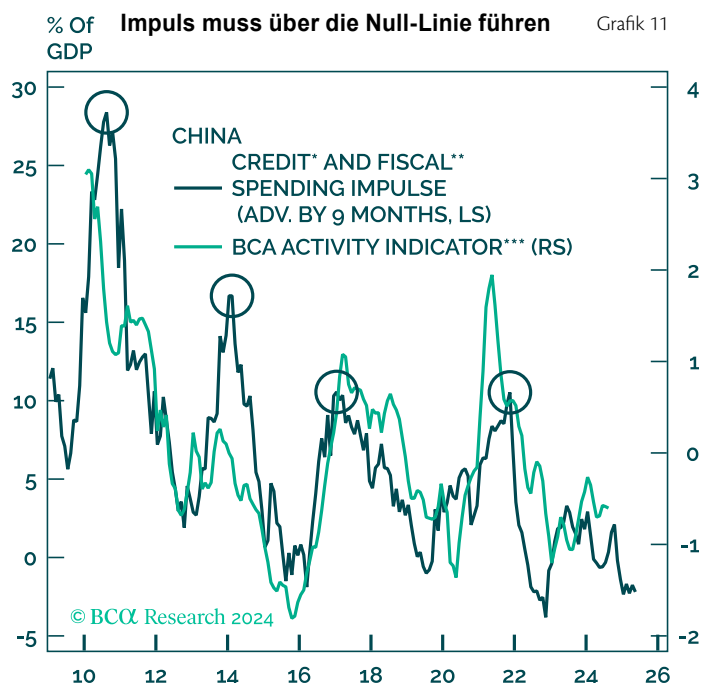
Was China braucht, ist mehr Konsum. Allerdings scheint es einen tiefsitzenden Widerstand gegen Maßnahmen zu geben, die den Konsum in großem Umfang ankurbeln könnten, da sie als Sinnbild des dekadenten Westens angesehen werden. Letztendlich wird China zwar solche Maßnahmen ergreifen - wahrscheinlich in Verbindung mit Bemühungen, die schwächelnde Geburtenrate anzukurbeln -, aber vorerst erwarten wir keine größeren konsumfördernden Maßnahmen. Bis Anfang Oktober war die Reaktion der Regierung auf das schleppende Wachstum der Binnennachfrage eindeutig unzureichend. Der kombinierte Kredit- und Fiskalimpuls bewegte sich im negativen Bereich. In der Vergangenheit war diese Kennzahl ein ausgezeichneter Frühindikator für das chinesische Wachstum.

## Europa: Aktienmarkt und Konjunktur in unterschiedlicher Richtung unterwegs.

Die wirtschaftlichen Aussichten der Eurozone verschlechtern sich weiter. Positiv zu vermerken ist, dass die Inflation zum ersten Mal seit über drei Jahren unter das Ziel der Europäischen Zentralbank gesunken ist. Wir gehen nun davon aus, dass die EZB nächste Woche eine Zinssenkung um 25 Basispunkte vornehmen wird. Europäische Aktien befinden sich nach wie vor auf einer Achterbahnfahrt - und zwar einer holprigen. Wir empfehlen Anlegern weiterhin, bei europäischen Aktien vorsichtig zu sein. Die historischen relativen Rotationsmuster bieten Alternativen.

Europäische Aktien befinden sich geradezu auf einer Achterbahnfahrt. Die überraschende Sitzung des Politbüros vor zwei Wochen traf die Märkte mit einem Paukenschlag und brachte die europäischen Aktien über ihren Höchststand von Mitte Juli. Wir hatten erwartet, dass diese Rallye nur von kurzer Dauer sein würde, und bezweifelten, dass die angekündigten Maßnahmen ausreichen würden, um Europa eine reale, nicht nur nominale Dividendenrendite zu beschaffen. Es war jedoch das Wiederaufflammen der Feindseligkeiten im Nahen Osten, die den Aufschwung abrupt beendeten. Dies erinnert die Anleger eindringlich daran, dass sie die Geopolitik nicht außer Acht lassen sollten. Ob mit oder ohne globale Instabilität, europäische Aktien können sich dem Sog der sich verschlechternden Wirtschaftsaussichten nicht entziehen. Eine ganze Reihe von Wirtschaftsdaten hat nach unten überrascht, so dass der Citigroup Eurozone Economic Surprise Index unter Null (oberste Grafik).

Der PMI<sup>7</sup> des verarbeitenden Gewerbes im Euroraum fiel auf 45 zurück, was auf einen Rückfall im deutschen verarbeitenden Gewerbe zurückzuführen ist. Auch der Dienstleistungssektor zeigt Anzeichen von Schwäche, und der PMI fiel in Richtung 50, was größtenteils auf den Dienstleistungs-PMI in Frankreich zurückzuführen ist (mittlere Grafik). Die Aussichten für die Beschäftigung sind ebenfalls besorgniserregend. Abgesehen von dem anhaltenden Anstieg der Arbeitslosenquote in Deutschland sind die offenen Stellen rückläufig, was auch auf einem anderen großen Arbeitsmarkt wie dem französischen zu beobachten ist. Diese Aufweichung des Arbeitsmarktes in der Eurozone ist eine düstere Botschaft für den Konsum, wenn man bedenkt, dass sich das Wachstum der Einzelhandelsumsätze bereits deutlich verlangsamt hat und das Verbrauchervertrauen voraussichtlich erneut sinken wird (untere Grafik).



\* CUMULATIVE AGGREGATE FINANCING EXCLUDING EQUITY FINANCING AND LOCAL GOVERNMENT BONDS ISSUANCE; INCLUDING LGFV SWAP FROM 2015 TO 2018.  
 \*\* GENERAL (CENTRAL AND LOCAL) GOVERNMENT, GOVERNMENT MANAGED FUNDS SPENDING, AND SPECIAL INFRASTRUCTURE FUND FROM 2015 TO 2017.  
 \*\*\* BCA CALCULATIONS; SHOWN AS A 3-MONTH MOVING AVERAGE.

Quelle: GIS Strat. Outlook

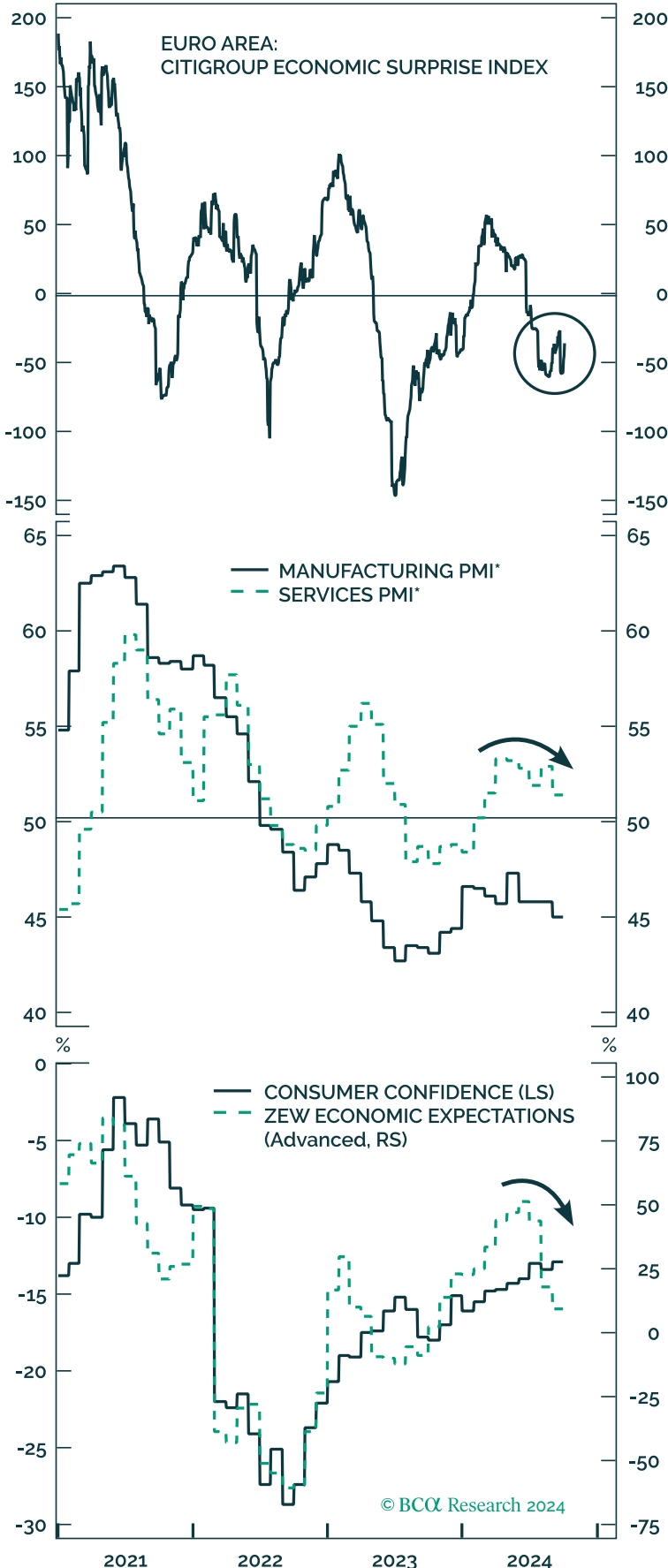
<sup>7</sup> Der Purchasing Managers Index (PMI) ist ein Index zur Ermittlung wirtschaftlicher Trends, insbesondere im verarbeitenden Gewerbe. Er fasst Meldungen zusammen, in denen Einkaufsmanager ihre Geschäftslage einschätzen (Verbesserung, keine Änderung, Verschlechterung im Vergleich zum Vormonat).





**Euroregion: Probleme voraus.**

Grafik 12



\* SOURCE: HCOB AND S&P GLOBAL

Quelle: EIS

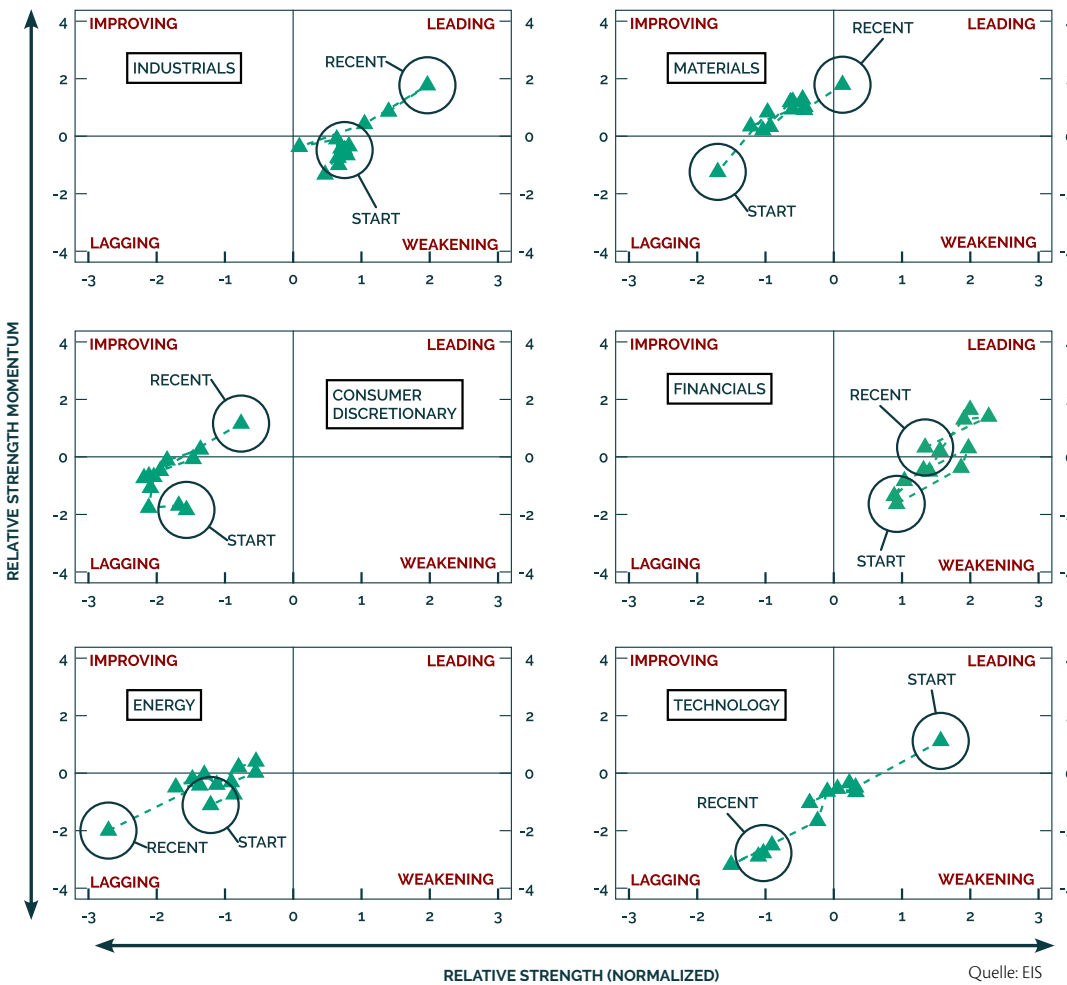
Positiv zu vermerken ist, dass die Inflation im Euro-Block zum ersten Mal seit mehr als drei Jahren unter die Zielmarke von 2 % gesunken ist, wie die Schnellschätzungen vom September zeigen. Die Kerninflation verringerte sich im Jahresvergleich von 2,8 % auf 2,7 %. Dies gibt der Europäischen Zentralbank (EZB) die Möglichkeit, auf ihrer Sitzung nächste Woche eine Zinssenkung um 25 Basispunkte vorzunehmen. Das schwächere Wachstum und die schwächere Inflation stehen im Einklang mit dem geänderten Ton von Präsidentin Christine Lagarde und Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel. Der Markt sieht eine 90 %ige Wahrscheinlichkeit für eine Zinssenkung im Oktober, und eine geldpolitische Lockerung um durchschnittlich 0,56 Prozent ist der €-Terminkurve bis zum Ende des Jahres eingepreist. Darüber hinaus sind wir nach wie vor der Ansicht, dass die EZB die Zinssätze im Jahr 2025 noch stärker senken muss. Die Märkte kommen langsam zu der gleichen Erkenntnis, was für ein Investment in langlaufenden Anleihen spricht. Es ist allerdings unwahrscheinlich, dass diese Zinssenkungen der EZB die Wirtschaft der Eurozone vor einer weiteren rezessiven Phase retten werden. Eine tiefere Rezession im weiteren Verlauf dieses Jahres oder Anfang 2025 bleibt daher unsere Basisprognose, mit oder ohne Zinssenkung im Oktober.

Damit wird das Hin und Her an den europäischen Aktienmärkten wohl weitergehen. Defensive Sektoren haben in den letzten 12 Wochen im Allgemeinen besser abgeschnitten als zyklische Sektoren. Alle defensiven Sektoren befinden sich im Quadranten „Führend“, mit Ausnahme von Grundnahrungsmitteln, die vom „Nachzügler“ zu „Aufsteiger“ wurden. Zwei zyklische Sektoren gehören ebenfalls zu den führenden Sektoren: Industriewerte und Finanzwerte. Diese beiden Sektoren hatten seit Jahresbeginn weitgehend hinter anderen zyklischen Sektoren zurückgeblieben und haben in den letzten Wochen eine Aufholjagd vollzogen. Rohstoffe und Energie, die beiden anderen zyklischen Sektoren, befinden sich im Quadranten der Nachzügler, was das schwache globale Wachstum und die Rohstoffpreise widerspiegelt. Der europäische Technologiesektor schloss sich den beiden letztgenannten Sektoren an und ließ den führenden Quadranten hinter sich.



Relative Rotation unter den Sektoren

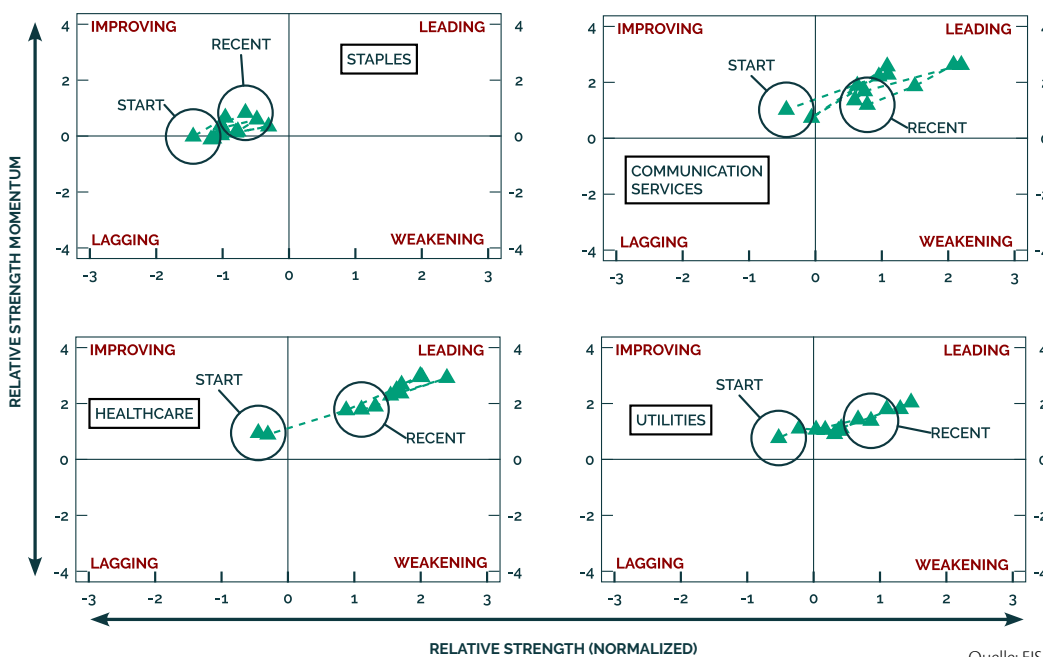
Grafik 13



SOURCE: BCA CALCULATIONS AND MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION)

Historische Rotationsmuster lassen allerdings keinen klaren Trend erkennen. Die Logik der Quadranten bestünde darin, sich in den Sektoren zu engagieren, die auf dem Weg der Besserung sind („improving“) und diejenigen, die führen, links liegen zu lassen. Angesichts der Tatsache, dass die sektorale Zusammensetzung den Großteil der Performance der europäischen Märkte bestimmt, können wir ableiten, dass britische und Schweizer Aktien aufgrund ihrer defensiven Eigenschaften im führenden Quadranten liegen, während Märkte wie die von Deutschland und Schweden weitgehend von der Erholung der Industriewerte profitiert haben. Außerhalb des führenden Quadranten finden wir niederländische und norwegische Aktien, die durch die schwache Performance der europäischen Technologie- und Energiewerte belastet werden, im Nachzügler-Quadranten. Unser Take: Auf zwölf Monate werden die zyklischen Märkte besser abschneiden als die defensiven, auch wenn die kurzfristigen Aussichten für wachstumssensitive Aktien weiterhin eine Gefahr darstellen. Das soll nicht heißen, dass defensive Märkte wie Großbritannien oder die Schweiz in naher Zukunft schlecht abschneiden werden - ganz im Gegenteil. Insbesondere Norwegen wird voraussichtlich wieder in den führenden Quadranten zurückkehren. Top Empfehlungen beinhalten die Bevorzugung Spaniens gegenüber der Schweiz und Norwegens gegenüber dem Vereinigten Königreich.

Grafik 14



SOURCE: BCA CALCULATIONS AND MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION)



# Asset Allocation

Im Oktober hatte das MacroQuant-Modell unseres Partners BCA Research aus Montreal, das auch für die taktische Allokation des Mischfonds Leonardo UI Pate steht, seine Einschätzung für Aktien leicht nach oben korrigiert, sieht aber immer noch ein Gleichgewicht der Risiken, das nach unten tendiert.

Auf der Ebene der US-Aktiensektoren empfiehlt das Modell eine Übergewichtung des Gesundheitswesens, der Versorger, der Kommunikationsdienste und - als taktische Maßnahme im Hinblick auf weitere Zinssenkungen der US-Notenbank - der Immobilienwerte.

Auf regionaler Ebene haben sich Aktien der Schwellenländer an die erste Stelle geschoben. Das Modell gewichtet die USA weiterhin über, stuft Japan jedoch auf untergewichtet zurück.

Bei den Bonds setzt das Modell auf lange Restlaufzeiten, allerdings mit weniger Überzeugung als in den Vormonaten. Das Modell erwartet eine Abschwächung des US-Dollars im Oktober. Es sieht etwas bessere Aussichten für Öl und Kupfer und bleibt sehr optimistisch für Gold.

Unterm Strich: Trotz der jüngsten Lockerung der Finanzbedingungen und der Hoffnungen auf chinesische Konjunkturmaßnahmen sieht das MacroQuant-Modell ein erhöhtes Risiko, dass die USA in den nächsten 12 Monaten in eine Rezession abgleiten. Aus diesem Grund empfiehlt es eine Untergewichtung von Aktien, die durch eine Übergewichtung von Anleihen ausgeglichen wird.

Zum Modell selbst: Das MacroQuant-Modell wurde ursprünglich entwickelt, um eine einfache Frage zu beantworten: Wie haben Aktien und andere Finanzinstrumente in der Vergangenheit reagiert, wenn sie mit einer Reihe von Daten zu Wirtschaftswachstum, Inflation, Stimmung, Bewertungen und monetären Bedingungen konfrontiert wurden? Wenn die Preisreaktion in der Vergangenheit generell negativ war, geht das Modell bei ähnlicher Datenlage eine untergewichtete Position in diesem Vermögenswert ein. Das Problem bei diesem Verfahren ist, dass sich alte Beziehungen ändern können. Nehmen wir zum Beispiel einen Fall, in dem Aktien einst stiegen, wenn ein bestimmter Indikator stieg, in jüngster Zeit aber zu sinken begannen, wenn derselbe Indikator stieg. Wie sollte das Modell auf diese Ent-

## Europa und Japan runter

Grafik 15

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

Quelle: GIS MacroQuant

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

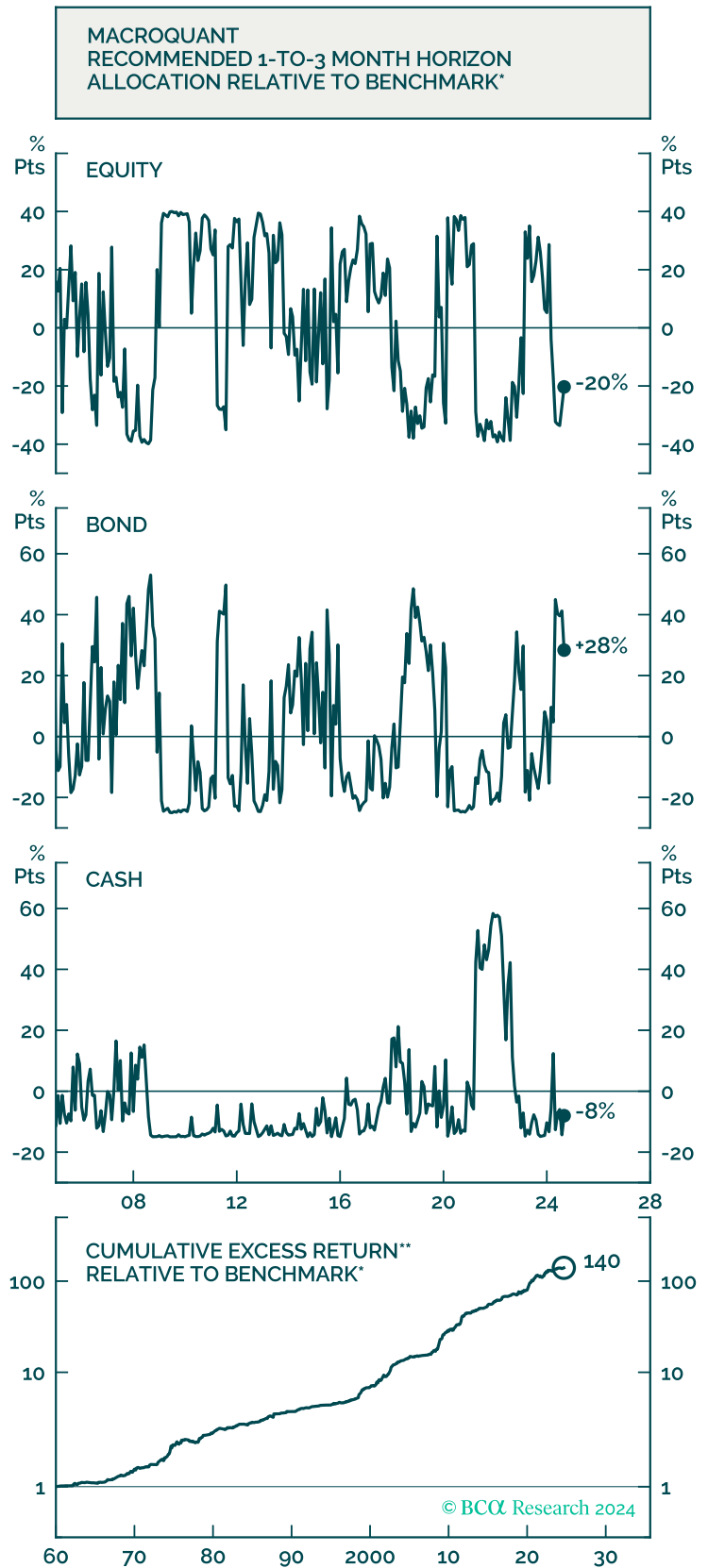


wicklung reagieren? MacroQuant hat für dieses Problem eine doppelte Lösung: Erstens erlaubt das Modell, dass die Gewichte der Indikatoren im Laufe der Zeit variieren. Wenn ein bestimmter Indikator die Märkte nicht mehr gut vorher-sagen kann, wird er schrittweise geringer gewichtet. Umge-kehrt, wenn ein Indikator die Märkte außergewöhnlich gut vorhersagt, erhält er ein immer größeres Gewicht. Zweitens verlässt sich das Modell nicht auf einen Black-Box-Ansatz, wie es die meisten Quant-Modelle tun, sondern nutzt be-währte wirtschaftliche Zusammenhänge. Leider wird auch dieses Verfahren hinfällig, wenn die wirtschaftlichen Zusam-menhänge selbst nicht mehr stimmen. Die Herausforderung für die Anleger besteht darin, zu erkennen, ob die zurücklie-gende Pandemie einen echten Strukturbruch in der Funkti-onsweise der Wirtschaft darstellt. Wir gehen davon aus, dass das nicht der Fall ist, denn Phrasen wie „Die neue Wirt-schaft“, „Die große Mäßigung“, „Die neue Normalität“ waren in der Vergangenheit häufig Fehlsignale. Keiner dieser Begrif-fe hat sich als der Wendepunkt erwiesen, auf den so viele Anleger damals gehofft hatten.

Es bleibt bei der Beobachtung der Signale, die das Modell produziert. Momentan sind sie eher gemischt. Während das Modell den Rückgang der Inflation in den letzten Jahren und die Lockerung der finanziellen Rahmenbedingungen als sehr positiv für Aktien ansieht, deuten die Wachstumsindika-toren auf ein erhöhtes Risiko eines globalen Wirtschaftsab-schwungs innerhalb der nächsten 12 Monate hin. Darüber hinaus ist das Modell der Ansicht, dass die Stimmung an den Aktienmärkten selbstgefällig geworden ist und die Bewer-tungen sehr überzogen sind. Alles in allem empfiehlt es da-her eine Untergewichtung von Aktien, die durch eine Über-gewichtung von Anleihen ausgeglichen wird.

**Anleihen vor Aktien**

Grafik 16



\* BENCHMARK ALLOCATION IS BASED ON A 60% EQUITY, 25% BOND, AND 15% CASH PORTFOLIO.  
 \*\* INDEXED TO JANUARY 1960 = 1.0. SHOWN IN LOG SCALE.  
 NOTE: THE AVERAGE EQUITY, BOND, AND CASH ALLOCATIONS IN THE BACKTEST ARE 60.1%, 26.3%, AND 13.7%, RESPECTIVELY.  
 SOURCE: MACROQUANT 2.0 (ASSET ALLOCATION).

Quelle: GIS MacroQuant



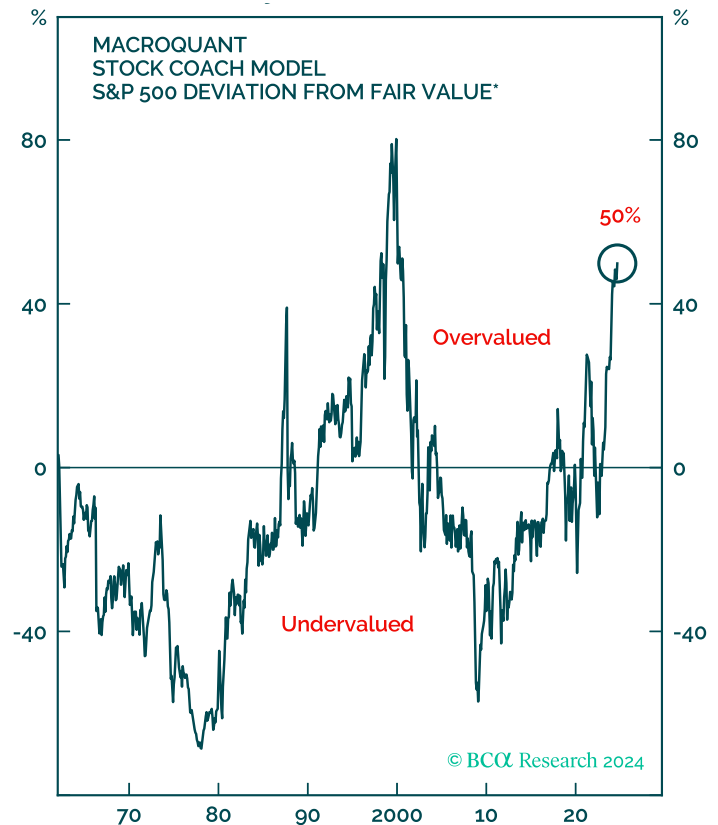
## Zu den einzelnen Assetklassen:

Bei den Aktien dominieren Abwärtsrisiken. Der Gesamtscore stieg auf das 25. Perzentil der erwarteten Renditeverteilung gegenüber dem 16. Perzentil im August. Die Inflations- und Währungs-/Finanzkomponenten des Modells bewegten sich diesen Monat weiter in den positiven Bereich vor. Ersteres wurde durch den anhaltenden Rückgang sowohl der Lohn- als auch der Preisinflation unterstützt. Letzteres kam durch die Zinssenkung der Fed um 50 Basispunkte, die zu einer umfassenden Entspannung der Finanzierungsbedingungen führte. Die Wirtschaftswachstumsindikatoren des Modells stiegen im September an, allerdings ausgehend von extrem niedrigen Niveaus.

Die Entwicklung speziell der US-Wachstumsansichten korrespondiert im Modell mit unserer eigenen subjektiven Interpretation. Nach der FOMC-Sitzung im September sank die 12-Monats-Wahrscheinlichkeit einer Rezession in den USA von 80 % auf 70 %, eine Rezession bleibt aber immer noch das Basisszenario. Das Gesamtsignal der technischen Indikatoren des Modells verschlechterte sich im September aufgrund von Anzeichen zunehmender Sorglosigkeit unter den Anlegern. Unterdessen bleiben die Bewertungen hoch. Das Modell schätzt, dass der S&P 500 derzeit 50 % über seinem Nettobarwert notiert. In den letzten 60 Jahren waren Aktien nur in 3 % der Fälle so hoch bewertet. Im Hinblick auf die US-Aktiensektoren sind die Branchen Gesundheitswesen, Versorger, Kommunikationsdienste und Immobilienwerte bevorzugt. Das US-Aktiensektormodell von MacroQuant, der „Sector Selector“, sieht eine Mischung aus defensiven und zyklischen Werten in Aktienportfolios für opportun an. Zu Beginn des Oktobers sind das Gesundheitswesen und die Versorgungsunternehmen sowie der technologielastige, wenn auch immer noch relativ defensive Kommunikationsdienstleistungssektor übergewichtet. Am umstrittensten bleibt vielleicht, dass das Modell Immobilienwerte übergewichtet - mit der Begründung, dass sinkende Zinssätze und niedrige Bewertungen den Sektor zumindest kurzfristig ankurbeln könnten. Durch das Modell wurden zyklische Konsumgüter und Grundstoffe von „Untergewichtet“ auf „Neutral“ hochgestuft. Im Gegenzug wurden Basiskonsumgüter von „übergewichtet“ auf „untergewichtet“ herabgestuft. Die Untergewichtung von Finanz- und Industrierwerten bleibt bestehen. Trotz einer Verbesserung des Öl-Scores bleibt der Energiesektor untergewichtet. Wie bereits im letzten Monat ist das Modell für den IT-Sektor neutral. Einerseits wirken sich die Ertrags- und Umsatzdynamik weiterhin positiv auf die Branche aus. Andererseits sind die Technologiebewertungen überzogen und die relative Dynamik hat sich weg von Technologietiteln verlagert.

US-Aktienmarkt – selten so hoch bewertet

Grafik 17



\* BASED ON PRESENT VALUE OF EXPECTED EARNINGS.  
SOURCE: MACROQUANT 2.0 (STOCK COACH).

Quelle: GIS MacroQuant

Bei den Regionen sind nun nach langer Zeit Schwellenländeraktien an die Spitze gerückt. Die positive Preisdynamik in der vergangenen Woche trug dazu bei, den EM-Score zu steigern. Ein Anstieg des Baltic Dry Index und der chinasensiblen Rohstoffpreise sowie die Aussicht auf weitere Dollar

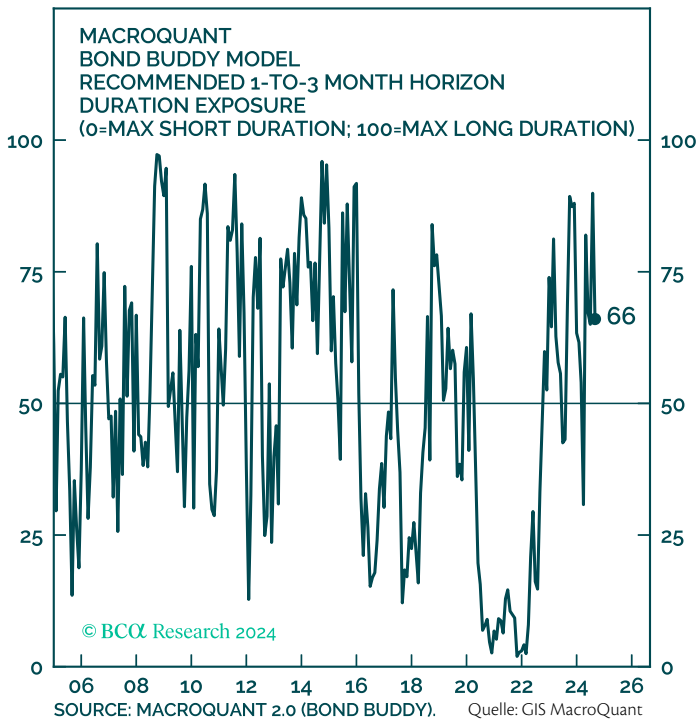
Schwäche, hat auch geholfen. Um den Optimismus gegenüber China widerzuspiegeln, stufte das Modell Australien von „Untergewichtung“ auf „Neutral“ hoch. Das Modell verschob auch Kanada von einer starken Untergewichtung zu einer leichten Untergewichtung. Auf der anderen Seite wurden der Euroraum und das Vereinigte Königreich von einer leichten Untergewichtung auf eine starke Untergewichtung herabgestuft. Außerdem wurde Japan auf „Untergewichtet“ herabgestuft, wo ein stärker werdender Yen die Wirtschaft zu belasten beginnt.



**Anleihen:** Hier bleibt das Modell zwar bei langen Laufzeiten in Treasuries übergewichtet, allerdings mit weniger Vertrauen in die Positionierung. im Vergleich zum August sank die Gewichtung im 90igsten Perzentil auf das 66igste. Einerseits führten Anzeichen einer Schwäche am US-Arbeitsmarkt sowie der anhaltende Einbruch im verarbeitenden Gewerbe und die geringe Aktivität im Wohnungs-

**Übergewichtung in Staatsanleihen mit geringerem Vertrauen**

Grafik 18



bau zu längeren Restlaufzeiten (positiv). Andererseits beeinträchtigte der letzte Anstieg der Anleiherenditen nach der FOMC-Sitzung die Einschätzung der zukünftigen Kursdynamik der langen Staatsanleihen im Modell (negativ). Das Hin und Her wurde dann noch getoppt durch Chinas Konjunkturpaket und den dadurch verursachten Anstieg der Metallpreise (negativ).

**Und hier noch ein besonderer Konjunkturindikator:** Jeden Monat fragt das Conference Board<sup>8</sup> in Erhebungen, ob Arbeitsplätze „reichlich“ oder „schwer zu bekommen“ sind. Der Unterschied zwischen den beiden Antworten war zuletzt ein hervorragender Frühindikator für Rezessionen. Betrachtet man Monate, in denen die Differenz zurückging, aber noch keine sehr niedrigen Niveaus erreicht hatte, betrug die reale Gesamrendite des S&P 500 im Folgemonat durchschnittlich -0,88 %. In allen anderen Monaten, in denen dieses rückläufige Signal nicht ausgelöst wurde, erzielte der S&P 500 eine durchschnittliche Rendite von 0,77 %. Die Renditelücke zwischen positiven und negativen Signalen blieb in den folgenden 3 und 12 Monats-Zeitfenstern bestehen. Derzeit ist das Signal dieses Indikators negativ.

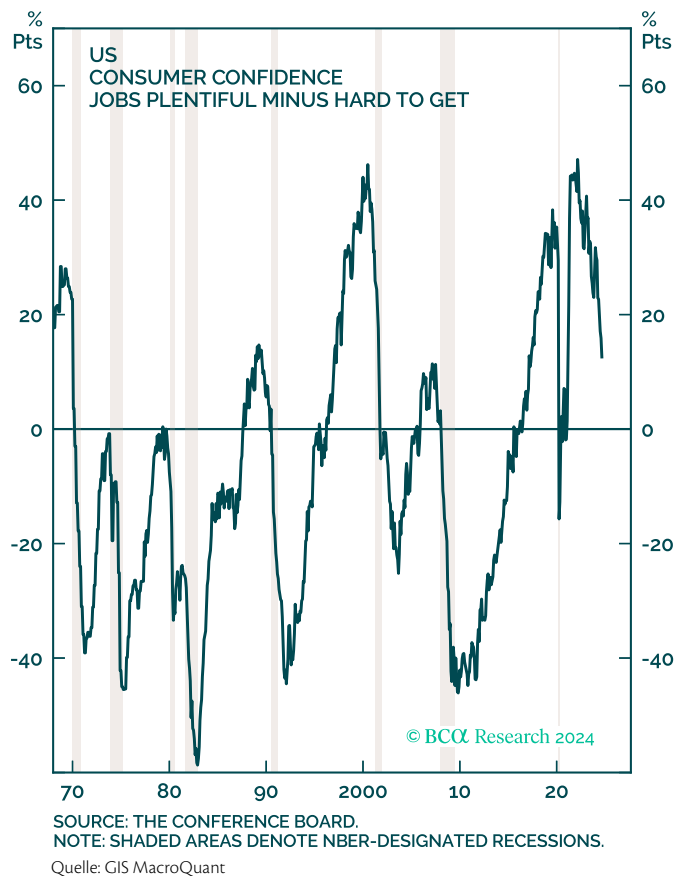
**Das MacroQuant Modell fließt auch in die Struktur des am 2008 aufgelegten ETF-Portfolios ein, das derzeit defensiv aufgestellt ist. Seit der letzten Publikation wurde das Portfolio etwas verändert.**

Nach der massiven Erholung in Japan wurde Mitte August die Nikkei Position mit Gewinn verkauft. Die angekündigten Konjunkturmaßnahmen in China haben zunächst zu einem Kursfeuerwerk geführt, so dass der breite Chinesische Aktienindex CSI 300 innerhalb einer Woche um fast 40% gestiegen ist. Da nach einer solchen Rally meistens eine Korrektur kommt, haben wir die Position im China Internet ETF mit Gewinn halbiert.

Zum 10.10.2024 beträgt die Aktiengewichtung rund 28%, ca. 57% des Portfolios werden in festverzinsliche Wertpapiere (zwei ETFs und zwei Fonds) investiert, um die volatile Aktienphase auszusitzen und trotzdem Einnahmen zu generieren. 15% des Portfolios werden als Cash gehalten, um auf mögliche Verwerfungen schnell reagieren zu können. Mit 12,91 % Plus seit Jahresanfang liegt das ETF-Portfolio zwar unter der Performance des MSCI Welt (EUR) von immerhin 18,57 %. Das Ergebnis wurde allerdings mit einer im Vergleich relativ geringen Volatilität erreicht (< 7,5 %).

**Conference Board Konsumentenvertrauen**

Grafik 19



<sup>8</sup> Das Conference Board, Inc. ist eine 501 gemeinnützige Mitglieder- und Forschungsorganisation für Unternehmen. Ihr gehören über 1.000 öffentliche und private Unternehmen und andere Organisationen aus 60 Ländern an.



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

Referenz-Portfolio Fonds und ETFs										9:44																																																																											
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 9,89% A113FD	MSCI World Health Care Kauf am 13.09.2023	45,63 €	52,31 €	14,64%	16.654,95 € 13.09.23	19.093,15 €	14,64% 2.438,20 €	B																																																																												
675	ISHARES MSCI EM LATAM 4,80% A0NA45	Lateinamerika Kauf am 03.02.2024	13,81 €	13,72 €	-0,59%	9.318,71 € 03.07.24	9.263,70 €	-0,59% -55,01 €	C																																																																												
218	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 5,64% 593395	Euro Stoxx 50 Halbierung am 25.07.24 @ 48,5871€	33,875 €	49,89 €	47,28%	7.384,75 € 28.02.20	10.876,02 €	47,28% 3.491,27 €	B																																																																												
159	AMUNDI ETF GOVIES 0-6 MONTHS 10,09% A0RNWC (Nachkauf am 16.02.24 - 42 Stück)	STAATSSANLEIHEN CA 3 H - E R S A T Z	119,45 €	122,09 €	2,21%	19.046,30 € 15.09.23	19.467,25 €	2,21% 420,95 €	A																																																																												
694	KRANESHARES CSI CHINA IT EUR 5,51% A2QE7P	CSI China Internet UCITS ETF London (Halbierung am 07.10.2024)	13,910 €	15,32 €	10,15%	9.653,54 € 18.10.21/26.10.22	10.633,47 €	10,15% 979,93 €	E																																																																												
	X NIKKEI 225 1C VERKAUF am 15.08.2024	Japan - NIKKEI 225 Verkauf am 16.04.2024	65,7028 €	72,80 €	10,80%	0,00 €	0,00 €	#DIV/0! 0,00 €																																																																													
	ISHARES CORE FTSE 100 A CC verkauft am 14.06.2024	FTSE 100	135,92 €	185,11 €	36,19%	0,00 €	0,00 €	#DIV/0!																																																																													
259	Abaki UI 14,64% A3D9G1	Zinsstrategie Kauf am 14.08.2024	109,4200 €	109,12 €	-0,27%	28.339,78 € 14.08.24	28.262,08 €	-0,27% -77,70 €																																																																													
169	ISHR RUS ADR/GDR 2,49% A1CIHV	MSCI Russia Bewertung zum 03.03.2022	132,849 €	28,40 €	-78,62%	22.461,34 € 03.02.22	4.801,72 €	-78,62% -17.659,63 €	E																																																																												
	CASH Position 14,72%						28.416,50 €	28.416,50 €																																																																													
465	ISH EB REX GV ED 18,16% A004RZ	Government Germany 0-1yr gekauft am 01.08.2024	75,038 €	75,36 €	0,43%	34.892,67 € 01.08.24	35.043,10 €	0,43% 150,43 €	E																																																																												
270,00	GALLILEI GIB BD OPPRTNTY UI-P 14,06% DE000A3DD937	CASH ERSATZ	96,570 €	100,52 €	4,09%	26.073,90 € 16.02.24	27.140,40 €	4,09% 1.066,50 €	B																																																																												
Benchmark: MSCI WORLD			Kurs am 29.12.2023	letzter Schlusskurs		3.716,17 USD 3.396,24 EUR	Performance Benchmark	17,26% 18,57%	B																																																																												
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Jahre</th> <th>ETF Portfolio</th> <th>MSCI in \$</th> <th>MSCI in €</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2008 (ab 25.04.08)</td> <td>-15,70%</td> <td>-39,24%</td> <td>-32,00%</td> </tr> <tr> <td>2009</td> <td>52,06%</td> <td>26,98%</td> <td>23,63%</td> </tr> <tr> <td>2010</td> <td>17,34%</td> <td>9,55%</td> <td>17,46%</td> </tr> <tr> <td>2011</td> <td>-12,03%</td> <td>-7,62%</td> <td>-4,72%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>4,41%</td> <td>13,18%</td> <td>11,15%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>18,81%</td> <td>24,10%</td> <td>18,77%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>12,70%</td> <td>2,93%</td> <td>17,29%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>8,65%</td> <td>-2,74%</td> <td>8,30%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>8,03%</td> <td>5,32%</td> <td>8,50%</td> </tr> <tr> <td>2017</td> <td>7,07%</td> <td>20,11%</td> <td>5,38%</td> </tr> <tr> <td>2018</td> <td>-7,68%</td> <td>-10,44%</td> <td>-5,98%</td> </tr> <tr> <td>2019</td> <td>24,95%</td> <td>25,19%</td> <td>27,68%</td> </tr> <tr> <td>2020</td> <td>2,43%</td> <td>14,06%</td> <td>4,77%</td> </tr> <tr> <td>2021</td> <td>24,75%</td> <td>20,14%</td> <td>28,99%</td> </tr> <tr> <td>2022</td> <td>-8,13%</td> <td>-19,46%</td> <td>-14,39%</td> </tr> <tr> <td>2023</td> <td>11,25%</td> <td>21,77%</td> <td>17,88%</td> </tr> <tr> <td>2024 (YTD)</td> <td>12,91%</td> <td>17,26%</td> <td>18,57%</td> </tr> <tr> <td>p.a. (ab 25.04.08)</td> <td>8,55%</td> <td>5,60%</td> <td>7,91%</td> </tr> </tbody> </table>										Jahre	ETF Portfolio	MSCI in \$	MSCI in €	2008 (ab 25.04.08)	-15,70%	-39,24%	-32,00%	2009	52,06%	26,98%	23,63%	2010	17,34%	9,55%	17,46%	2011	-12,03%	-7,62%	-4,72%	2012	4,41%	13,18%	11,15%	2013	18,81%	24,10%	18,77%	2014	12,70%	2,93%	17,29%	2015	8,65%	-2,74%	8,30%	2016	8,03%	5,32%	8,50%	2017	7,07%	20,11%	5,38%	2018	-7,68%	-10,44%	-5,98%	2019	24,95%	25,19%	27,68%	2020	2,43%	14,06%	4,77%	2021	24,75%	20,14%	28,99%	2022	-8,13%	-19,46%	-14,39%	2023	11,25%	21,77%	17,88%	2024 (YTD)	12,91%	17,26%	18,57%	p.a. (ab 25.04.08)	8,55%	5,60%	7,91%
Jahre	ETF Portfolio	MSCI in \$	MSCI in €																																																																																		
2008 (ab 25.04.08)	-15,70%	-39,24%	-32,00%																																																																																		
2009	52,06%	26,98%	23,63%																																																																																		
2010	17,34%	9,55%	17,46%																																																																																		
2011	-12,03%	-7,62%	-4,72%																																																																																		
2012	4,41%	13,18%	11,15%																																																																																		
2013	18,81%	24,10%	18,77%																																																																																		
2014	12,70%	2,93%	17,29%																																																																																		
2015	8,65%	-2,74%	8,30%																																																																																		
2016	8,03%	5,32%	8,50%																																																																																		
2017	7,07%	20,11%	5,38%																																																																																		
2018	-7,68%	-10,44%	-5,98%																																																																																		
2019	24,95%	25,19%	27,68%																																																																																		
2020	2,43%	14,06%	4,77%																																																																																		
2021	24,75%	20,14%	28,99%																																																																																		
2022	-8,13%	-19,46%	-14,39%																																																																																		
2023	11,25%	21,77%	17,88%																																																																																		
2024 (YTD)	12,91%	17,26%	18,57%																																																																																		
p.a. (ab 25.04.08)	8,55%	5,60%	7,91%																																																																																		
<table border="1"> <thead> <tr> <th>ETF</th> <th>MSCI in \$</th> <th>MSCI in €</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Performance seit Start am 25.04.08</td> <td>285,99%</td> <td>145,37%</td> </tr> <tr> <td>Performance seit Start p.a.</td> <td>8,55%</td> <td>7,91%</td> </tr> </tbody> </table>										ETF	MSCI in \$	MSCI in €	Performance seit Start am 25.04.08	285,99%	145,37%	Performance seit Start p.a.	8,55%	7,91%																																																																			
ETF	MSCI in \$	MSCI in €																																																																																			
Performance seit Start am 25.04.08	285,99%	145,37%																																																																																			
Performance seit Start p.a.	8,55%	7,91%																																																																																			
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">Portfolientwicklung mit Absicherung</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Aktueller Portfolientwert in EURO:</td> <td>192.997,39 €</td> </tr> <tr> <td>Portfoliostartwert in EURO:</td> <td>170.932,95 €</td> </tr> <tr> <td>Gewinn / Verlust absolut:</td> <td>22.064,44</td> </tr> <tr> <td>Gewinn / Verlust in Prozent:</td> <td>12,91%</td> </tr> <tr> <td>Datenlänge der historischen Simulation:</td> <td>260</td> </tr> <tr> <td>Datum der historischen Simulation:</td> <td>07.10.24</td> </tr> </tbody> </table>										Portfolientwicklung mit Absicherung		Aktueller Portfolientwert in EURO:	192.997,39 €	Portfoliostartwert in EURO:	170.932,95 €	Gewinn / Verlust absolut:	22.064,44	Gewinn / Verlust in Prozent:	12,91%	Datenlänge der historischen Simulation:	260	Datum der historischen Simulation:	07.10.24																																																														
Portfolientwicklung mit Absicherung																																																																																					
Aktueller Portfolientwert in EURO:	192.997,39 €																																																																																				
Portfoliostartwert in EURO:	170.932,95 €																																																																																				
Gewinn / Verlust absolut:	22.064,44																																																																																				
Gewinn / Verlust in Prozent:	12,91%																																																																																				
Datenlänge der historischen Simulation:	260																																																																																				
Datum der historischen Simulation:	07.10.24																																																																																				
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="2">Aktien-Exposure</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Aktien-Exposure</td> <td>28,33%</td> </tr> <tr> <td>Renten-Exposure</td> <td>56,95%</td> </tr> <tr> <td>Cash</td> <td>14,72%</td> </tr> <tr> <td></td> <td>100,00%</td> </tr> </tbody> </table>										Aktien-Exposure		Aktien-Exposure	28,33%	Renten-Exposure	56,95%	Cash	14,72%		100,00%																																																																		
Aktien-Exposure																																																																																					
Aktien-Exposure	28,33%																																																																																				
Renten-Exposure	56,95%																																																																																				
Cash	14,72%																																																																																				
	100,00%																																																																																				
EUR in USD			1,0942	DAX30	19.180,33	S&P 500	5.792,04																																																																														

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



# Aktien: diese Mal alles anders?

Der Aktienmarkt zeigt bislang gegenüber dem letzten Renditeanstieg bei den Staatsanleihen eine deutliche Resilienz, denn die Konjunktursorgen sind zumindest temporär rückläufig. Das größte Risiko sehen die Fondsmanager in den beiden letzten Monaten gemäß einer Umfrage der Bank of America noch immer in einer bevorstehenden US-Rezession. Der Überraschungsfaktor läge daher im Ausbleiben der Rezession. Der Konsens jedenfalls sieht auch im kommenden Jahr in vielen Branchen zweistellige Gewinnwachstumsraten.

Zuletzt verkauften die Fondsmanager defensive Sektoren aus den Sektoren Versorger, Immobilien, Pharma und Minenaktien. Technologie und Small Caps sowie Finanzwerte waren hingegen gesucht.

Die aktuelle Stärke ist durchaus ungewöhnlich: Normalerweise zählt der Herbst zur schwächsten Phase im Jahresverlauf. In diesem Jahr halten sich die Aktienmärkte jedoch nicht an das saisonale Drehbuch. Neue Höchststände im September eines Wahljahres sind daher ein seltenes, vielleicht gutes Zeichen für risikobehaftete Anlagen. Aber Vorsicht: Ein Anstieg der 10jährigen US-Rendite über die Marke von 4,20% dürfte allerdings Rückschlagpotenzial für die Aktienmärkte aufbauen. Dann nämlich würden die Zinssenkungserwartungen Stück für Stück zurückgefahren werden. Angesichts des steigenden Ölpreises, der stabilen Daten aus dem US-Dienstleistungssektor und des resilienten US-Arbeitsmarktes könnten Inflationssorgen aufkommen. Die Inflation steigt aufgrund des fehlenden Basiseffekts zum Jahresende ohnehin.

## der Konsens ist positiv für 2025

Grafik 21

### MSCI World consensus EPS growth projections

	MSCI World			
	2023	2024e	2025e	2026e
<b>Market</b>	1.4%	7.5%	12.9%	11.7%
Energy	-25.4%	-13.7%	7.8%	8.1%
Materials	-30.5%	-0.2%	13.8%	9.5%
Industrials	7.1%	7.2%	12.0%	12.3%
Discretionary	33.8%	6.1%	12.7%	13.0%
Staples	1.9%	3.9%	7.2%	8.0%
Healthcare	-14.3%	7.0%	19.4%	11.6%
Financials	13.5%	10.8%	7.8%	10.6%
IT	5.7%	17.1%	21.8%	16.4%
Com Services	21.9%	18.9%	16.6%	13.0%
Utilities	13.7%	5.1%	5.4%	5.3%
Real Estate	-7.5%	2.2%	6.4%	8.3%

Source: IBES

Quelle: JP Morgan Chartbook Oktober





## ICM 15er-Aktienportfolio

Die verbreitete Erwartung einer sanften Landung scheint wie schon beschrieben eher Wunschdenken zu sein.

Das 15er-Aktienportfolio besteht weiter aus dreizehn von fünfzehn möglichen Titeln. Die aufgebaute Liquidität dient als Puffer für evtl. Korrekturen am Markt. Die aktuelle Performance YTD des Portfolios liegt bei + 12,97 %.

## Neues zu den Portfolio-Mitgliedern:

**Alibaba Group Holding Ltd.** Auch ohne die konkreten Eckwerte der Stimulus-Pläne zu kennen, glauben die meisten Investoren, dass die angekündigten Maßnahmen der chinesischen Regierung das kurzfristige Wachstum Chinas stabilisieren werden. Die chinesische Zentralbank hat wichtige Leitzinsen gesenkt und Mindestreservesätze für Banken stärker reduziert als erwartet. Auch die Hypothekarzinsen sollen noch in diesem Monat gesenkt werden. Flankiert werden diese Eingriffe von steuerlichen Stimuli und weiteren «durchsetzungsstarken» Maßnahmen, um den Immobilienmarkt zu stützen. Sie scheinen aber langfristig nicht genug, um die wirtschaftliche Dynamik schnell wiederherzustellen und/oder die Korrektur auf dem Immobilienmarkt zu stoppen. Letztlich wäre ein viel größeres Paket mit dauerhaft angelegten Sozialtransfers wirksamer, glauben Analysten. Doch die Aktienmärkte setzen die Ambitionen Pekings und ihre erfolgreiche Umsetzung derzeit gleich. «Die Investoren haben Angst, etwas zu verpassen». Viele sind seit der Immobilienkrise bei China-Aktien untergewichtet. Durch das Ausgleichen dieses Untergewichts fließt nun viel Kapital in chinesische Titel. Nicht nur die ausländischen Investoren wenden sich wieder China zu, auch an der heimischen Börse tut sich etwas. Das lässt sich mitunter an der stark gestiegenen Anzahl Downloads von Aktien-Trading-Apps ablesen. Das Engagement chinesischer Klein-

anleger an der Börse wurde indessen in der Vergangenheit von Beobachtern oft skeptisch kommentiert und als Zeichen der Übertreibung gesehen. Die chinesischen Aktienmärkte quittierten die Nachrichten mit satten Kurssprüngen. So sieht natürlich der Kurs der Alibaba Aktie mit einem TotalReturn (incl. Dividende) von z.Zt. +40,11% YTD deutlich besser aus als noch vor 4 Wochen. **Ping An Insurance (Group)** profitiert auch von den chinesischen Konjunkturmaßnahmen und zeigt weiterhin starke Solvabilitätskoeffizienten- insbesondere das Verhältnis von Schulden/Eigenkapital und Schulden/Vermögenswerten. Der Verschuldungskoeffizient liegt zum Halbjahresende am 30. Juni 2024 bei 0,01. Der Median des Sektors lag dagegen zum Halbjahresende bei 0,22. Die Aktie von Ping An konnte eindrucksvoll neue Jahreshochstände erreichen und liegt jetzt mit einem TotalReturn (incl. Dividende) von +54% YTD massiv über dem Stand am Jahresanfang. **Tencent Music Entertainment Group** gab den Start ihrer Global Music Outreach Initiative bekannt, die talentierte chinesische Musikkünstler und ihre Werke zusammenbringen wird, um sie auf prominenten Bühnen weltweit zu präsentieren. Die Initiative wurde vom 13. bis 17. September in Singapur gestartet und bildet den Auftakt zu einer Reihe von Musik- und Branchenaustauschaktivitäten auf der ganzen Welt, darunter Auftritte in Übersee, internationaler Austausch von Musikschaffenden und Diskussionen über die zukünftige Entwicklung der Branche. Da die chinesische Kultur weiterhin globale Aufmerksamkeit auf sich zieht, möchte TME seine Plattform und technologischen Stärken nutzen, um neue internationale Märkte für chinesische Künstler zu erschließen, ihre globale Präsenz zu verbessern und neue Möglichkeiten für das Wachstum der Branche zu schaffen.

Die TME-Aktie konnte die Jahreshochstände im Juni nicht mehr ganz erreichen, konnte sich aber auf dem hohen Niveau be-

haupten. Der TotalReturn (incl. Dividende) liegt so bei imposanten +35,2% YTD.

**Bausch Health Companies** gab den Start von Opal, einem digitalen E-Commerce-Marktplatz, in den USA bekannt. Er wurde entwickelt, um die Effizienz von Augenarztpraxen zu maximieren und gleichzeitig das Patientenerlebnis zu verbessern. Er bietet einen optimierten Bestellprozess für Bausch + Lomb Kontaktlinsen, wobei ausgewählte rezeptfreie Produkte von Bausch + Lomb in den kommenden Monaten hinzugefügt werden. „Opal ist eine digitale All-in-One-Plattform, die eine schnellere und bequemere Bausch + Lomb Produktebestellung ermöglicht. Das stärkt die Patientenbindung und reduziert den Verwaltungsaufwand für die teilnehmenden Augenarztpraxen“, sagte Yang Yang, Präsident, Global Vision Care, Bausch + Lomb. „Diese Plattform ist das jüngste Beispiel für unsere kontinuierliche Ausrichtung auf die Bedürfnisse der Augenoptiker und ihrer Patienten. Die Aktie der Mutter Bausch Health konnte sich nach den Gerüchten um Liquiditätsprobleme deutlich erholen und hat nun eine Jahresperformance von +1,62% YTD. **BOEING CO.** Die italienische Staatsanwaltschaft beschuldigt sieben Personen und zwei Unterauftragnehmer unter anderem des Betrugs und des Verstoßes gegen die Sicherheitsvorschriften für Flugzeuge im Rahmen einer Untersuchung über mutmaßlich fehlerhafte Teile, die ein italienisches Unternehmen für Boeing hergestellt hatte. Die Staatsanwaltschaft leitete ihre Ermittlungen Ende 2021 ein, nachdem Boeing mitgeteilt hatte, dass einige Teile für sein Flugzeug 787 Dreamliner, die von einem für den italienischen Luft- und Raumfahrtkonzern Leonardo tätigen Unternehmen geliefert wurden, nicht ordnungsgemäß hergestellt worden waren. Die Ermittler fanden heraus, dass zwei italienische Unterauftragnehmer billigere und nicht konforme Formen von Titan und Aluminium für die Herstellung bestimmter Teile verwendet hatten, wodurch sie erheblich



bei den Rohstoffkosten einsparen konnten, so die Staatsanwaltschaft in einer Erklärung, ohne die Namen der Unterauftragnehmer oder der sieben Personen zu nennen. „Dies führte zur Herstellung von Flugzeugteilen mit deutlich geringeren statischen und stressresistenten Eigenschaften, was sich auf die Flugsicherheit auswirkte“, so die Staatsanwaltschaft in der Stadt Brindisi. Die sieben Personen und zwei Unterauftragnehmer haben nun Zeit, neue Beweise zu ihrer Verteidigung vorzulegen, bevor die Staatsanwaltschaft entscheidet, ob sie bei einem Richter die Einberufung eines Prozesses beantragt. Die Aktie von Boeing sucht nach den Rückschlägen der letzten Monate weiter nach einer Bodenbildung. Uns verbleibt z.Zt. ein Minus von -17,0% auf unseren Einstandskurs. **Bristol-Myers Squibb** Für das neu zugelassene Schizophrenie-Medikament von BM war es eine lange Reise. Zur am meisten erwarteten Zulassung des Jahres 2024 hat das Medikament Cobenfy (KARXT) eine ungewöhnliche Odyssee hinter sich, die für die künftige Arzneimittelforschung lehrreich sein könnte. Als die FDA die Zulassung unterzeichnete, geschah dies mehr als drei Jahrzehnte nach der Entwicklung des Vorläufers Xanomelin durch Eli Lilly. Der oral einzunehmende Muskarinrezeptor-Agonist sollte den kognitiven Verfall bei Alzheimer-Patienten verlangsamen, hat sich jedoch zur ersten bedeutenden Innovation bei der Behandlung von Schizophrenie seit über 70 Jahren entwickelt. Wer war der Katalysator, der ein Medikament, das mehr als ein Jahrzehnt lang auf dem Markt war, in eine bahnbrechende Neuerung verwandelte? An der Wirksamkeit von Xanomelin gab es nie große Zweifel. In einer Phase-2-Studie mit Alzheimer-Patienten in den 1990er Jahren wurden seine kognitiven Vorteile deutlich. Und als Bonus der Studie stolperte Lilly über seinen antipsychotischen Wert. „Sie machten eine zufällige, glückliche Entdeckung“, sagte Andrew Miller, Ph.D., Mitbegründer und ehemaliger CEO von Karuna.

Die Aktie von Bristol-Myers zeigt z.Zt. noch keine großen Kursausschläge und zeigt eine Performance von -3,47% auf unseren Einstandskurs. **Eni SpA** Großbritannien wird Mittel in Höhe von bis zu 21,7 Milliarden Pfund (28,5 Milliarden Dollar) über 25 Jahre bereitstellen, um Projekte zur Abscheidung und Speicherung von Kohlendioxid (CCS) zu entwickeln. Das soll Emissionen der Industrie zu reduzieren und neue Arbeitsplätze in Nordengland zu schaffen, teilte die Regierung mit. Die Regierung hofft auch, damit die Industrieregionen des Landes wiederzubeleben und die dringend benötigten Investitionen und Arbeitsplätze zu schaffen. „Bei der Technologie zur Kohlenstoffabscheidung geht es nicht nur um die Sanierung unserer Industrie und unseres Energiesektors. Sie ist eine große Chance, um Investitionen anzuziehen und Tausende von qualifizierten Arbeitsplätzen zu schaffen“, sagte Finanzministerin Rachel Reeves bei der Bekanntgabe der Finanzierung in Liverpool. Die Regierung geht davon aus, dass die Entscheidung 8 Milliarden Pfund an privaten Investitionen generieren wird und 4.000 Arbeitsplätze direkt in den Gemeinden schaffen wird. Bei CCS werden Emissionen aus Kraftwerken und der Industrie abgeschieden, um sie unterirdisch zu lagern. Die Technologie ist seit Jahren verfügbar, aber die Projekte haben sich weltweit aufgrund der hohen Kosten und der Frage der abzuschließenden Kohlenstoffmenge noch nicht durchgesetzt. Die beiden neuen Standorte in Nordengland haben zusammen eine Abscheidungskapazität von 8,5 Millionen Tonnen pro Jahr, was dem Stilllegen von 4 Millionen Autos entspräche. Entwickelt wird es von einem Konsortium unter der Leitung des italienischen Energiekonzerns Eni. „HyNet ... wird einen der wichtigsten energieintensiven Industriebereiche dekarbonisieren und ein bedeutendes Wirtschaftswachstum in dieser Region des Vereinigten Königreichs freisetzen“, sagte Claudio Descalzi, CEO von Eni. Der weiterhin volatile Ölpreis kann aber

dem Aktienkurs z.Zt. nicht auf die Sprünge helfen. Es bleibt eine Performance von aktuell von -6,27% auf unseren Einstandskurs. Der niederländische Tech-Investor mit südafrikanischen Wurzeln **Prosus NV** profitiert von der Rallye an den chinesischen Märkten, beflügelt durch Chinas Stimulierungsmaßnahmen. „Die jüngste staatliche Unterstützung für die chinesische Wirtschaft hat das Vertrauen des Marktes in das Wachstumspotenzial von Tencent wiederhergestellt“, sagte ein Analyst. Tencent, an dem Prosus 25% der Anteile hält, ist seit der Ankündigung um 22% gestiegen und folgte damit dem chinesischen Gesamtmarkt nach oben. Chinas Konjunkturprogramm von 500 Mrd. Yuan enthält Swap-Fazilität in Höhe von 71,25 Mrd. Yuan um Nicht-Bank-Finanzinstitute beim Kauf von Aktien zu unterstützen. Prosus, das in den letzten zwei Wochen um fast 30% gestiegen ist, ist der Spitzenreiter im Amsterdamer AEX. Die Aktie liegt z.Zt. bei einem erfreulichen Ergebnis von +15,67% YTD. Die Aufklärungsreihe des deutschen Sportartikelunternehmens **PUMA SE** Puma #knowyourstuff zielt darauf ab, die Komplexität und die Fortschritte bei der Verwendung von Leder und seinen veganen Alternativen zu zeigen. Sie ist Teil des Engagements und der Maßnahmen von Puma für mehr Transparenz in Sachen Nachhaltigkeit. Sie wurde in Zusammenarbeit mit Aishwarya Sharma entwickelt. Aishwarya Sharma, eine von Pumas ‚Voices of a RE:GENERATION‘ und Botschafterin für Nachhaltigkeit. „Indem wir offen über die Komplexität der in unseren Produkten verwendeten Materialien sprechen, hoffen wir, eine informierte und ausgewogene Diskussion über nachhaltige Kleidung und Schuhe zu führen“, sagte Anne-Laure Descours, Chief Sourcing Officer bei Puma. „Die #KnowYourStuff-Serie ist ein Beweis für unser Engagement für Transparenz und unser Versprechen, die nächste Generation in diese wichtigen Diskussionen einzubeziehen. Die Puma-Aktie selbst bleibt immer noch



hinter den Erwartungen bei einem Ergebnis von z. Zt. -20,21 % gegenüber unserem Einstandskurs. **ROCHE Holding**, seit 128 Jahren im Mehrheitsbesitz der Gründerfamilien, konnte sich das Anderssein während langer Zeit erlauben. Der Basler Pharmamulti war über Jahrzehnte hinweg der unbestrittene Marktführer bei Krebsmedikamenten und für jeden Pharmainvestor deshalb ein unverzichtbarer Wert. Nach dem Zwischenhoch mit den weltweit überaus begehrten Corona-Tests aus den Roche-Labors ist bei dem Konzern eine Wachstumsschwäche manifest geworden, die nicht ohne Folgen blieb. Seit Frühjahr 2022 bewegen sich Roche deutlich unterhalb der Indizes für internationale Pharmatitel. Jetzt sieht sich das stolze Unternehmen gezwungen, strategisch mehr auf Linie des Branchen-Mainstreams zu gehen, um die Akzeptanz der Investoren zurückzugewinnen. Verantwortlich dafür ist Thomas Schinecker, der im März 2023 die CEO-Position vom aktuellen Präsidenten Severin Schwan übernommen hat. Gerade präsentierte der 49-jährige Schinecker am Investorentag in London seine strategischen Anpassungen. Roche will sich in der Forschung künftig auf fünf Therapiegebiete beschränken: Onkologie, Neurologie, Immunologie, Herz-Kreislauf-Erkrankungen und Augenerkrankungen. Das seien die Leiden, die schon am stärksten auf der Lebensqualität der Bevölkerung lasteten und deren Ausbreitung werde bis 2035 weiter steigen. Zwar ist Roche schon lange schwerpunktmäßig in diesen Bereichen tätig (allein die Onkologie repräsentiert über 40% des Umsatzes), aber die strategische Fokussierung dürfte den Einsatz der Forschungsressourcen über die Zeit weiter prägen. Schinecker verspricht den Investoren mehr Fokus und Effizienz in der Forschung – in der Hoffnung, dass deren Akzeptanz für die im Branchenvergleich unübliche Strategie wächst. Die Aktie zeigt sich weiterhin als stabil. Uns bleibt eine Performance von 5,25% auf den Einstandskurs.

**STMicroelectronics N.V.**, ein weltweit führendes Halbleiterunternehmen, das Kunden aus dem gesamten Spektrum der elektronischen Anwendungen bedient, gibt die vollständigen Einzelheiten seines Aktienrückkaufprogramms (das „Programm“) bekannt, das in einer Pressemitteilung vom 21. Juni 2024 veröffentlicht wurde. Das Programm wurde durch einen Aktionärsbeschluss vom 22. Mai 2024 und durch den Aufsichtsrat genehmigt. STMicroelectronics N.V. vollzog den Rückkauf (durch einen für das Unternehmen handelnden Makler) von 368.300 Stammaktien (entsprechend 0,04% des ausgegebenen Aktienkapitals) am regulierten Markt der Euronext Paris im Zeitraum vom 30. September 2024 bis zum 04. Oktober 2024 (der „Zeitraum“) zum gewichteten durchschnittlichen Kaufpreis pro Aktie von 26,1864 EUR und zu einem Gesamtpreis von 9.644.462,01 EUR. Zweck dieser Transaktionen war die Erfüllung von Verpflichtungen aus Aktienoptionsprogrammen und sonstigen Zuteilungen von Aktien an Mitarbeiter oder Mitglieder der Verwaltungs-, Leitungs- oder Aufsichtsorgane des Emittenten oder eines verbundenen Unternehmens. Die Aktie bleibt durch die allgemein schwachen Entwicklungen der Tech-Aktien deutlich hinter den Erwartungen zurück und zeigt eine ernüchternde Performance von z.Zt. -36,82% gegenüber dem Einstandskurs. Kenias Traum vom Ölexport bleibt bestehen. Das britischen Öl- und Gasexplorationsunternehmens **Tullow Oil** - erklärte vor dem Energieausschuss des Senats, das Unternehmen verfüge über eine solide Bilanz und die technischen Möglichkeiten, den Traum zu verwirklichen, der seit der ersten Exploration im Jahr 2012 ein Jahrzehnt lang ins Stocken geraten war. Tullow hat im März 2023 einen Feldentwicklungsplan (Field Development Plan, FDP) vorgelegt und wir arbeiten nach Rückmeldung der EPRA an der endgültigen Fassung. Sobald die Genehmigung vorliegt, können wir mit den entscheidenden Arbeitsschritten beginnen, da-

mit das Projekt eine endgültige Investitionsentscheidung (FID) treffen kann“, sagte Srinivasan, der Geschäftsführer von Tullow Kenya. Der Plan, der die Strategie und die Schritte beschreibt, die das britische Unternehmen bei der Erschließung der Felder, in denen 2012 Öl entdeckt wurde, unternommen wird, wird seit Dezember 2021 zwischen dem Explorationsunternehmen und der Regierung hin und her geschoben. Nach der Genehmigung durch die Regulierungsbehörde für Energie und Erdöl im Dezember müssen noch das Energieministerium und das Parlament zustimmen, bevor das Unternehmen eine Produktionslizenz erhält. Gegenüber dem Ausschuss erklärte das Unternehmen, dass Tullow Oil durch eine verantwortungsvolle Öl- und Gasförderung eine bessere Zukunft anstrebe. Laut Srinivasan liegt der wichtigste Meilenstein für das Vorantreiben des Projekts und die Erschließung von Werten darin, einen strategischen Partner zu finden, der das Kapital und das Risiko aufgrund des Umfangs der Projektinvestitionen aufteilt. „Sobald eine strategische Partnerschaft gesichert ist, besteht die nächste Herausforderung darin, die Projektfinanzierung zu sichern. Tullow verfügt über eine solide Finanzlage und hat zwischen 2020 und 2023 einen freien Cashflow von mehr als 1 Mrd. USD erwirtschaftet, wobei weitere 200-300 Mio. USD im Jahr 2024 erwartet werden. Tullow ist zuversichtlich, dass die Erschließung der Rohstoffvorkommen Kenias die Energielandschaft des Landes umgestalten und dem Land vielfältige finanzielle und soziale Vorteile bringen kann. Tullow baut eine einzigartige panafrikanische Betreiberplattform auf und verfügt über ein sehr erfahrenes Managementteam, das sich für Afrika engagiert“, sagte Srinivasan. Als Beispiel nannte er die Erfolgsgeschichte des Unternehmens in Ghana: In den vergangenen vier Jahren habe das neue Managementteam von Tullow einen bedeutenden operativen Turnaround erreicht, der zu einer höheren Betriebs- und Kapitaleffizienz sowie zu einer



Senkung der Betriebs- und Bohrkosten geführt habe. Tullow hat die kenianischen Anlagen betrieben und seit der ersten Entdeckung im Jahr 2012, bei der 585 Millionen Barrel Öl gefunden wurden, mehr als 2 Milliarden US-Dollar investiert. Die positiven Meldungen konnten der Aktie aber wieder nicht helfen, denn der deutlich gesunkene Ölpreis sorgte für schwächere Kurse bei den Ölakten. Es bleibt ein Ergebnis von -45,07% YTD. **Volkswagen Vz.** Im europäisch-chinesischen Handelsstreit über Elektroautos wirbt Volkswagen-Chef Oliver Blume für eine Verständigung. Diese könnte auch darauf hinauslaufen, dass chinesische Konzerne E-Autos in Deutschland produzieren lassen, sagte Blume in einem Interview. Die EU wirft China vor, mit der Subventionierung eigener E-Autos europäische Hersteller zu benachteiligen. Die EU-Kommission hatte sich in einer Abstimmung ihrer Mitgliedsstaaten Rückendeckung für Strafzölle geholt, will aber zunächst die Verhandlungen mit China fortsetzen. Deutschland stimmte gegen Strafzölle und vertrat damit die Position der deutschen Autobauer, die chinesische Vergeltungsmaßnahmen befürchten. China forderte, die Einführung der Zölle zu verschieben. Statt um Strafzölle solle es darum gehen, „Investitionen für beide Seiten positiv zu berücksichtigen“, sagte der Volkswagen-Chef. „Wer investiert, Arbeitsplätze schafft, mit lokalen Unternehmen zusammenarbeitet, sollte Vorteile bei den Zöllen haben.“ Auf die Frage, ob chinesische Hersteller E-Autos etwa in Deutschland ohne Strafzölle produzieren lassen sollten, wenn sie damit Arbeitsplätze schaffen, antwortete Blume: „Ja, das wäre ein Ansatz. Das würde nicht nur für Unternehmen aus China, sondern auch aus anderen Regionen gelten, die in Europa investieren und damit die Wirtschaft positiv beeinflussen. Mögliche Strafzölle wären besonders für die deutsche Automobilindustrie riskant“, sagte Blume und verwies auf die umfangreichen Exporte deutscher Autohersteller nach China. „Viele

Arbeitsplätze in Deutschland hängen davon ab. Anstatt mit Strafzöllen eine Gegenreaktion in China zu provozieren, sollte eine für beide Seiten faire Regelung gefunden werden.“ Es sei wichtig, dass die Bundesregierung in der EU weiter mit einer klaren Position gegen die Zölle auftrete. Die Volkswagen Vorzugsaktien zeigten sich mit einem Total Return von -14,88% seit Anfang des Jahres weiter deutlich als Underperformer.

### Kurzbeschreibung der Portfolio-Mitglieder

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

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

**Boeing Company** ist ein Luft- und Raumfahrtunternehmen mit Sitz in Arlington, Virginia. Das Unternehmen ist in drei Segmenten tätig: Commercial Airplanes (BCA), Defense, Space & Security (BDS), Global Services (BGS). Das Segment BCA entwickelt, produziert und vermarktet Verkehrsflugzeuge für die kommerzielle Luftfahrtindustrie weltweit. Die Familie der produzierten Verkehrsflugzeuge umfasst die

Typen 737, 767, 777 und 787. Gemeinsam mit dem europäischen Wettbewerber Airbus bildet der Konzern das Duopol für Großraumflugzeuge.

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

**Eni SpA (Eni)** ist ein in Italien ansässiges Unternehmen, das in der Exploration, Erschließung und Förderung von Kohlenwasserstoffen, der Lieferung und Vermarktung von Gas, Flüssigerdgas (LNG) und Strom, der Raffination und Vermarktung von Erdölprodukten sowie im Rohstoffhandel tätig ist. Zu den Segmenten des Unternehmens gehören Exploration & Produktion, Gas & Strom sowie Raffination & Marketing in über 40 Ländern.

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

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



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

**Roche Holding AG** ist ein forschungsorientiertes Healthcare-Unternehmen mit Sitz in Basel (Schweiz). Das Unternehmen entwickelt, produziert und liefert Medikamente und diagnostische Instrumente und Tests. Es entwickelt Medikamente gegen diverse Krankheitsbereiche, darunter Onkologie, Immunologie, Infektionskrankheiten, Augenheilkunde und Neurowissenschaften.

**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 gro-

ßen 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

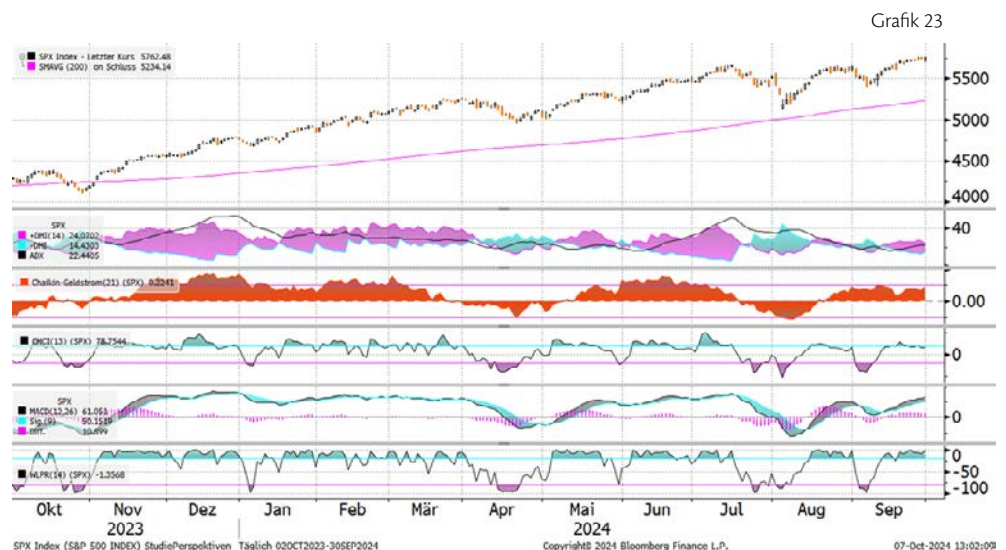
Grafik 22

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

### Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S&P500 Index konnte die Höchststände aus dem Juli knapp überschreiten. Der erste Supportbereich liegt bei ca. 5.500 Punkten, deutlich über der 200 Tage Line bei 5.234 Punkten. Der ADX-Indikator ist uneinheitlich und zeigt aber positive Signale. Der Geldstromindex zeigt seit Mitte August wieder stetige Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index hat sich aus dem überverkauften Bereich wieder leicht in den neutralen Bereich bewegt. Der MACD hat nach oben gedreht und ist positiv. Der William %R Oszillator ist im überkauften Bereich und ist negativ.

**Ergebnis: neutral/positiv**

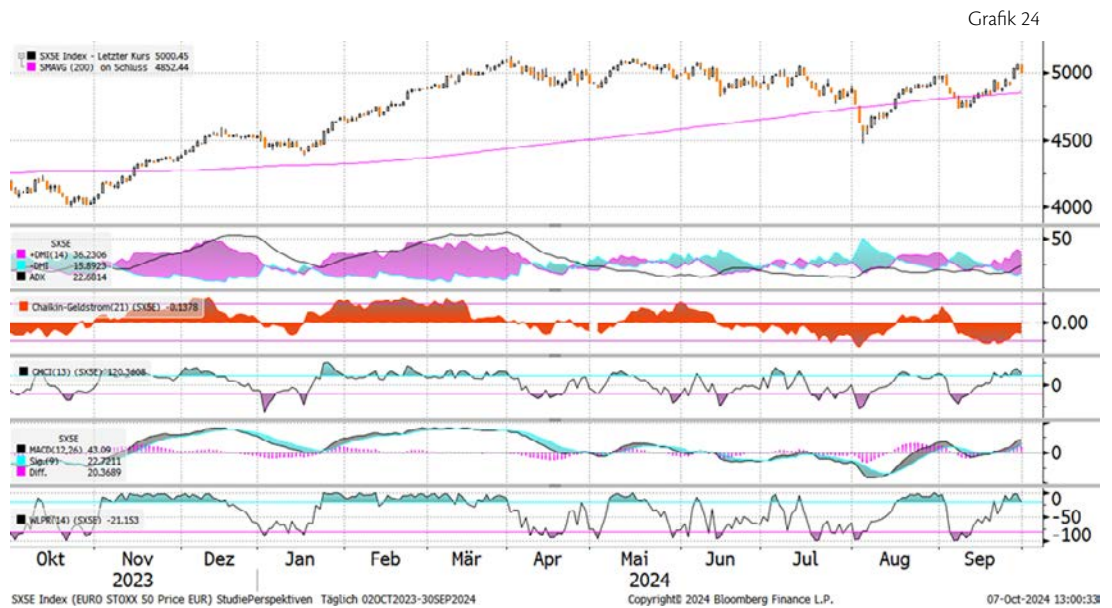


Grafik 23



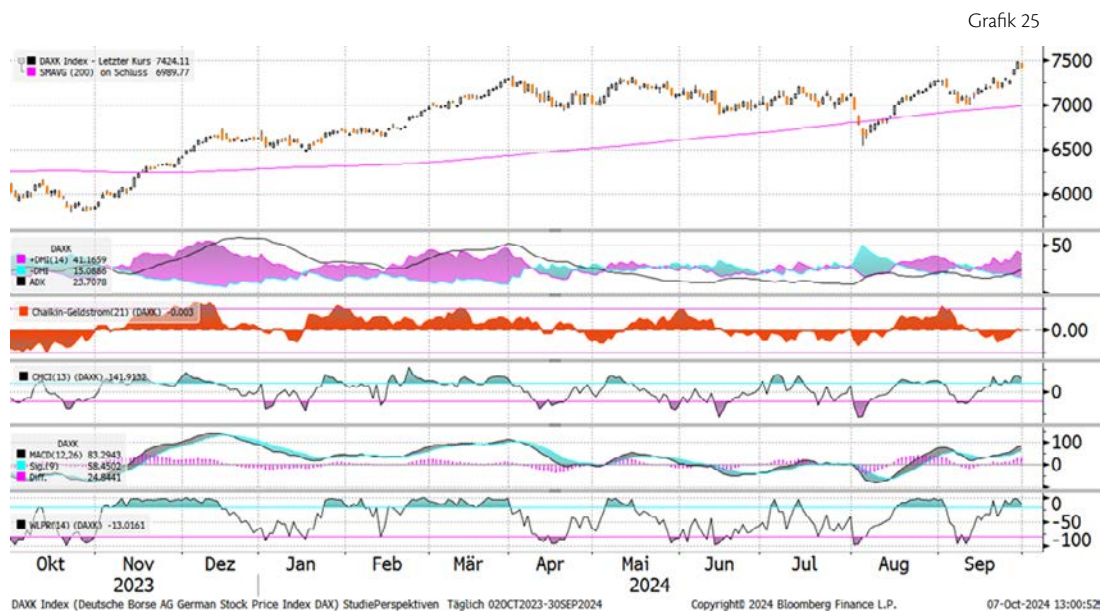
### EuroStoxx 50 - Kursindex

Der EuroStoxx50-Index konnte nach langen Versuchen die 5.000 Marke nachhaltig hinter sich lassen, schaffte aber keine neuen Jahreshochs. Der Supportbereich ist nun zwischen 5.000 Punkten und der 200 Tage Line bei 4.852. Der ADX-Indikator zeigt sich uneinheitlich, aber leicht positiv. Der Geldstromindex zeigt seit Anfang August Mittelabflüsse. Der Commodity-Channel-Index bewegt sich aus der überkauften Zone ist leicht negativ. Der MACD hat aus der neutralen Zone nach oben gedreht und ist positiv. Der William %R Oszillator ist leicht überkauft. **Ergebnis: neutral/negativ**



### DAX40 – Kursindex

Der DAX40-Kursindex konnte sein Doppeltop bei ca. 7.320 Punkten doch noch überschreiten. Diese Linie und die 200 Tage Linie bei 6.989 Punkten sind eine gute Unterstützung. Der ADX-Indikator zeigt sich weiter leicht positiv. Der Geldstromindex ist jetzt neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide leicht überkauft und drehen nach unten. Der MACD-Indikator ist noch positiv. **Ergebnis: neutral/positiv**

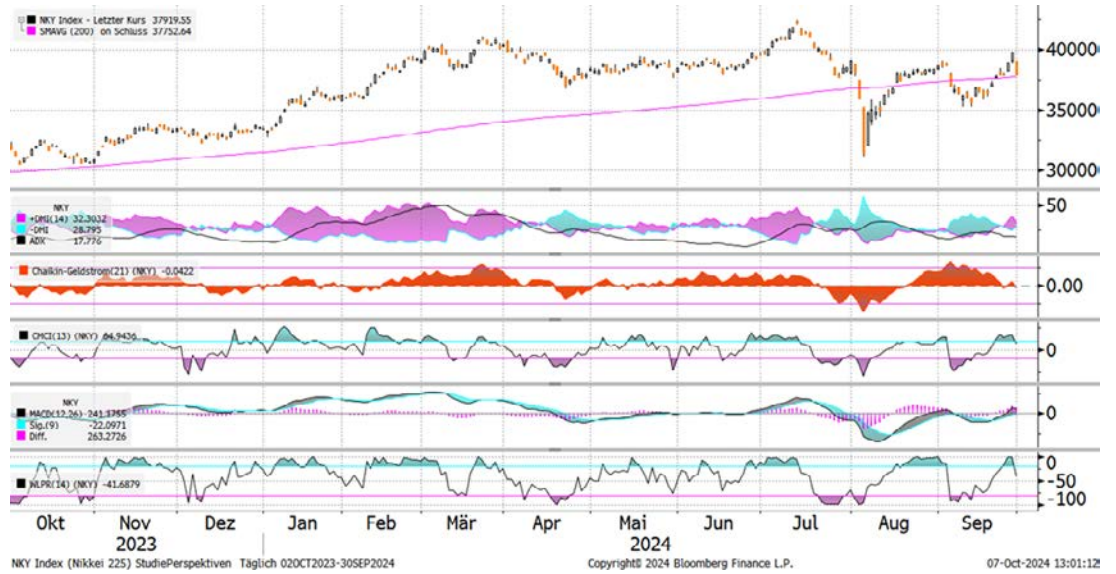




### Nikkei 225 - Kursindex

Der japanische Markt konnte im Juli neue Höchststände erreichen, bewegt sich aber seitdem extrem volatil seitwärts. Die 200 Tage Linie bei ca. 37.750 Punkten ist die nächste große Unterstützung. Der ADX-Indikator ist uneinheitlich und neutral. Der Money-Flow-Index zeigt seit Anfang September nachlassende Mittelzuflüsse. Der MACD könnte bald ein leichtes Kaufsignal geben, ist jetzt leicht positiv. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide leicht aus der überkauften Zone leicht in den neutralen Bereich zurückgekommen. **Ergebnis: neutral**

Grafik 26



### Hang Seng – Kursindex

Der chinesische Markt konnte die 20.000 Marke erreichen und zeigte danach einen steilen Aufwärtstrend. Die alten Höchststände aus dem Mai, der 18.000er Bereich und die 200 Tage Linie bei 17.230 Punkten sind deutlicher unmittelbarer Support. Der ADX-Indikator zeigt sich positiv. Der Money-Flow-Index zeigt seit Ende August durchgehend Nettokäufe. Der MACD ist weiter auf dem Weg steil nach oben und gibt ein positives Signal. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator geben allerdings beide schon negative Signale aus dem überkauften Bereich. **Ergebnis: positiv**

Grafik 27







# Vietnam: auf dem Weg zum erneuten Favoriten unter den Schwellenländern?

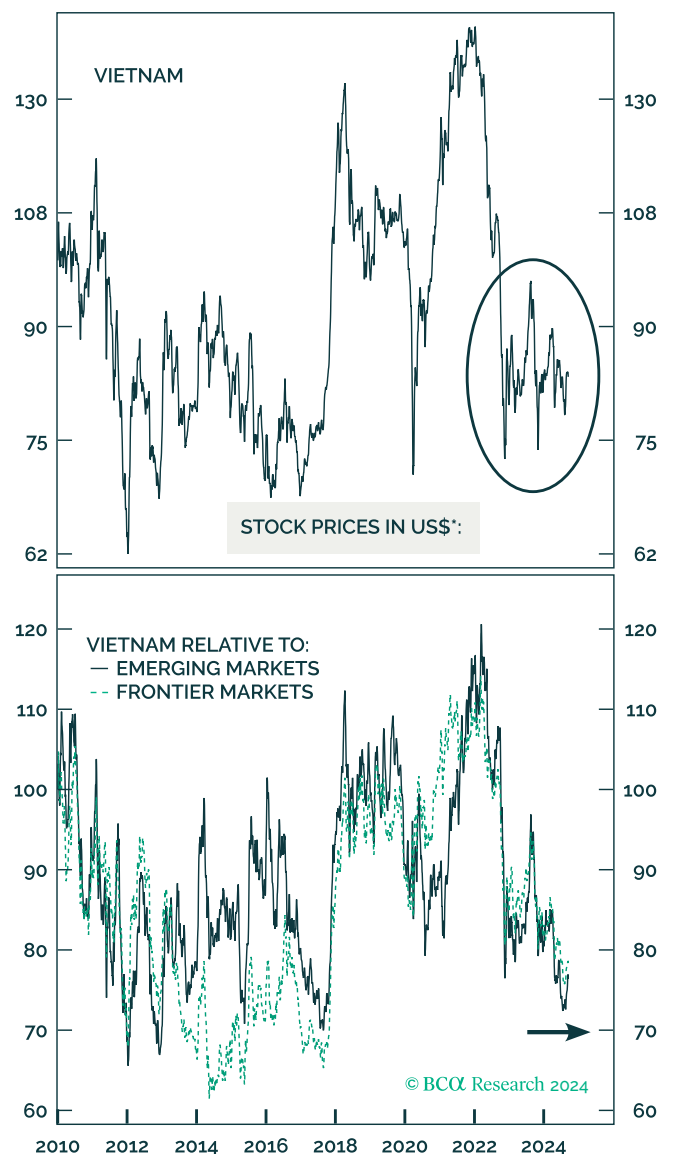
Wenn China schon derzeit im Fokus steht, ist es an der Zeit sich den kleinen Nachbarn Vietnam vorzunehmen. Die vietnamesischen Aktien haben seit dem Einbruch im Jahr 2022 keine neuen Höchststände mehr erreicht und sind weiterhin auf einem niedrigen Niveau geblieben, obwohl die Wirtschaft mit einer Rate von realen 7 % wächst.

Der Grund für die Entwicklung liegt in den pessimistischen Ausichten für den Immobiliensektor des Landes. Eine weitere Ursache ist eine Säuberungsaktion gegen die Korruption, die zu anhaltender politischer Unsicherheit führte. Die daraus resultierende negative Stimmung hat dazu geführt, dass die Immobilienaktien in der Nähe ihrer Tiefststände verharrten, auch wenn sich der übrige Aktienmarkt erholte. Der Immobiliensektor ist auch der Hauptgrund für die schlechte Performance der vietnamesischen Märkte im Vergleich zu ihren Emerging Market-Konkurrenten. Sieht man davon ab, haben die vietnamesischen Märkte seit Ende 2022 die Entwicklung ihrer Schwellenländerkollegen übertroffen. Dasselbe gilt auch für den Vergleich mit den globalen Industrienationen. Es könnte allerdings noch länger dauern, bis sich die Stimmung der Anleger im Immobiliensektor verbessert. Mittlerweile sind die weltweiten Exportaufträge des verarbeitenden Gewerbes wieder in den Bereich der Kontraktion zurückgefallen, was noch nie ein gutes Zeichen für den vietnamesischen Aktienmarkt war. Wir nehmen unsere Einschätzung an dieser Stelle vorweg: Wer längerfristig investiert, sollte Vietnam unter den Schwellenländern durchaus übergewichten, kurzfristig gibt es Gegenwind.

Die Stimmung der Anleger auf den vietnamesischen Märkten hatte sich seit 2022 deutlich verschlechtert, als das umfassende Vorgehen der Behörden gegen mutmaßliche Korruption im Immobiliensektor auf politische Kreise ausgeweitet wurde. Der Zeitschrift „The Economist“ zufolge mussten zwischen 2021 und 2023 schätzungsweise 60.000 Beamte zurücktreten. Sieben der 18 Politbüromitglieder erlitten in einem beispiellosen politischen Tauziehen das gleiche Schicksal. All dies hat Vietnams Bild politischer Stabilität untergraben. Auch die groß angelegte Anti-Betrugs-Kampagne hat die Entscheidungsfindung aus Angst vor Vergeltungsmaßnahmen verzögert.

**Vietnams Aktienkurse (US-\$) und Performance relativ zu anderen Emerging Markets bzw. Frontier Markets**

Grafik 28



NOTE: ALL SERIES ARE SHOWN REBASED TO JAN 1 2010 = 100  
SOURCE: MSCI Inc. (SEE COPYRIGHT DECLARATION) Quelle: EMS



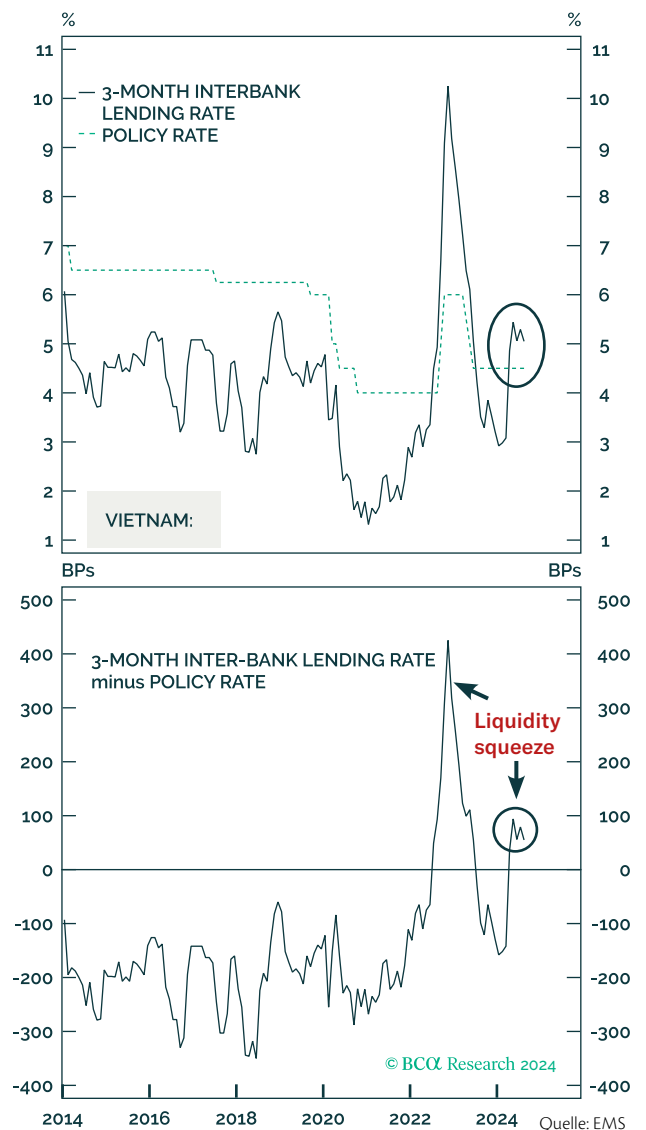
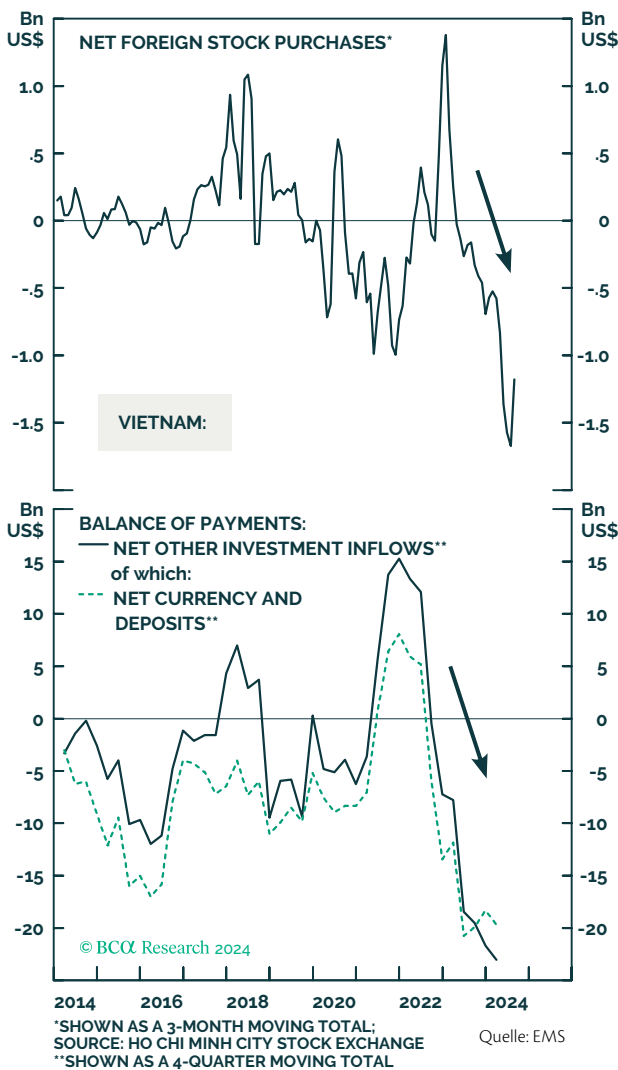
Politische und regulatorische Unsicherheit hat die Kapitalabflüsse aus Vietnam verstärkt. Die Nettokapitalabflüsse sind fulminant angestiegen. Auch die Kapitalabflüsse im Bankensektor waren sehr ausgeprägt. Die Daten deuten darauf hin, dass sowohl Einheimische als auch Ausländer ihr Geld ins Ausland transferieren. Keiner dieser Faktoren ist gut für die inländische Liquidität. Wenn Kapital das Land verlässt, ist die lokale Zentralbank normalerweise gezwungen, ihre Devisenreserven zu verkaufen und lokale Währung zu kaufen, was die inländische Liquidität verringert. Tatsächlich sind die Interbankenzinsen seit Jahresbeginn um beachtliche 2 % gestiegen, obwohl die Leitzinsen unverändert blieben. Dies ist ein Zeichen, das auf eine echte Liquiditätsklemme im Bankensystem hindeutet.

Höhere Zinssätze bedeuten, dass das Kreditwachstum wahrscheinlich bald seinen Höhepunkt erreichen wird. Es ist unwahrscheinlich, dass die vietnamesische Zentralbank der Wirtschaft in absehbarer Zeit durch eine Senkung der Leitzinsen helfen wird. Der Grund hierfür liegt darin, dass die Kerninflation des Landes erneut gestiegen ist – sie ist im vergangenen Jahr von 2 % auf 4,4 % gesprungen – und hat sich damit den regionalen und globalen Trends widersetzt. Ein Grund für das Wiederaufflammen der Inflation ist die steigende Kaufkraft von Haushalten und Unternehmen aufgrund des starken Wirtschaftswachstums, das durch robuste Exporte und ausländische Direktinvestitionen unterstützt wird.

Die frühzeitigen Zinssenkungen der Zentralbank im letzten Jahr hatten das Kreditwachstum ebenfalls angekurbelt und stützten die Inlandsnachfrage. Die Gehälter der öffentlichen Angestellten wur-

**Zahlungsbilanz im Minus und restriktive Geldpolitik – nicht gut für Aktien**

Grafik 29





den kürzlich um 30 % erhöht, was über Lohn-Preis-Runden die Inflation noch erhöhen dürfte. Alles in allem sind die kurzfristigen Makrodynamiken nicht förderlich für Aktienkurse in Vietnam.

Vietnamesische Aktien entwickelten sich nie gut, wenn die weltweiten Exporte schwach waren. So ist Unterkomponente der Exportauftragseingänge des globalen Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe wieder in den Kontraktionsbereich zurückgefallen. Dieser in die Zukunft weisende Indikator hat die Entwicklung des vietnamesischen Aktienmarktes im Laufe der Jahre gut erklärt und lässt keine Erholung erwarten. Die globalen Handelszyklen sind für die vietnamesischen Aktienkurse von entscheidender Bedeutung, da das Land immer stärker auf Exporte von Industrieerzeugnissen angewiesen ist. Vietnam ist eine der wenigen Entwicklungsländer, in denen der Anteil der Industrie in den letzten zwanzig Jahren stetig gestiegen ist: von 14 % des BIP auf derzeit 24 %.

Möglich wurde dies durch starke und nachhaltige Produktivitätszuwächse, die es dem Land ermöglichten, einen immer größeren Anteil am globalen Warenhandel zu erobern. Vietnams globaler Exportmarktanteil hat sich in den letzten zwanzig Jahren mengenmäßig vervierfacht. Wertmäßig ist er in diesem Zeitraum um das

Sechsfache gestiegen. Die Kehrseite dieser herausragenden Leistung besteht darin, dass die Wirtschaft und ihre Aktienentwicklung stärker vom Auf und Ab des globalen Handels abhängig geworden sind.

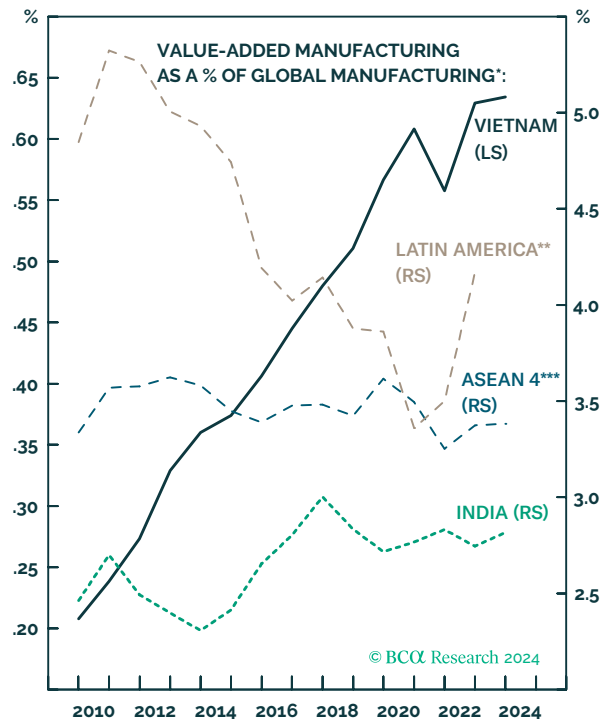
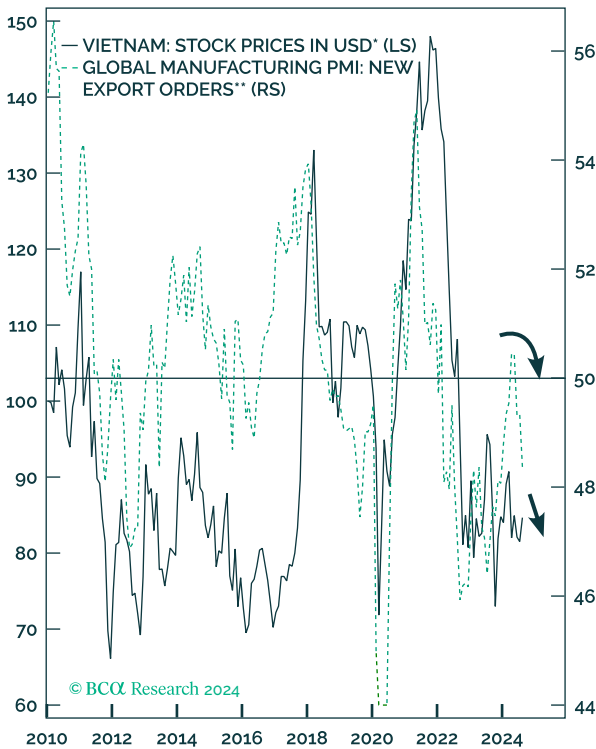
### Robuste Fundamentaldaten auf lange Sicht

Trotz der vorsichtigen kurzfristigen Prognose sind wir optimistisch, was die Wirtschaft und damit auch das längerfristige Potenzial dieser Börse betrifft. Vietnam hat stark von den Plänen globaler Unternehmen zur Diversifizierung ihrer Lieferketten profitiert. Die genehmigten ausländischen Direktinvestitionen sind in den letzten zwei Jahren stark angestiegen, auch im verarbeitenden Gewerbe. Die Zahl der neu genehmigten Fabriken parallel dazu gestiegen. Daher dürften die tatsächlichen Zuflüsse ausländischer Direktinvestitionen weiter steigen.

Insbesondere China war eine der Hauptquellen der kürzlich genehmigten ausländischen Direktinvestitionen. Dies lässt die Annahme zu, dass chinesische Unternehmen ihre Standorte ebenfalls nach Vietnam verlagern, um möglichen Sanktionen zu entgehen. Dieser Schritt ist für die vietnamesische Wirtschaft äußerst vorteilhaft, da er die Exporte des Landes ankurbeln wird. Er wird auch neue Technologien und anderes Know-how einbringen und so die Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft weiter stärken.

Als Werkbank der Welt hängt Vietnams Industrie am Export

Grafik 30



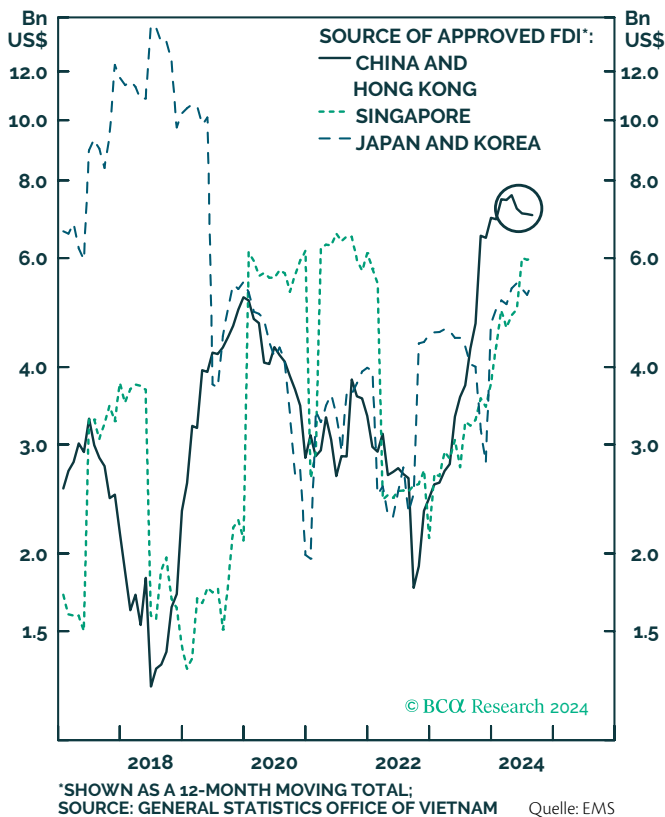
\*SHOWN REBASED TO JAN 1 2010= 100;  
 SOURCE: MSCI Inc. (SEE COPYRIGHT DECLARATION)  
 \*\*SHOWN TRUNCATED AT 44;  
 SOURCE: S&P GLOBAL / MARKIT ECONOMICS LTD.      Quelle: EMS

\*SOURCE: WORLD BANK  
 \*\*INCLUDES MEXICO, BRAZIL, PERU, CHILE, COLOMBIA  
 \*\*\*INCLUDES MALAYSIA, PHILIPPINES, THAILAND, INDONESIA  
 © BCG Research 2024  
 Quelle: EMS



### Die Nachbarschaft glänzt mit Direktinvestitionen in Vietnam

Grafik 31



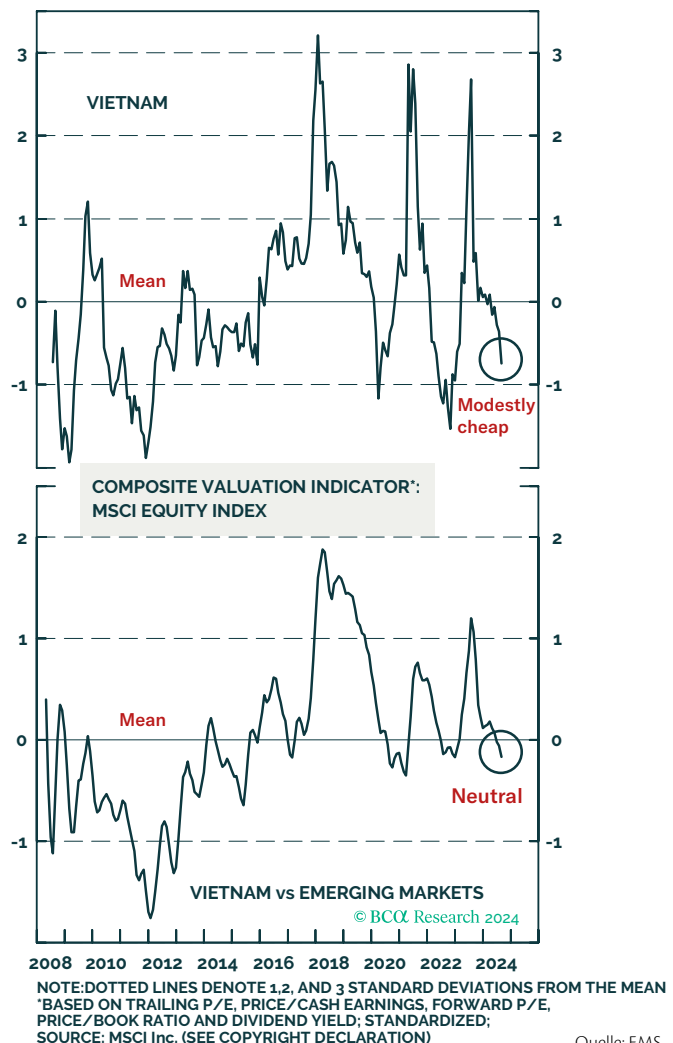
Abgesehen von den ausländischen Direktinvestitionen bleibt auch Vietnams Gesamtinvestitionsvolumen mit 33 % des BIP stark. Dies wird dazu beitragen, die Produktivitätszuwächse zu verstärken. So wird das Land weiterhin einen höheren globalen Marktanteil sowohl in der Fertigung als auch im Export erringen. Tatsächlich lässt sich dies bereits aus den Daten ableiten. Während die weltweiten Exporte zurückgingen, stiegen die vietnamesischen Exporte um 14 % – stärker als die chinesischen und die ASEAN-Exporte. Das Land ist auch gut aufgestellt, um in Zukunft von seinem wettbewerbsfähigen Fertigungssektor zu profitieren. In den letzten Jahren hat das Land eine Reihe von Freihandelsabkommen mit vielen Ländern und Wirtschaftsblöcken geschlossen. Durch diese Verträge wurden Handelszölle für Hunderte von Artikeln abgeschafft. Sobald die Nachfrage nach Gütern aus den Industrieländern wieder anzieht, wird Vietnam von dem darauffolgenden Aufschwung im verarbeitenden Gewerbe stark profitieren. Auch der Aktienmarkt des Landes wird davon profitieren. In der Zwischenzeit versuchen die Behörden, die Probleme im Immobiliensektor zu beheben. Letzten Monat trat ein neues Landgesetz in Kraft. Es bietet einen rechtlichen Rahmen für die Rodung und Umwandlung von Grundstücken, die Bewertung, Projektgenehmigung, Infrastrukturentwicklung und Rechte ausländischer Bauträger, um nur einige zu nennen. Viele davon waren zuvor eine

rechtliche Grauzone. Mittlerweile haben das Transaktionsvolumen und die Immobilienpreise wieder zugenommen – ein Anzeichen dafür, dass eine allmähliche Erholung im Gange ist.

Vietnamesische Aktien sind auf Basis des MSCI-Länderindex Vietnam derzeit billiger als im langfristigen Durchschnitt. Das gilt vor allem in einer absoluten Betrachtung. Gegenüber anderen Schwellenländern ist das weitaus weniger ausgeprägt. Wer investiert, darf die Rechnung nicht ohne die Währung (Dong) machen. Vietnams Exporte profitieren zwar eindeutig von einer Schwächung des Dong gegenüber dem Yuan. Daher wird die SBV wahrscheinlich eine leichte Abwertung des Dong zulassen, wenn die Exporte des Landes in den kommenden Monaten nachlassen. Da China seine Währung gegenüber dem US-Dollar voraussichtlich ebenfalls schwach halten wird, besteht für die vietnamesische Zentralbank ein noch größerer Anreiz, dies auch zu tun.

### Zu teuer sind vietnamesische Aktien sicher nicht.

Grafik 32





# Rohstoffe: Was wird aus dem Ölpreis?

Die Ölpreise erlebten in den letzten Wochen ein Auf und Ab. Eskalierende geopolitische Spannungen, Unsicherheit über die Lieferaussichten der OPEC+<sup>9</sup> und wirtschaftspolitische Entwicklungen in großen Volkswirtschaften haben alle zum jüngsten Anstieg der Volatilität beigetragen.

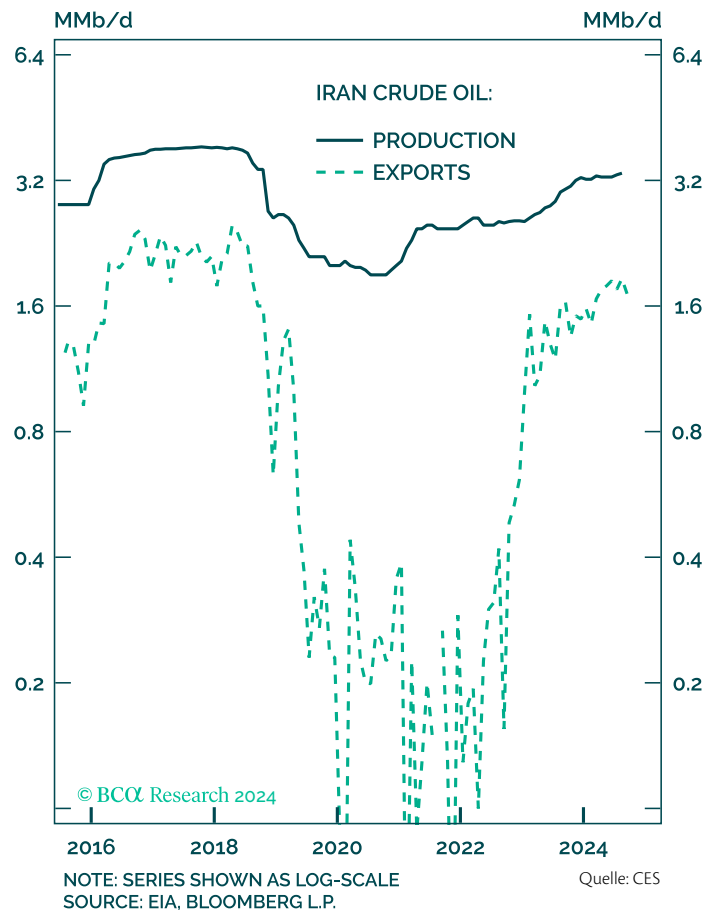
Der jüngste Preisanstieg deutet darauf hin, dass die Anleger gegenüber geopolitischen Risiken zu gleichgültig gewesen sind. Jetzt werden sich die Marktteilnehmer der erhöhten Gefahr eines geopolitisch bedingten Angebotsschocks bewusst. Es herrscht große Versorgungsunsicherheit. Die jüngsten Entwicklungen zeigen, dass auf den Ölmärkten gleichermaßen rückläufige und steigende Versorgungsrisiken bestehen. Die wilde Entwicklung des Ölpreises in den letzten zwei Wochen unterstreicht diese Dynamik. Auslöser für den letzten Preisanstieg ist einerseits die Möglichkeit, dass die Ölinfrastruktur angesichts der eskalierenden militärischen Spannungen im Nahen Osten ins Visier genommen wird. Andererseits waren Befürchtungen, dass die OPEC+ die Märkte überraschen wird, indem sie einen Teil ihrer stillgelegten Förderkapazitäten freisetzt, der Auslöser für den Ausverkauf der Vorwoche.

## Im Speziellen kristallisieren sich zwei Punkte heraus:

Angriffe im Nahen Osten drohen aktuell die Ölversorgung zu unterbrechen. Zum einen erwägt das israelische Militär Berichten zufolge eine Vergeltung für den iranischen Raketenhagel, indem es iranische Ölinfrastruktur angreift. Was auch immer es wert ist, Präsident Biden scheint ihnen seinen Segen gegeben zu haben. Der Konflikt verschärft sich in einer Region, die etwas mehr als ein Drittel der weltweiten Rohölproduktion produziert. Ein Ausfall der Ölinfrastruktur im Iran oder anderswo könnten ins Visier genommen werden. Ein Angriff auf die Ölinfrastruktur würde einen Preisanstieg auslösen. Die Dauer dieses Anstiegs wird jedoch letztendlich davon abhängen, ob er nachhaltige Auswirkungen auf das Gleichgewicht zwischen Ölangebot und -nachfrage hat. Daher kommt es für die Ölmärkte über einen kurzfristigen Preisanstieg hinaus darauf an, ob es Spielraum für Produzenten anderswo gibt, etwaige Angebotsausfälle auszugleichen.

Irans Ölförderung im Feuer.

Grafik 32



Daraus ergibt sich der zweite Punkt. Das Angebotspotenzial der OPEC+ zeigte zuletzt weiter nach oben. Da die anhaltenden Produktionskürzungen die Preise nicht ankurbeln, verlieren wichtige OPEC+-Mitglieder die Geduld und brennen darauf, einen Teil der stillgelegten Produktion wieder aufzunehmen. Saudi-Arabien droht einen Preiskampf auszulösen, wenn die Abweichler in der Gruppe die vereinbarten Produktionsquoten nicht vollständig einhalten. Die Berichte, dass Saudi-Arabien sein inoffizielles Ölpreisziel von 100 US-Dollar pro Barrel aufgegeben hat, kann man signalisieren nichts

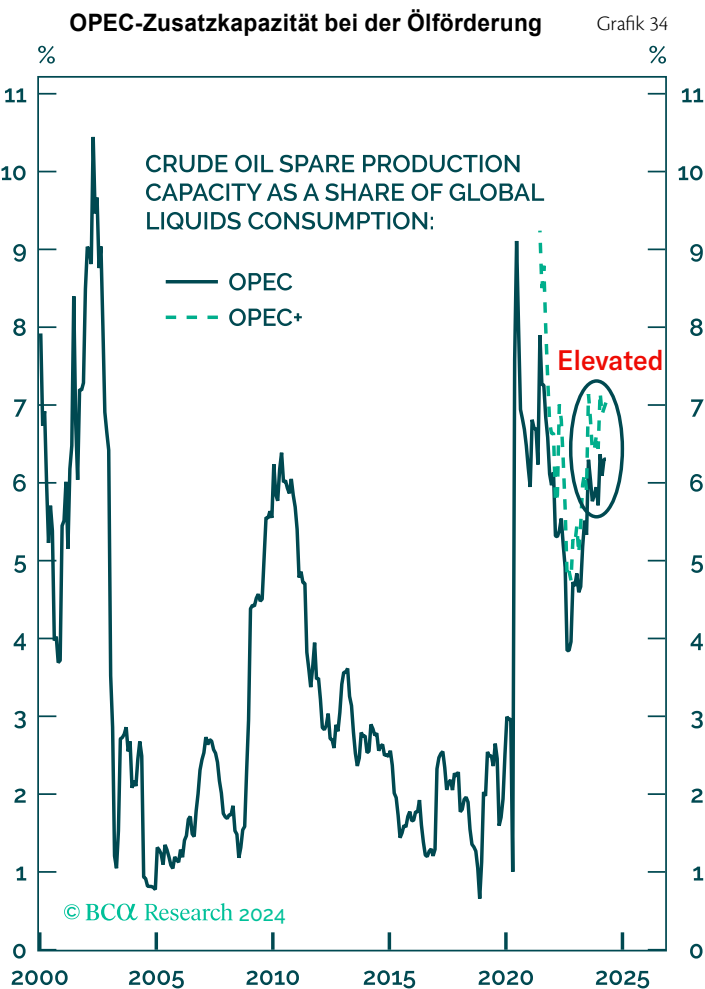
<sup>9</sup> Derzeit gehören der Organisation OPEC+ 13 OPEC-Mitglieder (regional geordnet) an: Irak, Iran, Kuwait, Saudi-Arabien, Vereinigte Arabische Emirate (VAE) - Algerien, Libyen, Angola, Äquatorialguinea, Gabun, Nigeria, Republik Kongo (nicht DRC!) - Venezuela. Hinzu kommen 10 Kooperationspartner: Mexiko (Nordamerika), Sudan, Südsudan (Afrika), Bahrain, Oman (Naher Osten), Russland, Kasachstan, Aserbaidschan (Eurasien) und Malaysia, Brunei (Südostasien).



anders als das Scheitern des Versuchs der Koalition, die Preise auf ihren fiskalischen Breakeven anzuheben. Die Entscheidung deutet auf einen Wandel in der Strategie der OPEC+-Führung hin, von der Festlegung eines Preisniveaus hin zur Festlegung einer Preisuntergrenze. Es ist immer noch möglich, dass OPEC+ ein weiteres Mal zögert, die Produktionssteigerung um 2,2 Mio. Barrel pro Tag, die derzeit für Dezember geplant ist, zu vollziehen. Allerdings ist die Wahrscheinlichkeit gering, dass das Land einer Kürzung der Produktion gegenüber dem derzeitigen Niveau zustimmt.

Eine Steigerung der OPEC+-Produktion könnte die Auswirkungen eines Angebotsschocks bis zu einem gewissen Grad mildern. Die iranischen Rohölexporte beliefen sich in diesem Jahr bislang auf

durchschnittlich 1,7 Mio. Barrel pro Tag. Dies wird durch die 5,8 Mio. Barrel pro Tag der OPEC+-Produktion, die derzeit den Ölmärkten vorenthalten wird, in den Schatten gestellt. Da die OPEC+-Produzenten bereits darauf bedacht sind, einen Teil ihrer verlorenen Marktanteile zurückzugewinnen, werden sie ihre Produktion wahrscheinlich schnell erhöhen, um etwaige Angebotsdefizite auszugleichen. Doch wenn die Abfolge militärischer Angriffe weitergeht, könnte der Iran beschließen, mit einem Angriff auf andere Ölanlagen in der Region zu reagieren. Die Ölversorgungslage würde sich außerordentlich verschärfen, wenn die Straße von Hormus, durch die 21 % des weltweiten Verbrauchs an Erdölflüssigkeiten fließen, blockiert würde. In diesem Szenario würde die OPEC+-Kapazität (sowohl genutzt als auch ungenutzt) als nutzlos angesehen. Das sind 3,5 Mio. Barrel pro Tag an ungenutzter Pipelinekapazität, die für Öl aus dem Persischen Golf verfügbar ist.

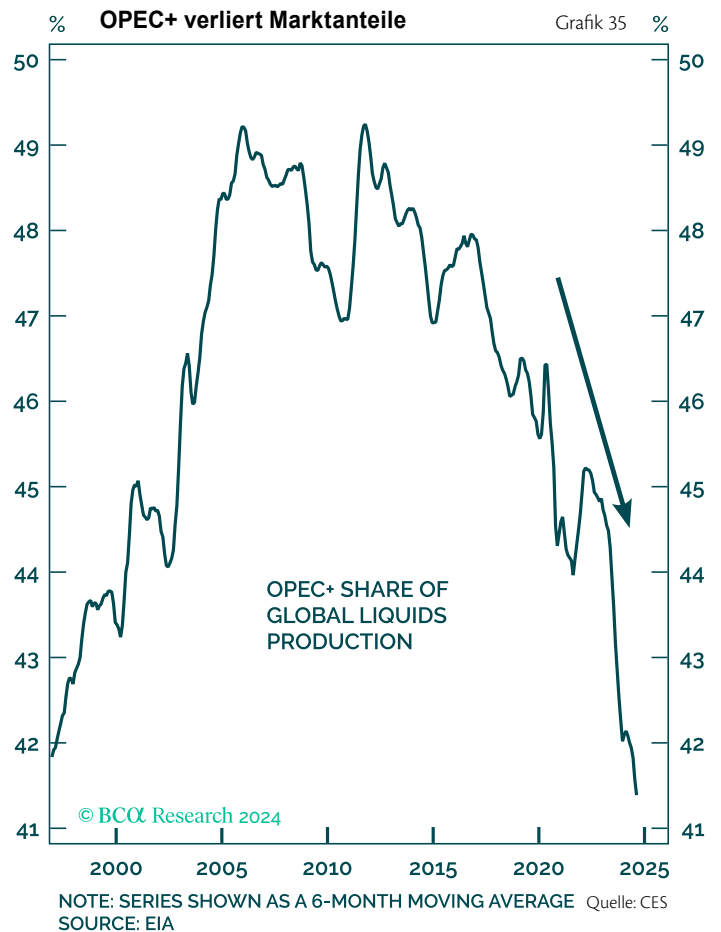


NOTE: OPEC+ DATA AVAILABLE ONLY STARTING MID-2021  
 \*SPARE PRODUCTION CAPACITY CALCULATED AS SUSTAINABLE PRODUCTION CAPACITY MINUS CRUDE OUTPUT.  
 SOURCE: EIA, OPEC, BLOOMBERG FINANCE L.P., BCA RESEARCH  
 Quelle: CES

Auch ohne einen Angebotsschock könnte die OPEC+ einige ihrer Produktionskürzungen rückgängig machen. Produktionskürzungen konnten die Ölpreise nicht ankurbeln. Stattdessen haben die OPEC+-Produzenten dabei erhebliche Marktanteile verloren. Inzwischen haben sich Nicht-OPEC+-Produzenten als Hauptnutznießer der Produktionsdisziplin der Koalition herausgestellt. Der Anstieg der Produktion bei diesen Trittbrettfahrern um 1,6 Mio. Barrel pro Tag im Jahresvergleich hat die Auswirkungen des Rückgangs der OPEC+-Lieferungen um 1,7 Mio. Barrel pro Tag im Jahresvergleich fast vollständig ausgeglichen. Die Drohung Saudi-Arabiens, die Preise auf 50 US-Dollar zu drücken, wenn Abweichler die vereinbarten Produktionsquoten nicht einhalten, deutet letztlich darauf hin, dass die Beziehungen innerhalb der Koalition angespannt sind. Es ist hervorzuheben, dass selbst wenn die OPEC+ die derzeitigen Produktionskürzungen beibehält, das Gleichgewicht auf dem Ölmarkt im nächsten Jahr wahrscheinlich immer noch einen Überschuss aufweisen wird, da die Nachfrage nachlässt.



Die einzigen bullischen Angebotsszenarien sind, wenn (1) die OPEC+ als Reaktion auf eine Versorgungsunterbrechung die Produktion nicht erhöht und (2) das Ausmaß des Angebotsschocks so gewaltig ist, dass er die Kapazitätsreserven in den Schatten stellt. Wir messen diesen beiden letztgenannten preisoptimistischen Angebotsszenarien eine geringere Wahrscheinlichkeit zu als den anderen oben diskutierten Szenarien. Daher glauben wir, dass die angebotsseitige Dynamik in den kommenden Monaten zwar immer noch zu einem deutlichen Anstieg der Rohölpreise führen könnte, über einen zyklischen Zeithorizont hinaus jedoch nicht zu einer nachhaltigen Ölpreiserhöhung führen wird.



## Disclaimer

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

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

- Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkaufs- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die ICM InvestmentBank AG Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die ICM InvestmentBank AG sämtliche Daten auf der verlinkten Seite

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

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

## HyperLinks:

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



Titelbild: Aoshin/Shutterstock.com

**Hauptniederlassung Berlin**

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

**Niederlassung Dresden**

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

**Niederlassung Düsseldorf**

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

**Niederlassung Nürnberg**

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

**E-Mail: [info@i-c-m.de](mailto:info@i-c-m.de)**

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

Herausgeber:  
ICM InvestmentBank AG  
Erscheinungsdatum:  
10.10.2024

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.