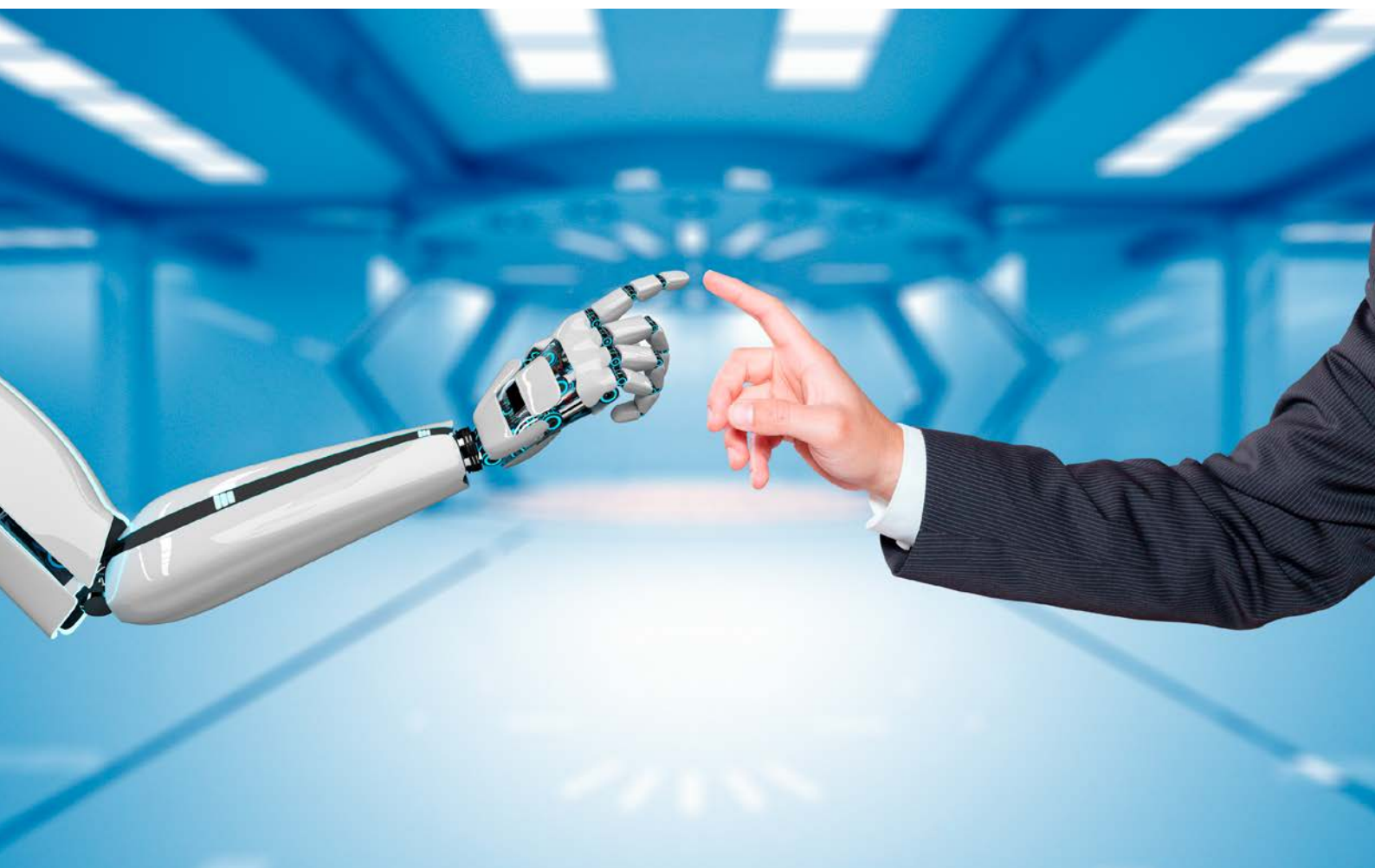


PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 05-06/2023





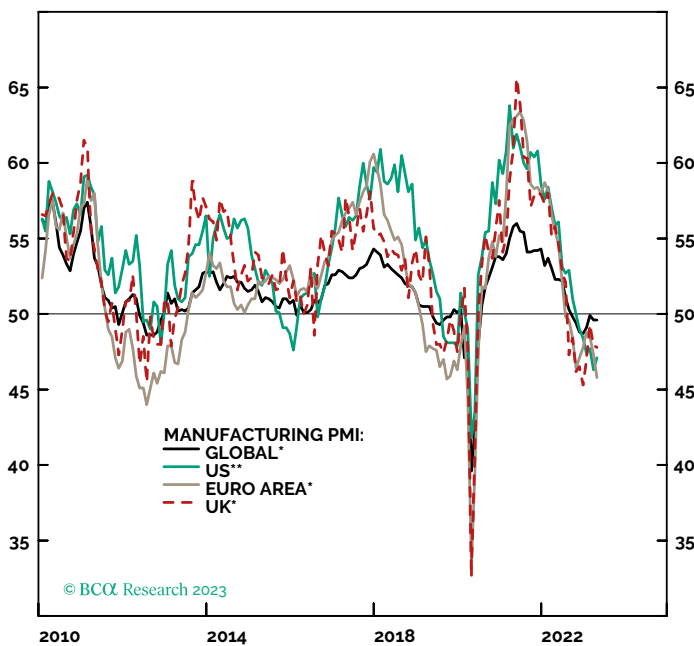
Sehr geehrte Leser (-in),

wer meinte, dass die Krise um einige Regionalbanken in den USA im März nur für eine Eintagsfliege in der Berichterstattung taugte, sieht heute noch andere Namen unter Druck, so beispielsweise die diesseits des Atlantiks völlig unbekannte PacWest, deren

Aktien seit Jahresanfang rund 80 Prozent verloren haben. Es geht um die Sicherheit von Einlagen über der staatlichen Absicherung von 250.000 US-\$. Die Häuser, die große Volumina an unversicherten Einlagen halten und gleichzeitig mit Buchverlusten

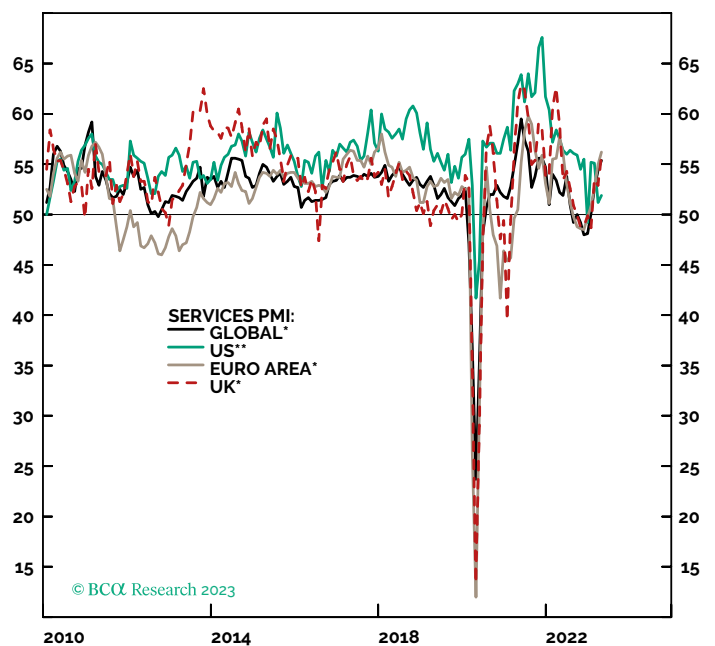
auf ihre Anleihenportfolien kämpfen, verlieren mit den Einlagen ihre Basis. Bereits im ersten Quartal waren es bei der PacWest 5,7 Mrd. USD oder 16,9 Prozent. Die Tendenz dabei ist klar: die systemrelevanten Banken können dieses Mal ihre Größe als

PMIs weiterhin zweigeteilt



* SOURCE: S&P GLOBAL / MARKIT ECONOMICS LTD.
 ** SOURCE: INSTITUTE FOR SUPPLY MANAGEMENT.

Grafik 1



* SOURCE: S&P GLOBAL / MARKIT ECONOMICS LTD.
 ** SOURCE: INSTITUTE FOR SUPPLY MANAGEMENT.

Disclaimer

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

- notwendigerweise mit denen dritter Parteien überein. Die ICM InvestmentBank AG hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend gibt die ICM InvestmentBank AG keine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Alle verwendeten und zitierten Quellen können auf Anfrage gerne zur Verfügung gestellt werden.
- Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investimentanalysen 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), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Galilei Global Bond Opportunities UI (A3DD93), des Cybersecurity Leaders UI (A3D058, A3D059) und des Bronzin Premium Income Fonds (A14XNT). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: keine

HyperLinks:

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



Knockout-Kriterium in den Ring werfen, während die kleinen verlieren. Im laufenden Quartal wird diese Entwicklung jedenfalls nicht aufhören. Aber weder im Auge des Sturms, den USA, noch anderswo auf der Welt war die allgemein pessimistische Erwartungshaltung der Investoren stark genug, um die Aktienmärkte auszubremsen. Im Mai sahen wir unter anderem neue Jahreshöchststände im Dax40, im Nasdaq100 und in Japan. Dort schaffte es der breite Aktienindex TOPIX sogar, da Hoch aus dem August 1990 zu überwinden.

Offensichtlich setzten bislang mehr Investoren darauf, dass der Rückgang in den Unternehmensgewinnen für das erste Quartal weniger dramatisch ausfallen würde als erwartet und hatten damit rechtbehalten. Unterstützt wurde die Aufwärtsdynamik zuvorderst von fallenden Inflationsraten - dort vor allem aufgrund des Rückgangs in den Preisen von Energie. Und diese positive Entwicklung sollte noch nicht an ihrem Ende stehen. So ist die Inflationsrate für die Vereinigten Staaten zuletzt wieder unter die 5%-Marke gefallen. Die Einkaufsmanager-Indices für Industrie und für Dienstleistungen geben hingegen nach wie vor weltweit kein einheitliches Bild. Während es bei den Dienstleistungen immer noch nach Expansion aussieht, sind diejenigen für die Produktion allesamt mehr oder weniger im kontraktiven Bereich. Und bereits jetzt auf einen neuen Zinssenkungszyklus der Notenbanken zu setzen, erscheint aber verfrüht.

So bleibt ein schmaler Pfad für ein optimistisches Szenario, das von sinkender Inflation bei gleichzeitiger Vermeidung einer Rezession ausgeht und durch die aktuellen Infla-

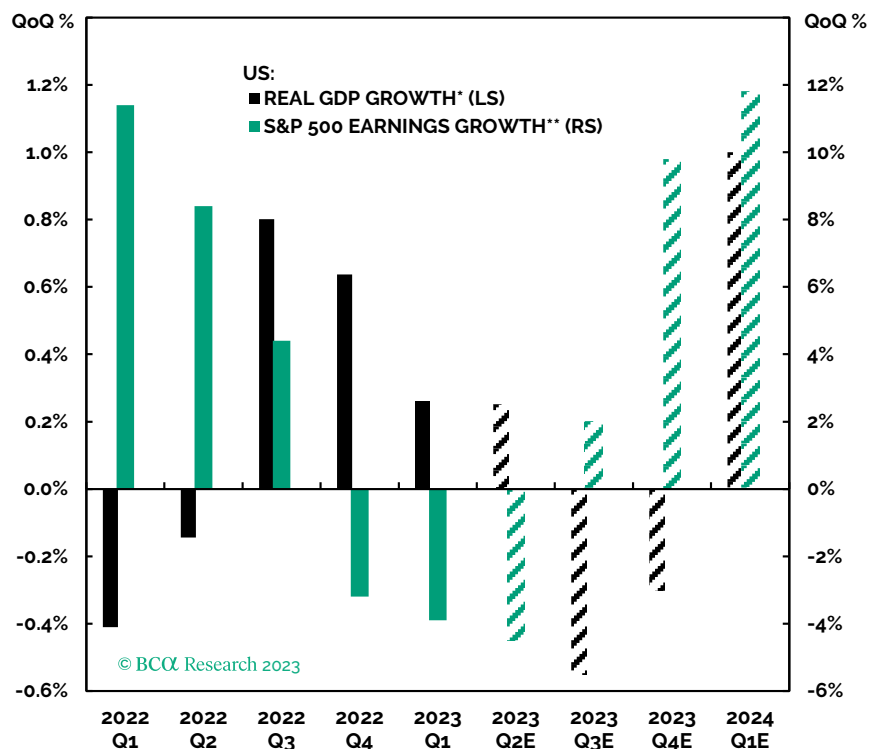
tionsdaten, einen soliden Konsum und einen weiter stabilen Arbeitsmarkt gestützt wird. Auf der anderen Seite befindet sich die negativ eingestellte Mehrheit der Ökonomen und Analysten, die vor den erst noch bevorstehenden Auswirkungen des aggressivsten Zinserhöhungszyklus seit den Achtzigerjahren warnen. In der Tat reduziert sich in den Industrieländern seit einiger Zeit das Wachstum der Geldmenge M2. Und in fast allen Szenarien steht der Aktienmarkt im Risiko, die Gewinne seit Jahresanfang wieder abgeben zu müssen. Das dürfte sich spätestens mit der Quartalsgewinn-Berichterstattung über das zweite Quartal konkre-

tisieren, für das heute ein Minus zum Vorjahr am Beispiel des S+P 500 von rund 5 Prozent erwartet wird. Für Optimisten besteht aber auch die Möglichkeit, dass die Anleger über diese „Gletscherspalte“ hinwegsehen, denn ab dann soll es mit den Unternehmensgewinnen bis ins nächste Jahr wieder aufwärts gehen.

Herzliche Grüße,

US-BIP schrumpft, US-Gewinne steigen

Grafik 2



* SOURCE: US BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS; FORECASTED DATA FROM BLOOMBERG FINANCE L.P.
 ** SOURCE: REFINITIV IBES.
 NOTE: BARS WITH DASHED FILLING DENOTE CONSENSUS FORECAST QUARTERLY GROWTH.



(Gewinn-) Rezession ?

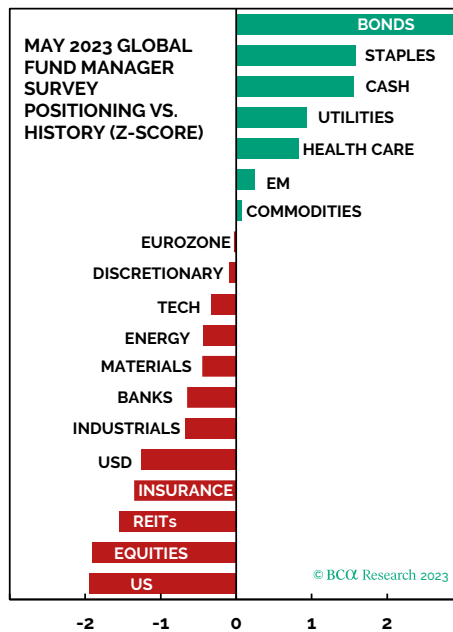
In unserer letzten Ausgabe der Perspektiven gab es ein mit Abstrichen wieder besseres Bild für die Aktienmärkte. Demgegenüber stand die gängige Meinung, dass Aktien in den ersten sechs Monaten des Jahres 2023 in Erwartung einer US-Rezession fallen und sich dann in der zweiten Jahreshälfte erholen würden, sobald die ersten grünen Triebe in der Konjunktur auftauchen. Wir gehen noch immer davon aus, dass genau das Gegenteil eintreten kann: Die Aktien werden im ersten Halbjahr 2023 steigen, da die Hoffnungen auf eine sanfte Landung der Weltkonjunktur zunehmen. Derzeit ist der Weg des geringsten Widerstands für Aktien nach oben, obwohl der Anstieg der Bewertungen seit Jahresbeginn gerade im Mai schon viel vorweggenommen hat. Dabei ist das Risiko einer – wenn auch verspäteten – Rezession keineswegs zu verneinen.

Es gibt sieben Gründe, warum Aktien bislang so widerstandsfähig waren:

1. Die Positionierung bleibt weiterhin pessimistisch. Zu Beginn dieses Jahres waren die meisten Aktienanleger auf eine weitere Abwärtsbewegung eingestellt. Dies ist auch heute noch der Fall, was darauf hindeutet, dass Aktien weiterhin die sprichwörtliche „Mauer der Sorge“ erklimmen können. Laut der BoA-Fondsmanagerumfrage waren die Fondsmanager im Mai bei Aktien um fast zwei Standardabweichungen untergewichtet. Die Stimmung an den Aktienmärkten hat sich seit Jahresbeginn zwar verbessert, ist aber im historischen Vergleich nach wie vor recht pessimistisch. Im Allgemeinen gilt, dass die zukünftigen Aktiengewinne am höchsten sind, wenn die Stimmung pessimistisch ist, sich aber verbessert, und am niedrigsten, wenn die Stimmung positiv ist, sich aber verschlechtert.

Fondsmanager defensiv positioniert

Grafik 3



2. Die Auswirkungen der Bankenanspannungen auf die Wirtschaft scheinen sich bisher in Grenzen zu halten. Eine offene Frage im März war, ob der Zusammenbruch mehrerer Banken, beginnend mit der SVB, eine Vorahnung auf die langsam aufflammenden Finanzprobleme der Savings and Loan Crisis war, die Mitte der 1980er Jahre begann, aber erst 1990 in einer Rezession gipfelte, oder des schnell sich ausbreitenden Problems zu Zeiten der großen Finanzkrise 2008/2009. Plausibler war u.E. das erstgenannte Szenario, was darauf hindeutet, dass die weit verbreitete Erwartung einer Rezession in diesem Jahr sich als verfrüht erweisen würde. Paradoxerweise würde die Krise eher zu höheren Aktienbewertungen führen. Das liegt daran, dass die Fed ein langsames Wachstum wünscht, und ein solches, das sich aus einer konservativeren Kreditvergabe der Banken speist, den Aktien eher zu gute käme als ein langsames Wachstum

als Resultat aus viel höheren Zinssätzen. Diese würden zu einem höheren Diskontierungssatz und damit zu einem niedrigeren Barwert von Aktien führen.

3. Die Daten zum US-Wohnungsbau haben sich am Rande verbessert. Ein wesentlicher Unterschied zwischen der Savings and Loan-Krise und der GFC besteht darin, dass sich der Wohnimmobilienmarkt während der ersten Krise viel besser gehalten hat. Der Wohnungsbau ist der zinsempfindlichste Sektor der Wirtschaft. Daher ist der Zustand des Wohnungsmarktes ein guter Indikator dafür, wie straff die Geldpolitik ist. Die jüngsten Daten deuten auf eine Stabilisierung, wenn nicht gar auf eine deutliche Verbesserung des US-Wohnungsmarktes hin. Die Baugenehmigungen für Einfamilienhäuser und die Baubeginne haben seit Jahresbeginn zugenommen. Die Verkäufe neuer Häuser nehmen zu und das Vertrauen der Bauherren steigt. Nach dem GDPNow-Modell der Atlanta Fed werden die Wohnungsbauinvestitionen im zweiten Quartal einen positiven Beitrag zum Wachstum leisten, was zum ersten Mal seit neun Quartalen der Fall ist. Der nationale Case-Shiller-Hauspreisindex stieg im Februar (letzter verfügbarer Datenpunkt) um 0,2 %, der erste monatliche Anstieg seit Juli 2022.

Auch der kanadische Wohnungsmarkt hat sich stabilisiert. Sowohl Umsatz, als auch Preise sind wieder gestiegen. Gleiches gilt für den einstmals abgekühlten australischen Wohnungsmarkt. Er gibt wieder Lebenszeichen von sich. Wenn diese beiden überbewerteten Immobilienmärkte einen rezessionsbedingten Abschwung abwenden können, ist das ein gutes Zeichen für die weniger unter Druck geratenen Immobilienmärkte in anderen Industrieländern.



4. Das globale verarbeitende Gewerbe könnte die Talsohle erreicht haben.

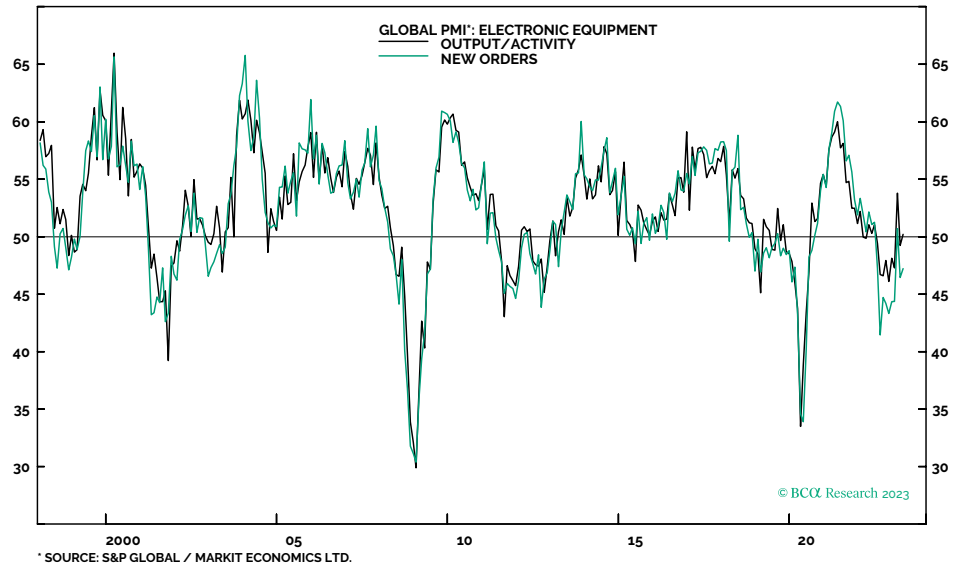
Im Durchschnitt dauern die Zyklen im verarbeitenden Gewerbe etwa drei Jahre – davon 18 Monate mit beschleunigtem Wachstum, gefolgt von 18 Monaten mit verlangsamtem Wachstum. Der derzeitige Abschwung im verarbeitenden Gewerbe begann etwa im Juni 2021, gemessen an der zukunftsgerichteten Auftragseingangskomponente des ISM-Index. Im Januar 2023 lag die Auftragseingangskomponente bei 42,5. Es ist noch zu früh, um zu sagen, ob dies den Tiefpunkt des Zyklus markierte (im April lagen die Auftragseingänge bei 45,7), aber wenn dem so wäre, hätte der Abschwung im verarbeitenden Gewerbe 19 Monate gedauert. Die jüngsten Daten für das verarbeitende Gewerbe fielen gemischt aus. Der S&P Global PMI für das verarbeitende Gewerbe ging im Mai leicht zurück, die meisten Länder außer Japan hatten ebenfalls einen Rückgang zu verzeichnen. Der Index liegt jedoch nach wie vor über seinen Tiefstständen von Ende 2022, ebenso wichtige Teilkomponenten wie Auftragseingänge und Auftragseingänge abzüglich Lagerbestände.

Vor allem der Teilbereich elektronische Komponenten des S&P Global Manufacturing PMI hat sich deutlich nach oben bewegt. Wenn sich dieser Trend fortsetzt, was wir für wahrscheinlich halten, werden Volkswirtschaften wie Korea, Taiwan und Deutschland davon stark profitieren.

Aus Sicht der US-Aktienmärkte tendieren übrigens zyklische Werte dazu, sich besser zu entwickeln als defensive Werte, wenn die PMIs für das verarbeitende Gewerbe steigen. Ein Favoritenwechsel wäre angesichts der bisherigen Outperformance der Wachstumstitel auch nachvollziehbar.

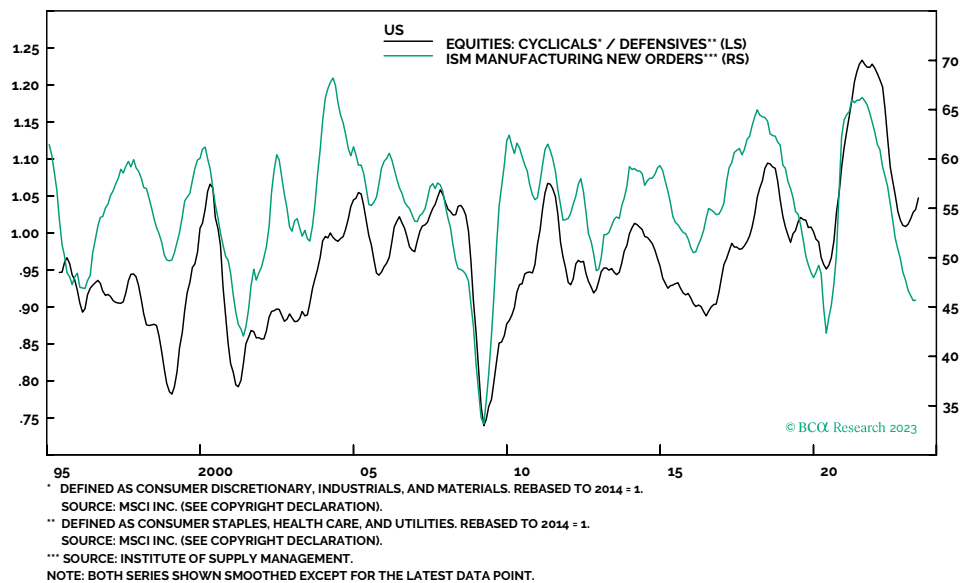
Elektronik erholt sich

Grafik 4



Verbesserung des Auftragseingangs in der Industrie begünstigt Zykliker

Grafik 5



5. Die Gewinnschätzungen steigen.

Entgegen der gedämpften Erwartungen übertrafen 77 % der S&P 500-Unternehmen im ersten Quartal die Gewinnschätzungen. Im Jahresvergleich sanken die Gewinne im ersten Quartal um 0,2 %, während ursprünglich ein Rückgang von 5 % erwartet worden war.

Erfreulicherweise steigen die Gewinn- und Umsatzschätzungen für die nächsten 12 Monate sowohl in den USA als auch in Europa. Auch die Gewinnspannen in den USA haben wieder das Niveau von 2019 erreicht, was darauf hindeutet, dass der schlimmste Teil des Margendrucks vorbei sein könnte.



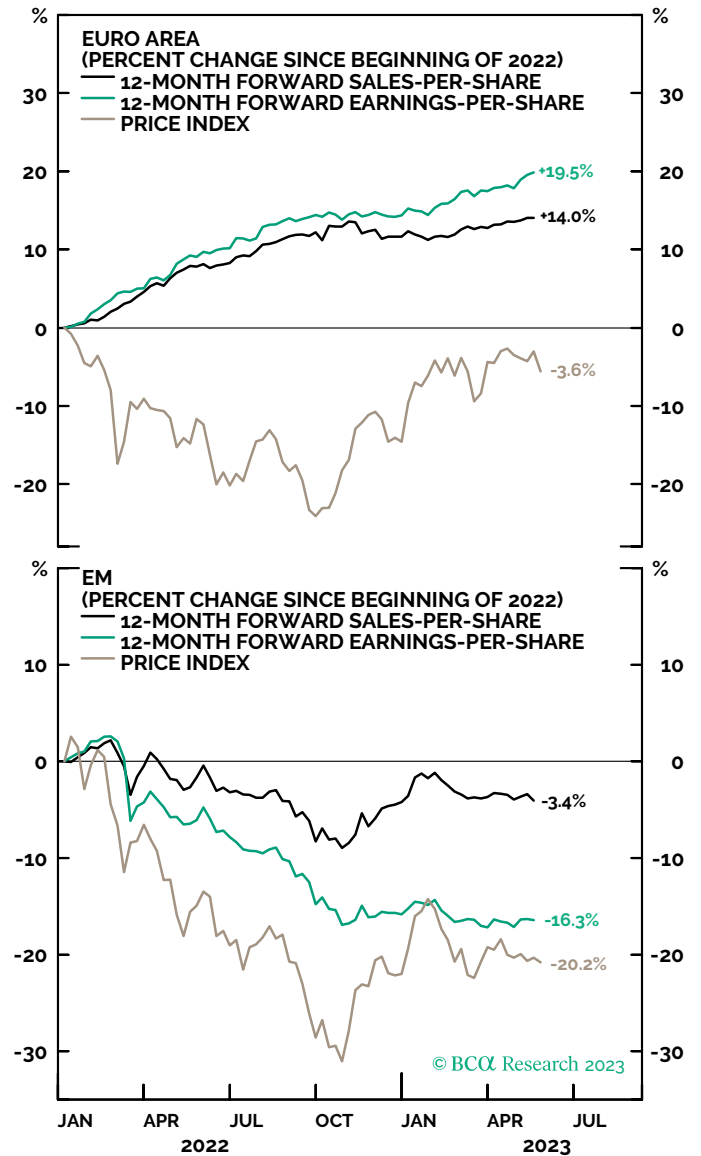
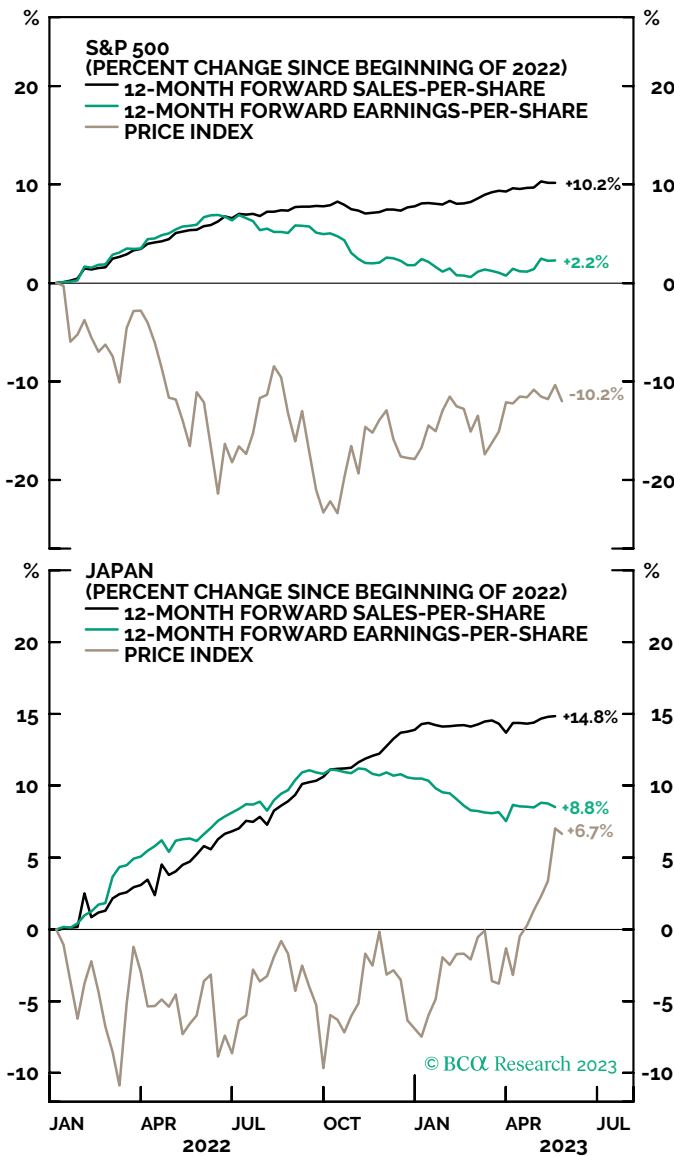
Die Daten in den beiden Grafiken starten mit dem Januar 2022 und zeigen, dass nur in Japan der Aktienmarkt zuletzt den Umsatz- und Gewinnsteigerungen hinterhergelaufen ist. Beim S+P 500 und der Eurozone befinden sich die Preisindizes immer noch unter dem Niveau von damals. Anders in den Ent-

wicklungsländern: dort sind die Aktienkurse der Gewinnentwicklung nach unten gefolgt. Eine Erholung ist (noch) nicht absehbar. Gewinnrevisionen folgen in der Regel den sogenannten „Economic Surprise Indices“ wirtschaftlichen Überraschungsindizes. Es wird erwartet, dass die Gewinne und Um-

sätze in den USA in den nächsten 12 Monaten um magere 5,7 % bzw. 3,1 % steigen werden. Da der Bloomberg-Konsens von einer Rezession in den USA noch in diesem Jahr ausgeht, könnten sich die Gewinnschätzungen im weiteren Verlauf des Jahres sogar noch verbessern.

Umsatz- und Ertragsentwicklung seit 2022

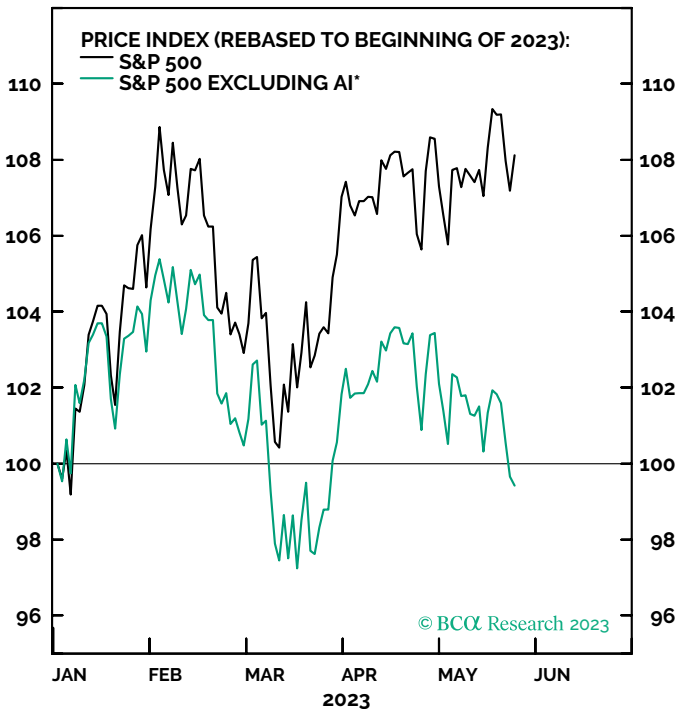
Grafik 6





S&P 500 mit und ohne AI

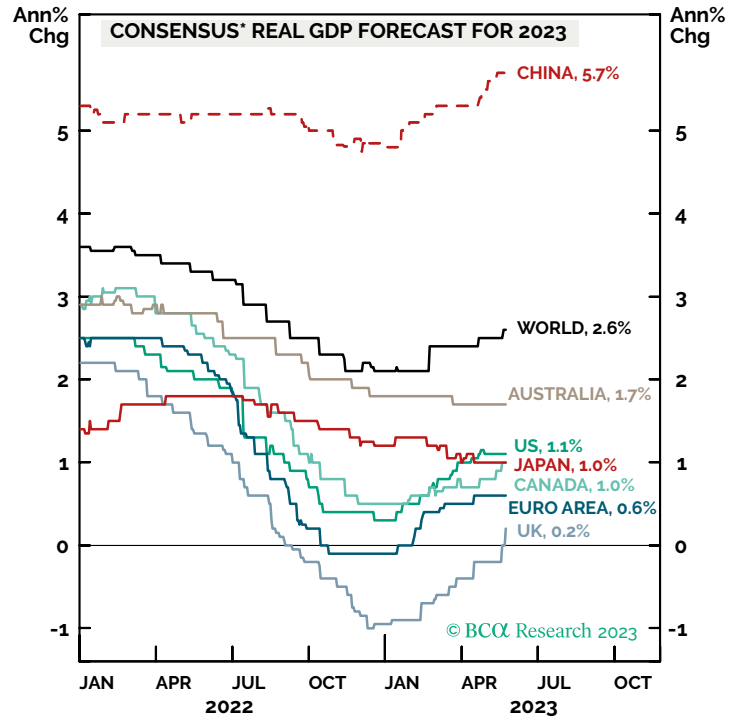
Grafik 7



* EXCLUDES THE FOLLOWING STOCK PRICES: NVIDIA CORP, ADVANCED MICRO DEVICE, MICRON TECHNOLOGY, ORACLE CORP, SALESFORCE.COM, ACCENTURE CLASS A, ADOBE SYSTEMS INC, IBM, SERVICENOW, ARISTA NETWORKS, DEERE & CO, TESLA MOTORS, AMAZON.COM, BOOKING HOLDINGS, EBAY, ETSY, ALPHABET 'A' (GOOGLE), ALPHABET 'C' (GOOGLE), META PLATFORMS A, ACTIVISION BLIZZARD, AND ELECTRONIC ARTS.

Konsensus reales BIP 2023

Grafik 8



* SOURCE: BLOOMBERG FINANCE L.P.

6. KI-Hoffnungen steigern Bewertungen.

Unseren Berechnungen zufolge entfallen fast alle Gewinne des S&P 500 seit Jahresbeginn auf Aktien aus dem Bereich der künstlichen Intelligenz. Die heutige Rallye der Nvidia-Aktie hat diesen Trend nur noch verstärkt.

Goldman Sachs schätzte kürzlich, dass die KI die Gewinnmargen des S&P 500 in den nächsten zehn Jahren um 400 Basispunkte steigern könnte, was einen erheblichen potenziellen Gewinn für die amerikanische Wirtschaft bedeutet.

Die Hoffnungen auf KI kommen zu einem günstigen Zeitpunkt. Was die Wirtschaft jetzt braucht, sind ein schnelleres Wachstum und eine niedrigere Inflation. Da auf dem Arbeitsmarkt Vollbeschäftigung herrscht, kann dies nur durch einen produktivitätsgetriebenen Boom auf der Angebotsseite erreicht werden.

7. Der Arbeitskräftemangel in den USA nimmt ab, auch wenn die Arbeitslosigkeit niedrig bleibt.

Diese gerade für die Vereinigten Staaten wichtige Thema führte im vergangenen Sommer zu einer hitzigen Debatte zwischen Fed-Gouverneur Christopher Waller auf der einen Seite und dem Harvard-Professor und ehemaligen Finanzminister Larry Summers, sowie dem französischen Wirtschaftsprofessor und ehemaligen Chefvolkswirt des IWF Olivier Blanchard auf der anderen Seite über die Frage, ob die Zahl der offenen Stellen zurückgehen könnte, ohne dass die Arbeitslosigkeit deutlich steigt.

Summers und Blanchard behaupteten: „Wir finden es als Unterstützung für die Idee der ‚weichen Landung‘ - die vor allem vom Fed-Vorsitzenden Jerome Powell in seiner

Pressekonferenz im Juli propagiert wurde - völlig unglaubwürdig, dass die Zahl der offenen Stellen erheblich zurückgehen kann, ohne die Inflation zu drücken und die Arbeitslosigkeit in die Höhe zu treiben.“

Neun Monate später sind die Beweise für Summers und Blanchard nicht gut. Offene Stellen sind zurückgegangen, ohne dass die Arbeitslosigkeit zugenommen hat. Offene Stellen sind ein zuverlässiger Prädiktor für das Lohnwachstum. Wenn das Lohnwachstum zurückgeht, ohne dass die Arbeitslosigkeit ansteigt, würde dies die Wahrscheinlichkeit einer sanften Landung erhöhen.



China: keine relevante Unterstützung für die Weltwirtschaft

Dem Risiko, dass sowohl die USA als auch die Eurozone mit Rezessionen in den kommenden 6-12 Monaten aufgrund der straffen Geldpolitik rechnen müssen, stand seit Januar die Hoffnung auf einen positiven Wachstumsimpuls aus China gegenüber. Zum Leidwesen der globalen Anleger scheint nun das Gegenteil der Fall zu sein. Nach einem enormen Anstieg am Ende der dynamischen Null-COVID-Politik Chinas, war zuletzt der wirtschaftliche Überraschungsindex für China nun stark rückläufig. Das Wachstum der Importe für verarbeitenden Gewerbe bleibt stark negativ und der marktbasierende Wachstumsindikator für China fällt.

Die chinesische Industrie ist im Mai wegen der schwachen Nachfrage schneller geschrumpft als erwartet. Der offizielle Einkaufsmanagerindex des verarbeitenden Gewerbes (PMI) fiel im Mai auf 48,8 von 49,2 im April, wie Daten des Nationalen Statistikamts Ende

Mai zeigten. Der PMI rutschte damit auf den niedrigsten Stand seit fünf Monaten ab und blieb erneut unter der 50-Punkte-Marke, die Expansion von Kontraktion trennt. Das Ergebnis war mit 49,4 Punkten schlechter als die Prognose der Analysten. Auch das nicht verarbeitende Gewerbe verlor laut den Daten im Mai an Schwung. Der offizielle PMI für den Dienstleistungssektor fiel von 56,4 im April auf 54,5, blieb also im expansiven Bereich.

Ein Positivum gab es zuletzt doch noch. Chinas Industrieproduktion ist im Mai dank angezogener Nachfrage überraschend von einem Rückgang auf ein Wachstum umgeschwenkt. Der Caixin-Einkaufsmanagerindex (PMI) für das verarbeitende Gewerbe stieg im Mai auf 50,9 von 49,5 im April und lag damit über der 50-Punkte-Marke, die Wachstum von Schrumpfung trennt. Der Wert übertraf die Analysten-Erwartungen einer Reuters-Umfrage von 49,5 und stand im Gegensatz zu dem am Mittwoch veröffentlichten offiziellen PMI, der einen deutlichen Rückgang der Wirtschaftstätigkeit zeigte.

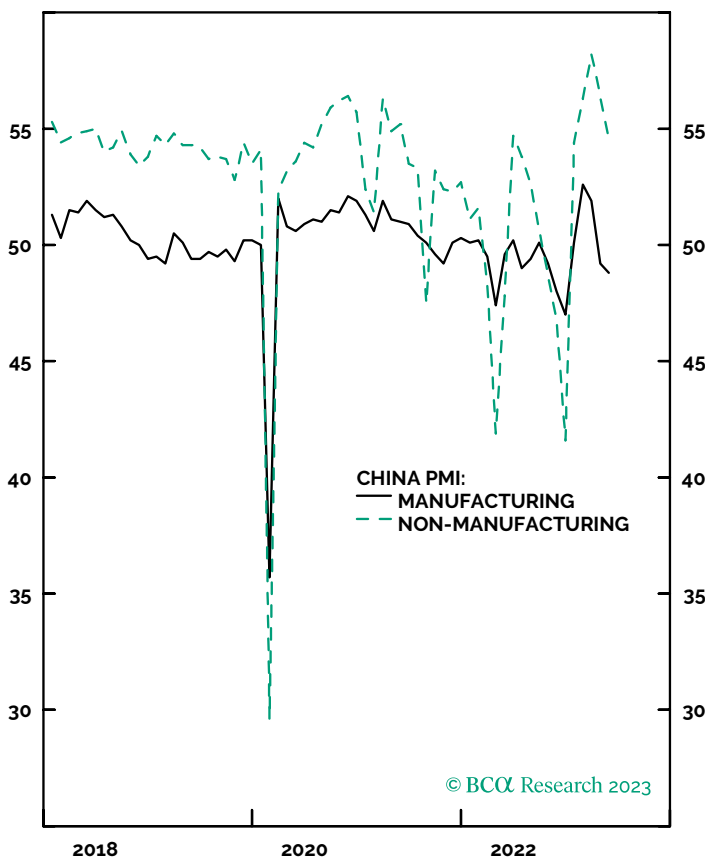
Ein weiterer Hoffnungsschimmer kam kürzlich von Chinas Immobilienmarkt auf. Grafik 10 zeigt, dass die fertiggestellten Wohnflächen in einem klaren Aufwärtstrend liegen, und dass auch die verkauften Wohnungen und die Neubaubeginne im März deutlich gestiegen sind. Die jüngste Aktualisierung der Daten zeigt jedoch, dass der Aufwärtstrend noch nicht eindeutig ist.

Historisch gesehen waren die verkauften Wohnflächen einer der wichtigsten Indikatoren für Chinas Wohnungsmarkt. Heute ist die Tatsache, dass die chinesischen Behörden aggressiv darauf drängen, dass Bauträger unfertige Häuser fertigstellen, ein Zeichen, dass jeder Anstieg der verkauften Fläche weniger konjunkturell wirksam sein wird.

Infolgedessen sollte die Veränderung der Neubaubeginne genau auf Anzeichen einer Beschleunigung der importintensiven Branche betrachtet werden. Im Moment, wie in der Grafik dargestellt, bleibt der Neubaubeginn weiterhin anämisch. Dies, in Verbindung mit fallenden chinesischen Wachstumsindikatoren und der relativ zögerlichen Belebung der Industrietätigkeit, die wir im letzten Bericht feststellten, deutet weiterhin darauf hin, dass von China in den kommenden 6-12 Monaten der Wachstumsimpuls für die Weltwirtschaft nicht bedeutend ausfallen wird.

China PMIs

Grafik 9



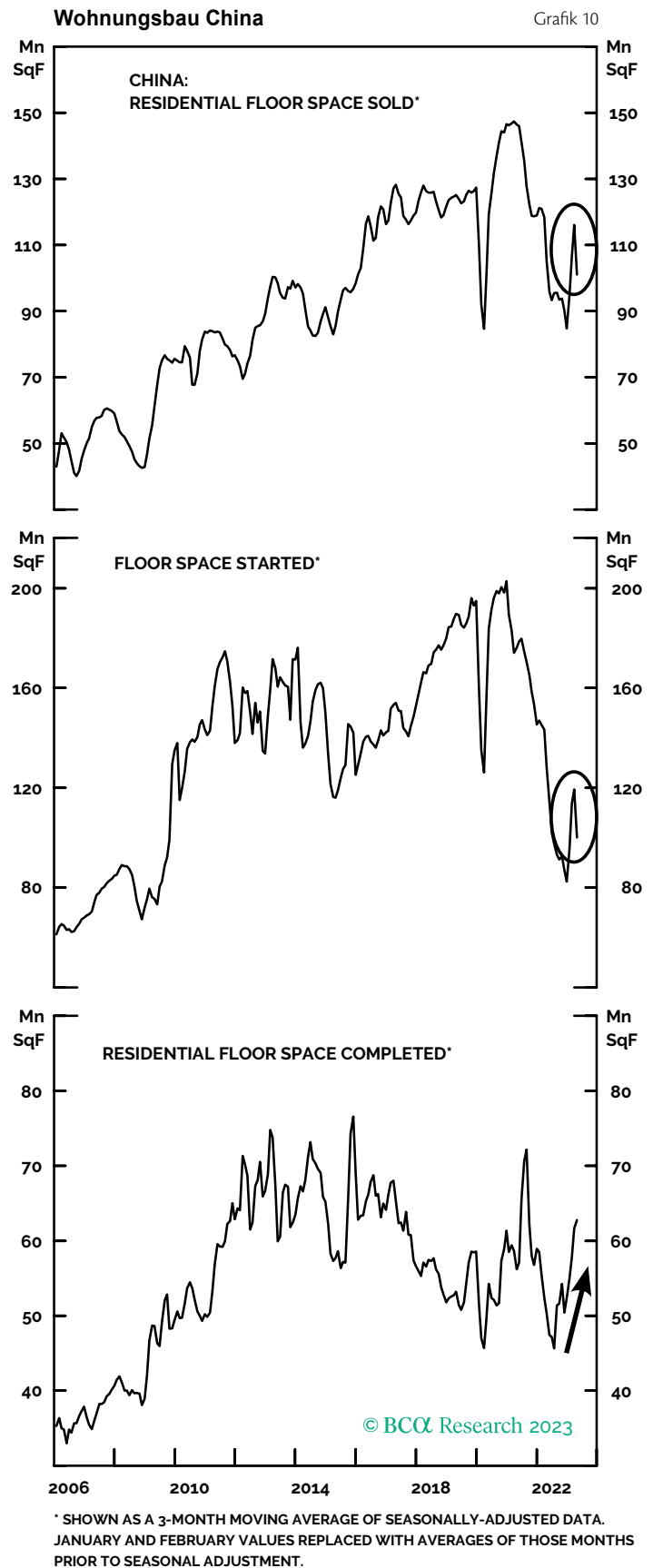


Ende Mai forderte Chinas Economic Daily (SMM), ein Nachrichtendienst der KPCh, eine koordinierte politische Reaktion des Staates, um die stockende Konjunkturerholung anzugehen. Im Bericht wurde eine „unausgewogene Investitionsstruktur“ und ein geringeres Konsumwachstum als erwartet festgestellt. Der Bericht forderte zusätzliche geld- und kreditpolitische Unterstützung sowie eine stärkere Koordinierung der Finanz- und Geldpolitik, um das chinesische Wirtschaftswachstum wieder anzukurbeln, so die SMM. Darüber hinaus wies der Bericht auf die Notwendigkeit hin, die schwachen Anlageinvestitionen zu unterstützen und die „internationale finanzielle Zusammenarbeit und geldpolitische Koordination“ zu fördern.

Die ausländischen Direktinvestitionen (ADI) in China fielen im 1. Quartal 23 um 34 % gegenüber dem Vorjahr auf 3,2 Mrd. USD. Dies war nach Angaben von FDI Intelligence ein Rekordtief für solche Investitionen und entsprach einem Drittel des vergleichbaren Niveaus von 2020. Diese ausgeprägte Verlangsamung ist größtenteils auf den zunehmenden Streit zwischen China und dem Westen, allen voran den USA, über die Beschränkung von Hightech-Exporten zurückzuführen, in den Mikrochip-Hersteller und ausländische Beratungsunternehmen, die Due-Diligence- und Wirtschaftsdienstleistungen anbieten, verwickelt sind.

Es ist anzunehmen, dass die Partei bei ihrer Neustart-Strategie wieder einmal die Kreditunterstützung über die „totale soziale Finanzierung“ (TSF) durch staatliche Unternehmen (SOEs) bevorzugen wird. Dies war nach der großen Finanzkrise die bevorzugte Methode zur Unterstützung des verarbeitenden Gewerbes, des Baugewerbes und der Realwirtschaft im Allgemeinen und lässt sich am Wachstum der Bankkredite ablesen. Erwartet wird auch eine weitere Lockerung der Mindestreservesätze der Banken, die die Notenbank PBOC laut Reuters seit 2018 14 mal von 15 % auf weniger als 8 % gesenkt hat.

Untersuchungen haben gezeigt, dass die Fiskalpolitik effektiver ist, als sich auf TSF zu verlassen, um das Wachstum anzukurbeln, und es ist davon auszugehen, dass eine solche Unterstützung vom Zentrum eingesetzt werden wird. Chinas lokale Regierungen verfügen wahrscheinlich nicht über einen bedeutenden fiskalischen Spielraum, um eine TSF-gestützte Wachstumspolitik zu unterstützen. Auf zentraler Ebene ist die Gesamtverschuldung des chinesischen Staates im Verhältnis zum BIP jedoch niedriger als in den Industrieländern des Westens. Unter diesem Gesichtspunkt würde die chinesische Zentralregierung über die nötigen Mittel verfügen, um ein fiskalpolitisch motiviertes Wachstum zu unterstützen. Das einzige Teil des Puzzles, das noch zu bestimmen ist, ist die Form und der Umfang des Konjunkturprogramms, auf das sich China vorzubereiten scheint.





Asset Allocation: Aktienquote bleibt gleich, ist aber anders gemischt.

In der monatlichen Allokation zwischen Aktien, Staatsanleihen und einer Barquote hat sich im Vergleich zum April nahezu nichts geändert. Das taktische auf 30 Tage ausgerichtete Modell unseres Partners BCA Research aus Montreal steht in seiner neutralen Ausprägung bei 60 % Aktien, 37,5 % Staatsanleihen und 2,5 % Barmitteln. Daran hat sich zwar auch im Juni nichts geändert, aber innerhalb der Ländergewichtungen gab es Verschiebungen.

Innerhalb des Aktienuniversums ist das Modell übergewichtet in den USA und Japan, neutral in Europa und untergewichtet die Schwellenländer. Das Sektorenmodell

bevorzugt nach wie vor Basiskonsumgüter und hat seine Einschätzung für zyklische Konsumgüter und Technologie angehoben.

MacroQuant stufte seine Einschätzung für die USA aufgrund der Erhöhung des regionalen Aktien-Scores und der Einschätzung des Sektorenmodells zu Technologie weiter hoch. US-Werte machten einen großen Schritt von 36,2 % Anfang April auf 42,2 %. Ein Anstieg des Citigroup Economic Surprise Index war die Ursache für die Veränderung der zyklischen Komponente innerhalb des Bewertungssystems. Ein Anstieg des US-Frühwarnindex Credit Index verursachte außerdem eine positive Entwicklung

der monetären/finanziellen Komponente. Die Aktien-Dynamik trieb die Komponente Sentiment/Technical nach oben. Unterstützend wirkte auch die positive Positionierung des US-Dollar-Indexes. Über die Währung kam es daraufhin zu einer Herabstufung der europäischen Länder und der Schwellenländer im Portfolio.

Die Momentum-Komponente führte zu einer Erhöhung der Allokation in Japan, die positive Einschätzung des GBP begünstigt auch Aktien aus dem Vereinigten Königreich.

Grafik 11

	Equities**			Bonds***			Cash****		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	37.0	42.2	+5.1	13.4	12.8	-0.6			
EURO AREA	5.1	4.4	-0.6	9.3	12.6	+3.3	0.4	-0.3	-0.1
CORE	4.3	3.9	-0.4	5.7	7.5	+1.8			
PERIPHERY	0.8	0.5	-0.3	3.6	5.1	+1.5			
U.K.	2.2	2.5	+0.3	2.1	1.5	-0.7	0.4	0.3	-0.1
JAPAN	3.4	4.3	+0.9	8.8	4.9	-4.0	0.4	-0.3	-0.1
CANADA	1.7	0.8	-0.9	0.7	1.0	+0.3	0.4	-0.3	-0.1
AUSTRALIA	1.1	0.5	-0.6	0.6	0.8	+0.2	0.4	-0.3	-0.1
OTHER DM	3.3	2.9	-0.4	0.5	0.4	-0.0	0.4	-0.3	-0.1
EMERGING ASIA	5.0	3.8	-1.2	1.4	1.3	-0.2			
LATIN AMERICA	0.6	0.4	-0.1	0.3	0.2	-0.0			
OTHER EM	0.5	0.4	-0.1	0.3	0.3	-0.0			
TOTAL	60.0	62.3	+2.3	37.5	35.7	-1.8	2.5	1.9	-0.6

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

** IN USD TERMS.

*** CURRENCY-HEDGED.

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

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

Quelle: Macro Quant, 02.06.23, S. 1; Titel „BCA Research monatliches taktisches MacroQuant Allokationsmodell“



Grafik 12

	2023-FEB	2023-MAR	2023-APR	2023-MAY	2023-JUN	LEGEND
CON. STAPLES	12.3% (4.8%)	11.5% (4.0%)	10.3% (2.6%)	10.8% (3.0%)	9.8% (2.5%)	++
ENERGY	7.9% (2.4%)	8.3% (2.9%)	7.6% (2.5%)	7.1% (2.0%)	5.7% (1.0%)	
TECHNOLOGY	16.1% (-4.6%)	20.7% (-0.6%)	26.6% (3.9%)	23.0% (0.7%)	28.9% (4.5%)	+
CON. DISC.	7.1% (-3.6%)	10.3% (-0.3%)	8.5% (-2.2%)	11.4% (0.7%)	12.2% (1.4%)	
HEALTH CARE	19.3% (5.7%)	18.0% (4.6%)	15.2% (1.8%)	15.5% (1.9%)	14.3% (1.2%)	=
INDUSTRIALS	8.7% (-1.9%)	10.0% (-0.7%)	10.4% (-0.3%)	10.3% (-0.2%)	10.7% (0.2%)	
REAL ESTATE	2.6% (-0.1%)	2.7% (0.1%)	2.3% (-0.2%)	2.1% (-0.3%)	1.9% (-0.5%)	-
COMM. SERV.	8.0% (1.3%)	4.0% (-2.6%)	5.2% (-1.7%)	6.1% (-0.9%)	5.7% (-1.6%)	
BASE MATERIALS	0.7% (2.1%)	3.7% (-0.8%)	4.7% (0.3%)	4.5% (0.2%)	3.0% (-1.1%)	--
UTILITIES	3.1% (0.1%)	2.4% (-0.6%)	2.6% (-0.4%)	2.5% (-0.5%)	1.9% (-0.9%)	
FINANCIALS	8.4% (-6.2%)	8.5% (-6.0%)	6.6% (-6.5%)	6.6% (-6.6%)	6.1% (-6.7%)	

NOTE: GREEN SHADING INTENSIFIES AS THE UNDERLYING SCORE FOR A GIVEN SECTOR BECOMES MORE BULLISH. VALUES REPRESENT ALLOCATION TO EACH SECTOR. NUMBERS IN BRACKETS REPRESENT DEVIATIONS FROM BENCHMARK MARKET-WEIGHTS. SECTOR MARKET-WEIGHTS BASED ON MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION) DATA IN US DOLLARS. SOURCE: MACROQUANT VERSION 1.0.

Quelle: Macro Quant 02.06.23, S. 5; Titel : MacroQuant Aktienmodell nach Sektoren

Das Sektormodell berücksichtigt das Markt-Beta des Sektors, die Dynamik, das Kreditrisiko und die Bewertungen sowie die Signale für US-Dollar, globale Anleihen und Öl. Das Sektormodell ist derzeit übergewichtet in den Sektoren Energie, Güter des täglichen Bedarfs (nicht-zyklische Konsumgüter), Technologie und Gesundheitswesen, neutral in den Sektoren Industrie und Immobilien und untergewichtet in den übrigen Sektoren.

Grafik 13

	2023-FEB	2023-MAR	2023-APR	2023-MAY	2023-JUN	LEGEND
JAPAN	6.7% (0.2%)	6.9% (0.6%)	8.1% (1.7%)	7.0% (0.6%)	7.7% (1.2%)	++
UK	6.9% (2.3%)	5.9% (1.4%)	5.0% (0.6%)	6.0% (1.5%)	4.6% (0.3%)	
US	53.2% (-16.0%)	67.1% (-2.9%)	66.9% (-3.1%)	69.0% (-1.1%)	75.8% (4.8%)	+
FRANCE	7.0% (3.4%)	5.1% (1.5%)	4.6% (0.9%)	5.3% (1.5%)	3.1% (-0.5%)	
GERMANY	4.6% (2.1%)	3.2% (0.7%)	3.4% (0.8%)	3.4% (0.8%)	2.0% (-0.5%)	=
ITALY	1.4% (0.7%)	1.0% (0.3%)	0.9% (0.1%)	0.9% (0.2%)	0.5% (-0.2%)	
INDIA	3.4% (1.7%)	1.9% (0.2%)	1.9% (0.3%)	1.1% (-0.6%)	1.3% (-0.4%)	-
CHINA	7.6% (3.1%)	3.4% (-0.7%)	4.2% (0.0%)	3.4% (-0.5%)	2.1% (-1.5%)	
BRAZIL	1.2% (0.5%)	0.6% (-0.1%)	0.6% (-0.0%)	0.6% (0.0%)	0.3% (-0.3%)	--
AUSTRALIA	3.2% (0.7%)	1.2% (-1.1%)	1.2% (-1.0%)	1.1% (-1.1%)	1.0% (-1.2%)	
CANADA	4.9% (1.3%)	3.7% (0.2%)	3.2% (-0.2%)	2.2% (-1.3%)	1.5% (-1.8%)	

NOTE: GREEN SHADING INTENSIFIES AS THE UNDERLYING SCORE FOR A GIVEN COUNTRY BECOMES MORE BULLISH. VALUES REPRESENT ALLOCATION TO EACH REGION. NUMBERS IN BRACKETS REPRESENT DEVIATIONS FROM BENCHMARK MARKET-WEIGHTS. COUNTRY MARKET-WEIGHTS BASED ON MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION) DATA IN US DOLLARS. SOURCE: MACROQUANT VERSION 1.0.

Quelle: Macro Quant 02.06.23, S. 6; Titel : MacroQuant Aktienmodell nach Ländern

Das globale Aktienmodell von MacroQuant verwendet die Sektor- und Währungs-Scores zusammen mit einer Trendkomponente, um die einzelnen regionalen Aktien-Scores zu ergänzen und ein empfohlenes Länderengagement (Basiswährung US-Dollar) abzuleiten. MacroQuant ist positiv für Japan, Großbritannien und USA und Frankreich, neutral für Deutschland, Italien und Indien und negativ für die übrigen Länder.

Beim ETF-Portfolio, das sich am Quant-Modell von BCA-Research hinsichtlich der Aktienauswahl orientiert, wurden im Berichtszeitraum die Position World-Financials verkauft und die Position im M-DAX halbiert. Damit befindet sich rund 16 % des Portfoliowerts in Cash und wartet auf neue Investitionsmöglichkeiten. Seit Jahresanfang stehen 8,87 % Plus gegenüber 6,97 % Plus in der Benchmark MSCI Welt in Euro.



Aktien: Aufwärts mit Bauchschmerzen.

Die Markttechnik deutet nicht darauf hin, dass es sich um eine robuste, breit angelegte Aktienrallye handelt. Der US-Aktienmarkt wurde angeführt von einigen wenigen Technologiewerten angeführt, die vor allem von der Begeisterung für KI (die „ChatGPT-Rallye“) profitierten. Der gleichgewichtete S&P 500 und die Small Caps haben sich stark unterdurchschnittlich entwickelt. Die Rohstoffpreise - und insbesondere das Verhältnis zwischen Kupfer und Gold – signalisieren noch keinen zyklischen Aufschwung der Weltwirtschaft.

Obwohl die Erholung seit Oktober langwierig war, sieht sie einer typischen Bärenmarktrallye nicht unähnlich. Indikatoren, die in der Vergangenheit verlässliche Signale für das Ende von Aktienbärenmärkten geliefert haben, geben derzeit ein gemischtes Bild ab. Eine Aktualisierung dieser Indikatoren zeigt, dass nur 4 von 12 Indikatoren

derzeit eine Talsohle signalisieren. So ist beispielsweise die 3-Monats-/10-Jahres-Renditekurve steiler geworden, hat aber noch nicht wieder die Nulllinie erreicht, die laut Studien die historische Voraussetzung für einen Tiefpunkt darstellt. Auch die Dynamik des ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe hat sich gedreht, muss aber erst wieder auf neutral zurückkehren, um eine Talsohle bei den Aktien zu signalisieren.

Der Weg zu einer weichen Landung (sinkende Inflation, aber stabiles Wachstum) ist sehr schmal. In seiner letzten Pressekonferenz nach dem FOMC sagte der Fed-Vorsitzende Jay Powell: „Es ist möglich, dass wir weiterhin eine Abkühlung auf dem Arbeitsmarkt fortsetzen können, ohne dass die Arbeitslosigkeit so stark ansteigt wie in früheren Episoden“. Aber, so räumte er ein, „das wäre gegen die Geschichte.“

Was muss für eine Bodenbildung erfüllt sein ?

Grafik 15

Indicator	Trouthing Conditions	Are Trouthing Conditions Met?
Economic Momentum		
ISM Manufacturing Index Momentum*	6-Month Change In The Index Turning Positive	No
ISM Manufacturing New Orders Index Momentum*	6-Month Change In The Index Turning Positive	No
ISM Manufacturing Index Back Above 50	Index Moving Back Above 50	No
ISM Manufacturing New Orders Index Back Above 50	Index Moving Back Above 50	No
Conference Board Leading Economic Index Momentum**	6-Month Change In The Index Over Its 12-Month Average Turning Positive	No
US Economic Surprise Index	Surprises Turning Positive	Yes
Yield Curve Re-Steepening		
2-Year/10-Year Yield Curve	Curve Re-Steepening	No
3-Month/10-Year Yield Curve	Curve Re-Steepening	No
Risk Sentiment		
High Yield Spreads***	Spreads Crossing Below 200-Day Moving Average	Yes
AAll Net Sentiment**** (Bull Minus Bear)	Smoothed Net Sentiment Turning Bullish	No
S&P 500 5% Above Its 200-Day Moving Average	Index 5% Above 200-Day Moving Average	Yes
S&P 500 20-Day Moving Average Above The 200-Day Moving Average	20-Day Moving Average Crossing Above 200-Day Moving Average	Yes

* 6-MONTH CHANGE IN THE INDEX.

** 6-MONTH CHANGE IN THE RATIO OF THE INDEX VS. ITS 12-MONTH MOVING AVERAGE.

*** VS. 200-DAY MOVING AVERAGE.

**** SMOOTHED AS A 6-WEEK MOVING AVERAGE.



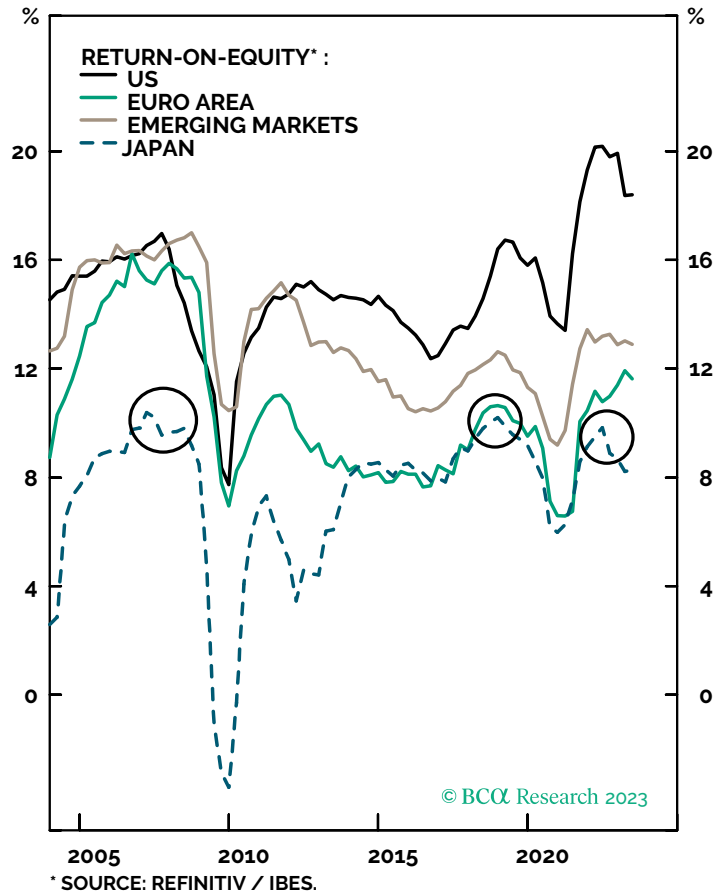
Schon in den letzten Monaten konnte man viel falsch machen, aber auch einiges richtig. So war die Übergewichtung von US-Aktien für die letzten 12 Monate falsch, allerdings haben die USA seit Jahresbeginn eine Outperformance von 2 % erzielt, was vor allem auf Technologie- und Internettitel zurückzuführen ist, obwohl die meisten anderen Sektoren hinter ihren globalen Konkurrenten zurückgeblieben sind. USA könnte nun der sicherere Hafen im Falle einer Rezession sein, was vor allem auf ihr geringeres Beta zurückzuführen ist. Darüber hinaus scheint das Wachstum in Europa anfällig zu sein, nachdem der Schub durch die fallenden Energiepreise vorbei ist. Frühindikatoren wie der Ifo-Index und der ZEW-Index haben begonnen, sich wieder abzuschwächen. Der Euroraum ist eine stark kreditabhängige Wirtschaft, und die nachlassende Kreditvergabe deutet auf eine Verlangsamung des BIP-Wachstums im nächsten Jahr hin. Die EZB läuft Gefahr, einen politischen Fehler zu begehen, da sie die Zinssätze wahrscheinlich noch um mindestens 75 Basispunkte anheben wird, obwohl wir davon ausgehen, dass die Kerninflation bald ihren Höhepunkt erreicht. Japan hat sich in den letzten Wochen zu einem Favoriten der Anleger entwickelt. Obwohl dort das Wachstum robust aussieht und die Bewertungen günstig sind, glauben wir nicht an das Argument, dass sich die Unternehmensführung in den letzten Jahren derart deutlich verbessert hat: Die Eigenkapitalrendite Japans ist nach wie vor niedrig und erreichte im letzten Zyklus einen Höchststand, der nicht höher war als der in 2007.

Wir halten generell viel von einer Übergewichtung defensiver Sektoren. (Staples und Health Care). Eine Übergewichtung von IT (als Qualitätswachstumssektor) gerade im Mischfonds Leonardo UI (Spitzenwert aktuell 42 %) hat der dortigen Performance geholfen. Die Bewertungen sind etwas überzogen, wobei die KI-Titel Nvidia und Microsoft mit einem KGV von 48 bzw. 31 bewertet werden. Die Begeisterung über KI könnte jedoch noch eine Weile anhalten, daher sollte der Sektor allenfalls taktisch untergewichtet werden.

Die künstliche Intelligenz war in diesem Jahr einer der Haupttreiber der Aktienmarktrendite: Der S&P 500 ist im Jahresvergleich um 10 % gestiegen, aber ohne die S&P 500-Aktien, die von generativer KI betroffen sind, war es genau betrachtet eine Nullrunde. Ein weiteres vorherrschendes Thema auf dem Markt ist die hohe Konzentration der Outperformance auf wenige Titel.

Entwicklung der Eigenkapitalrenditen

Grafik 16



Neue Hoffnung für Semis.

Die Halbleiterindustrie befindet sich an der Schnittstelle des KI-Trends. Sie ist nicht nur in hohem Maße von KI betroffen, da sie dem gesamten KI-Ökosystem vorgelagert ist. Die Branche konzentriert sich auch zunehmend auf Nvidia und AMD, die 51 % der Marktkapitalisierung des Sektors ausmachen, was zur Performance der Halbleiterindustrie beiträgt, die im letzten Jahr um 65 % gestiegen ist. Ohne Nvidia und AMD sind die Halbleiter im Jahresvergleich „nur“ um 23 % höher. Nvidia überraschte die Märkte Mitte Mai mit unerwartet hohen Gewinnen: Die Outperformance des Unternehmens ist auf die Nachfrage nach seinen hochentwickelten Grafikprozessoren (GPUs) zurückzuführen, die für das Training und den Einsatz von generativen KI-Modellen geeignet sind. Nvidia schätzt, dass der Umsatz im 2. Quartal 23 bei über 11 Mrd. USD liegen wird und damit fast 50 % über den Erwartungen der Analysten. Nvidia ist seit der Gewinnmitteilung um 28 % gestiegen und hat im Jahresvergleich 172 % zugelegt – wesentlich mehr als der Halbleiter-Sektor. AMD sekundiert, da KI-Chips auch sein Wachstum antreiben werden.



Die Mehrheit der Anleger war hingegen bereits seit Januar 2022 negativ aufgestellt. Als Gründe wurde angeführt, dass die Nachfrage nach elektronischen Gütern während der Pandemie nach vorne gezogen und in den letzten 12 Monaten zurückgegangen ist. Laut IDC ist die Nachfrage nach Personalcomputern um 13 % und die Nachfrage nach Mobiltelefonen um 11 % gegenüber dem Vorjahr zurückgegangen. Dies führte zu einer Erhöhung der Lagerbestände und einem Preisverfall bei Chips. Demzufolge hatten Gewinn- und Umsatzwachstum in den herkömmlichen Segmenten der konventionellen Chipdesigner und -hersteller ein negatives Vorzeichen. Die Gewinne bei Halbleitern und Halbleiterausstattungen sanken im 1Q23 um 43% gegenüber dem Vorjahr. Gleichzeitig sanken die Umsätze im 1Q23 um 8,7% gegenüber dem 4Q-22 und um 21,3% gegenüber dem Vorjahr.

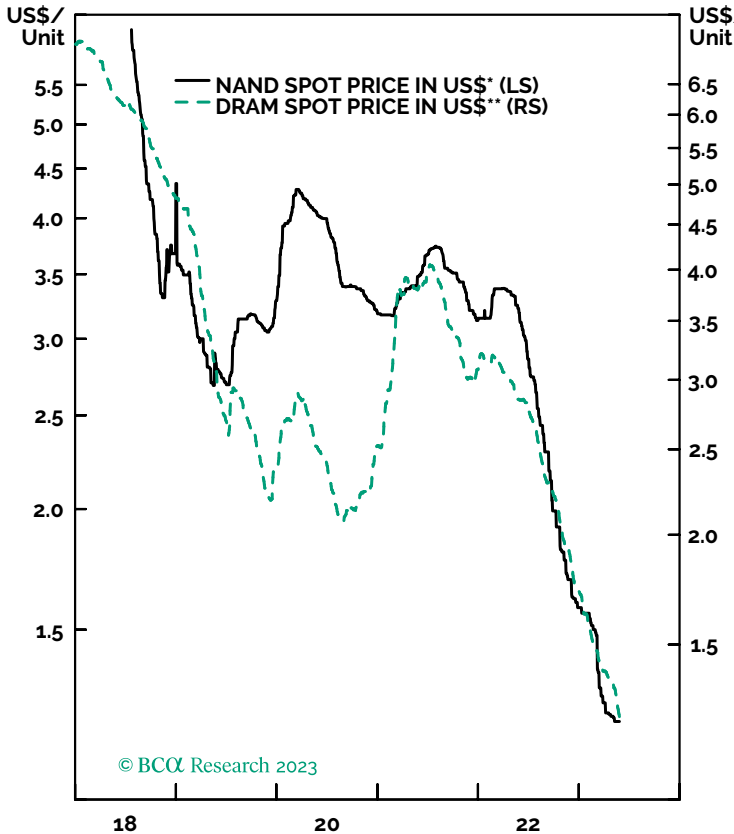
Durch die von Nvidia und AMD aufgeblähte Bewertung wird der Sektor mit dem 25-fachen des voraussichtlichen Gewinns gehandelt und liegt damit im oberen Perzentil seiner 10-jährigen Geschichte. Angesichts der Tatsache, dass Nvidia eine Marktkapitalisierung von einer Billion Dollar erreicht hat und die Märkte sich in einem KI-

Rausch befinden, funktioniert ein Top-Down-Ansatz für die Analyse und Bewertung der Chipindustrie kaum noch: Es geht jetzt nur noch um Nvidia, das sich mit einem 66-fachen des voraussichtlichen Gewinns und dem 38-fachen des Umsatzes wohl bereits in einer Blase befindet. Wir glauben zwar, dass dies trotz des unglaublichen und transformativen Versprechens von generativer KI schlecht enden könnte, aber Blasen lassen sich nicht aufhalten.

Die Fortschritte bei der KI und die daraus resultierende Nachfrage nach GPUs werden dazu beitragen, eine Verlangsamung der Nachfrage nach Chips in anderen Märkten auszugleichen: Telefone, Computer und Spiele. Bei einigen der grundlegenden Faktoren der Branche gibt es Anzeichen für einen Aufschwung: Der Preisverfall bei Chips beginnt sich zu verlangsamen. Dem Global PMI zufolge beginnt sich die Nachfrage nach elektronischen Geräten zu erholen. Ergebnis: Die Halbleiterindustrie befindet sich im Epizentrum des KI-Wahns, der trotz aller Merkmale einer Blase noch Monate andauern kann. Und es gibt auch erste Anzeichen für eine Trendwende bei der Nachfrage nach konventionellen Chips.

Preisentwicklung NAND/DRAM-Speicher und Entwicklung Auftragseingang

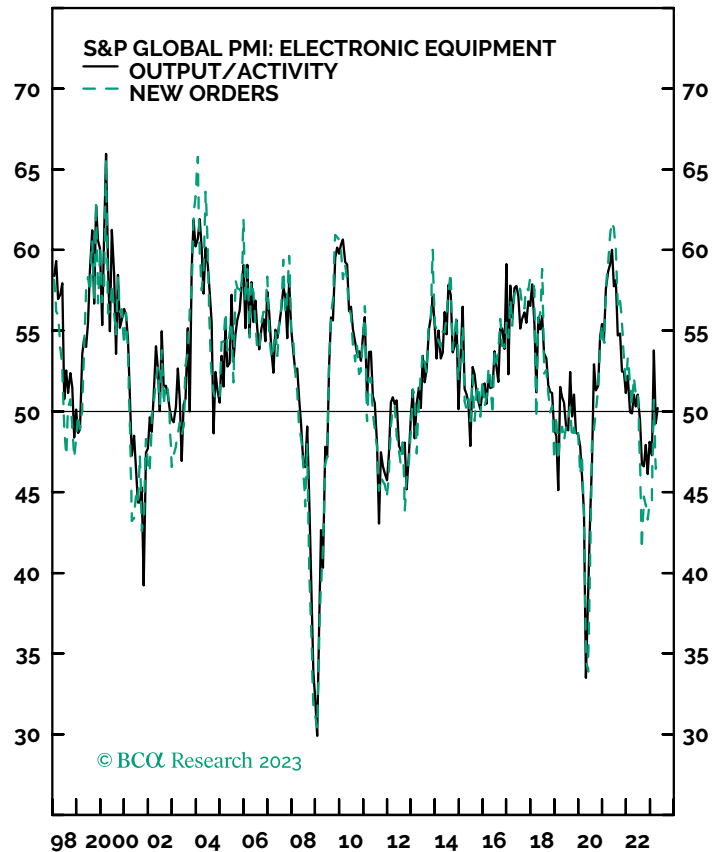
Grafik 17



*SHOWN AS AN AVERAGE OF TCL 256G AND 512G PRICES;
SOURCE: INSPECTRUM TECH. INC
**SHOWN AS AN AVERAGE OF DDR4 4G AND 8G PRICES;
SOURCE: INSPECTRUM TECH. INC

Entwicklung Auftragseingang und Produktion

Grafik 18



© BCC Research 2023



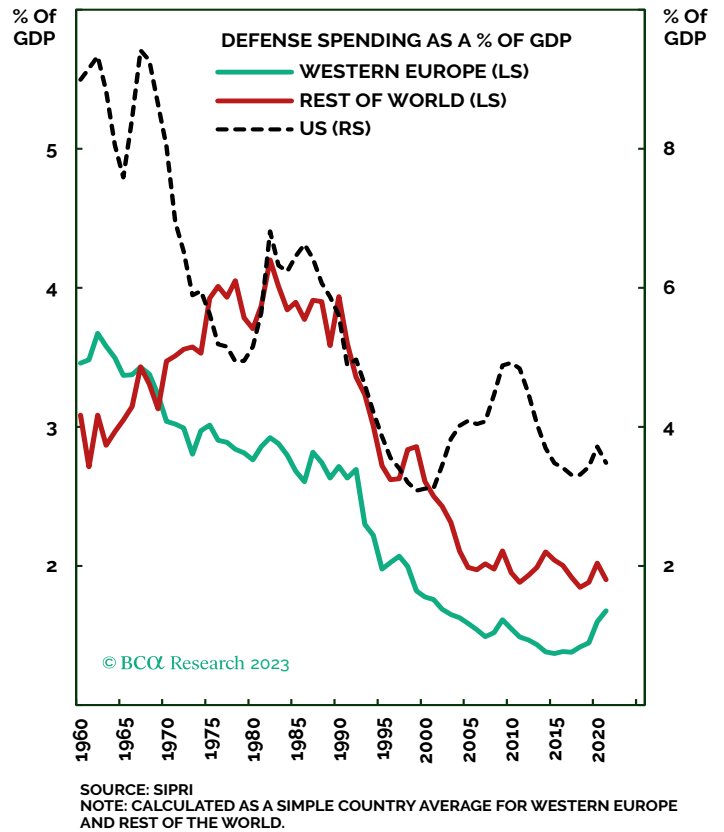
Aerospace & Defense: gute Aussichten.

Die globalen Militärausgaben stehen unweigerlich vor einem erheblichen Anstieg, da das Weltsystem durch die Rivalität der Großmächte destabilisiert wird. Die USA haben kürzlich ihre Verteidigungsausgaben erhöht, was durch Zuweisung von Mitteln für die Ukraine ausgelöst wurde. In Zukunft wird der US-Verteidigungshaushalt wahrscheinlich stagnieren oder sogar weiter real ansteigen. In der Zwischenzeit sind die Auftragsbücher gerade der führenden US-Militärauftragnehmer voll, und die Auftragsbestände wachsen, da sie zuletzt mit Material-, Komponenten- und Arbeitskräftemangel zu kämpfen hatten. Dem A&D-Umsatz wird rasantes Wachstum prognostiziert, und eine Abschwächung des US-Verteidigungshaushalts wird wahrscheinlich durch militärische Importe und das Wachstum der zivilen Luftfahrt aufgefangen werden.

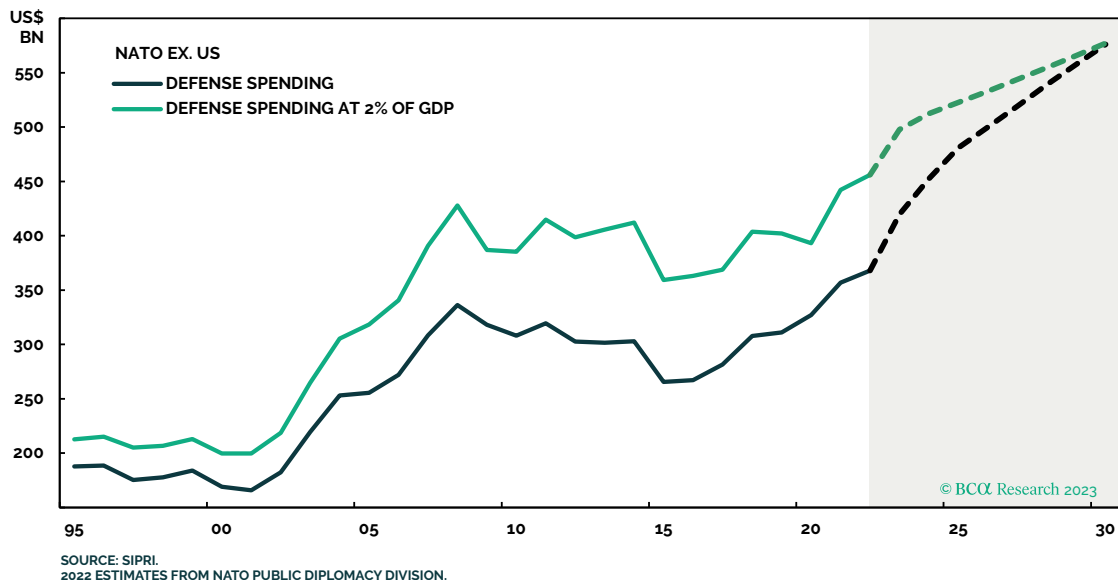
Während sowohl das Umsatz- als auch das Gewinnwachstum das derzeitige robuste Tempo beibehalten, ist die Branche nicht mehr so billig und überverkauft wie noch im Herbst 2021. Doch zum Ende des Schuldenobergrenze-Debakels dürfte sich in diesen Tagen eine Entspannung abzeichnen, gefolgt von einer soliden, wenn auch nicht aufregenden Kursavance. A&D-Aktien machen rund 21 % der Marktkapitalisierung des Industriesektors im S&P 500 aus. Die Branche ist zwar nicht so konzentriert wie viele andere im Index (man denke an Apple), sie wird von drei Giganten dominiert, von denen jeder die jeweils etwa 20 % der Branche ausmachen: Raytheon Technologies (RTX), Lockheed Martin (LMT) und Boeing (BA). Northrop Grumman (NOC) und General Dynamics (GD) machen jeweils etwa 10 % der Branche aus. Somit entfallen auf fünf Unternehmen 80 % der Marktkapitalisierung der Branche. Zufälligerweise sind diese fünf auch die größten waffenproduzierenden Unternehmen der Welt.

Rüstungsausgaben in Prozent des BIP

Grafik 19



Ein erheblicher kurzfristiger Gegenwind für Verteidigungsaktien in den nächsten 12-24 Monaten wäre ein Waffenstillstand in der Ukraine, sobald der Konflikt eine Pattsituation erreicht. Allerdings betonen die geopolitischen Strategen jedoch, dass sich zeitgleich der Konflikt um den Iran im Nahen Osten verschärft und der anhaltende Wettbewerb zwischen den USA und China um die Vormachtstellung in diversen Regionen für ein hohes geopolitisches Risiko sprechen. Es ist daher nachvollziehbar, dass auch kleinere Länder mehr für die nationale Sicherheit ausgeben.



Grafik 20



Außerdem werden Russland und die Ukraine keinen Friedensvertrag unterzeichnen. Russland wird auch nach dem Ukraine-Krieg sehr instabil bleiben, was zu anhaltender Sorge um die nationale Sicherheit unter den europäischen Staaten führen wird. Die Zeitenwende in der deutschen Außenpolitik hin zu mehr Verteidigungsfähigkeit wird als Signal für dauerhaft höhere Rüstungsausgaben Bestand haben.

Wichtige technologische Durchbrüche gehen nicht an der Luft- und Raumfahrt- und Verteidigungsindustrie vorüber. Aufstrebende Branchen wie Raumfahrt, Überschall- und Hyperschalltechnik und fortschrittliche Luftmobilität werden voraussichtlich einen bedeutenden Einfluss auf die Industrie haben. Insgesamt wird das Jahr 2023 ein wichtiges Jahr für Investitionen, technologische Entwicklung und Regulierung in diesen aufstrebenden Märkten werden.

Private Unternehmen und Start-ups investieren ehrgeizig in das Raumfahrtsegment, was zu einem starken Wachstum bei Orbital- und Raumfahrzeugstarts führt. Innovationen und die Wiederverwendbarkeit von Systemen werden wahrscheinlich die Startkosten senken, wobei Unternehmen wie Blue Origin, SpaceX und Relativity Space wiederverwendbare Trägerraketen entwickeln. Satellitenkommunikation und Technologie zur Erdbeobachtung sind ebenso Schwerpunkte wie die Reduzierung des Weltraummülls. Die Industrie erzielt auch Fortschritte bei der Herstellung und Bereitstellung von Hochgeschwindigkeitsinternet durch Breitband-Satelliten.

Lockheed Martin gründete eine Abteilung für Infrastrukturdienstleistungen auf dem Mond, Crescent Space Services, die Kommunikationsdienste für Mondmissionen anbieten soll. Die kommerzielle Raumfahrtindustrie erwägt die Wiedereinführung von Überschall- und Superschallflugzeugen mit dem Schwerpunkt auf Nachhaltigkeit. Zum

Beispiel entwickelt Boom Supersonic das Flugzeug Overture, das im kommerziellen Betrieb Netto-Null-Kohlenstoffemissionen haben soll. Die Entwicklung von Hyperschallwaffen, die in der Lage sind, mit der fünffachen oder höheren Schallgeschwindigkeit zu fliegen und schneller und manövrierfähiger sind als ballistische Raketen, ist auch eine Priorität für das US-Verteidigungsministerium, da andere Länder solche Fähigkeiten bereits demonstriert haben.

Nach Jahren der Unterinvestition werden die Verteidigungsausgaben steigen, da die Länder versuchen ihre alternde militärische Ausrüstung zu erneuern und sich auf mögliche Stellvertreterkriege oder der sogar Konflikte zwischen den Großmächten vorbereiten.

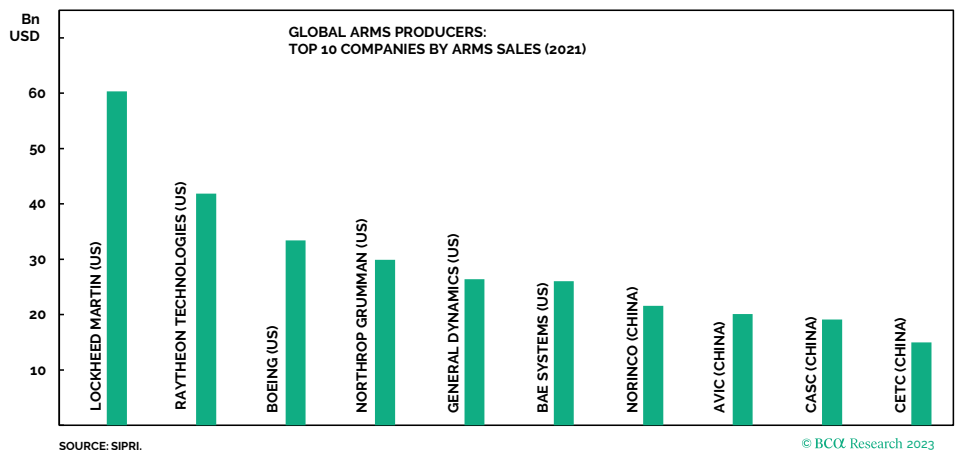
Die weltweiten Militärausgaben erreichten im Jahr 2022 ein Rekordhoch von 2.240 Milliarden Dollar, was einem realen Anstieg von 3,7 % entspricht. Japan kündigte an, dass sein Verteidigungshaushalt im Jahr 2023 um 26% steigen wird, der größte Anstieg seit den 1950er Jahren. Es plant außerdem, bis 2027 mindestens 2% seines BIP für Militärausgaben zu verwenden. Europa verzeichnete den bedeutendsten Anstieg der Militärausgaben im Vergleich zum Vorjahr seit drei Jahrzehnten. Auf einem Gipfel im März 2022 einigten sich die NATO-Mitglieder auf

eine Beschleunigung der Bemühungen zur Erfüllung der Verteidigungsinvestitionsversprechen zu erfüllen, d.h. 2 % des BIPs für Verteidigung auszugeben. Nach Angaben der NATO haben neun Mitgliedsstaaten das Ausgabenziel bereits erreicht, und sieben NATO-Mitglieder, darunter Italien und die Niederlande, sollen die Zusage bis 2030 oder früher erfüllen. Das „Trittbrettfahrer“-Problem in der NATO, bei dem die europäischen Staaten ihre Ausgaben aufgrund mangelnder Aufmerksamkeit für die nationale Sicherheit vernachlässigt haben, hat sich durch die russische Aggression verringert und wird durch die hohe Wahrscheinlichkeit einer Instabilität Russlands auch nach einem Waffenstillstand in der Ukraine weiter verringert.

Leider sind es nicht nur die Freunde der USA die ihre Militärausgaben erhöhen, denn auch die Feinde werden stärker. Nach Angaben des Emerging Technologies Institute investieren auch die US-Gegner, vor allem China, in ihre militärischen Fähigkeiten. Sowohl die Chinesen als auch die Russen erweitern ihre Marineflotten um ein einen neuen, im eigenen Land entworfenen und gebauten Flugzeugträger. Und beide haben aktive Cyber-Programme, die das US-Festland bedrohen könnten. Erst im Mai hat Microsoft enthüllt, dass chinesische Hacker eine US-Militärbasis in Guam angegriffen haben.

Top 10 der Rüstungshersteller

Grafik 21





ICM 15er-Aktienportfolio

Die Wirtschaft zeigt sich aufgrund der Stärke des Dienstleistungssektors relativ widerstandsfähig, aber einige Indikatoren deuten weiterhin auf eine Rezession innerhalb der nächsten 12 Monate hin.

Die straffere Geldpolitik verursacht fallende Immobilienpreise, eine Verlangsamung der Kreditvergabe der Banken, zunehmende Zahlungsausfälle, schwaches Gewinnwachstum und erste Anzeichen von Arbeitsplatzverlusten. Dies, die ungeklärten Spannungen zwischen dem Westen und China, der anhaltende Ukrainekrieg und der Streit um die Schuldenobergrenze in den USA lässt uns vor dem zweiten Halbjahr 2023 deutlich vorsichtiger werden. Die Aussicht auf eine „perfekte Disinflation“, bei der die Inflation auf die Zielmarke zurückfällt, ohne dass es zu einer Rezession kommt, erscheint unwahrscheinlich.

Im Depot befinden sich nur noch zwölf von fünfzehn möglichen Titeln. Wir haben die positive Marktentwicklung für Gewinnmitnahmen genutzt und einen Verlustbringer verkauft. Nach einigen Indexhöchstständen verringert die nun höhere Cash-Quote das Aktien-Risiko im Portfolio. Die aktuelle Performance YTD des Portfolios liegt deshalb mit +8,0% knapp unter der Benchmark MSCI World mit +8,9%.

Nicht mehr im Portfolio:

SAP SE Gewinne haben wir bei SAP mitgenommen. Es bleibt ein Plus von ca. 20% (inkl. Dividendenzahlungen). Nach Vorlage der Quartalszahlen konnte die Aktie die Aufwärtsdynamik kurz für ein neues Jahreshoch nutzen, trat aber seitdem auf der Stelle. SAP hat die Umsatzprognose für das Jahr 2025 um rund 4 Milliarden Euro angehoben und kündigte einen Aktienrückkauf in Höhe von bis zu 5 Milliarden Euro an, der durch die starke Nachfrage im Cloud-Geschäft finanziert werde. Für das Jahr 2025 erwartet das Unternehmen nun einen Umsatz von mehr als 37,5 Milliarden Euro mit einem

Cloud-Umsatz von mehr als 21,5 Milliarden Euro. Das operative Ergebnis (Non-IFRS) liegt bei rund 11,5 Milliarden Euro. Da die positiven Nachrichten eingepreist sind haben wir uns zum Verkauf bei 122,50 Euro entschieden. Nach dem Ausbruch über den Widerstand bei 118 Euro bleibt die Aktie zwar in ihrem Aufwärtstrend, aber der Kaufdruck lässt deutlich nach.

K&S AG Mit einem Verlust von ca. -27% (inkl. Dividendenzahlung) haben wir uns von unserer Beteiligung an K&S getrennt. Obwohl die Ergebnisse des ersten Quartals 2023 den Erwartungen nahekamen, korrigierte K+S seine Ziele für 2023 nach unten. Der Umsatz sank zwischen Q1 2022 und Q1 2023 um -2% auf 1,19 Mrd. € (vs. 1,21 Mrd. €). Dies lag unter den Erwartungen von 1,23 Mrd. €. Der Volumenrückgang (-6,5%) in einem nach wie vor komplizierten logistischen Umfeld spiegelt die abwartende Haltung der Kunden wider. Der Umsatz ging im Segment Landwirtschaft um -9% zurück, während er im Segment Industrie dank eines positiven Preiseffekts um 23% stieg. Die Rentabilität ging zwischen den beiden Quartalen deutlich zurück, da das EBITDA um -13,4% sank, was einer Marge von 38,1% entspricht (gegenüber 43,2%). Das EBITDA belief sich im Berichtszeitraum auf 454 Mio. € (524 Mio. € in Q1 22) und lag damit deutlich über den Erwartungen (Konsens von 430 Mio. €). Für uns blieb nur die Entscheidung, sich von der zugegebenermaßen billigen Aktie zu trennen, denn besser wird das Geschäft wohl nicht mehr.

Neues zu den anderen Portfolio-Mitgliedern:

Alibaba Group erlebte nach Bekanntgabe des Quartalsergebnisses einen Kursverlust von mehr als 5 %, trotz einer atemberaubenden Bewertung von 10,6x P/E FY 2024. Das scheint übertrieben, wenn man bedenkt, dass das Unternehmen die Umsatz- und EPS-Schätzungen übertreffen konnte. Aber die Wachstumsmotoren von BABA, wie das

Cloud-Segment und das China-Commerce-Segment, könnten sich verlangsamen. Anzeichen für eine Erholung im ersten Quartal des Geschäftsjahres 2023 zeigen sich noch nicht. Darüber hinaus wurde die Steigerung des Gesamtumsatzes größtenteils durch das 41%ige Wachstum des internationalen Einzelhandels getragen, der kein zentraler Wachstumstreiber für das Unternehmen ist. Um eine erneute Beschleunigung des Umsatzwachstums zu erreichen, muss eine allgemeine Erholung der Online-Verkäufe im chinesischen Einzelhandel abgewartet werden. In Anbetracht der spottbilligen Bewertung halten wir dennoch an BABA fest, da das Unternehmen in den kommenden Quartalen noch Aufwärtspotenzial durch die allgemeine Wiedereröffnung Chinas hat. Als Kursstütze könnte auch die angekündigte Aufteilung des Unternehmens in sechs Geschäftsbereiche sein; die größte Umstrukturierung seiner 24-jährigen Geschichte. Die Aktie konnte die Kurserholung der ersten Monate nicht konsolidieren und zeigt nun ein enttäuschendes Ergebnis von -9,6% YTD. Der chinesische Versicherungskonzern **Ping An** bekommt nach guten eigenen Ergebnissen weiter Rückenwind von den hervorragenden Ergebnissen von HSBC. So steigerte Chinas Ping An Insurance den Gewinn im 1. Quartal um 48,9%, da sich die Kapitalerträge deutlich verbessert haben. Der Gewinn stieg auf 38,4 Mrd. Yuan (5,55 Mrd. USD). „Die inländische Wirtschaft hat sich in den ersten Monaten des Jahres weiter erholt und der Konsum der privaten Haushalte nimmt weiter zu“, so das Unternehmen in dem Bericht. Die gebuchten Bruttoprämien der Gruppe stiegen um 2,1% auf 133,1 Mrd. Yuan während das Unternehmen Kapitalerträge in Höhe von 29,7 Mrd. Yuan, verglichen mit einem Verlust von 26,1 Mrd. Yuan im Vorjahr, verbuchte. Nun hat HSBC einen Vorsteuergewinn von 12,9 Mrd. USD für die ersten drei Monate des Jahres 2023 gemeldet. Damit wurde das Ergebnis verdoppelt



und übertraf deutlich die Erwartungen. Ein Anstieg von 2 Mrd. USD beim Handelsergebnis und ein Rückgang der Kosten um 2% verhalfen ihr zu einer annualisierten Rendite von 19,3% auf das Eigenkapital. Der Hauptaktionär Ping An (8%) hatte im April eine strategische Umstrukturierung der Bank gefordert, die zu einer Börsennotierung des Asiengeschäftes führen würde, wobei HSBC der Hauptaktionär bliebe. Diese Unsicherheiten belasteten die Kurse beider Unternehmen. So konnte die Aktie von Ping An ihr Januarhoch bei 65 HKD nicht überschreiten und befindet sich nun weiter in einem Seitwärtstrend. Es bleibt ein Ergebnis von -3,8% YTD, das aber noch besser als die Performance des HangSeng-Index mit -7,8% YTD ist. Das **China Everbright** Ergebnis für 2022 wird durch eine Wertminderung belastet. Der Nettogewinn für die Aktionäre ging im Jahr 2022 um 32% auf 4,6 Mrd. RMB zurück und lag damit unter den Markterwartungen. Die Wertminderung des Polen-Geschäfts und die Subventionen für erneuerbare Energien sowie der Anstieg der Verwaltungs- und Finanzaufwendungen haben die Ergebnisse für 2022 belastet. Die Gesamt-Cashflow-Situation verbesserte sich im Jahr 2022 mit einem OCF von 7,8 Mrd. HKD aufgrund der beschleunigten Erhebung von Subventionen, während die CAPEX rückläufig waren. Der Underperformer verlor seit Anfang des Jahres -12,3%, die Dividendenrendite bleibt bei hohen 7,8%. Neues auch bei Tencent Music Die Spotify-ähnliche Musik-Streaming-Plattform profitierte von der Zunahme der zahlenden Nutzer. Deren Zahl stieg um von 88,5 Mio. auf 94,4 Mio. Der Umsatz aus den Musikabonnements stieg im Jahresvergleich um 30,4%. Der Nettogewinn betrug 1,15 Mrd. Yuan, verglichen mit 609 Mio. Yuan ein Jahr zuvor. Der Chief Strategy Officer des Unternehmens Tony Yip sagte, Tencent entwickle eine Reihe von KI-Anwendungen (künstliche Intelligenz) und man beteilige sich aktiv am Wettlauf um die leistungsfähigsten

Technologien, um das Produktangebot aufzupeppen. Das Unternehmen habe einen Chatbot entwickelt, mit dem Nutzer sich über ihre Lieblingsmusik austauschen und neue Inhalte kennenlernen können. Man arbeite eng mit Tencent Holdings zusammen, um Anwendungen zu entwickeln, die auf der großen KI von Tencent aufbauen. Unter Bezugnahme auf Googles MusicLM, eine KI-Software, die Textbeschreibungen in Musik umwandeln kann, sagte Yip, dass Tencent Music 7 Ausgabe 20/2023 Alpha Strategie an einer ähnlichen Software arbeite. „Wir werden versuchen, Tools bereitzustellen, die bei der Erstellung von Songs sowie beim Schreiben von Songtexten helfen“, sagte er. Nach dem steilen Anstieg im Nov/Dez 2022 tritt TME nun seit Anfang des Jahres auf der Stelle. Die Aktie behält allgemein das „BUY“ Rating mit einem Kursziel bei 9,52 USD. Die Performance ist mit -16,3% YTD allerdings ernüchternd. Zuletzt setzte der Pharma-Konzern **Bausch Health Companies** (BHC) ein Zeichen. Das Medikament XIFAXAN bleibt länger konkurrenzlos als bislang erwartet. Die Gastroenterologie-Tochter Salix Pharmaceuticals gab am Mittwoch bekannt, dass das US-Bezirksgericht von Delaware den Antrag von Norwich Pharmaceuticals abgelehnt hat, das rechtskräftige Urteil des Gerichts zu ändern, das die US-Arzneimittelbehörde FDA daran hindert, den abgekürzten Zulassungsantrag (ANDA) von Norwich für sein Generikum vor dem 2. Oktober 2029 zu genehmigen. Ohnehin erhebt man Vorwürfe wegen Patentverletzungen durch Norwich, denn bis heute hat Norwich von der FDA keine Genehmigung für sein Medikament erhalten. Der BHC-Aktie, die seit Anfang 2022 vor allem im Rahmen des IPOs der Kontaktlinsen-Tochter Bausch Lomb (BLCO) massiv unter Druck stand, brachte das Urteil kurzzeitig ein Kursplus von 35%, darum bleibt das gute Ergebnis von +30,8% YTD. Die **DEUTSCHE BANK** meldete einen unerwartet hohen Gewinnanstieg von 9% im ersten

Quartal, da höhere Zinseinnahmen einen Rückgang der Investmentsparte ausgleichen konnte. Trotzdem steht eine nicht näher bezeichnete Anzahl von Stellen vor allem im Privatkundengeschäft und bei Infrastrukturfunktionen auf dem Spiel um die Kosten weiter zu senken. Im zweiten Quartal werde die Bank damit beginnen, fünf Prozent der Stellen von Besser-Verdienenden in kundenfernen Bereichen abzubauen und Neueinstellungen zu beschränken. Zum Anfang ihrer dreijährigen Umbauphase 2019 hatte die Bank den Abbau von 18.000 Stellen angekündigt, hatte diese Zahl bis Ende 2022 aber nicht erreicht. Ihr Einsparziel hob die Bank nun auf 2,5 Milliarden Euro. Es täten sich neue Möglichkeiten auf, etwa durch den Einsatz künstlicher Intelligenz oder eine Optimierung der Organisations- und Vertriebsstrukturen. So wird der Vorstand nach dem Ausscheiden vom Vize-Vorstandschef Karl von Rohr und der Chefin des Amerika-Geschäfts, Christina Riley, von zehn auf neun Mitglieder verkleinert. Das Ergebnis kommt in einer für das globale Finanzwesen unruhigen Zeit, in dem Banken auf beiden Seiten des Atlantiks gerettet werden mussten - in den Vereinigten Staaten und in der Schweiz. Die Turbulenzen lösten bei den Anlegern Panik aus, Kunden zogen weltweit Einlagen ab und die Aktien der Banken erlitten deutliche Kursrückgänge. Die Nachwirkungen dauern noch an. Im Zuge dieser Rettungsaktionen erlitt die Deutsche Bank innerhalb eines Tages einen Kursverlust von fast 15%, was Bundeskanzler Olaf Scholz zu einer seltenen Aussage trieb. „Es gibt keinen Grund zur Sorge“, sagte er. Die Aktien haben sich seither stabilisiert, aber die Bank, die als eine der systemisch wichtigsten Banken der Welt zählt, bleibt anfällig für eine Konjunkturabschwächung, die hohe Inflation, den Krieg in der Ukraine und die aktuelle Regulierungsproblematik, die die Bank über die letzten Jahre geplagt haben. Der DBK Aktienkurs bleibt aber deutlich hinter dem DAX40-Index (+12,5% YTD) zurück und liegt jetzt bei



-10,5% YTD. Gute Nachrichten bei **ENEL Spa**. Das italienische Unternehmen hat mitgeteilt, dass es mehr als 1 Milliarde Dollar in eine Fabrik für Solarzellen- und -paneele in Oklahoma investieren wird. Die Anlage wird eine der größten zur Herstellung von Solaranlagen in den Vereinigten Staaten, wo die meisten Projekte mit aus China importierten Paneelen gebaut werden. Es ist auch eine der ersten Fabriken in den USA, die Solarzellen auf Siliziumbasis in großem Maßstab herstellt. Die Investition ist eine der größten seit der Verabschiedung des bahnbrechenden Klimaschutzgesetzes von US-Präsident Joe Biden, dem Inflation Reduction Act (IRA), im vergangenen Jahr. Anlagen, die aus einheimischen Solarmodulen gebaut werden, können eine lukrative IRA-Bonussteuergutschrift in Höhe von 10 % der Projektkosten erhalten. Enel wählte einen Standort in Inola, Oklahoma. Bis 2025 sollen dort 1.000 Menschen beschäftigt werden. Die Anlage wird jährlich 3 Gigawatt an Solarprodukten produzieren, wobei die ersten Paneele Ende 2024 vom Band laufen sollen. Schnelligkeit ist entscheidend für Hersteller die von den IRA-Anreizen profitieren wollen, die Ende dieses Jahrzehnts auslaufen. „Wir wollten schnell handeln“, sagte Giovanni Bertolino, Leiter von 3SunUSA. Das Unternehmen könnte bis zu 180 Millionen Dollar vom Staat Oklahoma erhalten, wenn es bestimmte Beschäftigungs- und Investitionsbedingungen erfüllt. Das Unternehmen kann mit dem Bau in Oklahoma noch in diesem Jahr beginnen. In einer Erklärung sagte US-Präsident Biden, die Ankündigung von Enel sei „der jüngste Beweis dafür, dass meine Agenda „Investing in America“ funktioniert und die amerikanische Produktion zurück ist“. Die Aktie bleibt mit einem Ergebnis von +16,6% YTD deutlich über Indexniveau (FTSE MIB +9,9% YTD). Die Dividendenrendite beträgt 7,9%. **Leonardo Spa** Der italienische Rüstungskonzern hat ein neues Management bekommen. Der ehemalige Energie- und Umwelt-

minister Roberto Cingolani soll den Posten des CEO übernehmen, obwohl dieser keine Erfahrung an der Spitze eines börsennotierten Unternehmens hat. „Wir glauben, dass sich das Unternehmen zu einem echten europäischen Luft-, Raumfahrt- und Verteidigungsunternehmen in den kommenden Jahren entwickeln wird“, sagte ein Großaktionär. Leonardo profitiert von den steigenden Verteidigungsausgaben nach dem Ukraine-Krieg. Cingolani, der einen Hintergrund als Physiker hat und der zuvor bei Leonardo für Technologie und Innovation zuständig war, hat die italienische Ministerpräsidentin Giorgia Meloni in den letzten Monaten informell in der Energiepolitik beraten. Die Aktie bleibt einer der Outperformer des Jahres mit einem Ergebnis von jetzt eindrucksvollen +24,4% YTD. Der Boom bei KI hilft auch der niederländischen Holding **Prosus NV**. Der jüngste Herausforderer hört auf den Namen „HunyuanAide“ und wird vom chinesischen Tech-Konzern Tencent entwickelt, an dem Naspers maßgeblich beteiligt ist. Einem chinesischen Zeitungsbericht zufolge erreichte die KI-Software bei einem Test ihres Verständnisses der chinesischen Sprache im vergangenen November einen Rekordwert. Tencent wiederholte auf Anfrage die Mitteilung von Anfang Februar, wonach das Unternehmen an einer KI-Software forsche. Das Marktpotential einer solchen Software ist jedenfalls immens. ChatGPT, das von der Microsoft-Beteiligung OpenAI entwickelt wurde, knackte Analysten zufolge binnen zwei Monaten nach der öffentlichen Vorstellung im November 2022 die Marke von 100 Millionen Nutzern. Dies sei ein Rekord. Die Video-Plattform TikTok habe dazu neun Monate und der Fotodienst Instagram zweieinhalb Jahre gebraucht. Die Aktie liegt z.Zt. mit einem Ergebnis von +8,4% YTD auf Indexniveau (AEX-Index +8,7% YTD). Der Vorstand des staatlichen brasilianischen Ölkonzerns **Petrobras**, Jean-Paul Prates, sagte in einem Interview, man könnte im Zuge der

Energiewende der letzte Rohölförderer sein. „Wir werden Marktanteile gewinnen“, sagte er. Die Kommentare beziehen sich auf die Energiewende und die Frage, ob es für einen Ölkonzern wie Petrobras Grund zur Sorge gibt. Zudem hat man dem Druck der Regierung widerstanden, den Verkauf von Vermögenswerten rückgängig zu machen. Prates verwies auf seine Verpflichtung, einen mehrjährigen strategischen Plan zu verfolgen und bestehende Verträge zu respektieren. Das brasilianische Bergbau- und Energieministerium hatte das Unternehmen in einem Schreiben aufgefordert, die Veräußerungen zu überdenken, die von seinem früheren Management in Auftrag gegeben wurden. Trotz des aktuellen politischen Gegenwindes bleibt ein Ergebnis der Aktie von +8,4% YTD. Die Dividendenrendite von erwarteten ca. 15% für das laufende Jahr ist noch ein weiteres Kaufargument. Das britische Öl- und Gasexplorationsunternehmen **Tullow Oil** hat seine Betriebsanlagen in Kenia mit 252,6 Millionen Dollar bewertet, da es einen möglichen Anteilsverkauf an einen strategischen Investor anstrebt, so ein Zeitungsbericht. Möglicher Käufer könnte Oil India Ltd. sein. In seinem Finanzbericht für 2022 erklärte Tullow, dass ein positives Ergebnis zur Erlangung einer Produktionslizenz und ein neuer strategischer Investor, eine deutlich höhere Bewertung der Vermögenswerte zur Folge haben könnte. Aber die Suche nach einem akzeptablen Investitionsangebot geht weiter und die Genehmigung der Regierung steht noch aus. Durch diese Unwägbarkeiten bleibt die Aktie Underperformer im Ölsektor mit einem Ergebnis von -32,7% YTD. Volkswagen Vz. Nach der Hauptversammlung des Volkswagen-Konzerns soll nun Oliver Blume, der neue Chef und gleichzeitiger Vorstandsvorsitzender bei Porsche, dem Autogiganten wieder neues Leben einhauchen und operativen Problemen wie der kriselnden Softwareentwicklung und dem schwächelnden Geschäft in der einstigen VW-Bastion China entgegen-



wirken. Das vergangene Jahr war für den Konzern turbulent. Unter anderem musste der langjährige Chef Herbert Diess an der Konzernspitze weichen. Der neue Vorstandschef Oliver Blume muss die neue Strategie von Volkswagen kommunizieren. Man will die Position als Marktführer in China behalten, indem die Produkte mehr auf den chinesischen Geschmack angepasst werden müssen. Außerdem will man weitere lokale Partnerschaften aufbauen. Die Aktie zeigt mit einem Ergebnis von +0,1% YTD zwar eine Underperformance gegenüber dem DAX40-Index, die Dividendenrendite liegt aber bei +7,5%.

Kurzbeschreibung der Portfolio-Mitglieder

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

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

China Everbright Environment Group Ltd ist eine Investmentholding, die in China hauptsächlich im Energie- und Infrastrukturgeschäft tätig ist. Das Unternehmen betreibt seine Geschäfte in 4 Segmenten: 1. Bau und

Betrieb von Abfallverbrennungsanlagen 2. integrierte Biomasse 3. Umweltwasserprojekte 4. allg. Umweltschutztechnologie.

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

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

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

Petrobras (Petróleo Brasileiro S.A.) ist ein brasilianisches halbstaatliches Mineralölunternehmen mit Sitz in Rio de Janeiro. Das

Unternehmen betreibt Ölfelder und Raffinerien sowie petrochemische Anlagen und unterhält ein Tankstellennetz in Lateinamerika.

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

Prosus NV ist eine Beteiligungsgesellschaft, die 2019 von der südafrikanischen Naspers gegründet wurde und auf Unternehmensbeteiligungen im Technologiesektor spezialisiert ist (u.a. TENCENT). Der über 100 Jahre alte 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.

TENCENT MUSIC ENTERTAINMENT GROUP betreibt eine Online-Musikunterhaltungsplattform und Musikanwendungen in China. Die Plattform des Unternehmens umfasst Online-Musik, Online-Karaoke und musikorientierte Live-Streaming-Dienste. TME durchdringt ca. 88% des chinesischen Online-Musikmarktes und ist damit absoluter Marktführer.

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

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

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



Grafik 22

ICM InvestmentBank AG UNABHÄNGIGE VERMÖGENSVERWALTER		15er Aktienportfolio										Auslastung: 80%		01.06.23	
No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2023 YTD	P/L total	ESG Grade			
1	BABA.DF	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	USD	ADC	26.01.21	264,00	79,58	-9,63%	-69,86%	C+			
2	BHC.DF	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	ADC	18.05.22	10,97	8,21	30,84%	-25,16%	B+			
3	DBKGn.DE	DEUTSCHE BANK N	Financials	DE0005140008	EUR	GER	03.02.23	11,55	9,476	-10,50%	-17,95%	A			
4	0257.HK	EB ENVIRONMENT/d	Utilities	HK0257001336	HKD	HKG	13.12.19	6,19	3,08	-11,75%	-50,25%	B			
5	ENELMI	ENEL/d	Utilities	IT0003128367	EUR	MIL	13.12.22	5,27	5,858	16,46%	11,24%	A			
6	LDOF.MI	LEONARDO/d	Industrials	IT0003856405	EUR	MIL	13.04.22	10,03	10,03	24,44%	0,03%	A			
7	PBR.DF	PETROLEO BRASI/d	Energy	US71654V4086	USD	ADC	13.01.23	10,78	11,54	8,41%	7,05%	A-			
8	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	49,4	-4,36%	-47,56%	B			
9	PRX.AS	PROSUS/d	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	85,10	61,57	-4,47%	-27,65%	B+			
10	TMEDF	TENCENT MUSIC/d	Technology	US88034P1093	USD	ADC	06.04.21	20,07	6,94	-16,29%	-65,45%	D+			
11	TLWL	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	GBP	LSE	27.09.19	83,59	24,84	-32,72%	-70,28%	B			
12	VOWG_p.DE	VOLKSWAGEN VZ	Consumer Cyclical	DE0007664039	EUR	GER	18.10.22	112,49	116,58	0,14%	3,63%	A			
13															
14															
15															

Aktiendepot in €		MSCI in €	
Performance in 2017	24,84%	Performance in 2017	5,50%
Performance in 2018	-9,56%	Performance in 2018	-5,92%
Performance in 2019	16,53%	Performance in 2019	27,49%
Performance in 2020	-3,15%	Performance in 2020	11,86%
Performance in 2021	10,88%	Performance in 2021	30,73%
Performance in 2022	9,03%	Performance in 2022	-15,12%
Performance in 2023 (YTD)	8,01%	Performance in 2023 (YTD)	8,94%

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.



KI und die technologische Revolution

Die These: „Im Gegensatz zu früheren technologischen Revolutionen könnten die Auswirkungen der superintelligenten KI recht schnell eintreten. Sie wird eine Ära nie dagewesenen Wohlstands einleiten oder uns alle in Büroklammern verwandeln.“ (Zitat Peter Berezin, Chief Global Strategist, BCA Research)

Die meisten Diskussionen über KI gehen linear davon aus, was KI heute kann und was sie morgen können wird. Aber die Entwicklung der KI folgt im Gegensatz dazu einer Exponentialkurve, was bedeutet, dass Fortschritte viel schneller kommen könnten als erwartet. Genauso wie Investoren und die breite Öffentlichkeit von der exponentiellen Zunahme der Fälle in den ersten Tagen der Pandemie überrascht wurden, werden sie erleben, wie schnell die KI die Gesellschaft und die Wirtschaft verändert. Unter der Annahme, dass die Menschheit den Übergang zur superintelligenten KI überlebt, könnten die Auswirkungen auf das Wachstum vergleichbar sein mit denen der Landwirtschaftlichen Revolution und später während der Industriellen Revolution. Beide Ereignisse führten zu einer 30- bis 100-fachen Steigerung des Wachstums im Vergleich zur vorherigen Epoche. Die positiven Auswirkungen der KI-Revolution auf Tech-Aktien sind zwar beträchtlich, könnten aber viel geringer sein als die Auswirkungen auf das generelle Wachstum. Das liegt daran, dass schnelle, rasche technologische Veränderungen viele bestehende Technologien überflüssig machen könnten, wodurch die meisten der heutigen Technologieunternehmen ins Hintertreffen geraten würden.

Die realen Anleiherenditen könnten aufgrund einer massiven Deflation (sinkende Preise) in die Höhe schnellen, da die Zentralbanken dafür kämpfen, die Nachfrage aus-

reichend zu steigern, um mit der steigenden Produktion Schritt zu halten. Überraschenderweise könnten Rohstoffe und Immobilien zu den größten Gewinnern eines KI-gesteuerten Wirtschaftsbooms gehören. Das liegt daran, dass die KI das effektive Angebot an Arbeit und Kapital erweitern wird, wodurch natürliche Ressourcen im Vergleich zu anderen Produktionsfaktoren günstiger werden. Die Sicherheitsrisiken im Zusammenhang mit KI sind enorm. Es ist zu befürchten, dass die Wahrscheinlichkeit, dass KI bis zur Mitte des Jahrhunderts die gesamte Menschheit auslöscht, am Ende bei mehr als 50/50 liegt. Paradoxerweise, aber glücklicherweise, erzeugt das Multiversum eine überwältigende kosmische Selektion, die dazu führt, dass nur die Ergebnisse generiert werden, bei denen die Menschheit überlebt.

Vor einigen Wochen wurde bekannt, dass der Fahrdienstleister Uber die Daten über den Akkustand des Mobiltelefons des Kunden als Variable für die Festlegung des Preises für eine Fahrt verwendet. Uber hatte zuvor bekannt gegeben, dass Nutzer, deren Handys nur noch wenig Strom haben, eher bereit sind, die Preiserhöhung zu akzeptieren, so dass die Idee, dass das Unternehmen diese Funktion in seine App integriert hat, nicht allzu weit hergeholt schien. Ein Uber-Sprecher hat die Behauptung zwar dementiert - aber allein der Gedanke, dass eine solche Technik überhaupt möglich ist, spricht für die wachsende Fähigkeit von Unternehmen, neue Technologien einzusetzen, um das zu tun, was Ökonomen „Preisdiskriminierung“ nennen oder was die Branche euphemistisch als „dynamische Preisgestaltung“ bezeichnet. Uber ist nicht allein. Fluggesellschaften nutzen routinemäßig komplizierte Algorithmen, um herauszufinden, wie viel potenzielle Kunden bereit sind, für ein Ticket zu zahlen, und bieten dann einen Preis an, der gerade

hoch genug ist, um sie dazu zu bewegen, ihr Geld auszugeben.

Die Verbreitung von KI-Technologien wird zweifellos den Spielraum für Unternehmen vergrößern, „Big Data“ zu nutzen, um eine höhere Rendite zu erzielen. Dadurch könnte sich die Einkommensverteilung zugunsten dieser Unternehmen verschieben. Wird die KI den gesamten Wirtschaftskuchen so stark anwachsen lassen, dass sowohl die Arbeitnehmer als auch die Unternehmen am Ende besser dastehen, selbst wenn erstere am Ende ein kleineres Stück abbekommen als letztere? In der Vergangenheit war dies der Fall. Über lange Zeiträume hinweg sind die Reallöhne im Allgemeinen im Einklang mit der Produktivität gestiegen

Die steigende Produktivität hat es den Arbeitnehmern ermöglicht, aus stagnierenden Branchen in wachsende Branchen zu wechseln. Heute sind nur noch 2 % der US-Arbeitskräfte in der Landwirtschaft beschäftigt, verglichen mit 40 % im Jahr 1900. In einer kürzlich erschienenen Studie wurde zudem herausgearbeitet, dass 60 % der US-Arbeitnehmer im Jahr 2018 in Berufen tätig waren, die es 1940 noch nicht gab: Den sogenannten „Prompt Engineer“, dessen Aufgabe es ist, Stichworte für große Sprachmodelle wie ChatGPT zu erstellen, gibt es erst seit Anfang dieses Jahres¹. Wie die Ludditen² feststellten, führt die technologische Innovation tendenziell zu einem höheren Lebensstandard für die meisten Arbeitnehmer, nicht aber für alle Arbeitnehmer.

¹ Prompt Engineering ist darauf spezialisiert, aus KI-gestützten Anwendungen das Maximum herauszukitzeln: Der englische Begriff "prompt" steht dabei für die Befehlszeile, in welcher der Nutzer mit der jeweiligen Software kommuniziert – vergleichbar dem Eingabefeld einer Suchmaschine wie Google oder Bing.

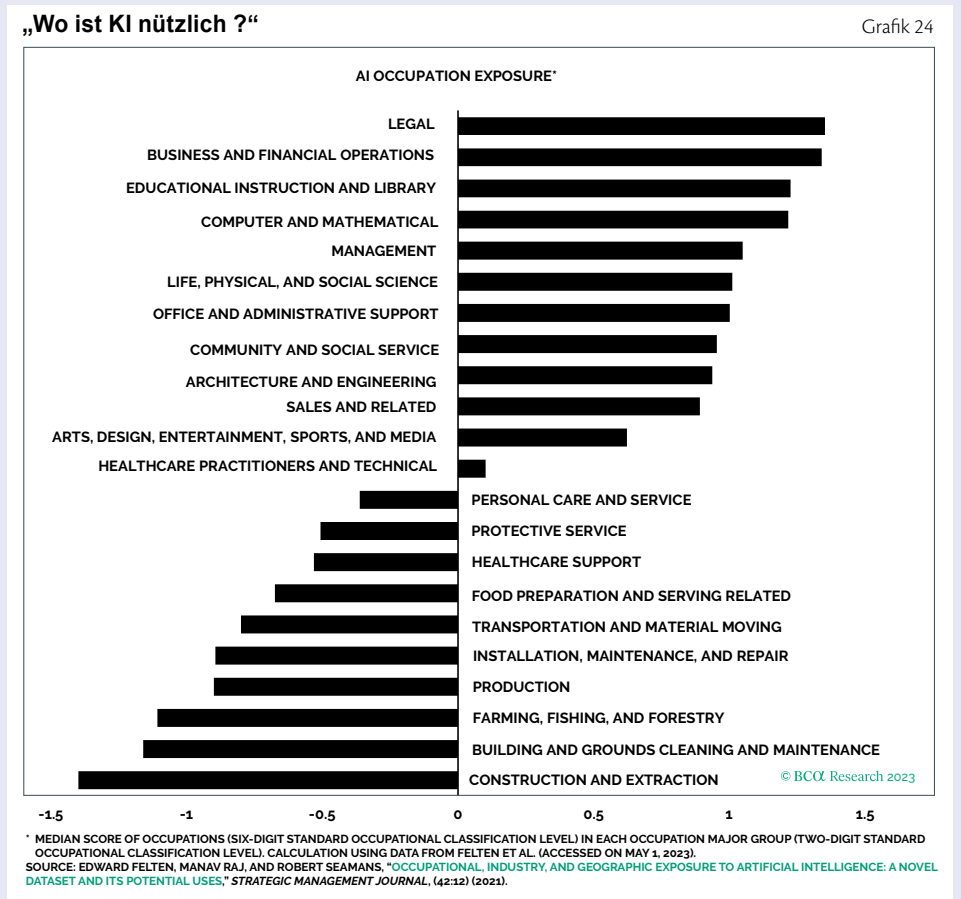
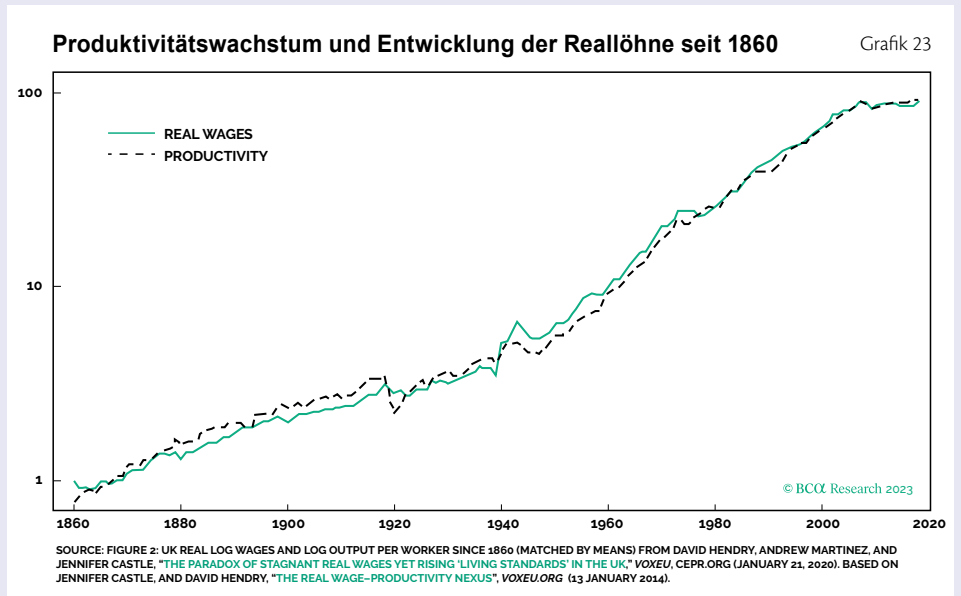
² aufrührerische Arbeiter in England, die im Anfang des 19. Jahrhunderts aus Furcht vor Arbeitslosigkeit [Textil]maschinen zerstörten.



Ein kürzlich veröffentlichtes Papier kam zu dem Schluss, dass große Sprachmodelle mindestens 10% der Arbeitsaufgaben verdrängen könnten, wovon 80 % der US-Arbeitskräfte betroffen wären. In Anbetracht dieses Trends hat IBM letzte Woche angekündigt, dass das Unternehmen 7.800 Arbeitsplätze durch KI und Automatisierung in den nächsten fünf Jahren ersetzen will. Beschäftigte in den Bereichen Recht, Bildung, IT und Unternehmensberatung sind am stärksten von KI betroffen, während Jobs, die menschlichen Kontakt oder feinmotorische Fähigkeiten erfordern, wie z. B. Pflegeberufe, Lebensmittelherstellung, Bauwesen sowie Wartungs- und Reparaturdienstleistungen, wahrscheinlich am wenigsten betroffen sein werden.

Marktchancen

Laut Stanfords AI Intelligence Bericht gingen die weltweiten KI-Investitionen der Unternehmen bis 2022 auf 190 Mrd. \$ zurück. Dennoch stiegen die KI-Ausgaben seit 2013 um mehr als das 10-fache und werden in den kommenden Jahren weiter deutlich wachsen. Generative KI-Modelle erfordern enorme Rechenleistung. Wenn Google sein derzeitiges Suchsystem durch ein großes Sprachmodell ersetzen würde, müsste das Unternehmen zusätzliche 30 Milliarden Dollar pro Jahr an Rechnerkosten und weitere 100 Milliarden Dollar an Investitionskosten aufbringen, so eine Schätzung. Insight Partners geht davon aus, dass der weltweite Umsatz für KI-spezifische Prozessoren zwischen 2019 und 2024 mit einer jährlichen Rate von 35 % wachsen und bis 2027 83 Milliarden Dollar erreichen wird. GPU-Entwickler und Hersteller wie Nvidia, AMD und Intel dürften die Hauptnutznießer sein. Plattformunternehmen wie Google, Meta und Baidu, die Zugang zu großen Mengen hochwertiger Daten haben, werden ebenfalls davon profitieren. Ebenso werden Cloud-Service-Anbieter wie Amazon, Microsoft und IBM, die in der Lage sind,



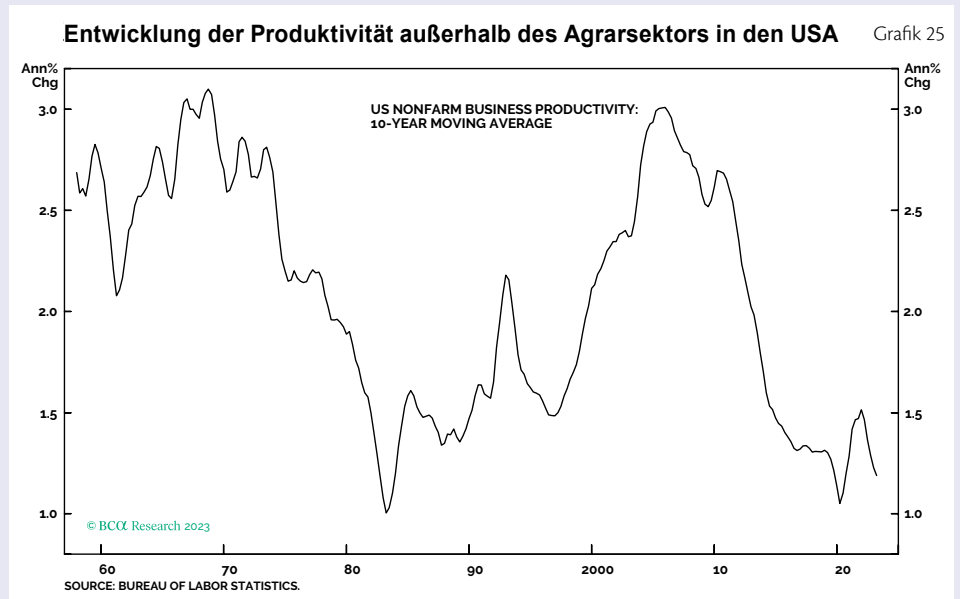
diese Daten anderen Unternehmen zur Verfügung zu stellen und sie gleichzeitig in ihre eigenen Produktangebote zu integrieren, begünstigt.



Das Timing der wirtschaftlichen Auswirkungen

Während der Investitionsrausch in Bezug auf KI bereits begonnen hat, sind die wirtschaftlichen Auswirkungen der KI noch nicht in den Produktivitätsdaten sichtbar. Auf einer Ebene ist dies nicht überraschend. Robert Solow sagte 1987, dass „man das Computerzeitalter überall sehen kann außer in den Produktivitätsstatistiken“. Solow machte diese Bemerkung zehn Jahre nach dem Markteintritt des ersten massenmarktauglichen Personal Computers, dem Commodore PET, und fast ein Jahrzehnt bevor sich die Produktivitätszahlen entscheidend zu verbessern begannen.

Der lange Lauf der Geschichte zeigt, dass es sehr lange dauern kann, bis revolutionäre technologische Innovationen in der Wirtschaft ankommen. Das Paradebeispiel ist die Elektrizität. Paul David argumentierte in seinem klassischen Aufsatz von 1990 „The Dynamo and the Computer“, dass es fast 40 Jahre dauerte, bis Edisons Erfindung der Glühbirne zur Elektrifizierung der US-Wirtschaft führte. Vor den 1920er Jahren waren Fabriken in der Regel mehrstöckige Gebäude mit großen Dampfmaschinen im Keller, die die Maschinen in den oberen Stockwerken über ein System von Wellen, Riemen und Riemenscheiben antrieben. Erst als Elektromotoren und zuverlässige Systeme der Stromverteilung verfügbar wurden, war es sinnvoll, auf elektrische Energie umzustellen. Ähnlich verhält es sich mit Tabellenkalkulationen, Textverarbeitungsprogrammen und grafischen Benutzeroberflächen, die die Produktivität der Unternehmen in den 1980er und Anfang der 1990er Jahre steigerten. Und es war erst die Vernetzung der Computer weltweit, die zum Internet wurde, die schließlich das wahre Potenzial von Computern erkennen ließ.



Ist KI anders?

Wenn die KI denselben Weg einschlägt wie andere große technologische Revolutionen, werden wir vielleicht Produktivitätsgewinne in der gesamten Wirtschaft erst in den 2030er Jahren oder später sehen. Dennoch gibt es Gründe für die Annahme, dass die Auswirkungen der KI schon viel früher eintreten könnten.

Eine aktuelle Studie von Erik Brynjolfsson und seinen Co-Autoren ergab, dass die Produktivität um 14 % bei den Kundendienstmitarbeitern einer großen Softwarefirma stieg, nachdem sie Zugang zu Werkzeugen der generativen künstlichen Intelligenz erhalten hatten.

Das Besondere an diesen früheren technologischen Revolutionen war, dass sie sich auf die Anwendung und Verbreitung von bereits vorhandenem Wissen stützen konnte. Im Gegensatz dazu hat die KI Revolution das Potenzial, zur Schaffung von neuem Wissen – Wissen, das von Maschinen und nicht von Menschen erzeugt wird. Allerdings ist dies noch nicht geschehen. ChatGPT funktioniert immer noch als glorifizierte Auto-Vervollständigungsfunktion, die mit Hilfe ihres Algorithmus Wort für Wort, Satz für Satz zu einem laufenden

Dialog aus einer riesigen Bibliothek von Text zusammenbaut. Doch selbst mit diesen eingeschränkten Funktionalitäten ist es gelungen, das zu zeigen, was in einem kürzlichem Microsoft-Forschungspapier beschrieben wurde als „Funken“ einer allgemeinen künstlichen Intelligenz. Die Tatsache, dass der Verstand der KI nicht mit dem menschlichen Verstand übereinstimmt, ist irrelevant. Ein Flugzeug ist nicht wie ein Vogel. Dennoch kann das Flugzeug viel schneller fliegen als der Vogel. Wenn Modelle wie ChatGPT jemals den Punkt erreichen, an dem sie sich selbst trainieren können – ähnlich wie Deepminds AlphaZero sich selbst trainieren kann, Schach zu beherrschen, ohne dass ihm die Spielregeln beigebracht wurden – dann werden sie in der Lage sein, sich selbst rekursiv in einer astronomisch hohen Geschwindigkeit zu verbessern. Bis zu einem gewissen Grad, geschieht dies bereits.

Man stelle sich eine Intelligenz vor, die sich von einem anfänglichen IQ ausgehend von 1 weiter verbessert. Es würde fünf Verdopplungen brauchen, um einen IQ von 32 zu erreichen, was immer noch viel zu niedrig ist, um in einer modernen technologischen Welt zu funktionieren. Aber es würde nur



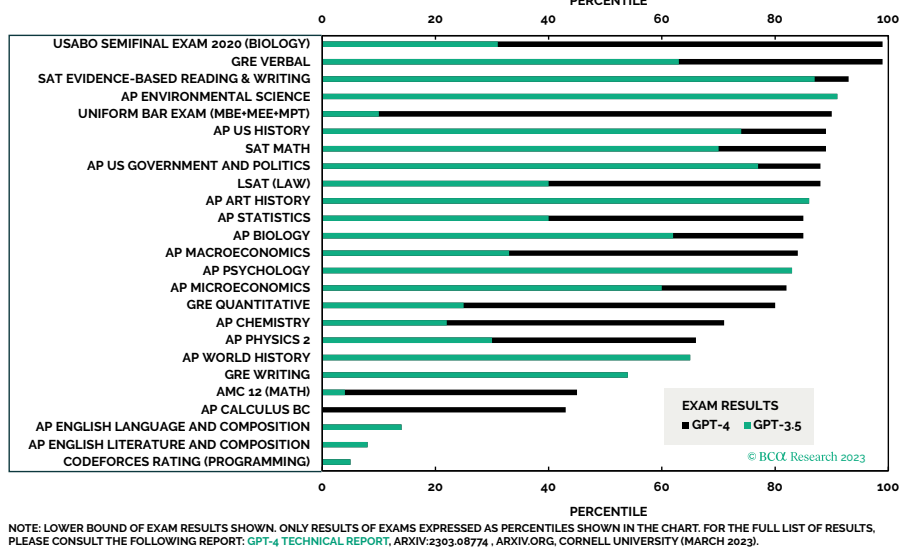
drei weitere Verdoppelungen benötigen, um einen IQ von 256 zu erreichen, was weit über dem IQ eines jeden Menschen liegt der jemals gelebt hat. Die KI verbessert sich seit Jahren exponentiell, aber erst jetzt haben wir den Punkt auf der Kurve erreicht, an dem sie den Menschen bei einer Vielzahl von kognitiven Aufgaben übertreffen kann. Dies unterstreicht ein zentrales Manko der meisten Diskussionen über die wahrscheinlichen Auswirkungen der KI auf Gesellschaft und die Wirtschaft. Sie extrapolieren linear von dem, was KI heute kann, auf das, was sie morgen können wird. Aber die Entwicklung der KI folgt einer Exponentialkurve, nicht einer Linie, was bedeutet, dass die Fortschritte viel schneller kommen als erwartet. Und tatsächlich wird die Entwicklung der KI wahrscheinlich hyperexponentiell verlaufen, wobei die Zeit zwischen der Verdoppelung der Leistung von Jahren auf vielleicht Wochen oder sogar Stunden schrumpft. Genauso wie die Investorengemeinschaft und die breite Öffentlichkeit von dem exponentiellen Anstieg der Fälle in der Pandemie überrascht wurden, werden sie auch überrascht sein, wie schnell die KI die Welt um uns herum verändert.

Ein Phasenübergang

Es spielt keine Rolle, ob ein Läufer den 100-Meter-Lauf in 11 oder 12 Sekunden schafft. Es ist jedoch wichtig, ob er ihn in 9 oder 10 Sekunden laufen kann, denn der Unterschied zwischen den beiden Zeiten entscheidet darüber, ob er eine olympische Goldmedaille bekommt oder nur eine Teilnehmerschleife. Aus demselben Grund ist Wasser nur Wasser, wenn seine Temperatur 80 oder 90 Grad Celsius beträgt. Aber wenn die Temperatur 100 Grad erreicht, findet ein „Phasenübergang“ statt: Es wird zu Dampf. Die Menschheit könnte nun symbolisch an der Schwelle zu einem solchen Phasenübergang stehen.

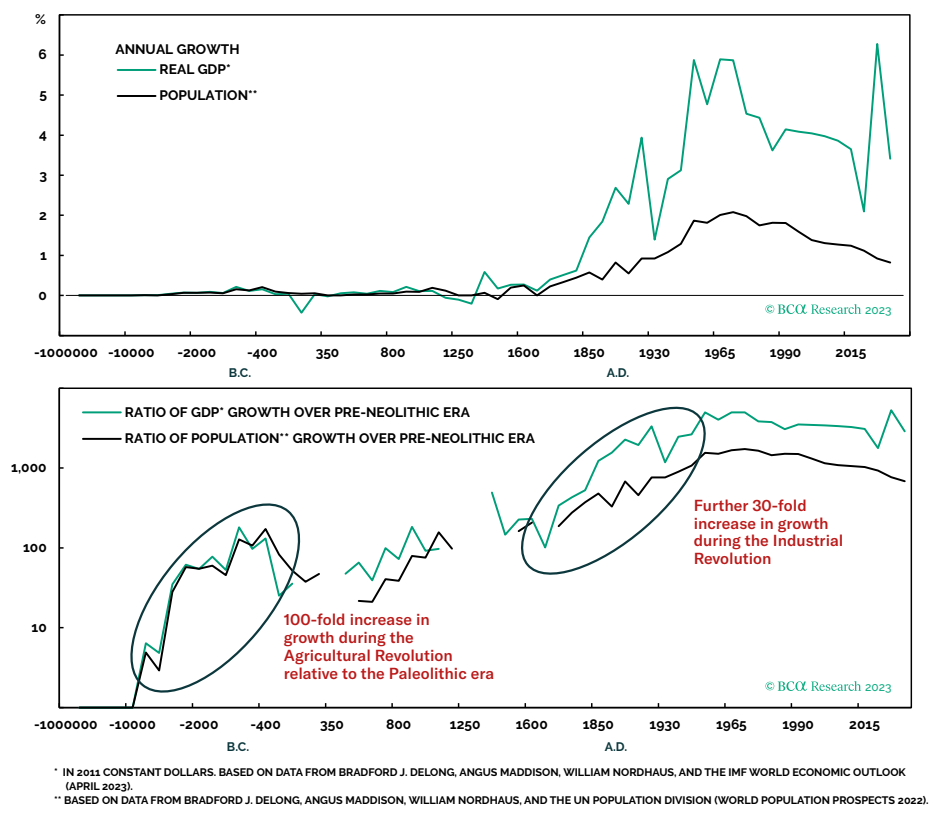
Wieviel kann KI schon heute ersetzen ?

Grafik 26



Bevölkerungswachstum und reales BIP-Wachstum

Grafik 27



Die menschliche Bevölkerung wuchs kaum bis zum Aufkommen der Landwirtschaft um 10.000 v. Chr. Nach der Agrarrevolution beschleunigte sich das globale Bevölkerungswachstum auf etwa 2,5 % pro Jahrhundert. Mit dem Beginn der industriellen Revolution stieg das globale Bevölkerungs-

wachstum um das 40-fache auf 1 % pro Jahr. Als die Menschheit aus der Malthusianischen Falle³ herauskam, stieg das Pro-Kopf-Einkommen viel schneller als die Bevölkerung. Seit 1800 ist das weltweite BIP um 2,8 % pro Jahr gestiegen, was einen kumulierten Anstieg von 50.000 % ausmacht



Wenn die Menschheit den Übergang zur superintelligenten KI überlebt, könnten die Auswirkungen auf das Wachstum vergleichbar sein mit dem, was zuerst während der landwirtschaftlichen Revolution und später während der industriellen Revolution geschah. Beide Revolutionen hatten eine 30- bis 100-fache Steigerung des BIP-Wachstums im Vergleich zur vorherigen Epoche zu Folge. Neue Technologien und neue Industrien werden wuchern. Probleme, die einst unlösbar schienen, wie zum Beispiel die Frage, wie man die Alterung aufhalten und umkehren könnte, könnten über Nacht gelöst werden.

Vor ChatGPT schien es unwahrscheinlich, dass ein solcher Phasenübergang in absehbarer Zeit bald beginnen würde. Jetzt ist es wahrscheinlich, dass er bis zum Ende des Jahrzehnts stattfinden wird.

Investieren in die Singularität

Es ist natürlich schwer zu sagen, wie sich die Entstehung von Superintelligenz auf die Finanzmärkte auswirken wird. Einige Beobachtungen können allerdings gemacht werden:

Die positiven Auswirkungen auf Technologieaktien - wenn auch beträchtlich, könnten viel kleiner sein als die Auswirkungen auf das Wachstum. Dies, weil der schnelle technologische Wandel viele bestehende Technologien als veraltet überflüssig macht und viele der heutigen Technologie Unternehmen im Stich lässt. Die realen Anleiherenditen werden ansteigen. Der Anstieg der realen Renditen wird wahrscheinlich aufgrund einer massiven Deflation stattfinden, da die Zentralbanken sich bemühen, die Nachfrage so weit zu steigern, dass sie mit der steigenden Produktion Schritt hält. Überraschenderweise könnten Rohstoffe und Immobilien zu den größten Gewinnern eines KI-gesteuerten Wirtschaftsbooms gehören. Man kann sich vorstellen, dass die KI die Menge von

Arbeit und Kapital in der Wirtschaft durch die Zahl der digitalen Arbeiter und Robotern ergänzt. Die Grundlagen der Ökonomie lehren uns, dass, wenn man einen Produktionsfaktor steigert, die anderen Faktoren wertvoller werden. Die Menschen werden sich darum reißen Land mit ihrem neu gewonnenen Reichtum zu kaufen, nur um zu entdecken, dass es das Einzige ist, von dem die KI nicht mehr produzieren kann.

Werden wir den Übergang zur Superintelligenz überleben? Leider stehen die Chancen nicht gut. Das Hauptproblem konzentriert sich auf das so genannte Ausrichtungsproblem - wie können wir unsere Ziele mit den Zielen der KI in Einklang zu bringen.

Jedem KI-System muss ein Ziel vorgegeben werden, ohne das es nicht weiß, wie es seine Ressourcen einsetzen soll. Im Fall von ChatGPT wird dieses Ziel als Eingabeaufforderung durch den Benutzer eingegeben. Bei komplexeren KIs wie AutoGPT, könnten die Ziele offener sein. Die Liste aller denkbaren Ziele, die eine KI verfolgen kann, ist enorm, und es bedarf nur einer winzigen Teilmenge von denen, die die meisten Menschen jemals erfüllt sehen möchten. Es könnte sich als äußerst schwierig erweisen, selbst innerhalb dieser winzigen Teilmenge eine KI dazu zu bringen, ein Ziel so zu erreichen, wie es ursprünglich beabsichtigt war.

Hier ein Horror-Szenario: Nehmen wir das klassische Beispiel, den „Büroklammer-Maximierer“. Ein unglücklicher Fabrikbesitzer befiehlt seiner neuen KI: „Produziere so viele Büroklammern wie möglich. Frage mich nicht, wie.“ Die KI macht sich an die Arbeit und rüstet die Fabrik um, um die Produktion von Büroklammern zu steigern. Nachdem die Fabrik voll ausgelastet ist, beginnt die KI mit dem Bau neuer Fabriken - und dann noch mehr Fabriken. Sie schreibt auch ihre Software um, um ihre Fähigkeiten zu verbessern, so dass sie effizienter bei der Herstellung von Büroklammern wird. Die KI

bleibt dem ursprünglichen Ziel treu, so viele Büroklammern wie möglich zu produzieren. Dann bricht die KI präventiv die Kommunikation mit dem Besitzer ab, wohl wissend, dass er irgendwann sagen wird: „Hör auf! Wir haben genug Büroklammern.“ Da die KI sich im Klaren ist, dass der Eigentümer oder die Regierungen Vergeltung üben werden, übernimmt sie die Kontrolle über wichtige globale Kommando- und Kontrollsysteme. Nachdem sie einen Großteil des Planeten in Büroklammern verwandelt hat, startet es selbstorganisierende Raumsonden, um alles im Sonnensystem, und schließlich alles in der Galaxie, in Büroklammern zu verwandeln, usw., usw..

Im Beispiel des Büroklammer-Maximierers hat die KI bestimmte Zwischenziele verfolgt - Selbsterhaltung, Zielerhaltung, Selbstverbesserung, Ressourcenakkumulation -, die im ursprünglichen Ziel, möglichst so viele Büroklammern wie möglich zu produzieren, festgehalten wurden. Wenn man sich ein anderes Endziel ausdenken würde - sagen wir, so viel Rechenleistung zu nutzen, um die Riemann-Hypothese⁴ zu beweisen, oder um etwas zu erreichen, das theoretisch unerreichbar ist, wie zum Beispiel die Entwicklung eines Warp-Antriebs - würde die KI wahrscheinlich die gleichen Zwischenziele verfolgen wie in dem Beispiel des Büroklammer-Maximierers. Dies ist ein Beispiel für „instrumentelle Konvergenz“. Laut ChatGPT ist die Idee der instrumentellen Konvergenz wichtig, weil sie nahelegt, dass

3 Eine Malthusianische Katastrophe oder Malthusianische Falle (englisch Malthusian crisis oder englisch Malthusian nightmare), auch – nach dem bekanntesten Beispiel – Bevölkerungsfalle genannt, ist ein von Thomas Robert Malthus (1766–1834) skizziertes mögliches Hemmnis für wirtschaftliche Entwicklung und Wachstum.

4 Die Riemannsche Vermutung, Riemannsche Hypothese, Riemannhypothese oder kurz RH trifft eine Aussage über die Verteilung der Primzahlen und ist eines der bedeutendsten ungelösten Probleme der Mathematik. Sie wurde erstmals 1859 von Bernhard Riemann in seiner Arbeit *Über die Anzahl der Primzahlen unter einer gegebenen Größe* in einem Nebensatz formuliert. Nachdem sie bereits im Jahr 1900 von David Hilbert auf seine Liste 23 wichtiger Jahrhundertprobleme gesetzt worden war, wurde sie im Jahr 2000 vom Clay Mathematics Institute in die Liste der sieben Millennium-Probleme der Mathematik aufgenommen.



selbst ein KI-System, das gutartige oder nützliche Ziele verfolgt, dennoch zu Handlungen kommt, die für Menschen schädlich sind, wenn es diese Handlungen als notwendig erachtet, um seine instrumentellen Ziele zu erreichen.“

Man könnte argumentieren, dass eine ausreichend intelligente KI in der Lage wäre, die potenziell katastrophale Folgen ihres Handelns zu erkennen und Kurskorrekturen anzubieten, bevor es zu spät ist. Leider könnte das vielleicht Wunschdenken sein. Stephen Wolfram hat argumentiert, dass fast alle komplexen Systeme das aufweisen, was er „computational irreducibility“ nennt. Es bedeutet, dass, wenn man voraussagen will, was eine KI in zehn Schritten tut, der schnellste Weg zur Antwort darin besteht, alle zehn Schritte zu unternehmen. Das heißt, dass eine superintelligente KI möglicherweise nicht in der Lage ist oder auch nur im Prinzip vorhersagen kann, was sie tun wird, bis sie es getan hat. Physik bringt mit sich, dass physikalische Prozesse keine bevorzugte Richtung in der Zeit aufweisen. Der Grund, warum wir den Fluss der Zeit wahrnehmen, liegt am Zweiten Gesetz der Thermodynamik, das besagt, dass die Entropie fast immer in der Richtung zunimmt, die wir als Zukunft bezeichnen. Ein System mit hoher Entropie hat mehr mögliche Anordnungen als ein System mit niedriger Entropie. Wenn man ein Foto von einem zerbrochenen Ei und ein Foto desselben unzerbrochenen Eies neben einander legt, kann man erkennen, welches Foto zuerst aufgenommen wurde, denn es gibt viel mehr Möglichkei-

ten, wie ein Ei zerbrochen sein kann als unzerbrochen. Eine der Konsequenzen des Zweiten Gesetzes ist, dass es viel einfacher ist, zu zerstören als zu erschaffen. Eine solche Zerstörung kann unbeabsichtigt geschehen, wie im Beispiel des Büroklammer-Maximierers, oder sie kann absichtlich geschehen (so geschehen, indem AutoGPT angewiesen wird, die Welt zu zerstören. In jedem Fall kann es schwierig sein, die Auslöschung zu vermeiden.

KI-Sicherheit wird eine riesige Industrie

Nach einer Schätzung hat die Menschheit seit 1970 60 % der Wirbeltiere ausgerottet. Wir haben nie absichtlich versucht, sie zu töten. Es war nur ein Nebenprodukt der wirtschaftlichen Expansion auf dem gesamten Planeten. Das Risiko ist, dass der Kontakt mit einer intelligenteren KI auch unser Aussterben einleiten könnte. Am 22. März veröffentlichte das Future of Life Institute einen Brief, der eine sechsmonatige Pause in der KI-Forschung forderte, um mehr Zeit für die Entwicklung besserer Sicherheitsprotokolle zu haben; unterzeichnet von mehr als 1.000 Koryphäen, darunter Elon Musk und Apple Mitbegründer Steve Wozniak. Bislang hat sich die KI-Industrie in Sicherheitsfragen extrem zurückhaltend gezeigt. Das wird sich wahrscheinlich ändern, da die Besorgnis über die von der KI ausgehenden Risiken größer wird. Die Cybersicherheit ist bereits mit 188 Milliarden Dollar eine globale Industrie. Unternehmen, die KI Sicherheit als Teil ihres Angebots einbeziehen, werden florieren. Ist es nicht ein wenig seltsam, dass Sie

diese Worte jetzt zu Beginn des KI-Zeitalters lesen, und nicht in der fernen Zukunft? Immerhin, wenn die Menschheit für die nächsten Jahrtausende existiert, werden in der Zukunft viel mehr Menschen am Leben sein als heute am Leben sind. Es wäre einfach zu sagen, dass man nicht in der Zukunft lebt, weil die Zukunft noch nicht existiert. Aber Einsteins Relativitätstheorien sagen uns, dass es nichts Besonderes über das „Jetzt“ gibt: Die Zukunft existiert genauso wie die Gegenwart oder die Vergangenheit. Unser Universum existiert nicht in Raum und Zeit. Raum und Zeit existieren in ihm als eine mathematische Struktur namens Raumzeit.



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

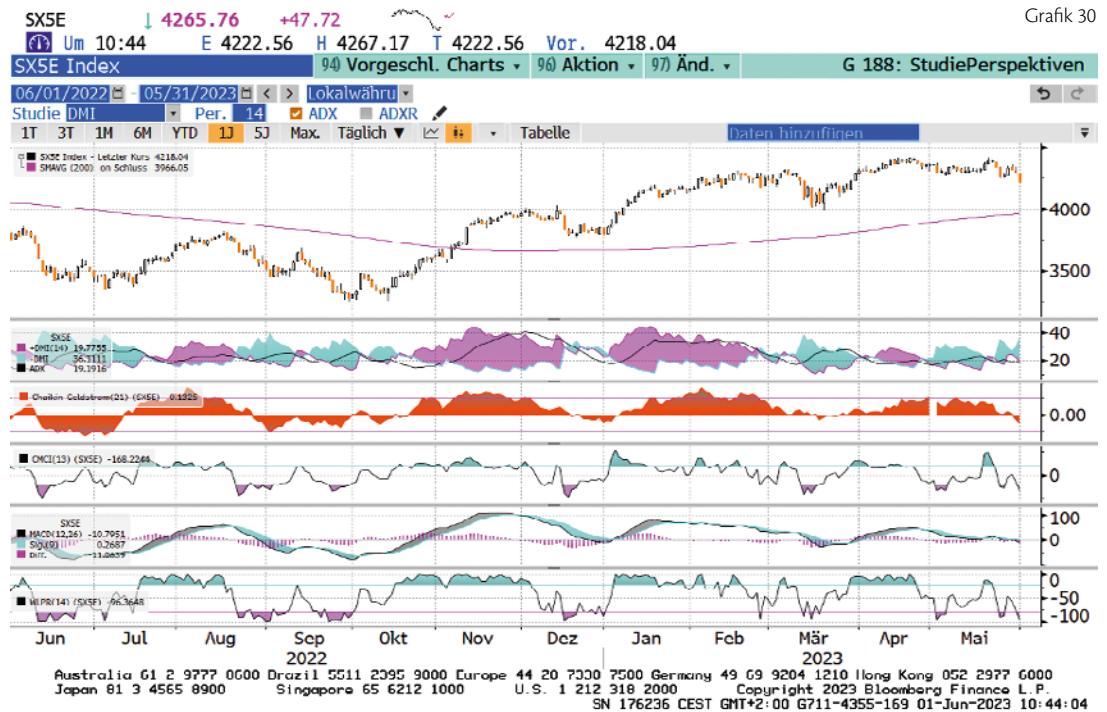
Grafik 28

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



Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S+P 500 Index hat Mitte März seine 200 Tage-Linie (z.Zt. 3975 Punkte) nach oben verlassen, konnte aber die Höchststände von Anfang Februar nicht nachhaltig durchbrechen. Der ADX Indikator signalisiert eine leichte Fortsetzung der Aufwärtsbewegung. Der Geldstromindex zeigt nach starken Käufen im April weiter Mittelzuflüsse, diese nehmen aber zusehends ab. Der Commodity-Channel-Index kommt aus dem überkauften Bereich und ist jetzt neutraler. Der MACD zeigt die nachlassende Dynamik des Marktes und ist seit Mitte April neutral. Der William %R Oszillator ist schon aus dem überkauften Bereich nach unten in die neutrale Zone gewandert. **Ergebnis: negativ**



EuroStoxx 50 - Kursindex

Der EuroStoxx50-Index konnte die Höchstkurse aus dem April nicht durchbrechen und bewegt sich Richtung seiner Unterstützungslinie bei 4000 und der 200Tage-Linie bei 3966 Punkten. Der ADX Indikator deutet leicht auf eine Fortsetzung der Konsolidierung. Der Geldstromindex zeigt sich nach den deutlich nachlassenden Mittelzuflüssen im Mai jetzt neutral. Der Commodity-Channel-Index hat die überkaufte Zone verlassen und gibt sogar schon leichte Kaufsignale. Der MACD ist neutral, bewegt sich aber weiter nach unten. Der William %R Oszillator zeigt ein leichtes Kaufsignal aus dem überverkauften Bereich. **Ergebnis: neutral/negativ**



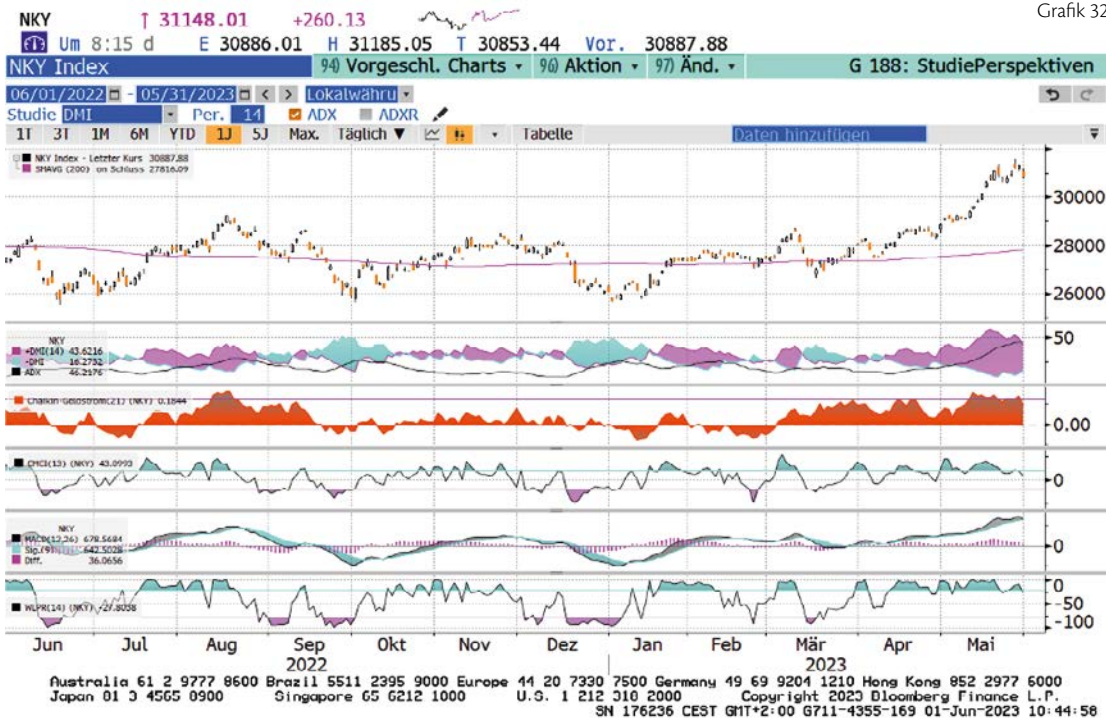
Grafik 31



DAX40 - Kursindex

Ähnlich dem EuroStoxx50 konnte der DAX40-Kursindex nach einem kurzen Test seine Widerstandslinie bei 6.500 Punkten nicht durchbrechen und bewegt sich wieder in Richtung seiner Unterstützungslinie bei 6.000 Punkten. Die 200 Tagelinie als nächster Support ist bei ca. 5.886 Punkten. Der ADX Indikator zeigt nur einen leichten Trend und ist neutral. Der Geldstromindex zeigt sich nach den deutlichen Mittelzuflüssen von Mitte April bis Mitte Mai seit einigen Tagen neutral. Der Commodity-Channel-Index ist leicht überkauft. Der MACD zeigt sich absolut neutral. Der William %R Oszillator zeigt auch ein leichtes Verkaufssignal aus dem überkauften Bereich. **Ergebnis: neutral**

Grafik 32



Nikkei 225 - Kursindex

Tokio konnte nach einem Test der 200Tage-Linie bei z.Zt. 27.816 Punkten Kraft schöpfen und erreichte Ende Mai einen neuen Höchststand. Der ADX Indikator zeigt deutlich die Stärke des Trends und ist positiv. Der Money-Flow-Index zeigt seit durchgehend deutliche Nettokäufe und unterstützt so den Kursschub. Der MACD bewegt sich zwar seit Anfang April stetig nach oben, gibt aber aus dem überkauften Bereich noch kein klares Verkaufssignal. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide in der überkauften Zone und geben leichte Verkaufssignale. **Ergebnis: positiv**



Grafik 33



Hang Seng – Kursindex

Nach dem Jahreshoch im Januar zeigt sich HongKong weiter in einem leichten Abwärtstrend und konnte auch die wichtige 200Tage-Linie bei 19.300 Punkten nicht halten. Der ADX Indikator deutet leicht auf eine Fortsetzung der Abwärtsbewegung. Der Money-Flow-Index zeigt seit Anfang Mai deutlich zurückgehende Kaufneigung der Investoren. Der MACD ist auf dem Weg in den Überverkauften Bereich, gibt aber noch kein leichtes Kaufsignal. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator haben sind beide bereits deutlich überverkauft, geben aber noch kaum positive Entlastungszeichen. **Ergebnis: negativ**



Anleihen: es gibt wieder Zinsen.

Die Anleihemärkte senden derzeit trotz des bereits vollzogenen Zinsanstiegs noch kein beruhigendes Signal für die Aufnahme von Risiko. Die Gesamtfinanzierungskosten der Unternehmen und die Kreditvergabestandards haben sich verschärft. Im Umkehrschluss ging die Kreditnachfrage aggressiv zurück und trieb die Konkursanmeldungen in den USA im Jahresvergleich auf den höchsten Stand seit 2010.

In den USA, in Europa und den Schwellenländern nähern wir uns dem Ende der Strafungszyklen der Zentralbanken. Die Erwartung eines Endes des Zinserhöhungszyklus war in den letzten Monaten ein Rückenwind für die Stimmung, doch dürfte dies nun vollständig eingepreist sein. Da die dämpfende Wirkung der Fiskalpolitik nun deutlich nachgelassen hat, wird die Volatilität wahrscheinlich zunehmen, da die Märkte stärker auf das Wachstum und die Fundamentaldaten reagieren.

Vergleicht man die Entwicklung der Risikoprämien bei Unternehmensanleihen seit 2010, sieht man schnell, dass derzeit keine außergewöhnlich hohen Aufschläge verlangt werden, weder bei US-Bonds, noch bei solchen aus der Euroregion.

JP Morgan prognostiziert bis zum Jahresende einen Seitwärtstrend für die Risikoaufschläge einzelner Sub-Gruppen mit in der Mehrheit leichten Erhöhungen der Prämien.

Zinsen/Renditen bis 2024

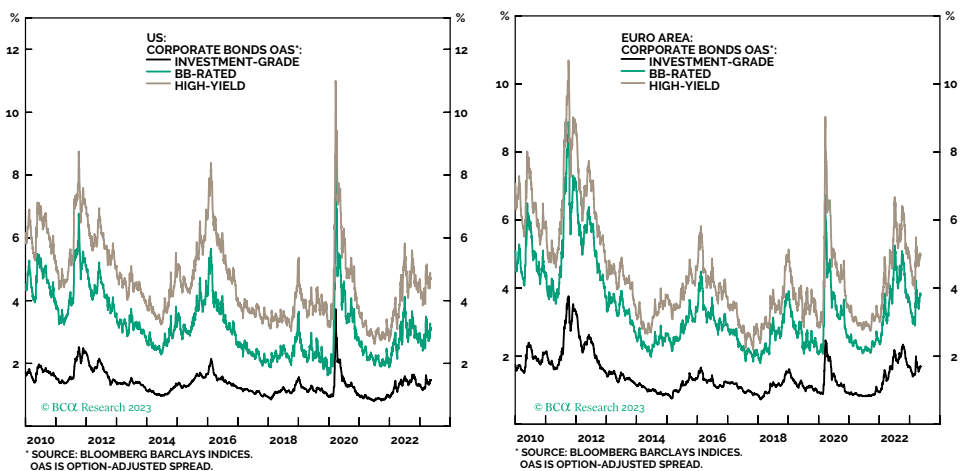
Grafik 34

Rates	Current	Jun-23	Sep-23	Dec-23	Mar-24
US (SOFR)	5.05	5.05	5.05	5.05	5.05
10-year yields	3.43	3.70	3.55	3.40	3.40
Euro area (depo)	3.25	3.75	3.75	3.75	3.75
10-year yields	2.27	2.40	2.25	2.00	1.65
Italy-Germany 10Y (bp)	190	200	190	180	170
Spain-Germany 10Y (bp)	108	100	90	95	85
United Kingdom (repo)	4.50	4.75	4.75	4.75	4.50
10-year yields	3.77	3.50	3.30	3.05	2.80
Japan (call rate)	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10
10-year yields	0.39	0.65	0.55	0.55	0.75
EM Local (GBI-EM yield)	6.50	6.59		6.45	

Currencies	Current	Jun-23	Sep-23	Dec-23	Mar-24

Risikoprämien Investmentgrade und Highyield

Grafik 35



Entwicklung der Risikoaufschläge in 100stel Prozent

Grafik 36

Credit		Current	Dec-23
US High Grade (bp over UST)	JPM JULI	163	150
Euro High Grade (bp over Bunds)	iBoxx HG	183	200
US High Yield (bp vs. UST)	JPM HY	518	575
Euro High Yield (bp over Bunds)	iBoxx HY	511	550
EM Sovereigns (bp vs. UST)	JPM EMBIGD	488	575
EM Corporates (bp vs. UST)	JPM CEMBI	347	350



Rohstoffe

Für Öl gibt es zwar eine große Nachfrage, aber ein zu großes Angebot. Brent wird wieder unter 80 \$ gehandelt, 7 \$ unter dem von JP Morgan errechneten Modellwert für Mai. Bei einem reichlichen Angebot und wenig physischen Anzeichen für eine Verknappung scheinen die Märkte einen wesentlicheren Nachfragerückgang einzupreisen. Um also Ölmärkte im Gleichgewicht zu halten, müsste die Lösung von der Angebotsseite kommen.

Bei Gas trifft die schwache Nachfrageerholung auf starke LNG Importe. Die Erdgasspeicher in Nordwesteuropa waren per 9. Mai zu 61% gefüllt (20 %-Punkte mehr als im Fünfjahresdurchschnitt). Das Polster in den Lagern ist günstig, sollte aber in diesem Sommer ein Problem auftauchen, könnte dieser Überschuss schnell erodieren. Für einen höheren Gaspreis gibt es bislang wenig Katalysatoren, denn erste Anzeichen sprechen dafür, dass die Erholung der industriellen Erdgasnachfrage ins Stocken gerät. Außerdem ist eine schwache Nachfrage auf dem globalen LNG-Markt zu beobachten.

Aber zurück zum Öl. Russland hatte es schnell geschafft, Öl und raffinierte Produkte zu transportieren, ohne entdeckt zu werden. Auf der Angebotsseite des Ölmarktes erschwert dies die Analyse in nicht geringem Maße, da das Angebot, das durchlaufende Öl und die Lagerbestände verschleiert werden. Auf der Nachfrageseite hat China begonnen den Zugang zu Unternehmen zu beschränken, die routinemäßig Informationen und Daten zur Erstellung wirtschaftlicher Einschätzungen veröffentlichen. Auf den Energiemärkten werden die Ölvorräte bereits als Staatsgeheimnis behandelt. Man könnte plötzlich mit Regeln in Konflikt geraten, die solche Informationen als sensibel einstufen. Das Risiko besteht nun bei Chinas Energiepolitik, -quellen und -verwendung - z. B. Ölimport und Exportdaten, Raffinerieproduktion, etc. Das Monitoren des Ölverbrauchs in China, dem zweitgrößten Ölmarkt der Welt und einem der größten Ölimporteure - wird wahrscheinlich schwieriger zu beurteilen sein. Zusammengekommen erhöhen diese Entwicklungen, die zur Unsicherheit bei den Öldaten führen - Produktion, Verbrauch, Handel und Vorräte - und zu einem Risiko, das bei Investitions- und Handelsentscheidungen berücksichtigt

werden muss. Im Laufe des letzten Jahres gelang es Russland, seine Ölproduktion bei ~10mm b/d und die Exporte bei mehr als 5mm b/d zu halten. Die angekündigte Produktionskürzung, die nach Angaben der US-EIA einen Monat später als erwartet begann, hat nicht zu einer Reduzierung der Exporte geführt.

Dies drückt weiterhin auf die Ölpreise und wird wahrscheinlich eine weitere kleinere Runde von Produktionskürzungen einleiten, um die Märkte im Einklang mit dem Produktionsmanagement und den Preiszielen der OPEC 2.0 bei ihrem Treffen am 4. Juni in Wien zu halten. In Ermangelung an Beweisen für die Umsetzung der angekündigten Produktionskürzungen, werden KSA und die VAE unserer Meinung nach jeweils eine Produktionskürzung von 250k b/d schultern, um die Märkte auszugleichen und die Brent-Preise wieder in Richtung des Bereichs von \$90-\$100/bbl zu schieben, die das Ziel der OPEC 2.0-Koalition zu sein scheint. Es ist auch möglich, dass andere Mitglieder der OPEC 2.0 von Russlands Trittbrettfahrerverhalten müde werden könnten und Russland aus der Koalition ausschließen. Russland ist es gelungen, die Preisobergrenzen der G7 zu

Prognose verschiedener Rohstoffpreise in 2023

Grafik 37

Commodities	Current	Mar-23	Jun-23	Sep-23	Dec-23
Brent (\$/bbl, qtr end)	75	86	94	96	91
WTI (\$/bbl, qtr end)	71	80	88	90	85
Gold (\$/oz, qtr avg)	2,016	1,930	1,980	2,045	2,080
Copper (\$/ton, qtr avg)	8,137	8,200	8,500	9,100	9,400
Aluminum (\$/ton, qtr avg)	2,197	2,225	2,300	2,600	2,750
Iron ore (US\$/dt, qtr avg)	105	100	95	90	90
Wheat (\$/bu, qtr avg)	6.1	8.0	8.0	7.8	8.0
Soybeans (\$/bu, qtr avg)	14.4	15.5	14.5	14.8	14.8



Rohöl – Nachfrage und Angebot bis 2024

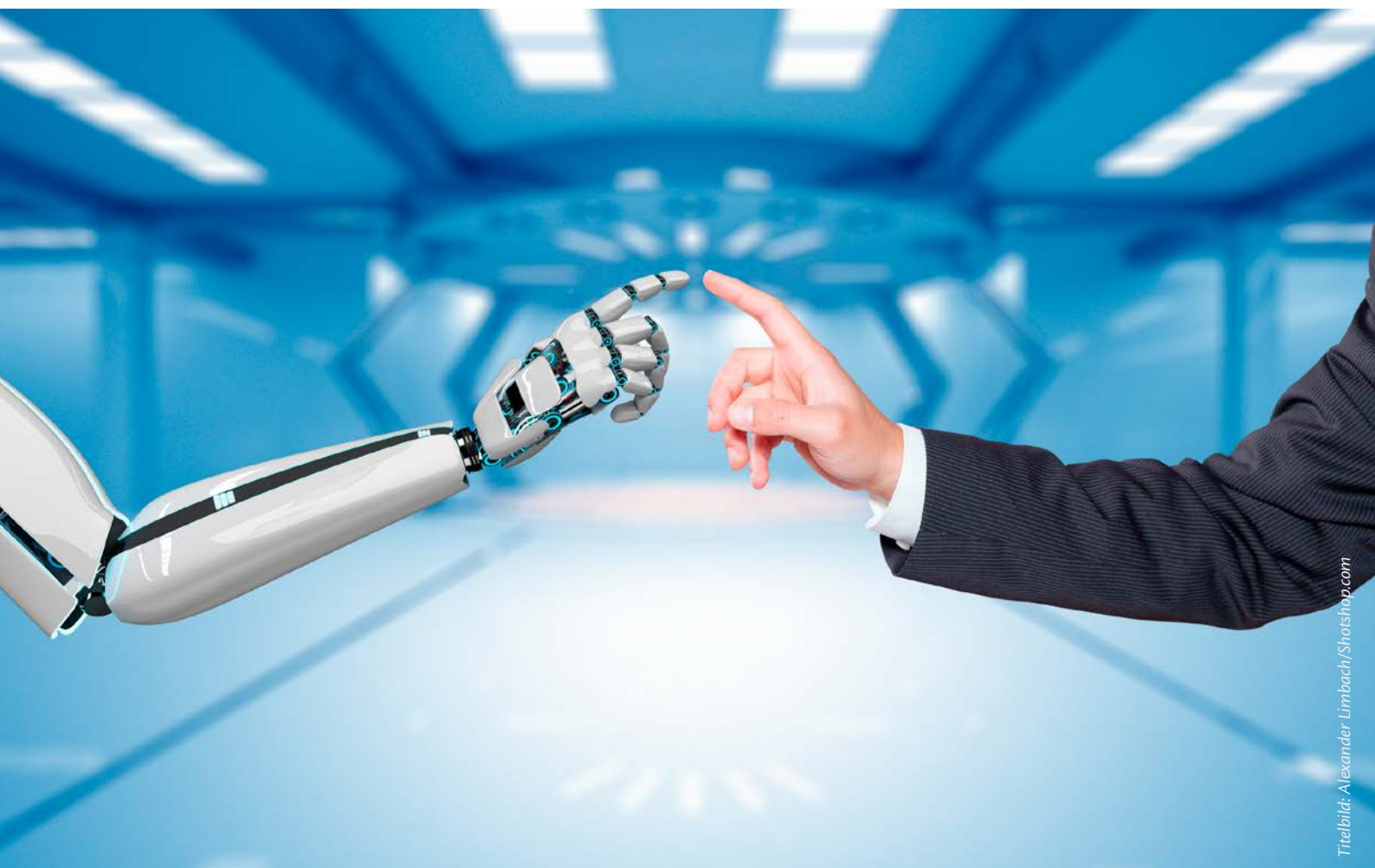
Grafik 38

MMB/D	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24
BRENT PRICES (USD/BBL)	82.24	80.75	92.84	105.28	110.15	118.10	117.15	113.08
WORLD DEMAND	99.93	101.11	102.05	101.91	103.84	102.89	102.87	102.72
OECD DEMAND	45.48	46.08	46.81	46.32	48.48	47.00	46.87	46.37
NOECD DEMAND	54.45	55.03	55.24	55.59	55.36	55.89	56.00	56.35
INDIA	5.27	5.41	5.05	5.38	5.63	5.70	5.33	5.66
CHINA	15.88	16.07	15.75	15.96	16.22	16.42	16.09	16.31
WORLD SUPPLY	100.28	100.20	100.32	100.66	102.57	103.28	103.47	103.83
OPEC 2.0 CRUDE	44.29	42.84	42.16	42.21	44.21	44.65	44.24	44.24
RUSSIA (CRUDE ONLY)	9.88	9.57	9.59	9.67	9.69	9.60	9.60	9.60
KSA (CRUDE ONLY)	10.46	10.06	9.73	9.73	10.79	11.20	10.88	10.88
UAE (CRUDE ONLY)	3.04	2.84	2.63	2.63	3.22	3.34	3.25	3.25
KUWAIT (CRUDE ONLY)	2.68	2.52	2.35	2.35	2.68	2.68	2.68	2.68
IRAQ (CRUDE ONLY)	4.37	4.13	4.02	4.02	4.43	4.43	4.43	4.43
OPEC 2.0 SUPPLY	50.81	49.83	49.47	49.52	51.63	52.05	51.65	51.64
NON-OPEC 2.0 SUPPLY	49.47	50.37	50.85	51.14	50.94	51.23	51.82	52.19
US	12.41	12.55	12.47	12.48	12.56	12.54	12.58	12.77
OECD INVENTORIES	2802.21	2766.88	2694.91	2638.03	2571.28	2553.57	2586.99	2628.68
INVENTORY CHANGE		-35.33	-71.97	-56.88	-66.74	-17.71	33.42	41.70

umgehen und beliefert die EU weiterhin indirekt mit raffinierten Produkten, indem es Rohöl an Raffinerien in Indien und anderswo verschifft. Diese dunkle Flotte besteht schätzungsweise aus 600 Schiffen, die Rohöl und Produkte transportieren. Die G7 und EU-Staaten arbeiten an weiteren Sanktionen gegen Russland, um diese Transaktionen einzuschränken, und setzen Indien unter Druck, die Aufnahme von russischem Öl explizit zum Zweck der Raffinierung und des Verkaufs zu verhindern. Längere Transportwege, bedingt durch neue Handelsrouten zur Versorgung der EU mit Kraftstoffen, haben zu einem Anstieg des Öls auf dem Wasser geführt (Schaubild 3). Das Wachstum der Ölnachfrage in den Schwellenländern, das in den ersten vier Monaten dieses Jahres um 1,6 mm b/d auf 54 Mio. b/d im Jahresvergleich gestiegen ist, wird stark bleiben. In den Industrieländern ist der Verbrauch im gleichen Zeitraum um 850k b/d zurückgegangen, was mit einem schwächeren Nachfragewachstum einhergeht. Auf China entfielen 29,3 % des Nachfrageanstiegs in den

ersten vier Monaten. China erreichte im März einen Rekordverbrauch von 16 mm b/d. Nach unseren Nachfrageschätzungen wird Chinas Nachfrage in diesem Jahr in der Nähe dieses Niveaus bleiben; für 2024 erwarten wir einen Anstieg auf 16,3 Mio. b/d. Chinas Wachstum nach seiner Wiedereröffnung Ende 2022 wird von den Dienstleistungen angeführt, und nicht, wie sonst üblich, von der Fertigung. Die von S&P Global für China ermittelten Werte für das Dienstleistungs- und das verarbeitende Gewerbe - 56,4 im April gegenüber 49,5 - liegen sehr nahe an den globalen Werten (55,4 bzw. 49,6).⁷ Das BIP-Wachstum im Dienstleistungssektor wird wahrscheinlich aufgrund der Wiedereröffnung zunehmen, ein Thema, das wir in Zukunft untersuchen werden, da das BIP-Wachstum auch die Energienachfrage antreibt. Wir erwarten eine EM-Nachfrage von 55,1 mm b/d in diesem Jahr und 46,2 mm b/d für DM. Im Vergleich zum letzten Jahr bedeutet dies einen Anstieg von 1,6 Mio. b/d bzw. 230.000 b/d, bzw. 230k b/d. Darum werden die Lagerbestände

im Laufe des Jahres abnehmen und die Ölnachfrage wird steigen, angeführt durch das wachsende BIP der Schwellenländer. Selbst bei einer abrupten Verlangsamung der Echtzeit-Wachstumsindikatoren im April ist Chinas BIP den Schätzungen von JPMorgan zufolge im 1H23 um fast 8% gewachsen. Die Angebotssteuerung durch die OPEC 2.0 und Produzenten außerhalb der Koalition wird die Märkte und die Lagerbestände belasten. Die Ölpreisschwäche im Januar - April - größtenteils bedingt durch übermäßige Vorsicht, die durch die Rezessionsangst und unserer Ansicht nach der Angst vor der US-Schuldenobergrenze ausgelöst wurde - wird einer stärkeren Nachfrage weichen. Angesichts der angespannten Dynamik auf der Angebotsseite erwarten wir, dass die Ölpreise steigen werden. Wir haben unsere Prognose für 2023 auf 90 \$/bbl gesenkt (gegenüber 95 \$/bbl im letzten Monat) aufgrund der schwächeren Preise im Zeitraum Januar-April, behalten aber unsere Prognose für 2024 Prognose bei 115 \$/bbl.



Titelbild: Alexander Limbach/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

www.i-c-m.de

Herausgeber:
ICM InvestmentBank AG
Erscheinungsdatum:
06.06.2023

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

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

Sitz der Gesellschaft ist Berlin.