PERSPEKTIVEN

Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG

Ausgabe 07-08/2023

Capital
HEFT 07/2023
Top-Vermögensverwalter
für ausgewogene Anlagestrategie
★★★★
ICM InvestmentBank
Quelle: Institut für Vermögensaufbau
GÜLTIG BIS: 06/24
IM TEST: 308 Anbieter

Sehr geehrte Leser (-in),

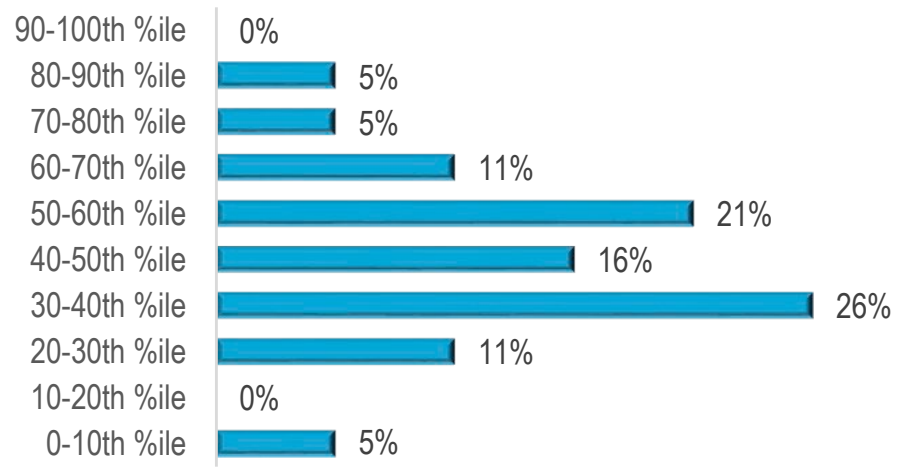
an den Kapitalmärkten liegt ein erstes Halbjahr hinter uns, wie es keiner der Analysten erwartet hatte. Und wie es aussieht, hat die Mehrheit der Anleger nur eingeschränkt davon profitiert. Das zeigt zumindest die aktuelle Positionierung der Investoren in der Mitte Juli erfolgten Erhebung von JP Morgan. Demnach ist weniger als die Hälfte zu mehr als 50 Prozent in Aktien engagiert.

Auf die Frage, ob sie in den nächsten Wochen die Aktienquote in ihren Depots erhöhen wollen, antworteten nur magere 17 Prozent mit „Ja". Euphorie sieht anders aus. Die Optimisten führen ins Feld, dass noch immer eine signifikante Barquote auf den Konten gehalten wird. Investiert wird derzeit in zurückgebliebene Sektoren wie beispielsweise Banken, um am Ende von der Aktienhausse ein Häppchen mitgenommen zu haben. Insgesamt kann die Angst alles verpasst zu haben die Anleger im dritten Quartal durchaus noch in die Aktien treiben, soweit die Berichterstattung der Unternehmen über das zweite Quartal und der Ausblick in diesen Tagen mehrheitlich positiv überrascht. Von besonderer Bedeutung ist in diesen Tagen der Zeithorizont, den man zugrunde legt. Taktisch (also auf ein bis drei Monate) können Aktien durchaus lohnen, strategisch (ein Jahr) sieht es möglicherweise anders aus.

Eine gravierende Wirkung auf die Gewinner des ersten Halbjahres unter den Aktien - Apple, Microsoft, Alphabet, Amazon, Tesla, Meta und Nvidia – könnte die aktuelle Index-anpassung im Nasdaq haben. An der Börse wurden die sieben Big-Tech-Konzerne aus den USA ihres Erfolgs wegen als „glorreiche Sieben" getauft, die anders als im Western von 1960 aber nicht unter anderem von Horst Buchholz, Charles Bronson oder Steve McQueen verkörpert werden, sondern von Teslas Elon Musk, Metas Mark Zuckerberg oder Apples Tim Cook. Anfang Juli erreichten die glorreichen Sieben im Nasdaq-100 aber ein Gewicht von rund 58 Prozent. Die übrigen 93 Werte kamen zusammen auf 42 Prozent. Mit einer vernünftigen Streuung hat dies wenig mehr zu tun, und so hat der Indexanbieter am Montag, den 24.07., die Anteile der sieben Schwergewichte im Index auf 44 Prozent heruntergesetzt. Microsoft traf es besonders hart. Statt 12,8 Prozent macht die Aktie nur noch 9,8 Prozent im Index aus. Apple verbleibt in der Spitzenposition mit 11,5 Prozent nach 12,1 Prozent. Der Nasdaq-100 ist Basiswert für viele ETFs mit einem geschätzten Marktvolumen von 250 Milliarden Dollar, die nun entsprechend große Aktienpakete der Schwergewichte verkaufen müssen und dementsprechend Druck auf die Titel bringen. Damit dürfte die Favoritenrolle der Nasdaq-Riesen eine erste Unterbrechung erfahren.

Ein Segment, das jahrelang weitgehend zinslos vor sich hindümpelte, könnte bei Anlegern zunehmend zur Alternative werden. Vor allem Unternehmensanleihen sind nun gefragt, viel stärker als Aktien oder Fonds. Bundesanleihen mit zwei Jahren Laufzeit bieten derzeit gut 3 Prozent risikoarme Ren-

JP-Morgan Umfrage – derzeitige Aktienquote im Depot Grafik 1

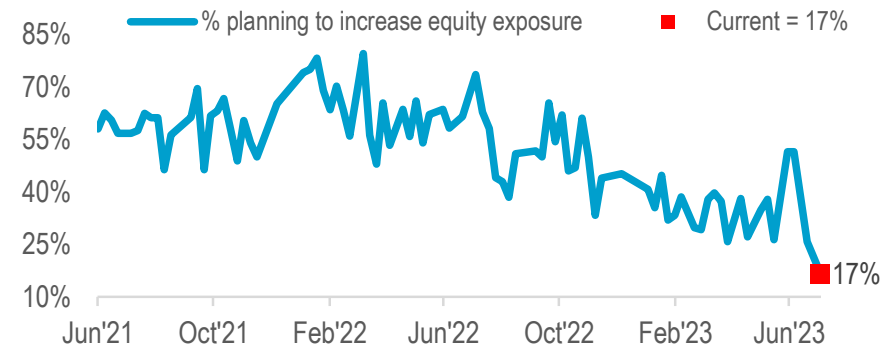


Source: J.P.Morgan

dite im Jahr, Unternehmensanleihen je nach Bonität des Emittenten noch mehr. Die Zahlen sind erstaunlich hoch angesichts der Tatsache, dass viele Anleihen für Privatanleger gar nicht handelbar sind, weil die Regulierung hier bisher einen Strich durch die Rechnung macht. Anleihefonds werden nur unterdurchschnittlich genutzt. Dabei müssten Regulierungsbeschränkungen bei Anleihen eigentlich den Fonds in die Hände spielen, über die Anleger gut in Anleihen investieren können.

In der ersten Hälfte des Jahres 2023 haben die globalen Anleihemärkte unter „Stimmungsschwankungen" gelitten, die durch wechselnde Meinungen über die globale Wachstumsdynamik, die künftige Inflationsdynamik, die Stabilität des Bankensystems und die generell zinserhöhend wirkenden Entscheidungen der Zentralbanken bedingt waren. Trotz all dieser Turbulenzen haben die Anleihemärkte positive Renditen erzielt - die Gesamtrendite des Bloomberg Global Aggregate Bond Index (in USD) beträgt seit Jahresbeginn +3,1 %. Der Großteil dieser Rendite wurde jedoch im ersten Quartal erzielt, während die Rendite im zweiten Quartal im Wesentlichen unverändert blieb, da die Anleihemärkte so viele widersprüchliche Informationen verdauten.

JP Morgan Umfrage – wollen Sie in den kommenden Wochen die Aktienquote erhöhen ? Grafik 2

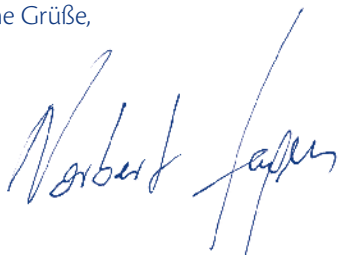


Source: J.P. Morgan.

Wenn aus einem Umfeld fallender Inflationsraten keine Deflation entsteht, gilt immer noch der signifikante Zusammenhang zwischen fallenden Zinsen und steigenden Aktienkursen. Und vieles deutet darauf hin, dass die EZB und die Federal Reserve für die kommenden Monate den Gipfel ihrer Serie von Zinserhöhungen erreicht haben.

Herzliche Grüße,

Ihr



US-Konjunktur: Arbeitsmarkt als wichtigster Stellhebel.

Spätestens der knapp 70 %ige Anteil von US-Aktien am Aktienindex MSCI Welt dokumentiert die Relevanz der USA für die Kapitalmärkte. Seit 2022 steht eine drohende Rezession in den Vereinigten Staaten daher im Zentrum der Analystenmeinungen. Das „Ob" und „Wann" und „wie stark" wird vor allem beeinflusst von der weiteren Entwicklung am Arbeitsmarkt. Daneben spielt die Dimension einer rezessiven Phase eine entscheidende Rolle für die Unternehmensgewinne.

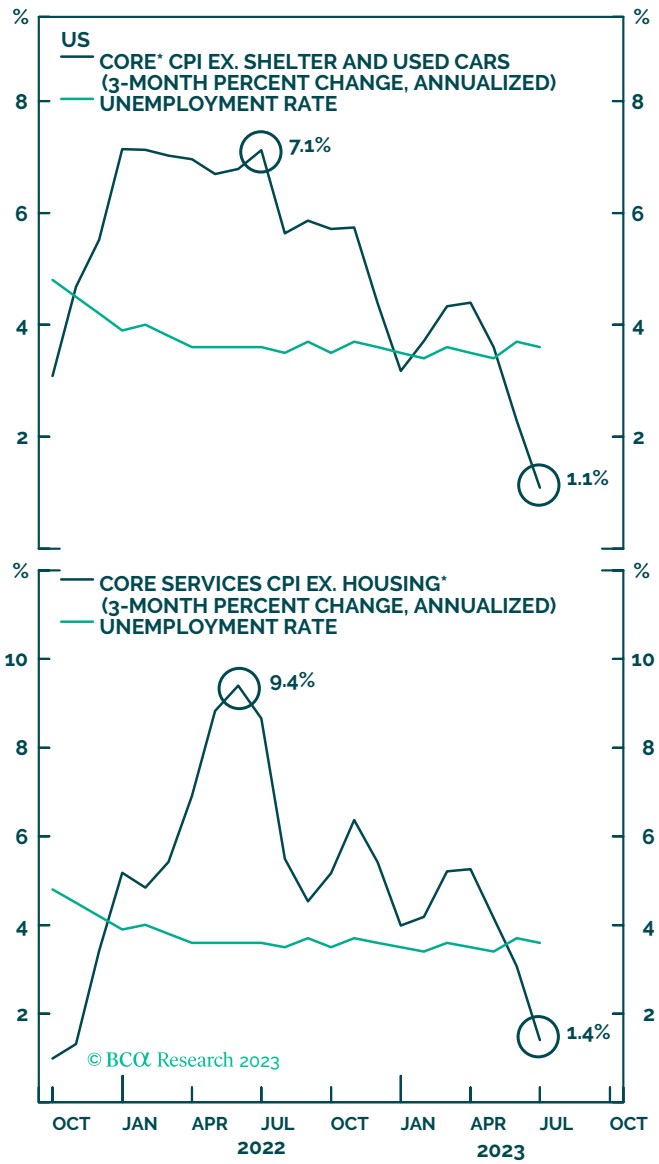
Laut dem Survey of Professional Forecasters der Philadelphia Fed ist die Wahrscheinlichkeit, dass die USA in eine Rezession eintreten, in den letzten beiden Quartalen zurückgegangen, bleibt aber im historischen Vergleich hoch. Seit Anfang 2022 ist es der Marktkonsens, dass eine Rezession unmittelbar bevorsteht, aber bis heute ist diese nicht eingetreten. Mit anderen Worten: Eine Rezession wird irgendwann kommen, aber wahrscheinlich nicht vor 2024. Diese Ansicht war der Grund für unsere eher optimistische Haltung gegenüber Aktien im laufenden Jahr. Wir sehen für die kommenden Monate drei Hauptszenarien für ein Ausbleiben der Rezession:

Szenario 1: Die derzeitige Arbeitslosenquote von 3,6 % entspricht in etwa dem Vollbeschäftigungsniveau. In diesem Fall wäre es nicht erforderlich, dass die Fed mit einer restriktiveren Geldpolitik das BIP-Wachstum unter dem Potenzial hält.

Szenario 2: Die Arbeitslosenquote, die der Vollbeschäftigung entspricht, ist höher als 4 %, aber das Potenzialwachstum beschleunigt sich so stark, vielleicht wegen der künstlichen Intelligenz, dass das tatsächliche Wachstum nicht wesentlich zurückgehen muss, um einen gewissen Spielraum in der Wirtschaft zu schaffen.

Szenario 3: Das Vollbeschäftigungsniveau der Arbeitslosigkeit ist höher als 4 %, das Potenzialwachstum beschleunigt sich nicht, aber die Fed ist dennoch in der Lage, die Geldpolitik gut genug zu kalibrieren, um eine weiche Landung (kein Abgleiten in die Rezession) zu erreichen.

US-Inflation und Arbeitslosenquote Grafik 3



* EXCLUDING FOOD AND ENERGY.
** EXCLUDING ENERGY SERVICES, RENT OF PRIMARY RESIDENCE, AND OWNER'S EQUIVALENT RENT.

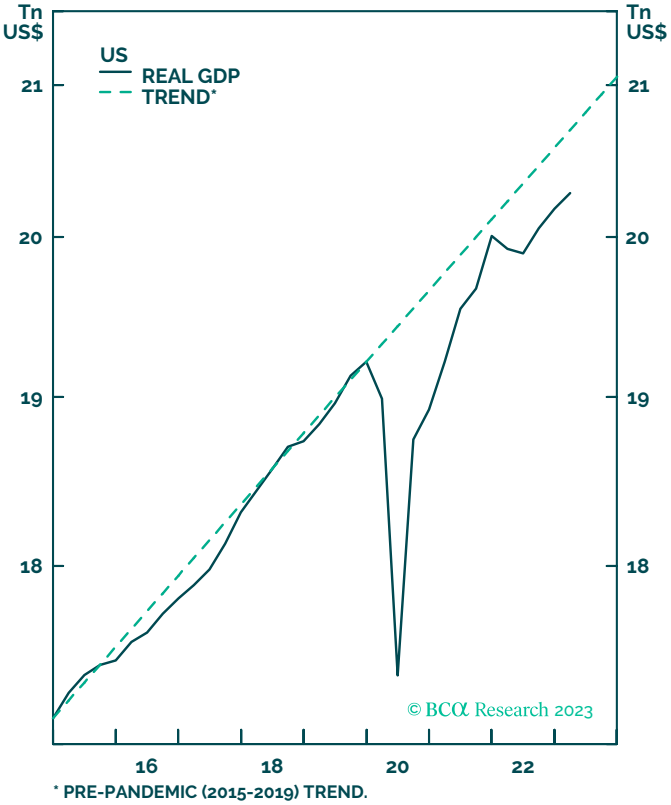
Szenario 1: Die Wirtschaft hat bereits Vollbeschäftigung erreicht und die Fed kann sie dort halten

Auf den ersten Blick scheint dieses Szenario unmöglich. Wie konnte die Inflation in die Höhe schnellen, wenn die Arbeitslosenquote nie wesentlich unter das Vollbeschäftigungsniveau gesunken war? Eine mögliche Antwort ist, dass die gesamtwirtschaftliche Angebotskurve sehr steil wird, sobald sich die Wirtschaft der Vollbeschäftigung nähert. In diesem Fall hätte ein Nachfrageüberhang die Inflation erhöht, ohne dass die Produktion zwangsläufig weit über das Potenzial hinaus gestiegen wäre (da die Produktion definitionsgemäß nicht viel über

das Potenzial hinaus steigen kann, wenn die gesamtwirtschaftliche Angebotskurve nahezu senkrecht verläuft, also preisunelastisch wird).

Eine andere Möglichkeit besteht darin, dass die gesamtwirtschaftliche Angebotskurve aufwärts verläuft, die Pandemie jedoch eine Verschiebung der Angebotskurve nach innen (aufgrund von Unterbrechungen der Versorgungskette und einer geringeren Erwerbsbeteiligung) und gleichzeitig eine Verschiebung der Nachfragekurve nach außen (aufgrund einer expansiven Finanz- und Geldpolitik) zur Folge hatte. Dies hätte zu einem Preisanstieg führen können, ohne dass die Wirtschaft über ihr langfristiges Potenzial hinausgewachsen wäre.
Wenn dieses Modell korrekt ist, sollte die Inflation auch ohne die übliche Begleiterscheinung einer höheren Arbeitslosigkeit zurückgehen, da sich das Angebot normalisiert und die Nachfrage als Reaktion auf die höheren Zinsen und das Ende der pandemiebedingten Steuererleichterungen ihrerseits zurückgeht. Es lohnt sich zu betonen, dass dies im Grunde das ist, was wir in den letzten 12 Monaten gesehen haben
Die nächste Abbildung zeigt, dass das reale BIP in den USA leicht unter seiner langfristigen Trendlinie liegt - und nicht darüber, wie man vermuten würde, wenn die Wirtschaft an der Kapazitätsgrenze arbeiten würde.

reales US-Bruttoinlandsprodukt und Trend) Grafik 4



* PRE-PANDEMIC (2015-2019) TREND.
NOTE: SHOWN IN LOG SCALE.

Zugegeben, der IWF geht davon aus, dass das US-BIP im Jahr 2022 um 1,4 % über dem Potenzial lag. Wie aus Abbildung 6 hervorgeht, werden die Schätzungen der Produktionslücke des IWF jedoch häufig stark revidiert. So ist es durchaus möglich, dass der IWF bei einem Rückgang der Inflation ohne einen Anstieg der Arbeitslosigkeit zu dem Schluss kommt, dass die Wirtschaft die ganze Zeit über nahe am Potenzial lag.

Obwohl dieses Szenario eine gewisse Plausibilität aufweist, gibt es einen Haken: selbst wenn die Arbeitslosenquote derzeit auf dem Niveau der Vollbeschäftigung liegt, könnte es schwierig sein, sie dort lange zu halten.

Bei Vollbeschäftigung könnte jeder positive Schock für die Gesamtnachfrage leicht eine zweite Inflationswelle auslösen (insbesondere wenn die Angebotskurve bei Vollbeschäftigung steil wird). Umgekehrt könnte jeder negative Schock für die Gesamtnachfrage zu höherer Arbeitslosigkeit führen, die sich selbst verstärken könnte, bis sie in eine Rezession mündet. In der Praxis haben die USA noch nie eine Rezession vermieden, wenn die Arbeitslosenquote auf das heutige sehr niedrige Niveau gefallen ist.

Szenario 2: Ein Boom auf der Angebotsseite

Der Spielraum kann entweder zunehmen, wenn sich das Wachstum der Gesamtnachfrage verlangsamt oder wenn sich das Wachstum des Gesamtangebots beschleunigt. Letzteres ist für Aktienkurse natürlich vorzuziehen.

In den vergangenen zwei Jahren hat die US-Wirtschaft von der Rückkehr der Arbeitnehmer auf den Arbeitsmarkt profitiert. Gegenwärtig gibt es jedoch nicht mehr viele potenzielle Arbeitskräfte, die an der Seitenlinie stehen. Die Erwerbsquote der Arbeitnehmer im Haupterwerbsalter (zwischen 25 und 54 Jahren) liegt über dem Niveau vor der Pandemie.

Die Erwerbsquote der Arbeitnehmer über 54 Jahren liegt zwei Prozentpunkte unter dem Niveau vor der Pandemie. Allerdings sind die meisten dieser älteren Arbeitnehmer während der Pandemie dauerhaft aus dem Erwerbsleben ausgeschieden und werden wahrscheinlich nicht zurückkehren.

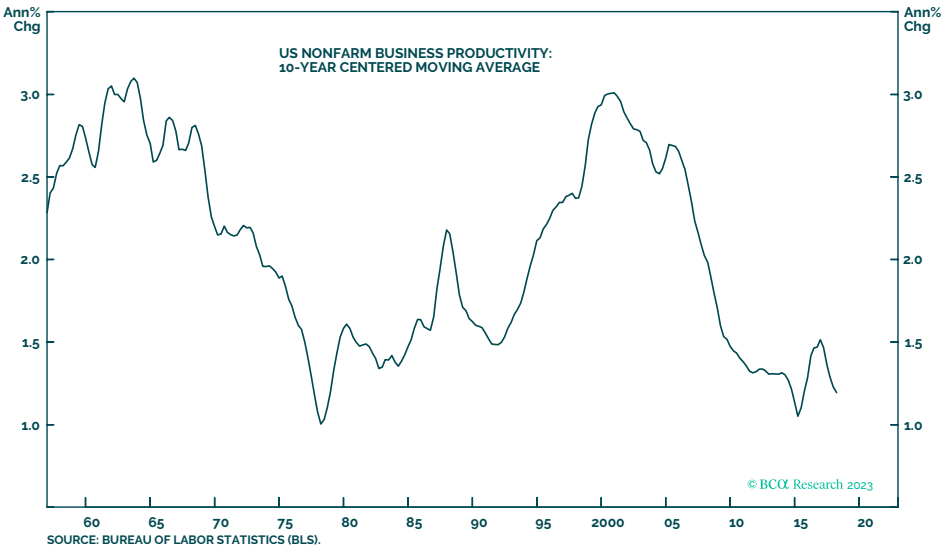
Da es kaum Spielraum für weitere Zuwächse bei der Erwerbsbeteiligung gibt, kann das Gesamtangebot nur durch eine Beschleunigung des Produktivitätswachstums nennenswert gesteigert werden.

Nach einem Produktivitätssprung zu Beginn der Pandemie - der weitgehend auf die Abwanderung gering qualifizierter Arbeitskräfte aus dem Dienstleistungssektor zurückzuführen ist - ist die Produkti-

on pro Stunde wieder auf den Trend vor der Pandemie zurückgegangen.
Die Hoffnung, dass die potenziellen Produktivitätsgewinne durch KI weitaus größer sind, als in den Studien geschätzt wird, ist durchaus begründet und mit einem „Phasenübergang", der mit der landwirtschaftlichen und der industriellen Revolution vergleichbar ist, zu umschreiben.[1]

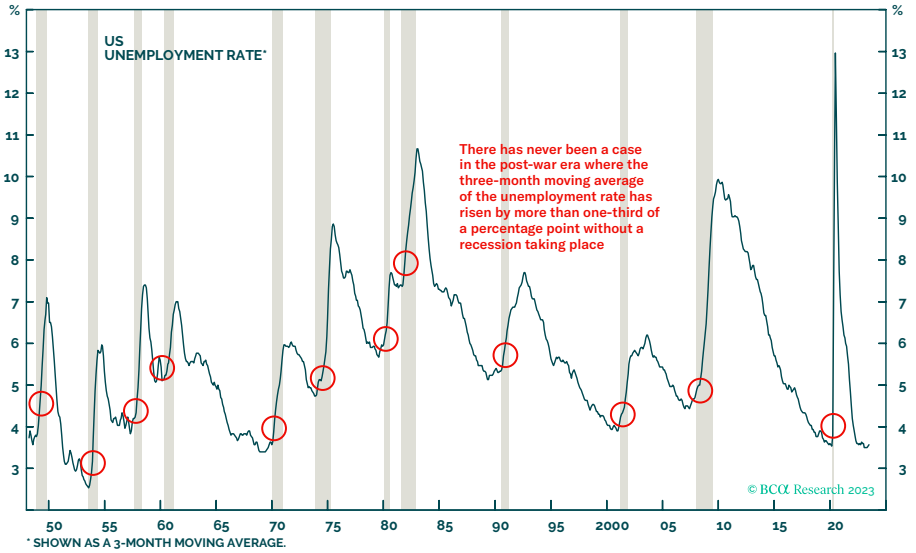
Bei beiden früheren „Revolutionen" stieg das Wachstum gegenüber der vorherigen Epoche um das 40-fache. Ein ähnlicher Wachstumssprung, diesmal ausgelöst durch superintelligente KI, würde zu einer Verdoppelung des globalen BIP pro Jahr führen. Auch wenn die Wahrscheinlichkeit, dass die Menschheit diesen Übergang nicht überlebt, mehr als 50:50 beträgt, sorgt die kosmische Selektion dafür, dass zahllose Versionen von Ihnen dennoch in den Genuss des kommenden wirtschaftlichen Füllhorns kommen werden. Es gibt jedoch ein Problem mit dem Timing. Während die superintelligente KI wahrscheinlich in zehn Jahren Realität sein wird, ist es unwahrscheinlich, dass sie in den nächsten 12 bis 18 Monaten auf der Bildfläche erscheint, denn in dieser Zeit ist das Rezessionsrisiko am größten. Dies deutet darauf hin, dass die Weltwirtschaft immer noch eine Rezession durchmachen wird, auch wenn es die letzte sein könnte, die sie jemals erlebt.

US-Produktivitätswachstum in der Industrie Grafik 5



SOURCE: BUREAU OF LABOR STATISTICS (BLS).

US-Arbeitslosenquote und Rezessionen Grafik 6



* SHOWN AS A 3-MONTH MOVING AVERAGE.
NOTE: SHADED AREAS DENOTE NBER-DESIGNATED RECESSIONS; CIRCLES IN THE CHART DENOTE THE TIMES WHEN THE 3-MONTH MOVING AVERAGE OF THE UNEMPLOYMENT RATE INCREASED BY MORE THAN ONE-THIRD OF A PERCENTAGE POINT FROM PRIOR LOWS.

Szenario 3: Die Fed erreicht eine weiche Landung

Die USA haben noch nie eine Rezession vermieden, wenn die Arbeitslosenquote, gemessen als gleitender 3-Monats-Durchschnitt, um mehr als einen Drittel Prozentpunkt gestiegen ist. Dies macht die Aufgabe der Fed, die Arbeitslosenquote auf 4,1 % zu erhöhen, ohne eine Rezession auszulösen, wie in ihrem Dotplot angenommen wird, zu einer äußerst schwierigen Aufgabe.

Die Wirtschaft unterliegt dabei mehreren Rückkopplungsschleifen. Das Einkommen der einen Person ist die Ausgabe der anderen. Wenn das Gesamteinkommen zu sinken beginnt, wie es unweigerlich der Fall ist, wenn die Beschäftigung sinkt, kommt es häufig zu einem Teufelskreis mit steigender Arbeitslosigkeit. Die Aufgabe der Fed besteht nun darin, diese Rückkopplungsschleifen zu dämpfen, indem sie die Zinssätze mit Bedacht erhöht oder senkt. Da die Geldpolitik mit langen und variablen Verzögerungen arbeitet, ist eine solche geldpolitische Feinabstimmung leider viel leichter gesagt als getan.
Dennoch gibt es ein paar Gründe, warum es der Fed dieses Mal gelingen könnte. Erstens sind die langfristigen Inflationserwartungen bei 2,5 bis 3 Prozent nach wie vor gut verankert -, anders als in den frühen 1980er Jahren. Im Gegensatz zu Paul Volcker muss Gerome Powell keine tiefe Rezession herbeiführen, um dem System die Inflationserwartungen abzuringen. Zweitens sind viele der Beschleuniger, die zu wirtschaftlichen Abschwüngen beitragen, heute nicht mehr

1 Vgl. hierzu ausführliche Erörterung in Perspektiven Ausgabe 5/6 2023 S. 23-28

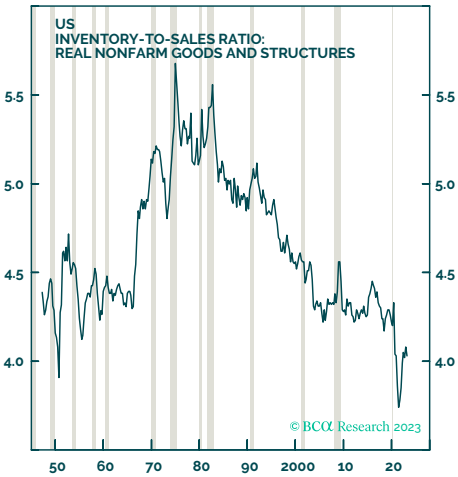
vorhanden. Anders als 2007 gibt es keinen Überschuss an Häusern. Die Leerstandsquote bei Eigenheimen ist auf einem Rekordtief, während das Durchschnittsalter der US-Eigenheime bei 31 Jahren liegt, dem höchsten Stand seit 1948.

Die Finanzen der privaten Haushalte sind in recht guter Verfassung. Die Verschuldung der privaten Haushalte ist von 136 % des verfügbaren Einkommens im Jahr 2007 auf etwa 100 % gesunken. Dank der Beliebtheit von Hypotheken mit 30-jähriger Zinsbindung liegt der durchschnittliche effektive Zinssatz für Hypothekenschulden immer noch unter dem Stand von 2019. Gleichzeitig sitzen die Haushalte auf über 1 Billion Dollar an überschüssigen Ersparnissen aus Zeiten der Pandemie 2021-2022.

Die Vorräte haben sich von ihrem pandemischen Tiefstand etwas erhöht, bleiben aber im historischen Vergleich recht niedrig.

USA -Verhältnis Lagerbestände zu Umsätze außerhalb der Landwirtschaft

Grafik 7



SOURCE: BUREAU OF ECONOMIC ANALYSIS (BEA).
NOTE: SHADED AREAS DENOTE NBER-DESIGNATED RECESSIONS.

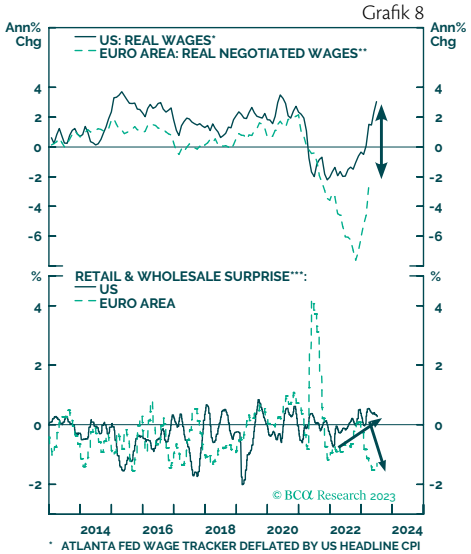
Der Finanzierungssaldo des Unternehmenssektors, ein gesamtwirtschaftliches Maß für den freien Cashflow, wies im Jahr 2023 Q1 einen Überschuss von 2 % der Wertschöpfung der Unternehmen auf. Mit Ausnahme des Pandemieabschwungs war der Finanzierungssaldo des Unternehmenssektors im Vorfeld jeder Nachkriegsrezession im Defizit. Wird all dies ausreichen, um eine Rezession abzuwenden? Wahrscheinlich nicht. Angesichts der Verzögerungen in der Geldpolitik müsste die Fed die Zinsen proaktiv senken, um eine weiche Landung zu erreichen. In Anbetracht der Tatsache, dass die Fed mit der Behauptung, die Inflation sei nur vorübergehend, einen schweren Schlag erlitten hat, gehen wir davon aus, dass sie mit einer Lockerung der Geldpolitik warten wird, bis eine Rezession vor der Tür steht. Da es jedoch keine größeren Ungleichgewichte in der Wirtschaft gibt, wird die nächste Rezession wahrscheinlich recht mild ausfallen.

Die obige Diskussion legt nahe, dass es für die USA mehrere Möglichkeiten gibt, eine Rezession abzuwenden. Auch wenn dies nicht unser Basisszenario ist, würden wir subjektiv eine Wahrscheinlichkeit von 25 % für ein solches positives Ergebnis annehmen. Dementsprechend würden wir einer leichten Rezession eine Wahrscheinlichkeit von 55 % und einer mittleren bis schweren Rezession eine Wahrscheinlichkeit von 20 % zuordnen. Sollten die USA tatsächlich in eine Rezession geraten, würden wir erwarten, dass diese erst im Jahr 2024 beginnt, und zwar wahrscheinlich erst in der zweiten Hälfte des Jahres. Im Durchschnitt haben Aktien etwa sechs Monate vor Beginn einer Rezession ihren Höchststand erreicht. Damit haben Aktien in den kommenden Monaten einen zeitlich begrenzten Spielraum für höhere Kurse.

Euroland holt auf.

Drei Hauptfaktoren erklären, warum das US-Wachstum positiv überrascht hat, insbesondere im Vergleich zu Europa. Der erste Faktor ist der schnellere Rückgang der Inflation in den USA als in Europa. Die Gesamt- und die Kerninflation in den USA stiegen früher als in der Eurozone und erreichten ihren Höhepunkt auch früher. Als die US-Inflation im Juni 2022 mit 9,1 % ihren Höchststand erreichte, verfügten die US-Haushalte damals noch über die bereits erwähnten überschüssigen Ersparnisse. Infolgedessen führte die Verbesserung des Reallohnwachstums in den USA zu positiven Überraschungen für den US-Einzelhandel, während die Überraschungen im europäischen Einzelhandel auf ein Fünfjahrestief fielen, da die Reallöhne weiter schrumpften.

Grafik 8

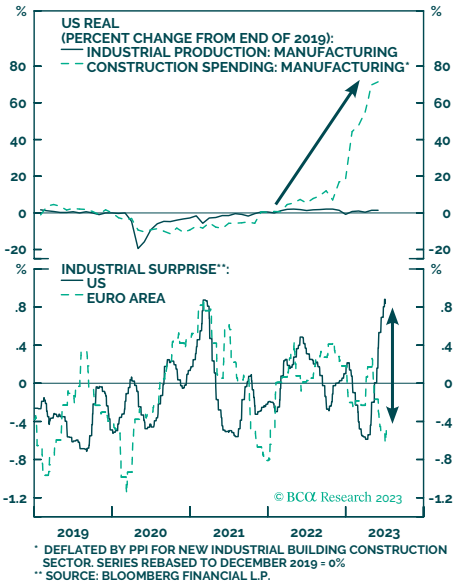


* ATLANTA FED WAGE TRACKER DEFLATED BY US HEADLINE CPI
** DEFLATED BY HEADLINE CPI
*** SHOWN AS A 5-DAY MOVING AVERAGE.
SOURCE: BLOOMBERG FINANCIAL L.P.

Der zweite Faktor für die schwache Wirtschaftsleistung Europas ist der globale Industriezyklus. Europa ist stärker vom verarbeitenden Gewerbe abhängig als die USA, da der Anteil des Industriesektors und des Handels an der Produktion in der Eurozone größer ist als in den USA. So machen in Deutschlands BIP Exporte 49 % aus und die Industrietätigkeit steht für 21 % der Bruttowertschöpfung. Die Volkswirtschaft gehört immer dann zu den schwächsten der Welt, wenn der globale Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe unter seiner Trennlinie zwischen Wachstum und Kontraktion von 50 liegt. Darüber hinaus hat die rasche Verschlechterung der relativen Terms-of-Trade einen zusätzlichen Nachteil für Europa geschaffen, als die Energiepreise im Zuge des Ukraine-Kriegs im vergangenen Jahr sprunghaft anstiegen. Da die USA Energie exportieren, erlitten sie nicht das gleiche Schicksal. Der Übertragungsmechanismus wurde in der Eurozone beschleunigt, da ein

größerer Anteil der Anleihen variabel verzinst ist als in den USA. Auch die Fiskalpolitik hat eine Rolle gespielt. Das im August 2022 verabschiedete US-Gesetz zur Inflationsbekämpfung (Inflation Reduction Act, IRA) umfasste 369 Milliarden Dollar an grünen Subventionen und trägt zum Boom beim Bau von Industrieinfrastrukturen bei. Dieser Boom sorgt für wirtschaftliche Überraschungen im verarbeitenden Gewerbe der USA, insbesondere im Vergleich zum Euroraum.

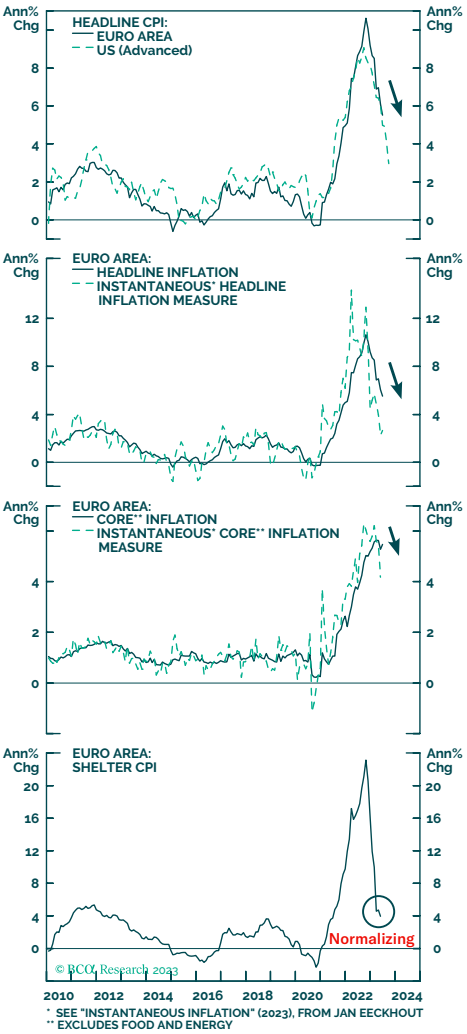
Realeinkommen USA-Euroraum und Index positiver wirtschaftlicher Überraschungen USA-Euroraum Grafik 9



Eine Vielzahl von Entwicklungen deutet nun darauf hin, dass sich die Kluft zwischen den wirtschaftlichen Überraschungen in der Eurozone und den USA gegenüber den extrem negativen Werten verringern wird. Wirtschaftsüberraschungsindizes (sog. „Industrial Surprise Indices") weisen naturgemäß ein ausgeprägtes Muster der Mittelwertumkehr auf. Starke positive Überraschungen verleiten Anleger und Wirtschaftsexperten dazu, ihre Erwartungen für die künftige Wirtschaftstätigkeit zu erhöhen. Infolgedessen wird es immer unwahrscheinlicher, dass die Wirtschaftsdaten diese höheren Schwellenwerte übertreffen, und die wirtschaftlichen Überraschungen gehen zurück. Abgesehen von dem Anstieg nach der Pandemie sind die Überraschungen in den USA in den letzten 20 Jahren nur sechsmal höher ausgefallen. Infolgedessen ist die Wahrscheinlichkeit, dass die Überraschungen in den USA zurückgehen, erhöht. In der Eurozone hingegen waren die Überraschungen nur während des GFC und der Pandemie niedriger als derzeit, was die Wahrscheinlichkeit erhöht, dass die Mittelwertumkehr sie anhebt. Die Terms-of-Trade verschieben sich nun zugunsten Europas. Da die Eurozone ein Energieimporteur ist, führen sinkende reale Energiepreise normalerweise zu einer Verbesserung der Terms-of-Trade.

Die derzeitige Entwicklung im Euroraum im Vergleich zu den USA dürfte sich fortsetzen, so dass der PMI des verarbeitenden Gewerbes der Region im Vergleich zu dem der USA historisch gesehen steigen kann. Die europäische Inflation dürfte der US-amerikanischen nach unten folgen, was das Realeinkommen der Haushalte erhöhen wird. Die Gesamtinflation in der Eurozone liegt etwa drei Monate hinter der der USA zurück. Darüber hinaus liegt die unmittelbare Gesamtinflation bereits nahe 2 %, während der unmittelbare Kerninflationsindex entscheidend nach oben gedreht hat. Wichtig ist, dass sich die Inflation bei den Preisen für Wohnen abrupt normalisiert, und die jüngste Schwäche im Industriesektor steht im Einklang mit schwächeren Inflationswerten in der Zukunft, insbesondere dem Rückgang der asiatischen Exportpreise. Infolgedessen dürfte sich das Lohnwachstum im Einklang mit den sinkenden Inflationserwartungen verlangsamen, was den Kern-Verbraucherpreisindex weiter nach unten ziehen wird. Dennoch ist es unwahrscheinlich, dass sich die Löhne so schnell abschwächen wie der Gesamt-VPI. Höhere Reallöhne werden sich in einem höheren Verbrauch niederschlagen. Das Verbrauchervertrauen nimmt zu, da die Haushalte einen Rückgang der Energie-, Lebensmittel- und Mietpreisinflation feststellen, was sich positiv auf die Einzelhandelsumsätze auswirkt. Die Haushalte der Eurozone verbessern auch ihre Einschätzung ihrer finanziellen Situation, während ihre Bereitschaft zum Erwerb von Wohneigentum zunimmt. Darüber hinaus dämpft der Anstieg der Umlaufgeschwindigkeit von M1 und M2 teilweise die Auswirkungen des Rückgangs der Geldmenge in der Eurozone.

Inflation Euroraum und USA Grafik 10

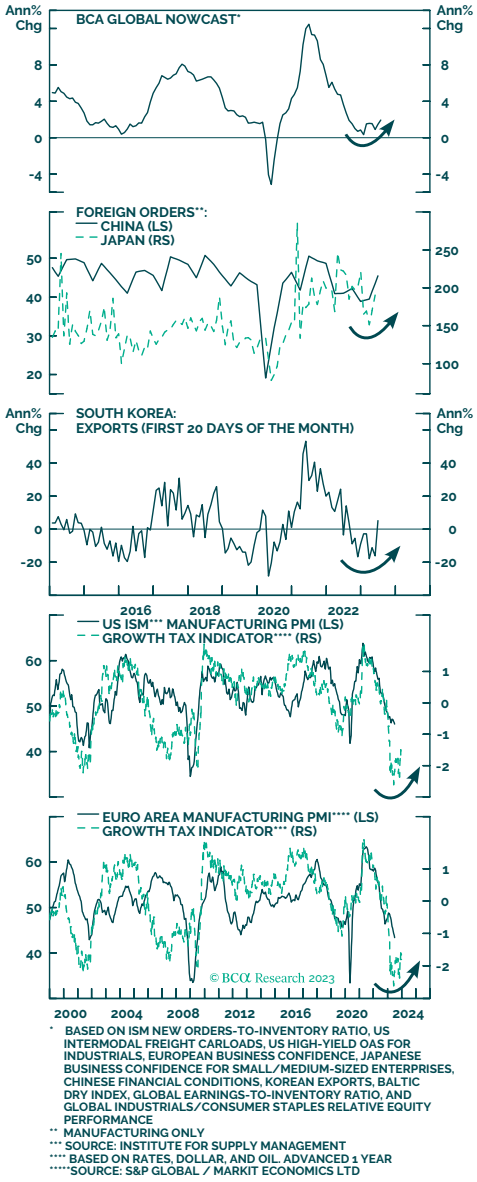


Hinzu kommt, dass es in Europa einen erheblichen Nachholbedarf gibt. Die inflationsbereinigten Ausgaben für langlebige Güter liegen 12 % unter ihrem Trend vor der Pandemie, im Gegensatz zu den USA, wo die Ausgaben für langlebige Güter 12 % über dem Trend vor der Pandemie liegen. Die EU-weiten Kfz-Zulassungen liegen bei 0,9 Millionen pro Monat, ein Niveau, das mit dem von 2012-2013 vergleichbar ist, dem Höhepunkt der durch die Staatsschuldenkrise verursachten Double-Dip-Rezession in der Eurozone. Jetzt, da die Angebotsengpässe, unter denen der Automobilsektor litt, nachlassen, kommt die Automobilproduktion wieder in Schwung. Dieser Trend wird sich wahrscheinlich fortsetzen, da die Autoproduktion von 2014 bis 2019 unter ihrem Durchschnittsniveau bleibt.

Auch der globale Industriezyklus scheint die Kurve zu kriegen. Dieser Prozess wird die Produktionstätigkeit in Europa stärker ankurbeln als in den USA, da die Region stärker vom Außenhandel abhängig ist. Unsere Prognose für die weltweite Industriekonjunktur hat begonnen, sich zu verbessern, und wird dies wahrscheinlich auch weiterhin tun. Die Auslandsaufträge in China und Japan haben sich belebt, und das koreanische Exportwachstum liegt wieder im positiven Bereich. Darüber hinaus wirkt sich die Verbesserung der globalen Finanzbedingungen aufgrund niedrigerer Ölpreise, eines sinkenden Dollars und sich stabilisierender Renditen positiv auf den weltweiten Industriesektor aus, auch auf den der Eurozone.
Davon dürfte der Industriesektor in Europa profitieren. Der Goldman Sachs FCI für die Eurozone ist positiv mit der Inflation korreliert. Folglich dürfte der Rückgang der Inflation zu einer Lockerung der finanziellen Bedingungen im Euroraum beitragen. Darüber hinaus zeigt die EY-Attraktivitätsstudie für Europa vom Juni 2023, dass 40 % der Unternehmen eine hohe Inflation als größtes Risiko für Investitionen in der Region ansehen.

Exporte und Einkaufsmanagerindices

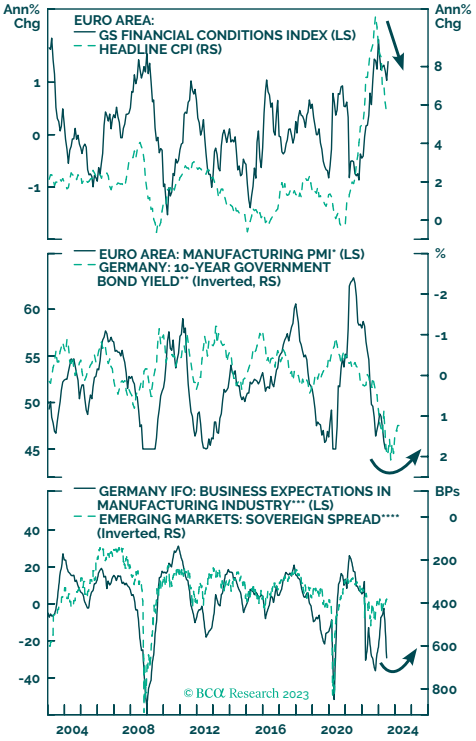
Grafik 11



* BASED ON ISM NEW ORDERS-TO-INVENTORY RATIO, US INTERMODAL FREIGHT CARLOADS, US HIGH-YIELD OAS FOR INDUSTRIALS, EUROPEAN BUSINESS CONFIDENCE, JAPANESE BUSINESS CONFIDENCE FOR SMALL/MEDIUM-SIZED ENTERPRISES, CHINESE FINANCIAL CONDITIONS, KOREAN EXPORTS, BALTIC DRY INDEX, GLOBAL EARNINGS-TO-INVENTORY RATIO, AND GLOBAL INDUSTRIALS/CONSUMER STAPLES RELATIVE EQUITY PERFORMANCE
** MANUFACTURING ONLY
*** SOURCE: INSTITUTE FOR SUPPLY MANAGEMENT
**** BASED ON RATES, DOLLAR, AND OIL. ADVANCED 1 YEAR
***** SOURCE: S&P GLOBAL / MARKIT ECONOMICS LTD

Euroraum - Goldman Sachs Geschäftsklimaindex, Einkaufsmanagerindex und IFO-Index

Grafik 12

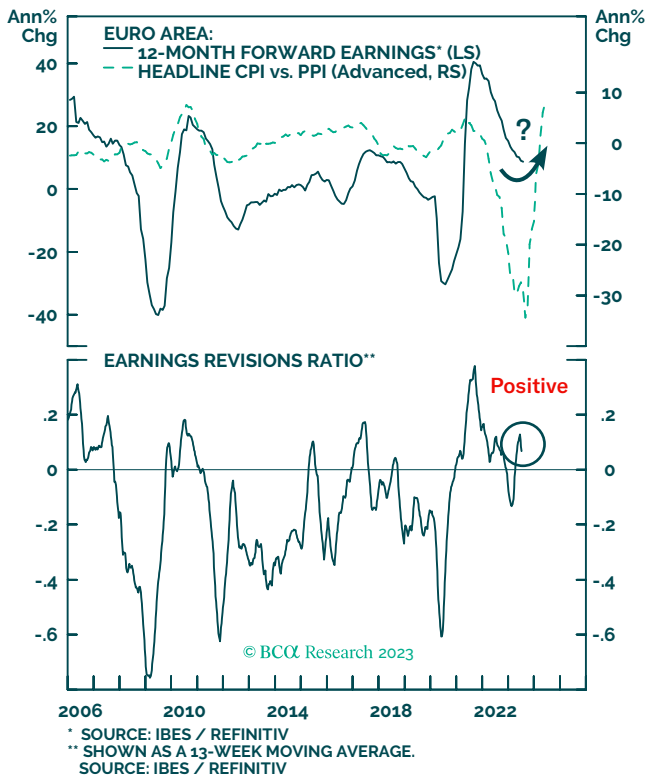


* TRUNCATED AT 45 FOR PRESENTATION PURPOSES. SOURCE: S&P GLOBAL / MARKIT ECONOMICS LTD.
** DETRENDED USING A 24-MONTH MOVING AVERAGE. ADVANCED BY 9 MONTHS
*** MANUFACTURING INDUSTRY EXPECTATIONS WITH REGARDS TO BUSINESS DEVELOPMENT IN THE NEXT 6-MONTH. SOURCE: IFO INSTITUTE
**** SOURCE: BARCLAYS BLOOMBERG INDICES

Daher wird der Rückgang der Inflation auch die Investitionsausgaben fördern. Auch der PMI des verarbeitenden Gewerbes in der Eurozone folgt der Entwicklung der deutschen Renditen in umgekehrter Richtung, da steigende Kreditkosten zu einer geringeren Wirtschaftstätigkeit führen. Die Renditen von Bundesanleihen haben sich in den letzten acht Monaten abgeflacht, und ihre Entwicklung ist rückläufig. Infolgedessen wird sich die Lage im verarbeitenden Gewerbe bald verbessern. In Verbindung mit diesem Trend haben sich die Renditenaufschläge der Schwellenländer verringert, was sich positiv auf das gedrückte Vertrauen der deutschen Industrie auswirkt.

Euroraum – Gewinnerwartungen und Revisionen

Grafik 13



Der schlimmste Gegenwind für die europäischen Volkswirtschaften lässt also nach, was zu positiven Überraschungen führen dürfte. Die folgenden fünf Faktoren werden für diese Verbesserung ausschlaggebend sein: Die Verbesserung der europäischen Terms of Trade im Vergleich zu denen der USA; die Aussicht auf eine niedrigere Inflation in Europa, die die Realeinkommen erhöhen wird; das Potenzial für einen erneuten Anstieg des Verbrauchs; der beträchtliche Nachholbedarf in Europa im Vergleich zu den USA; und die aufkeimenden Anzeichen dafür, dass der globale Produktionszyklus eine Wende erfährt, wovon Europa historisch gesehen mehr profitiert als die USA.

Zwei „Bremser" sprechen allerdings dagegen: Chinas Wirtschaftsdynamik und die IRA- und Re-Shoring[2]-Dynamik in den USA.

In den USA verstärkt der Wachstumsschub durch die US-IRA[3] den Trend zum Re-Shoring, der die Investitions- und Bautätigkeit in den USA ankurbelt. Europa hinkt hinterher, wenn es darum geht, den regulatorischen Aufwand zu verringern, der Unternehmen daran hindert, grüne Subventionen in Anspruch zu nehmen. Auch in Bezug auf das Re-Shoring liegt Europa zurück. Wir sehen dieses Risiko eher auf kurze Sicht, da Europa auch von den Re-Shoring- und grünen Trends, die die Weltwirtschaft beeinflussen, profitieren wird. Aus einem Bericht von Buck Consultants International geht hervor, dass über 60 % der Unternehmen planen, ihre asiatischen Aktivitäten nach Europa und in die USA zu verlagern. In dieser Hinsicht scheinen die Tschechische Republik und Polen die größten Gewinner zu sein, aber auch die westeuropäischen Länder schneiden gut ab, mit Ausnahme des Vereinigten Königreichs. Eine Studie von Ernst&Young über die Attraktivität des Standorts Europa vom Juni 2023 bestätigt diese Ergebnisse ebenfalls. Darin wird hervorgehoben, dass 67 % der Unternehmen in den kommenden drei Jahren ihre Geschäftstätigkeit in Europa ausbauen wollen, während 64 % eine Erhöhung ihrer F&E-Ausgaben auf dem Kontinent erwarten. Auch die Investitionen in die Halbleiterindustrie nehmen in den Regionen zu. Intel beginnt mit der Arbeit an einem 17-Milliarden-Euro-Projekt in Deutschland, und die EU genehmigt staatliche Beihilfen in Höhe von 8,1 Milliarden Euro, um bis 2032 Halbleiterinvestitionen in Höhe von 22 Milliarden Euro zu ermöglichen. An der grünen Front hat die IRA in den USA einen Investitionsschub ausgelöst, aber Europa arbeitet an seinem ei-

2 Re-Shoring ist die **Rückverlagerung von Unternehmen**, und somit das gegenteilige Phänomen zum Offshoring, also der Verlagerung der Produktion, die bis vor einigen Jahren vor allem für Unternehmen, die von den niedrigen Arbeitskosten in Schwellenländern profitieren wollten, noch sehr in Mode war.

3 Mit dem **Inflation Reduction Act**, kurz IRA, haben die USA ein 738 Milliarden Dollar schweres Investitionsprogramm aufgesetzt, welches neben Maßnahmen zur Bekämpfung des Klimawandels und einer Neuausrichtung der US-amerikanischen Wirtschaft auf erneuerbare Energien auch umfassende steuerliche Neuregelungen vorsieht.

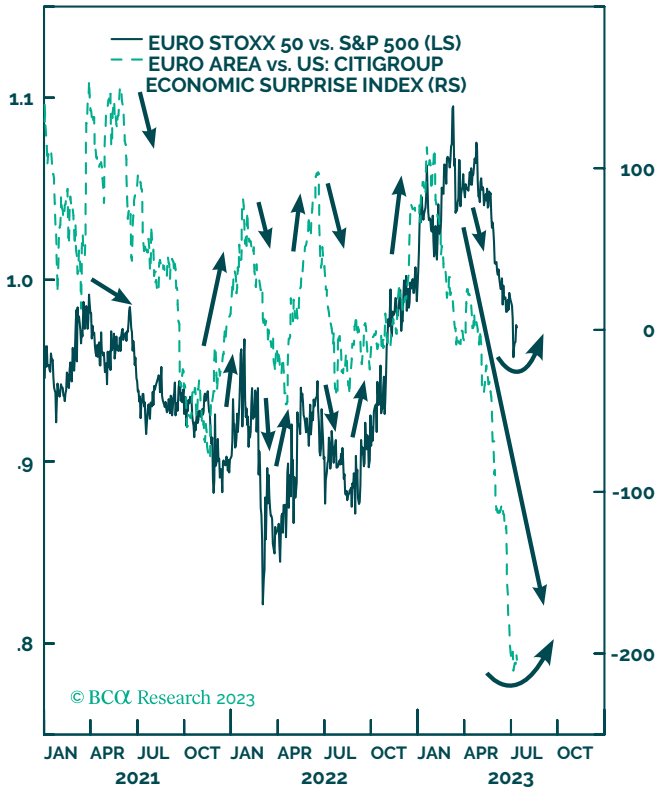
4 Der Wiederaufbaufonds (französisch Fonds de Relance, englisch Recovery Fund) ist ein Konjunkturpaket der Europäischen Union, um die wirtschaftlichen und sozialen Auswirkungen der COVID-19-Pandemie in den Mitgliedstaaten einzudämmen und zu mildern. Der Fonds wurde am 12. Februar 2021 formell gegründet. Finanzierungsgrundlage sind der Mehrjährige Finanzrahmen MFR 2021–2027 von über 1 Billion Euro und das temporäre Aufbauinstrument „Next Generation EU" (NGEU), das die Kommission ermächtigt, an den Kapitalmärkten im Namen der Union Mittel bis zu 750 Mrd. EUR zu Preisen von 2018 aufzunehmen. Die Mitgliedstaaten haften über ihre künftigen Beiträge zum Haushalt der Europäischen Union gemeinschaftlich für die Schulden des Fonds.

genen Plan, der die von Schweden und den Niederlanden geforderte Vereinfachung der Vorschriften beinhalten muss. Europa ist in dieser Hinsicht jedoch nicht uninteressant. Die NGEU[4]-Auszahlungen aus der Fazilität für Konjunkturbelebung und Krisenbewältigung werden sich auf insgesamt 480 Milliarden Euro belaufen, von denen 46 % zur Unterstützung grüner Initiativen verwendet werden sollen. Darüber hinaus hatte die EU schon früh eine Führungsrolle bei der Umstellung auf ESG übernommen. So zeigt die EY-Attraktivitätsstudie für Europa vom Juni 2023, dass 61 % der Unternehmen die EU nach wie vor für die attraktivere Region für Investitionen im Hinblick auf Nachhaltigkeitsfaktoren halten. Europa ist also in der Lage, eine effiziente Antwort auf die IRA zu finden, zumal das EU-Net-to-Null-Industrie-Gesetz wahrscheinlich durch die Souveränitätsfonds der Europäischen Kommission ergänzt wird. Der Ansicht, dass die europäischen Wirtschaftsüberraschungen zu denen der USA aufschließen können, stehen zwei Hauptgegenwinde entgegen. Der erste ist die Schwäche der chinesischen Wirtschaft, die durch die hohe Wahrscheinlichkeit abgeschwächt wird, dass Peking bald Maßnahmen zur Dämpfung des Wachstums ergreifen wird. Der zweite ist die Kraft des industriellen Re-Shoring in den USA, das derzeit durch die IRA noch verstärkt wird. Aber auch in Europa wird sich die Verlagerung in den kommenden Jahren wahrscheinlich beschleunigen.

Der Aufschwung der Wirtschaftstätigkeit in der Eurozone dürfte sich kurzfristig positiv auf europäische Aktien auswirken. Die Märkte der Eurozone haben ein hohes Beta. Der jüngste Rückgang des Verbraucherpreisindex in den USA stützt die Aussichten für globale Aktien, einschließlich europäischer Aktien, in den kommenden Monaten. Darüber hinaus deutet die Verbesserung der europäischen Preissetzungsmacht im Zusammenhang mit dem Anstieg des VPI im Vergleich zur PPI-Inflation darauf hin, dass die Abwärtskorrektur der Gewinnschätzungen für den Euroraum längst überfällig ist. In diesem Zusammenhang ist es ermutigend, dass die europäischen Revisionsquoten in letzter Zeit etwas an Kraft gewonnen haben. Wichtig ist, dass die jüngste Underperformance europäischer Aktien im Vergleich zu den USA mit dem Einbruch der positiven wirtschaftlichen Überraschungen in Europa zusammenfiel; ein Wiederanstieg sollte mit einer Outperformance der Aktien im Euroraum einhergehen .

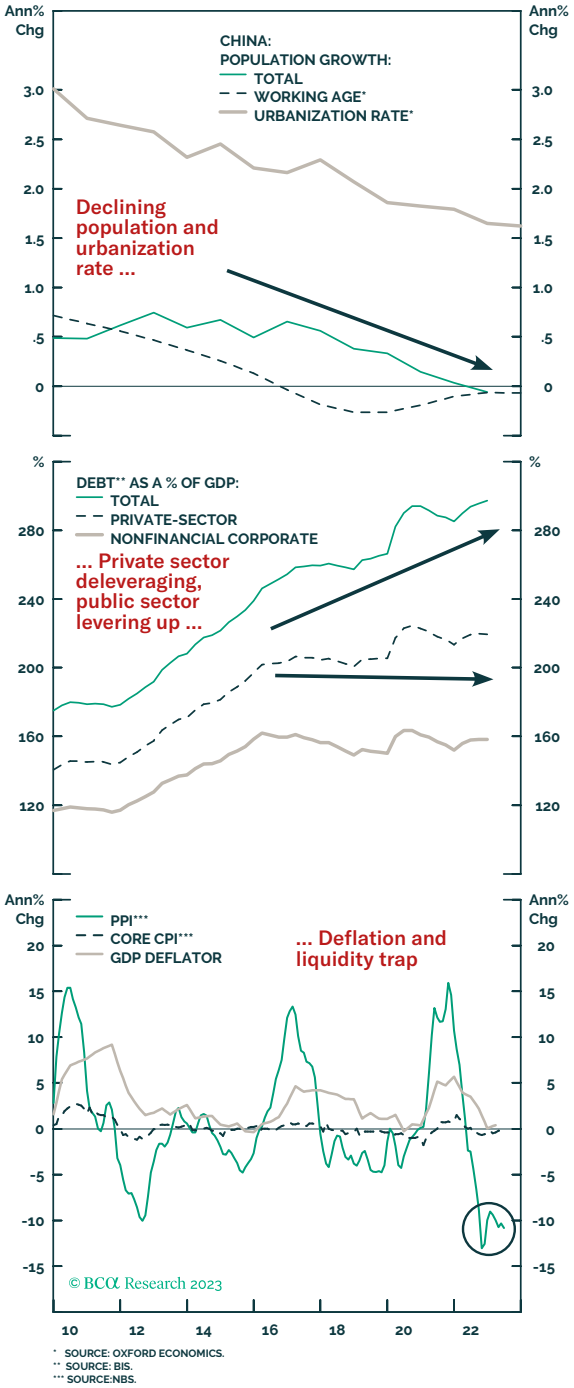
EuroStoxx zu S&P 500 im Vergleich mit positiven wirtschaftlichen Überraschungen Euroraum-USA

Grafik 14



China mit drei grundlegenden Problemen

Grafik 15



Chinas Dreifach-Krise

China erlebt seit einiger Zeit das Platzen der Immobilienblase, eine Deflation der Erzeugerpreise und eine Beinahe-Deflation der Verbraucherpreise. Deflation ist toxisch, wenn sie mit einer hohen Verschuldung von Unternehmen und Privathaushalten einhergeht, denn die reale Schuldenlast steigt, wenn die Preise fallen. Das Politbüro ist Ende Juli zusammengetreten und hat neue Konjunkturmaßnahmen genehmigt. Die Lage am Immobilienmarkt werde „zu gegebener Zeit" optimiert und angepasst, berichtete die amtliche Nachrichtenagentur Xinhua. Große Sorge bereite der Führung auch die Verschuldung der Gebietskörperschaften. Der Arbeitsmarkt soll stabilisiert werden. Besondere Förderung sollen der Mitteilung zufolge die Erforschung und Anwendung von Künstlicher Intelligenz und die Plattformökonomie erhalten. Die Anleger sollen den Plänen zufolge wieder Vertrauen in die chinesischen Märkte fassen. Die Entwicklungs- und Reformkommission NDRC hat zeitgleich bekannt gegeben, private Investitionen anregen zu wollen. Details wie Fördersummen wurden generell nicht genannt.

Die Effektivität der Maßnahmen wird durch eine Reihe von gegenläufigen Faktoren eingeschränkt. Die Geldpolitik hat aufgrund des Abbaus der Verschuldung des Privatsektors viel von ihrer Wirksamkeit verloren. Die Senkung des Leitzinses um 10 Basispunkte und die Senkung des Mindestreservesatzes der Banken um 25 Basispunkte seit ihren jüngsten Höchstständen haben die Kreditaufnahme und das Wachstum nicht angekurbelt. Niedrigere Zinsen und ein schwacher Renminbi sind notwendig, aber nicht ausreichend, um die Deflation zu bekämpfen. Eine umfangreiche Finanzpolitik kann wirksam sein, wenn sie mit einer zurückhaltenden Geldpolitik kombiniert wird. Dies war die Lehre aus der japanischen, amerikanischen und europäischen Immobilienblase.

China wird die fiskalische Unterstützung erhöhen und nicht auf den Ausbruch sozialer Unruhen und politischer Instabilität warten. Aber der Umfang und die Wirksamkeit der Konjunkturmaßnahmen reichen möglicherweise nur aus, um das Wachstumsziel der Regierung von 5 % zu erreichen. Die Regierungspartei hat Angst, ein nicht nachhaltiges Wirtschaftsmodell weiter zu verfestigen, dass die langfristigen Risiken erhöht. Sie hat auch Angst, ihre politische Munition jetzt zu verbrauchen, bevor der nächste große globale Schock kommt.

Der Privatsektor hält die Zentralregierung in Schach. Während Chinas Bruttoverschuldung 297 % des BIP beträgt, liegt die Verschuldung des öffentlichen Sektors bei 78 %, wovon 22 % auf die Zentralregierung entfallen. Der fiskalische Stimulus der Zentralregierung ist der offene Weg für eine Ausweitung der Fiskalpolitik, um zu versuchen, die Schulden-Deflations-Krankheit zu überwinden. Allerdings machen die Ausgaben der Zentralregierung 11,5 % des BIP aus und können daher den Prozess des Schuldenabbaus bei den privaten Akteuren nicht ohne weiteres umkehren. Die Xi-Regierung kann den Schaden, der dem Immobiliensektor, dem Unternehmertum, der Staatsführung und den ausländischen Investitionen bereits zugefügt wurde, nicht ohne weiteres rückgängig machen.

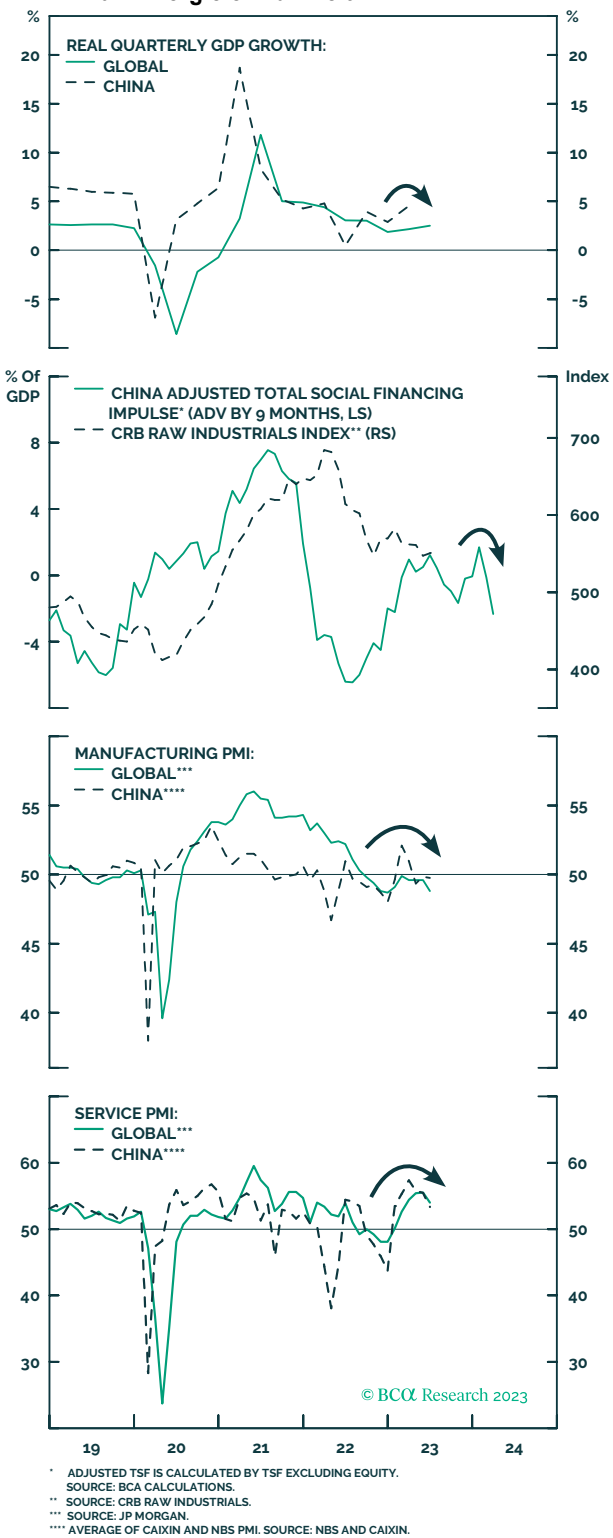
Chinas fiskalischer Spielraum ist allerdings begrenzt. Die Zinssätze sind niedrig, das Wachstum liegt unter dem Trend, und die Arbeitslosigkeit ist gestiegen, was auf eine Flaute in der Wirtschaft und einen positiven fiskalischen Multiplikator hindeutet. Die Nettokreditaufnahme des Staates hat jedoch 7 % des BIP erreicht, und die zusätzliche Kreditaufnahme liegt nach Angaben des Internationalen

Währungsfonds bei 17 %, so dass der Spielraum für eine höhere staatliche Kreditaufnahme begrenzt ist. Die Auslandsverschuldung ist mit 5 % des BIP zwar sehr gering, doch spiegelt dies nicht nur eine geschlossene Kapitalbilanz, sondern auch einen Mangel an Nachfrage nach Finanzmitteln, d.h. eine Liquiditätsfalle, wider. Angesichts der Schwäche des verarbeitenden Gewerbes im In- und Ausland und der restriktiven Geldpolitik in den Industrieländern wird sich das chinesische und weltweite Wachstum in den nächsten Monaten abschwächen.

Die Außenbeziehungen Chinas können sich nicht wesentlich verbessern, solange das Ergebnis der taiwanesischen Präsidentschaftswahlen im Januar nicht bekannt ist. Taiwans Konjunkturabschwächung bedeutet, dass die regierende Demokratische Fortschrittspartei ein erhebliches Risiko eingeht, gegen die institutionelle Regierungspartei KMT oder Kuomintang zu verlieren, aber Meinungsumfragen zeigen ein Rennen, das derzeit zu knapp ist. Eine neue Kuomintang-Regierung würde versuchen, Vereinbarungen mit Peking auszuhandeln, um die Spannungen zwischen den beiden Seiten der Straße abzubauen. Sollte jedoch die DPP an der Macht bleiben, werden die Spannungen 2024-25 zunehmen. China wird eher zu wirtschaftlichen oder rechtlichen Mitteln greifen, um Taiwan unter Druck zu setzen und Provokationen der USA abzuwehren.
Daher wird die zweite Hälfte des Jahres 2023 von der Ungewissheit über die taiwanesischen Wahlen geprägt sein, und es ist nicht zu erwarten, dass die strategischen Spannungen mit Taiwan oder den USA vorher wesentlich abnehmen werden.
In der Zwischenzeit ist der Versuch der Biden-Regierung, die Beziehungen zu Peking zu glätten, offensichtlich kurzfristig und eigennützig, was auf einen grundlegenden Mangel an Vertrauen zwischen den USA und China hindeutet. Die Biden-Administration wird möglicherweise von neuen Strafmaßnahmen gegen die chinesische Wirtschaft absehen, auch wenn eine restriktive Rhetorik hinsichtlich des Handels mit China auf der Wahlkampftour notwendig ist. Sie will die Risiken kontrollieren und eine amerikanische Rezession vor den Wahlen 2024 verhindern. Durch die Verhängung von Hightech-Exportkontrollen gegenüber China ist die Wirtschaft von Biden anfällig für chinesische Gegenmaßnahmen. Daher die Initiative, die makroökonomischen Aussichten zu stabilisieren und die Zusammenarbeit in bestimmten Bereichen wie dem Klimawandel zu fördern, um die Stimmung der Investoren zu verbessern.

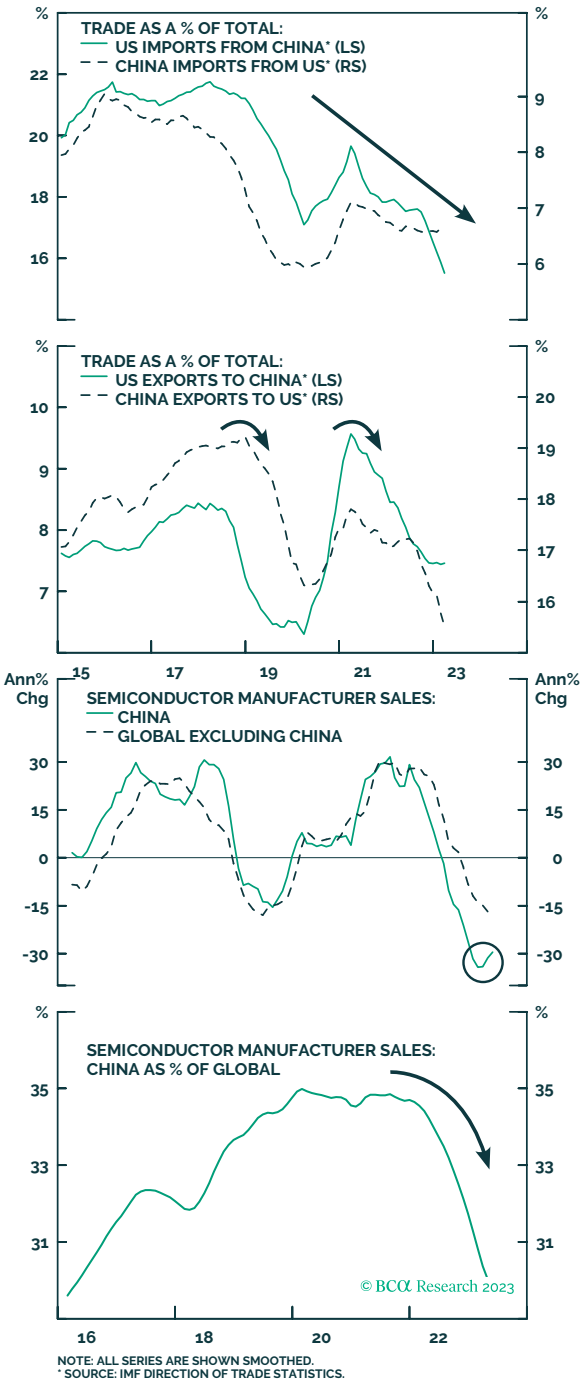
China muss seine Wirtschaft um der sozialen und politischen Ruhe willen stabilisieren. Außerdem muss es die USA daran hindern, einen wasserdichten strategischen Kordon zu errichten, um Hightech-Importe zu blockieren und ausländische Investitionen abzuschrecken. Daher könnte China Biden diplomatische Rückendeckung geben, damit er die Strafmaßnahmen aussetzen oder bestimmte Beschränkungen aufheben kann. Aber es wird keine konkreten Opfer bringen, da Bidens Regierung in nur 16 Monaten gestürzt werden könnte. Chinas Ziel ist es, kurzfristige Vorteile zu erlangen und sich gleichzeitig auf eine mittelfristige Wiederbelebung der Spannungen vorzubereiten. China geht davon aus, dass eine der beiden US-Parteien nach den Wahlen die Handels- und Investitionsbeschränkungen verschärfen wird. Die US-Einfuhren aus China sind in den letzten Jahren von

China im Vergleich zur Welt Grafik 15



* ADJUSTED TSF IS CALCULATED BY TSF EXCLUDING EQUITY. SOURCE: BCA CALCULATIONS.
** SOURCE: CRB RAW INDUSTRIALS.
*** SOURCE: JP MORGAN.
**** AVERAGE OF CAIXIN AND NBS PMI. SOURCE: NBS AND CAIXIN.

Außenhandel und Halbleiterumsätze Grafik 17



NOTE: ALL SERIES ARE SHOWN SMOOTHED.
* SOURCE: IMF DIRECTION OF TRADE STATISTICS.

22 % auf 16 % der Gesamteinfuhren zurückgegangen, während der Anteil der chinesischen Ausfuhren in die USA von 19 % auf heute 16 % gesunken ist. Der Anteil Chinas am weltweiten Halbleiterabsatz ist vor dem Hintergrund des wirtschaftlichen Abschwungs und der US-Ausfuhrkontrollen eingebrochen. Routinediplomatie sollte nicht mit strategischem Neuengagement verwechselt werden. Einer der Hauptgründe für Außenminister Antony Blinken und Finanzministerin Janet Yellen, nach Peking zu reisen, bestand einfach darin, die neue chinesische Führung nach den Umbesetzungen im Oktober und März zu treffen. Die USA bereiten auch den Besuch Xi Jinpings in San Francisco anlässlich des APEC-Gipfels im November vor. Dabei handelt es sich um Standarddiplomatie und nicht um ein strategisches Wiederengagement. Der eigentliche Zweck ist die Aufrechterhaltung offener Kommunikationslinien, aber Kommunikation allein wird strategische Meinungsverschiedenheiten nicht ausräumen.

Eine echte Entspannung kann es frühestens nach den US-Wahlen geben. Peking muss wissen, ob die Demokraten nach ihrer Wiederwahl weiterhin eine Entspannung anstreben oder ob sie die harte China-Politik fortsetzen werden, die sie von der Trump-Regierung übernommen haben. Sollten die populistischen Republikaner an die Macht kommen, muss Peking darauf gefasst sein, dass sie den 2018 begonnenen Handelskrieg noch verschärfen werden.

Selbst nach 2024 wird eine Entspannung nur schwer zu erreichen sein, weshalb die Chancen für eine erfolgreiche Entspannung kurzfristig gering sind. Die große Strategie der USA erfordert, dass die USA ein russisch-chinesisches Bündnis verhindern, das Eurasien dominiert. Daher müssen die USA den Kapital- und Technologiefluss nach China einschränken, was bedeutet, dass China davon ausgehen wird, dass Bidens Olivenzweig lediglich ein Wahlkampftrick ist.

Die Anzeichen deuten auf eine strukturelle Trennung zwischen den USA und China hin, auf einen parteiübergreifenden Konsens gegenüber China in den USA und auf einen Mangel an Vertrauen während des Wahlzyklus 2023-24, der eine gemeinsame Vereinbarung mit konkreten Zugeständnissen und Verpflichtungen verhindern wird.

Natürlich sind die Chancen für eine Entspannung nicht gleich Null. Außerdem wären die Auswirkungen auf die Märkte ohnehin gedämpft, da die Exporte in die USA nicht das Hauptproblem der chinesischen Wirtschaft sind. Solange Chinas Stimulus bescheiden ausfällt, wird jede Entspannung ohnehin nur ein Nebenschauplatz sein.

Quintessenz: Das chinesische Konjunkturprogramm löst die strukturellen Probleme nicht, so dass es nur einen kurzfristigen Nutzen für investierbare chinesische Aktien haben wird. Ergo sollte man bei jeder Stärke chinesische Aktien eher verkaufen. Interessanter werden die Schwellenländern Südostasiens und Lateinamerikas. Diese Märkte profitieren von einer langfristigen westlichen Diversifizierung weg von China - und profitieren ohnehin, wenn Chinas Konjunkturprogramm die Erwartungen überrascht.

Lithium: Wettlauf zwischen Angebot und Nachfrage

Das Metall Lithium bewegt seit einiger Zeit zunehmend die Welt, seit die Nachfrage nach Lithium-Ionen-Batterien steigt. Und das dürfte so bleiben, wenn der Absatz von Elektrofahrzeugen (EV) und wiederaufladbaren Energiespeichern in China, der EU und in geringerem Maße in den USA weiter zunimmt. Etwas mehr als 90 % des erwarteten Anstiegs der Batterienachfrage von 4.700 GWh zwischen 2022 und 2030 werden auf Elektrofahrzeuge und andere Formen der Mobilität entfallen. Nach Schätzungen des australischen Ministeriums für Industrie, Wissenschaft und Ressourcen wird die subventionsbedingte Nachfrage in China den Absatz von Elektrofahrzeugen bis 2025 von 6,5 Mio. Einheiten auf 13 Mio. erhöhen. Selbst bei einer geringeren Förderung wird der Absatz von E-Fahrzeugen in der EU bis 2025 voraussichtlich von 3 auf 5,1 Millionen steigen. Der Anteil der EV-Verkäufe an allen in Europa verkauften Fahrzeugen lag im Jahr 2022 bei 21%. Die USA hingegen sind die Nachzügler bei der Verbreitung von Elektrofahrzeugen. Es wird erwartet, dass dort der Absatz von E-Fahrzeugen bis 2025 auf 3,3 Mio. Einheiten ansteigt, gegenüber 1 Mio. Einheiten im Jahr 2022. E-Fahrzeuge machen nur 7,3 % der Autoverkäufe aus. Das dürfte der US Inflation Reduction Act (IRA) ändern, indem Autokäufern eine Prämie von bis zu 7.500 Dollar gewährt, je nachdem, wie viele der Komponenten in diesen Fahrzeugen auf dem nordamerikanischen Markt beschafft werden. Die USA streben an, dass bis 2030 ca. 50 % der Fahrzeugverkäufe auf so genannte Clean-Energy-Fahrzeuge entfallen.

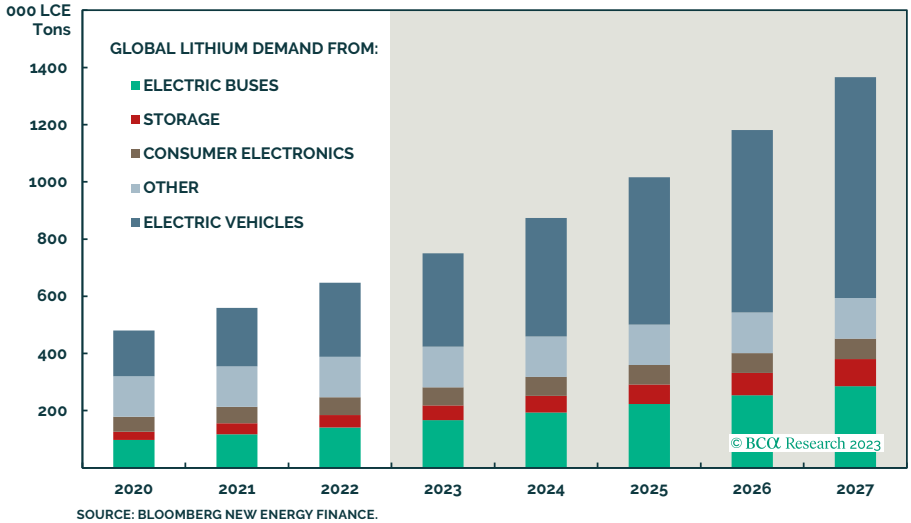
Ausgehend von den mineralischen Bestandteilen sind die Haupttypen von Lithium-Ionen-Batterien solche mit Lithium-Eisen-Phosphat-Kathoden (LFP), die die positive Elektrode der Batterie bilden, und solche mit Nickel-Mangan-Kobalt-Oxid-Kathoden (NMC). NMC-Batterien haben einen Marktanteil von 60 %, während LFP-Batterien etwa halb so viel ausmachen. Beide Arten von Kathoden enthalten zwar Lithium, aber LFP-Batterien verwenden Lithium als einziges kritisches Mineral, während NMC-Batterien auch Nickel und Kobalt einsetzen. LFP-Batterien sind zudem 20-30 % billiger als NMC-Batterien. Sie haben jedoch eine geringere Energiedichte, was sich in einer geringeren Fahrleistung niederschlägt. Mit LFP-Kathoden ausgestattete Elektrofahrzeuge eignen sich daher besser für den Kurzstreckeneinsatz in dicht besiedelten Regionen. Passenderweise ist der Boom in der chinesischen Nachfrage der Hauptgrund dafür, dass der Marktanteil von LFP so schnell anstieg. Im Jahr 2022 wurden rund 95 % der chinesischen Elektrofahrzeuge mit LFP-Batterien ausgestattet.

Ein potenzieller Konkurrent der etablierten Lithium-Ionen-Batterien sind Natrium-Ionen-Batterien. Diese Batterietypen sind nicht auf kritische Mineralien angewiesen, wodurch sie wiederum 20 % billiger sind als LFP und frei von potenziellen geopolitischen Handelsbeschränkungen bei den erforderlichen Rohstoffen und Vorprodukten. Aufgrund ihrer geringeren Energiedichte und niedrigeren Kosten sind diese Batterien der eigentliche Favorit für kostengünstige Elektrofahrzeuge, wenn die Reichweite zweitrangig ist.

Lithium in Salzen oder Erzen

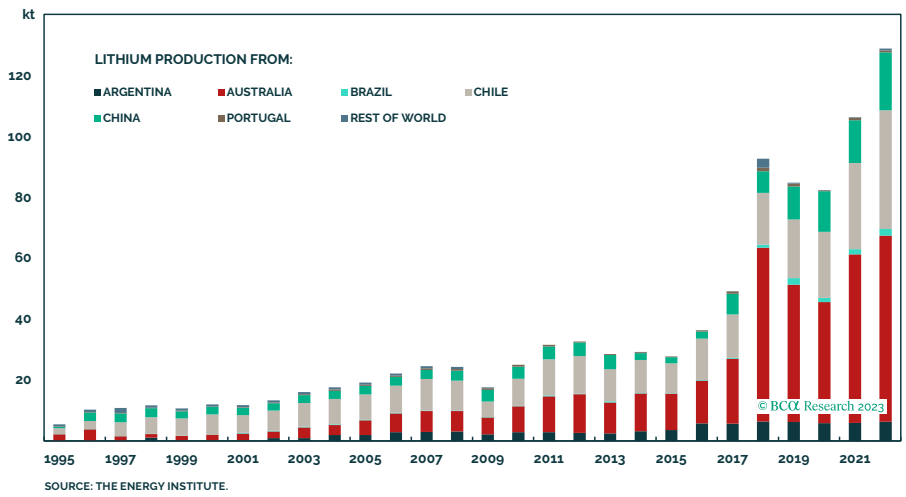
Während die chilenischen Salzseen (Salare) einige der größten Lithiumreserven der Welt beherbergen, waren die australischen Spodumen-Mineralvorkommen im vergangenen Jahr die wichtigste Quelle für Lithiumlieferungen an den Markt. Hartgestein-Lithiumvorkommen werden in der Regel im Tagebau ausgebeutet, indem

Lithium-Verwendung Grafik 18



SOURCE: BLOOMBERG NEW ENERGY FINANCE.

Lithium-Produktion nach Herkunftsländern Grafik 19



SOURCE: THE ENERGY INSTITUTE.

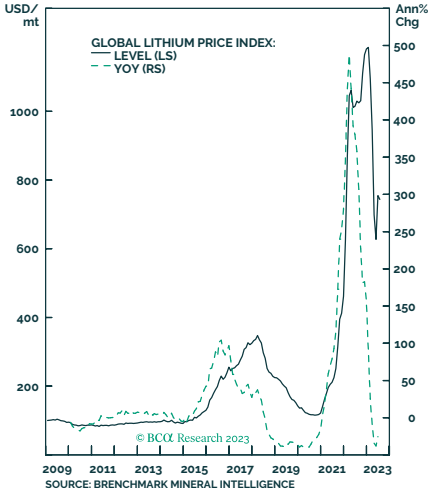
Pegmatit - lithiumreiche Blöcke - zerkleinert und anschließend gemahlen wird, damit das Erz abgetrennt werden kann. „Spodumen" ist der am häufigsten vorkommende Pegmatit.

Die andere gängige Methode zur Gewinnung von Lithium ist die aus kontinentalen Salzlagerstätten (z. B. den chilenischen Salinen). Salzhaltiges Wasser wird aus dem Untergrund an die Oberfläche gebracht und verdunstet in großen Becken, wobei Lithium zurückbleibt. Dies ist ein zeitaufwändiger Prozess, der je nach Trockenheit der Region zwischen 10 und 24 Monate dauern kann. Abgesehen von der langen Dauer der Gewinnung ist diese Lithiumquelle geografisch konzentriert: Die meisten kontinentalen Solebecken befinden sich im Lithiumdreieck, das sich über Bolivien, Argentinien und Chile erstreckt; China verfügt über die nächstgrößten Reserven an Solebecken. Die Methode der Gewinnung über Solebecken belastet allerdings auch die lokalen Wasserressourcen, da fast 90 % des Wassers aus Solebecken verdampft werden. Insgesamt werden etwa 500.000 Liter Süßwasser benötigt, um eine Tonne Lithium zu gewinnen. Außerdem ist die Menge des an die Oberfläche gepumpten Salzwassers direkt proportional zu der Menge des umliegenden Süßwassers, das in die Solelagerstätten fließt, wodurch es unbrauchbar wird und die lokale Umwelt beeinträchtigt.

Vielversprechende neue Gewinnungsmethode

Eine möglicherweise effizientere und weniger umweltschädliche Methode der Lithiumgewinnung aus Solebecken ist die Direkt-Lithium-Extraktion (DLE), bei der Lithium-Ionen direkt aus der Solelösung entnommen werden. DLE wird sogar das Konzentrationsrisiko der abgebauten Lithiumvorräte aus Solelagerstätten verringern, da mit dieser Technologie Lithium aus Vorkommen in Ölfeldern und geothermischen Solelagerstätten extrahiert werden kann. Hier könnten also auch stillgelegte Ölquellen zukünftig als Lagerstätte eine Rolle spielen und den Ölgesellschaften ein neues Geschäftsfeld eröffnen.

Preisentwicklung Lithium Grafik 20



SOURCE: BRENCHMARK MINERAL INTELLIGENCE

DLE ist eine relativ neue Technologie, die nur in China und Argentinien in kommerziellem Maßstab eingesetzt wird. Das könnte sich ändern, da die chilenische Regierung plant, alle neuen Lithiumprojekte auf diese Methode umzustellen. Die Quelle des Lithiums - Solelagerstätten oder Festgestein - hat Auswirkungen auf das gewonnene Produkt. Während Solelagerstätten nur Lithiumkarbonat liefern, kann Lithium aus Pegmatitquellen entweder in Form von Lithiumkarbonat oder Lithiumhydroxid ausgebeutet werden, was zusätzliche Flexibilität bei der Veredelung und Verwendung des Metalls bietet. Darüber hinaus verwenden die verbreiteten NMC-Batterien nur Lithiumhydroxid als Kathodenmaterial, während LFP-Batterien Lithiumcarbonat benötigen. Lithiumkarbonat, das aus Solen gewonnen wird, kann zwar in Lithiumhydroxid umgewandelt werden, dies erfordert jedoch einen zusätzlichen Schritt und erhöht die Produktionskosten. Nach dem Anstieg der Lithiumpreise um mehr als 800 % im Laufe der Jahre 2021 und 2022 haben die führenden Lithiumbergbauunternehmen ihre Investitionen in neue Produktionskapazitäten im Jahr 2022 um mehr als 26 % gegenüber dem Vorjahr erhöht.

Zwar sind die Lithiumpreise seither gesunken, aber im Vergleich zu den Niveaus vor 2021 sind sie immer noch hoch, was die Bergbauunternehmen dazu veranlassen wird, weiterhin Investitionen in das wichtige Batteriemetall vorzusehen (Abb. CES 27.07.23, S. 6). Albemarle, das weltweit führende Lithiumbergbauunternehmen, wird 2023 voraussichtlich 1,7 bis 1,9 Mrd. USD investieren, während SQM, das zweitgrößte Lithiumbergbauunternehmen, erklärte, dass es im Zeitraum 2023 bis 2025 3,4 Mrd. USD investieren wird.

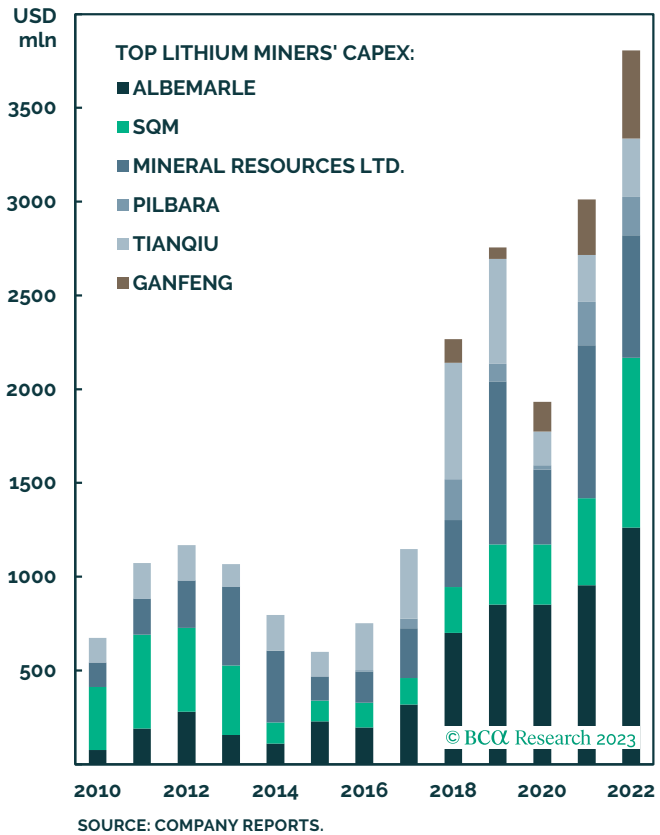
Um von den gestiegenen Preisen zu profitieren und die steigende Nachfrage zu befriedigen, haben die Lithiumminenunternehmen Pläne zur Ausweitung der Produktionskapa-

zitäten bis 2030 aufgestellt. Albemarle geht davon aus, dass sein Lithiumabsatz in diesem Jahr um mehr als 25 % steigen wird, während SQM die Lithiumproduktionskapazität bis 2023 um knapp 20 % erhöhen will. Ganfeng Lithium, einer der größten chinesischen Lithiumproduzenten, hat sich das Ziel gesetzt, bis 2030 600.000 Tonnen LCE zu produzieren, während Pilbara Minerals 375 Mio. $ investieren wird, um bis 2025 jährlich 1 Mio. Tonnen Spodumenkonzentrat zu produzieren und damit die derzeitige Produktion nahezu zu verdoppeln. In der Grafik sind auch alle wichtigen Produzenten am Lithium-Markt genannt.

Langfristige Investitionen in Produktionskapazitäten nach 2030 sind hingegen schwieriger vorherzusagen. Da die Branche und die Produktionstechnologie noch in den Kinderschuhen stecken, gibt es noch Spielraum für die kommerzielle Einführung neuer Technologien - z. B. DLE, dass die verfügbaren Gesamtreserven erhöhen und gleichzeitig die Effizienz der Lithiumproduktion steigern könnte.

Anlageinvestitionen der größten Produzenten

Grafik 21



SOURCE: COMPANY REPORTS.

Spielball der Geopolitik

In Anbetracht der geopolitischen Aspekte der Energiewende ist davon auszugehen, dass immer mehr Staaten die Lithiumproduktion entweder im eigenen Land oder in den Ländern ihrer Handelspartner fördern werden. Infolgedessen wird eine solche Politik das langfristige Beschaffungs- und Angebotswachstum von Lithium fördern. Der zunehmende „Ressourcen-Nationalismus" kann jedoch die Gesamtproduktion einschränken. Das Lithiumdreieck, das sich über Chile, Bolivien und Argentinien erstreckt, verfügt über 50 % der weltweiten Lithiumreserven. Während Boliviens riesige Lithiumvorkommen seit 2008 verstaatlicht sind, kündigte Chiles Präsident Gabriel Boric im April dieses Jahres an, dasselbe zu tun.

Angesichts der Tatsache, dass 65 % der Kapazitäten für die Verarbeitung von Lithium und die Herstellung von Batterien in China angesiedelt sind, droht die zunehmende Polarisierung der Weltwirtschaft und der Lieferketten in Ost- und Westblöcke auch die Bewegung und das Angebot von Lithium einzuschränken.

Abgesehen von den eng gefassten Bedenken über die künftige Lithium-Versorgung und -Verfügbarkeit könnten billigere Natrium-Ionen-Batterien langfristig zu einem Ersatz für Lithium-Ionen-Batterien werden. Sollte dies der Fall sein, könnten Investitionen in die Lithiumversorgung durch eine steigende Akzeptanz von Natrium-Ionen-Batterien beeinträchtigt werden.

Auch wenn diese potenziell bahnbrechende Technologie nicht in der Lage sein wird, die Nachfrage nach den energiedichteren Lithium-Ionen-Batterien vollständig zu ersetzen, könnte ihre Erschwinglichkeit sie in den Schwellenländern, die ihre eigenen Elektromärkte schaffen oder ausbauen wollen, günstiger machen. Mehrere chinesische Elektroautohersteller haben bereits mit der Produktion von billigeren Varianten von Elektroautos begonnen, die diese Batterien verwenden, oder planen dies zu tun.

Die Vorlaufzeiten für die Inbetriebnahme einer neuen Lithiummine können sehr unterschiedlich sein und je nach Art der Produktion zwischen 6 und 15 Jahren liegen. Daher könnte der Spielraum für neue Produktionen in den nächsten Jahren eingeschränkt sein.

Asset Allocation: Aktienquote steigt weiter.

Das taktische MacroQuant-Modell unseres Partners BCA Research aus Montreal ist über einen taktischen Zeithorizont von 1 bis 3 Monaten positiv für Aktien gestimmt.

MacroQuant ist in Aktien und Barmitteln übergewichtet und in Anleihen untergewichtet. Innerhalb des Aktienuniversums, ist das Modell übergewichtet in Schwellenländern, Japan und den USA. Das Sektormodell bevorzugt Energie, Technologie, Basiskonsumgüter und zyklische Konsumgüter. Die Modellbewertungen sind neutral gegenüber Öl und US-Dollar neutral und bei Gold bearish.

Die nachstehende Entscheidung zur Vermögensallokation basiert auf den von den Global Equity and Bond Scores erstellten Schätzungen der erwarteten Rendite für einen Monat. Das Modell bevorzugt Vermögenswerte mit den höchsten erwarteten Renditen. Das Benchmark-Portfolio besteht aus 60 % Aktien, 37,5 % Anleihen und 2,5 % Barmitteln. Die Benchmark-Komponenten Aktien und Anleihen sind marktgewichtete Portfolios, die sich aus den Ländern zusammensetzen, die in den globalen Aktien- und Anleihemodellen enthalten sind. Die Aktien- und Anleihemodellportfolios folgen allen regionalen Empfehlungen von MacroQuant aus unseren Aktien- (Sektoren und Regionen) und Anleihemodellen (Regionen). Die Bargeldkomponente besteht ausschließlich aus US-Dollar. Die aktuellen Portfolioempfehlungen lauten: 67% globale Aktien, 30% globale Anleihen und 3% Barmittel.

Die aktuellen Werte für globale Aktien und globale Anleihen liegen bei 50% bzw. 27%. Der Global Equity Score ist im Vergleich zum Vormonat leicht gesunken, liegt aber immer noch deutlich über dem Global Bond Score, der in der Nähe des Wertes vom letzten Monat von 28% bleibt. Nur die Werte für brasilianische, chinesische, indische und kanadischen Aktien haben sich gegenüber dem Vormonat verbessert, was bedeutet, dass 91 % der Veränderung des Global Equity Score negativ war. Trotzdem sieht das Modell die erwartete Rendite von Aktien immer noch als höher als bei Anleihen und ist daher risikoübergewichtet.

BCA-Research Macro Quant Modell, Stand 02.08.23

Grafik 22

	Equities**			Bonds***			Cash****		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	37.4	43.7	+6.3	13.2	6.2	-7.0			
EURO AREA	5.0	5.1	+0.1	9.5	11.0	+1.4	0.4	0.5	+0.05
CORE	4.2	4.5	+0.3	5.8	6.6	+0.7			
PERIPHERY	0.8	0.6	-0.2	3.7	4.4	+0.7			
U.K.	2.2	2.1	-0.1	2.3	1.7	-0.5	0.4	0.5	+0.05
JAPAN	3.3	4.4	+1.1	8.6	8.1	-0.5	0.4	0.5	+0.05
CANADA	1.7	0.9	-0.8	0.7	0.8	+0.1	0.4	-0.5	+0.05
AUSTRALIA	1.1	1.0	-0.1	0.6	0.5	-0.1	0.4	0.5	+0.05
OTHER DM	3.2	3.7	+0.5	0.5	0.4	-0.1	0.4	-0.5	+0.05
EMERGING ASIA	5.0	4.9	-0.1	1.5	1.1	-0.3			
LATIN AMERICA	0.6	0.6	-0.01	0.3	0.2	-0.1			
OTHER EM	0.5	0.5	-0.01	0.3	0.2	-0.1			
TOTAL	60.0	66.8	+6.8	37.5	30.4	-7.1	2.5	2.8	+0.3

* 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.

Sektorengewichtung Stand 01.07.23

Grafik 23

	2023-APR	2023-MAY	2023-JUN	2023-JUL	2023-AUG	LEGEND
ENERGY	7.6% (2.5%)	7.1% (2.0%)	5.7% (1.0%)	6.3% (1.8%)	6.8% (2.2%)	+ +
TECHNOLOGY	26.6% (3.9%)	23.0% (0.7%)	26.9% (4.5%)	29.2% (7.1%)	27.4% (5.3%)	
CON. STAPLES	10.3% (2.6%)	10.8% (3.0%)	9.8% (2.5%)	7.7% (0.3%)	8.6% (1.2%)	+
CON. DISC.	8.5% (-2.2%)	11.4% (0.7%)	12.2% (1.4%)	10.6% (-0.5%)	12.2% (1.1%)	
INDUSTRIALS	10.4% (-0.3%)	10.3% (-0.2%)	10.7% (0.2%)	11.9% (0.8%)	11.2% (0.3%)	=
COMM. SERV.	5.2% (-1.7%)	6.1% (-0.9%)	5.7% (-1.6%)	6.8% (-0.2%)	7.1% (-0.1%)	
BASE MATERIALS	4.7% (0.3%)	4.5% (0.2%)	3.0% (-1.1%)	4.3% (0.2%)	4.0% (-0.2%)	-
HEALTH CARE	15.2% (1.8%)	15.5% (1.9%)	14.3% (1.2%)	12.0% (-0.8%)	12.0% (-0.6%)	
UTILITIES	2.6% (-0.4%)	2.5% (-0.5%)	1.9% (-0.9%)	2.0% (-0.8%)	2.0% (-0.7%)	- -
REAL ESTATE	2.3% (-0.2%)	2.1% (-0.3%)	1.9% (-0.5%)	2.0% (-0.3%)	1.5% (-0.9%)	
FINANCIALS	6.6% (-6.5%)	6.6% (-6.6%)	6.1% (-6.7%)	7.2% (-7.5%)	7.3% (-7.6%)	

Ländergewichtung Stand 01.07.23

Grafik 24

	2023-APR	2023-MAY	2023-JUN	2023-JUL	2023-AUG	LEGEND
INDIA	1.8% (0.3%)	1.1% (-0.6%)	1.3% (-0.4%)	1.5% (-0.2%)	2.4% (0.6%)	+ +
BRAZIL	0.6% (-0.0%)	0.6% (0.0%)	0.3% (-0.3%)	0.8% (0.1%)	0.9% (0.2%)	
JAPAN	8.1% (1.7%)	7.0% (0.6%)	7.7% (1.2%)	8.2% (1.8%)	7.4% (1.1%)	+
CHINA	4.2% (0.0%)	3.4% (-0.5%)	2.1% (-1.5%)	3.1% (-0.6%)	4.2% (0.4%)	
US	66.9% (-3.1%)	69.0% (-1.1%)	75.8% (4.8%)	75.0% (3.6%)	73.0% (1.6%)	=
GERMANY	3.4% (0.8%)	3.4% (0.8%)	2.0% (-0.5%)	1.7% (-0.7%)	2.4% (0.0%)	
UK	5.0% (0.6%)	6.0% (1.5%)	4.6% (0.3%)	4.2% (0.1%)	3.5% (-0.7%)	-
AUSTRALIA	1.2% (-1.0%)	1.1% (-1.1%)	1.0% (-1.2%)	1.2% (-0.9%)	1.6% (-0.5%)	
FRANCE	4.6% (0.9%)	5.3% (1.5%)	3.1% (-0.5%)	2.3% (-1.2%)	2.7% (-0.8%)	- -
ITALY	0.9% (0.1%)	0.9% (0.2%)	0.5% (-0.2%)	0.4% (-0.3%)	0.5% (-0.2%)	
CANADA	3.2% (-0.2%)	2.2% (-1.3%)	1.5% (-1.8%)	1.6% (-1.7%)	1.6% (-1.7%)	

Das Sektormodell ist derzeit übergewichtet bei Energie, Technologie, Basiskonsumgütern und zyklische Konsumgüter, neutral in Industrie, Kommunikationsdienstleistungen, Grundstoffe und Gesundheitswesen, und untergewichtet in Versorgern, Immobilien und Finanzwerten (GIS MacroQuant, 02.08.23, S. 5). Die Angaben in Klammern zeigen die prozentuale Abweichung der Gewichtung des Sektors zum Branchenanteil im Referenzindex MSCI Welt (USD).

Die Werte für globale Aktien (50 %), DXY (43 %) und Öl (59 %) liegen alle innerhalb unserer neutralen Bandbreiten von 40 % bis 60 % und tragen somit zu einer neutralen Einschätzung der einzelnen Sektoren bei. Der Wert für globale Anleihen (27 %) ist rückläufig und verleiht Finanzwerten und Energie eine positive Sichtweise. Finanzwerte bleiben jedoch untergewichtet, da die Komponenten "Bewertung" und "Momentum" negativ zu Buche schlagen. Positive Momentum- und Kreditrisiko-Scores halten die Übergewichtung des Modells Position in Technologie aufrecht.

Das MacroQuant Global Equity Model nutzt die Sektor- und Währungs-Scores von MacroQuant sowie eine Trendkomponente, um die einzelnen regionalen Aktien-Scores zu ergänzen und daraus ein empfohlenes Länderengagement in US-Dollar abzuleiten. MacroQuant schätzt Indien, Japan, Brasilien und die USA positiv ein, neutral für China, Deutschland und Australien, und eine negative Einschätzung für Großbritannien, Frankreich, Italien und Kanada.

Das Global Equity Model hat eine Übergewichtung der Schwellenländer und Japans vorgenommen und mit einer bescheidenen Übergewichtung in den USA. Das Ländermodell berücksichtigt die Positionierung des Sektormodells zusammen mit der sektoralen Zusammensetzung des jeweiligen Landes. Zum Beispiel ist das Modell derzeit bullish für Technologie, die in den USA und China überrepräsentiert ist, und für Energie, die in Brasilien überrepräsentiert ist. Indien wurde von neutral auf übergewichten hochgestuft, da der indische OECD-Frühindikator gestiegen ist.

Die Ergebnisse des MacroQuant Modells fließen seit 2008 in die Struktur des ETF-Portfolios ein. Im Berichtszeitraum wurde die gesamte Position in langlebigen Konsumgütern veräußert. Zur Hälfte verkauft wurden die Positionen Nikkei 225 und Mibtel (Italien). Damit wurde die Barquote auf 37,3 % erhöht und adressiert damit einen wahrscheinlichen Rücksetzer unter der Federführung der US-Aktienindices. Die Performance per 31.07.23 betrug 11,9 %. Sie liegt damit unter der Benchmark MSCI Welt in Euro von 14,2 %.

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 25

31.07.23 — **Referenz-Portfolio Fonds und ETFs** — **15:22**

Stückzahl / Gewicht.	NAME / WKN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag / Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in €	Risiko - Klasse (RK)
	ISHARES EUROPE CONS DIS EURA *A2QBZ7*	*Consumer Discretionary Sector (vollständiger verkauf am 23.06.2023)*	*5,482 €*	*6,45 €*	*17,61%*	*0,00 €* *16.11.22*	*0,00 €*	*0,00 €*	*0,00*
58 8,03%	ISHARES MDAX UCITS DE EUR A 593392	MDAX Germany (Nachkauf 18.10.22 / Halbierung 26.04.23)	186,43 €	237,95 €	27,64%	10.812,94 € 12.10.22/18.10.22	13.801,10 €	27,64% 2.988,16 €	E
436 11,55%	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	45,55 €	34,45%	14.769,50 € 28.02.20	19.857,62 €	34,45% 5.088,12 €	E
	Consumer Staples verkauft am 16.11.2022								
1.389 11,03%	KRANESHARES CSI CHINA IT EUR A2QE7P	CSI China Internet UCITS ETF London (Nachkauf am 26.10.2022)	13,910 €	13,65 €	-1,88%	19.320,99 € 18.10.21/26.10.22	18.957,07 €	-1,88% -363,92 €	E
126 7,25%	LYXOR IBEX35 DR LYX0A6	IBEX35 (Nachkauf am 23.11.2020)	86,549 €	98,80 €	14,15%	10.919,08 € 04.07.19	12.464,61 €	14,15% 1.545,53 €	B
90 8,71%	ISHARES CORE FTSE 100 ACC A0YEDM	FTSE 100	135,920 €	165,98 €	22,12%	12.257,27 € 07.04.21	14.968,08 €	22,12% 2.710,81 €	B
71,00 5,34%	ISHARES FTSE MIB ACC A0YEDP	Italien (Halbierung am 23.06.23)	84,08 €	129,36 €	53,85%	5.969,92 € 09.03.20 / 18.10.21	9.184,56 €	53,85% 3.214,64 €	D
169 2,79%	ISHR RUS ADR/GDR A1C1HV	*MSCI Russia Bewertung zum 03.03.2022*	132,849 €	*28,40 €*	-78,62%	22.461,34 € 03.02.22	4.801,72 €	-78,62% -17.659,63 €	E
0 0,00%	*X MSCI WORLD FINANCIALS* A113FE	Verkauft am 26.04.2023							
65 7,94%	ISH NIKKEI 225 A A0YEDQ	Nikkei 225 (Nachkauf 20.01.23/Halbierung 23.06.23)	194,09 €	210,05 €	8,22%	12.616,05 € 08.08.22	13.653,25 €	8,22% 1.037,20 €	0
37,36%	Cash Position						64.239,09 €		

Benchmark:	Kurs am		letzter		Performance		
MSCI WORLD	31.12.2022	2.429,92 EUR	Schlusskurs	2.775,31 EUR	Benchmark	14,21%	B
		2.602,69 USD		3.057,84 USD		17,49%	

Jahre	ETF Portfolio	MSCI in $	MSCI in €
2008 (ab 25.04.08)	-15,70%	-39,24%	-32,00%
2009	52,06%	26,98%	23,63%
2010	17,34%	9,55%	17,46%
2011	-12,03%	-7,62%	-4,72%
2012	4,41%	13,18%	11,15%
2013	18,81%	24,10%	18,77%
2014	12,70%	2,93%	17,29%
2015	8,65%	-2,74%	8,30%
2016	8,03%	5,32%	8,50%
2017	7,07%	20,11%	5,38%
2018	-7,68%	-10,44%	-5,98%
2019	24,95%	25,19%	27,68%
2020	2,43%	14,06%	4,77%
2021	21,75%	20,14%	28,99%
2022	-8,13%	-19,46%	-14,39%
2023 (YTD)	11,90%	17,49%	14,21%
p.a. (ab 25.04.08)	8,42%	4,71%	7,13%

	ETF	MSCI in $	MSCI in €
Performance seit Start am 25.04.08	243,85%	101,90%	186,14%
Performance seit Start p.a.	8,42%	4,71%	7,13%

Portfolioentwicklung mit Absicherung			RK
Aktueller Portfoliowert in EURO:	171.927,10 €	31.07.2023	B
Portfoliostartwert in EURO:	153.643,26 €	31.12.2022	
Gewinn / Verlust absolut:	18.283,84		
Gewinn / Verlust in Prozent:	11,90%		
Datenlänge der historischen Simulation:			260
Datum der historischen Simulation:			31.07.23

EUR in USD	1,1018	DAX30	16.502,86	S&P 500	4.582,23

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.

ICM 15er-Aktienportfolio

Die nachlassende Inflation hat dem Markt Hoffnung auf eine „weiche Landung" gemacht. Aber die Geschichte zeigt, dass die aggressive Straffung der Geldpolitik, die wir im vergangenen Jahr gesehen haben, schließlich zu wirtschaftlicher Verlangsamung und Rezession führt. Die Indikatoren deuten nach wie vor in diese Richtung. Und obwohl das Wachstum in den USA Stärke zeigt, haben sich das globale verarbeitende Gewerbe und die allgemeine wirtschaftliche Lage in Europa und China bereits verschlechtert. Auch ohne Rezessionsrisiken sind Aktien z. Zt. nicht attraktiv, da sie in seit 20 Jahren die höchsten Bewertungen im Vergleich zu Anleihen zeigen. Allerdings sind Anleger immer noch positiv gestimmt und fließt noch frisches Geld in die Finanzmärkte. Dieser Trend kann durchaus noch eine Weile anhalten, darum bleiben wir auch weiter vorsichtig investiert.

Im Depot befinden sich deshalb weiterhin zwölf von fünfzehn möglichen Titeln. Wir bleiben bei der Taktik nach neuen Indexhöchstständen die höhere Cash-Quote als Puffer gegen evtl. Rücksetzer zu verwenden. Die aktuelle Performance YTD des Portfolios liegt deshalb bei gleichzeitig geringerem Risiko mit +16,8% knapp über der Benchmark MSCI World mit +14,3%.

Neues zu den Portfolio-Mitgliedern:

Alibaba Group Holding (BABA). Die Cloud-Computing-Abteilung von Alibaba ist nach eigenen Angaben das erste chinesische Unternehmen, das Metas Open-Source-Modell für künstliche Intelligenz (KI) Llama unterstützt und seinen chinesischen Geschäftskunden die Entwicklung von Programmen auf der Grundlage dieses Modells ermöglicht. Meta hat in diesem Monat Llama2, eine kommerzielle Version von Llama, veröffentlicht, um Unternehmen eine leistungsstarke, kostenlose Alternative zu bieten. Damals erklärte Meta, dass sein bevorzugter Partner für Llama2 Microsoft sei, es aber auch über andere Partner erhältlich sein würde. „Heute hat Alibaba Cloud die erste Schulungs- und Bereitstellungslösung für die gesamte Llama2-Serie in China eingeführt und lädt alle Entwickler ein, maßgeschneiderte große Modelle auf Alibaba Cloud zu erstellen", so Alibaba Cloud in einer Erklärung. Die Beziehung zu Meta könnte dem Cloud-Geschäft von Alibaba in einer Zeit, in der das Unternehmen mit einem verschärften Wettbewerb im eigenen Land konfrontiert ist und eine Börsennotierung plant, einen festen Kundenstamm verschaffen. Die ADRs des chinesischen E-Commerce- und Cloud-Unternehmens werden mit dem etwas mehr als 11-fachen des voraussichtlichen Gewinns gehandelt, verglichen mit dem 19-fachen in der Vergangenheit. Alibaba und andere chinesische Aktien haben in den letzten Tagen in der Hoffnung auf Anreize geschwankt, da Peking versucht, die schwache pandemische Erholung des Landes anzukurbeln. Chinas Wirtschaft ist nach der Aufhebung der Covid-Beschränkungen durch die Regierung ins Trudeln geraten, während sie in den USA weiterhin stark ist. Die Aktien von Alibaba haben noch einen weiten Weg vor sich, um zu den amerikanischen Big-Tech-Unternehmen aufzuschließen, aber ihre Bewertung unterstreicht, dass einige chinesische Namen ein seltenes Schnäppchen in der Tech-Branche darstellen könnten. „Sie erhalten das doppelte Umsatzwachstum von Alibaba für weniger als ein Zehntel des Preises von Apple", sagte ein Analyst. Die Aktie konnte die Kurserholung weiter fortsetzen und zeigt nun einen TotalReturn von 16% YTD. Der chinesische Versicherungskonzern **Ping An** hält weiter an den Plänen fest HSBC zu einer Abspaltung ihrer Asien-Einheit zu bewegen. Obwohl HSBC einen solchen Vorschlag des Aktionärs Ping An weiterhin zurückweist, rechnen Analysten mit bis zu 35 Milliarden Dollar, die eine Abspaltung an Wert freisetzen könnte. HSBC, das den größten Teil seines Umsatzes und Gewinns in Asien macht, wurde von seinen Aktionären beauftragt Optionen zu prüfen, um die Rendite zu erhöhen. Es bleibt ein TotalReturn (incl. Dividenden) von +12,5% YTD, der deutlich besser als die Performance des HangSeng-Index mit +1,5% YTD dasteht. **China Everbright** weist weiterhin eine starke Ertragsqualität auf, und die Bewertung deutet auf ein geringeres Kursrisiko hin, aber Cashflow-Qualität, operative Effizienz und Bilanzqualität sind noch ausbaufähig. Obwohl sich die Bewertung im Laufe des Quartals stark verbessert hat, reichten die Änderungen nicht aus, um die Performance der Aktie zu verbessern. Der Underperformer zeigt einen TotalReturn (incl. Dividende) von -8,6%. **Tencent Music** wurde von den Analysten erneut mit „BUY" bewertet. Ihr Kursziel für die Aktie liegt derzeit bei 9,45 $ und deutet auf einen potenziellen Anstieg hin. Es liegt alles an einem Schlüsselinstrument - Online-Musik! Die Marge dieses Sektors hat in den letzten 12 Monaten immer höhere Werte erreicht und diese Entwicklung setzt sich fort. Positive Gewinnrevisionen könnten den Aktienkurs von TME in den kommenden Quartalen weiter ankurbeln (der Q2-Bericht für das GJ23 ist am 15. August). Die Performance ist mit -15,6% YTD allerdings weiter ernüchternd. **Bausch Health Companies** (BHC) Analysten haben ihre Schätzungen für den Gewinn je Aktie für BHC im zweiten Quartal 2023 leicht gesenkt. Man erwartet, dass das Unternehmen 1,08 $ pro Aktie für das Quartal verdienen wird, gegenüber seiner vorherigen Prognose von 1,11 $. Die Konsensschätzung für den aktuellen Jahresgewinn von Bausch Health Companies liegt bei $4,49 pro Aktie, für Q3 2023 EPS in Höhe von $1,26, Q4 2023 EPS in Höhe von $1,30, FY2023 EPS in Höhe von $4,32, Q2 2024 EPS in Höhe von $1,08 und FY2025 EPS in Höhe von $5,65. Es bleibt das hervorragende Ergebnis von +54,7% YTD. Deutschlands größtes Geldhaus **DEUTSCHE BANK AG** hat wegen Aufwendungen für seinen Umbau und Rechtsstreitigkeiten sowie einer

höheren Risikovorsorge im zweiten Quartal weniger verdient. Die Bank musste einen Gewinnrückgang von 27% im zweiten Quartal verzeichnen. Die Investmentbanking-Erträge brachen ein, aber der Rückgang war geringer als erwartet, da höhere Zinssätze die Erträge im Privatkundengeschäft deutlich antrieben. Die Deutsche Bank fuhr im 2.Q23 einen Gewinn von 763 Millionen Euro ein nach einer Milliarde Euro im Vorjahr. Dies übertraf aber die Erwartungen der Analysten deutlich, die im Schnitt mit 571 Millionen Euro gerechnet hatten. „Wir sind im ersten Halbjahr 2023 erneut in allen Geschäftsbereichen dynamisch gewachsen", sagte Deutsche-Bank-Chef Christian Sewing. „Damit sind wir auf einem guten Weg, unsere Ziele für 2025 zu erreichen. Bei den nichtoperativen Belastungen handelt es sich im Wesentlichen um Kosten für Rechtsfälle und Restrukturierung in Höhe von insgesamt 655 Millionen Euro. Das ist über eine halbe Milliarde Euro mehr als im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Und trotz dieser Belastung konnten wir unseren Halbjahresgewinn gegenüber dem Vorjahr leicht auf 3,3 Milliarden Euro steigern – das beste Ergebnis seit zwölf Jahren" Am Dienstagabend hatte das Geldhaus angekündigt, 2023 für bis zu 450 Millionen Euro eigene Aktien zurückkaufen zu wollen und damit Kapital an die Aktionäre zurückzugeben. Der DBK Aktienkurs bleibt aber immer noch hinter dem DAX40-Index (+16,4% YTD) zurück und liegt jetzt bei -1,9% YTD fast auf Jahresanfangsniveau. **ENEL Spa.** Der italienische Energiekonzern hat über seine Einheit Enel Green Power vereinbart, eine 50%ige Beteiligung an seinem griechischen Geschäftsbereich für erneuerbare Energien Enel Green Power Hellas (EGPH) an Macquarie Asset Management für rund 345 Mio. Euro zu verkaufen. Ein Fonds von Macquarie wird die Beteiligung erwerben, die 100 % der EGPH mit rund 980 Mio. Pfund bewertet.

Das Geschäft, das noch von den Kartellbehörden genehmigt werden muss, wird voraussichtlich im 4q23 abgeschlossen. Die EGPH besitzt und betreibt 59 Anlagen mit einer Gesamtleistung von 482 MW. Dazu gehören Wind-, Solar- und Wasserkraftwerke sowie sechs im Bau befindliche Solarprojekte mit einer Kapazität von 84MW. Enel erwartet einen Abbau der konsolidierten Nettoverschuldung von rund 345 Mio. Euro und einen EBITDA Gewinn von 390 Mio. Euro im Jahr 2023. Anfang des Monats hatten die Italiener eine Vereinbarung mit dem japanischen Unternehmen Inpex über den Verkauf einer 50%igen Beteiligung an seinem australischen Geschäft mit erneuerbaren Energien getroffen. Im April stimmte man dem Verkauf seiner peruanischen Tochtergesellschaft an China Southern Power Grid International für 2,9 Milliarden Dollar zu. Die Aktie bleibt mit einem Total-Return (incl. Dividenden) mit einem Plus von +33,4% YTD deutlich über Indexniveau (FTSE MIB +25,1% YTD). Italiens staatlich kontrollierter Verteidigungs- und Raumfahrtkonzern **Leonardo Spa** muss sich auf schnell wachsenden Sektoren Cybersicherheit und Raumfahrt konzentrieren, um mit den Branchentrends Schritt zu halten, sagte der neue CEO am Freitag. Roberto Cingolani, ein Wissenschaftler und ehemaliger Energie- und Umweltminister, seit Mai im Amt, sieht für die erste Jahreshälfte einen sprunghaften Anstieg der Auftragseingänge, vor allem in der Hubschraubersparte und sinkende Schulden. Das Unternehmen bestätigte auch seine Finanzziele für 2023. „Verteidigung wird zunehmend mit Bytes und Daten statt mit Kugeln ausgetragen", sagte Cingolani und kündigte einen neuen Industrieplan an, der Anfang 2024 vorgestellt werden soll. Er sagte, Leonardo werde sein Kerngeschäft Verteidigung stärken, sich aber auch auf „innovative und disruptive Technologien" konzentrieren und den Einsatz von künstlicher Intelligenz (KI) ausbauen. Er sprach davon, die Effizienz des Unternehmens zu steigern, sein Produktportfolio zu optimieren, die globale Marke auszubauen und die Forschungs- und Entwicklungsaktivitäten (F&E) besser zu strukturieren. „Wir müssen wenige Dinge sehr gut machen, anstatt viele Dinge mittelmäßig zu machen", sagte er. In der ersten Hälfte des Jahres 2023 stieg der Auftragseingang von Leonardo auf fast 8,7 Milliarden Euro, 18,9 % mehr als im Vorjahreszeitraum, während die Nettoverschuldung des Konzerns auf 3,6 Milliarden Euro von 4,8 Milliarden sank. Der Umsatz im ersten Halbjahr stieg um 4,8 % auf knapp 6,9 Mrd. Euro und das Ergebnis vor Zinsen, Steuern und Abschreibungen (EBITDA) stieg um 3,5 % auf 703 Millionen Euro. Der bestätigte Ausblick von Leonardo für 2023 beinhaltet einen Auftragseingang von rund 17 Milliarden Euro, einen Umsatz zwischen 15 und 15,6 Milliarden Euro, ein EBITA von 1,26 bis 1,31 Milliarden Euro und eine Nettoverschuldung der Gruppe von etwa 2,6 Milliarden Euro. Wie andere Rüstungskonzerne hat auch das italienische Unternehmen von den steigenden Militärausgaben im Gefolge der russischen Invasion in der Ukraine profitiert und ist an dem GCAP-Kampfjet der nächsten Generation mit Großbritannien und Japan beteiligt. Die Aktie bleibt einer der Outperformer des Jahres mit einem TotalReturn (incl. Dividenden) von jetzt eindrucksvollen +54,7% YTD. **Prosus NV.** Das große Mysterium ist immer noch der Abstand zwischen der Marktkapitalisierung des niederländischen Unternehmens und dem Wert seiner Aktiva. Das Problem ist, dass sich die chinesischen Aktien schlechter als die von Naspers und Prosus entwickelt haben. Obwohl die Aktien der Gruppe in Hongkong in diesem Monat um 45 % gestiegen sind, sind sie seit Jahresbeginn immer noch um ein Drittel gesunken. Gerade die Probleme von Tencent haben Prosus belastet, das etwa 25% seines Gesamtwertes aus seiner 28%igen Beteiligung an dem Unternehmen zieht. Sein Portfolio an anderen börsennotierten Vermögenswerten, das 3,1 Milliarden Dollar an der deutschen Take-away-Firma Delivery Hero Hero sowie kleinere Beteiligungen an

dem in Shanghai ansässigen Reisebüro Trip.com und der Fintech-Firma Remitly Global beinhaltet, hat dagegen seit Ende Juni um 12 % zugelegt. Helfen kann da die kommende Aufhebung der Kreuzbeteiligungsstruktur zwischen Naspers und Prosus. Sie unterliegt noch den erforderlichen Aktionärsbeschlüssen und weitere Einzelheiten zur Durchführung der vorgeschlagenen Transaktion werden noch bekanntgegeben. Die Aktie liegt z.Zt. mit einem Ergebnis von +12,5% YTD leicht unter Indexniveau (AEX-Index +15% YTD). Der Vorstand des staatlichen brasilianischen Ölkonzerns **Petrobras** genehmigte eine neue Politik der Aktionärsvergütung, die die sehr hohe Dividende kürzen und Aktienrückkäufe erlauben soll. Nach der neuen Regelung wird die vierteljährliche Dividende von Petrobras mindestens 45 % des freien Cashflows betragen, statt derzeit 60 %, wenn die Bruttoverschuldung des Unternehmens unter 65 Mrd. USD liegt. Außerdem wird dem Unternehmen der Rückkauf von Aktien ermöglichen. Der Schritt ist Teil eines umfassenderen Strategiewechsels des Unternehmens unter der Leitung von CEO Jean Paul Prates, der erklärte dass sich die Anleger nicht an die Blockbuster-Dividenden gewöhnen sollten und fügte hinzu, die neue Politik werde der Realität eines Unternehmens, das in die Zukunft investiert, „angepasst" sein. Die Änderung markiert eine rasche Abkehr von einer Periode, in der das Unternehmen für seine Anleger eine große Cashcow war und zeitweise weit mehr zahlte als jeder andere der größten internationalen Ölproduzenten. Im Jahr 2022 zahlte Petrobras insgesamt 215,8 Milliarden Reais (ca. 41,3 Milliarden Euro) an Investoren, einschließlich der brasilianischen Regierung, die eine Mehrheitsbeteiligung an dem Unternehmen hält. Petrobras wird seine Dividenden und Gewinne für das zweite Quartal am 3. August nach Börsenschluss bekannt geben. Trotz dieser Ankündigung bleibt ein imposanter TotalReturn der Aktie von +54,2% YTD. Das britische Öl- und Gasexplorationsunternehmen **Tullow Oil** hat, gemeinsam mit seinen Joint-Venture-Partnern Kosmos Energy, Ghana National Petroleum Corporation, Petro SA und Jubilee Oil Holdings die erfolgreiche Inbetriebnahme des Jubilee South East (JSE) Projekts vor der Küste Ghanas bekannt gegeben. Tullow und seine Partner planen, das hohe Produktionsniveau in Jubilee in den nächsten Jahren durch ein laufendes Infill-Bohrprogramm aufrechtzuerhalten. Die Partnerschaft hat mehrere zukünftige Bohrstandorte identifiziert und konzentriert sich darauf, diese Gelegenheiten zu bewerten, um das Plateau weiter auszubauen und das volle Potenzial der bedeutenden Jubilee-Ressourcenbasis auszuschöpfen. Die erste JSE-Produktionsbohrung wurde in Betrieb genommen, und es wird erwartet, dass noch in diesem Jahr zwei weitere Produzenten und ein Wasserinjektor in Betrieb genommen werden, um die Jubilee-Bruttoproduktion auf über 100.000 bopd zu halten. Trotz der positiven Entwicklung bleibt die Aktie hinter ihren Erwartungen zurück. Aufgrund von Gerüchten über eine mögliche Kapitalerhöhung steht ein Ergebnis von -6,6% YTD. **Volkswagen Vz.** In einem wegweisenden Schritt zur Stärkung seiner Präsenz auf dem chinesischen Markt für New Energy Vehicles (NEV), kündigte der Volkswagen Konzern eine Investition in Höhe von 700 Millionen Dollar an, um sich einen Anteil von 4,99% an dem chinesischen Startup-Unternehmen Xpeng zu sichern. Nach Abschluss der Transaktion wird Volkswagen einen Beobachterposten im Vorstand von Xpeng erhalten, womit dies der erste Fall eines multinationalen traditionellen Automobilunternehmens ist, das seine Investitionen in Chinas einheimischer Autoindustrie vorantreibt. Diese Nachricht ließ die US-Aktien von Xpeng um über 40 % in die Höhe schnellen. Mit einem jährlichen Produktions- und Verkaufsvolumen von 20 Millionen Fahrzeugen, ist China von entscheidender Bedeutung für Volkswagen. Der deutsche Automobilhersteller betrat den chinesischen Markt erstmals Anfang der 1980er Jahre unter der Leitung des damaligen Vorstandsvorsitzenden Carl H. Hahn. Durch seine renommierte deutsche Marke und seine vielfältige Produktpalette trug VW zum Wachstum der chinesischen Automobilindustrie bei. Inmitten des fortschreitenden technologischen und industriellen Wandels ist das Wachstum von Volkswagen in China in letzter Zeit jedoch ins Stocken geraten, da er jährlich nur noch 3,18 Millionen Fahrzeuge verkauft. Es scheint, als hätte der Automobilhersteller die Entschlossenheit der chinesischen NEV-Entwicklung unterschätzt und seinen Wert auf dem chinesischen NEV-Markt überschätzt. Trotz einer starken Nachfrage nach Elektrofahrzeugen lieferte Volkswagen in China in der ersten Hälfte dieses Jahres nur magere 62.400 Einheiten, was einem Rückgang von 1,6% gegenüber dem Vorjahr bedeutet. Durch die Investition in chinesische Autofirmen wie Xpeng wird Volkswagen schneller auf dem NEV-Markt Fuß fassen können. Auch Audi hat mit seinem chinesischen Joint-Venture-Partner SAIC ein strategisches Memorandum unterzeichnet. Ziel der Zusammenarbeit ist es, die Entwicklung von Elektrofahrzeugen bei Audi voranzutreiben. Die Aktie zeigt mit einen Total Return von +11,1% YTD immer noch eine deutliche Underperformance gegenüber dem DAX40-Index (+18,1% YTD).

Kurzbeschreibung der Portfolio-Mitglieder

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

Bausch Health Companies Inc. ist ein kanadisches Unternehmen für Spezialpharmazeutika und medizinische Geräte. Das 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 alter Naspers-Konzern mit Sitz in Kapstadt ist das mit Abstand größte Medienunternehmen in ganz Afrika und ist hauptsächlich in den Bereichen Fernsehen, Internet, Telekommunikation und Printmedien tätig.

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

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

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

Aktienindices aus technischer Sicht

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

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

1. ADX: Der ADX (Average Directional Movement) zeigt ausschließlich die Stärke eines Trends und nicht die Richtung. So deutet ein steigender ADX auf eine Trendphase und ein fallender ADX auf eine trendlose Phase hin. Werte über 15 zeigen das Vorhandensein einer Trendphase, darunter spricht man von einer trendlosen Periode.

2. Money Flow Index: Dieser Volumenindex zeigt in einer Skala von 0 bis 100, ob ein Zufluss oder Abfluss von Geldern am Markt stattfindet.

3. Commodity Channel Index: Der „CCI" misst den Abstand der Kurse von ihrem „gleitenden Durchschnitt" und erlaubt damit ein Messen der Trendstärke bzw. Trendintensität. Zwischen Werten von +100 bis -100 ist der Markt ohne klaren Trend, darüber und darunter gibt es entsprechende Signale.

4. MACD: Der Moving Average Convergence/Divergence Indikator zeigt das Zusammen- bzw. Auseinanderlaufen zweier unterschiedlich langer gleitender Durchschnitte. Schneidet der kurze den langen Durschnitt 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 26

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

Grafik 27

Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S+P 500 Index hat Mitte März seine 200 Tage-Linie (z.Zt. 4079 Punkte) nach oben verlassen und konnte jetzt auch die Höchststände von Anfang Februar nachhaltig durchbrechen. Der ADX Indikator signalisiert eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung. Der Geldstromindex zeigt nach starken Käufen im April weiter leichte Mittelzuflüsse, diese nehmen aber zusehends ab. Der Commodity-Channel-Index bewegt sich nur leicht im überkauften Bereich und ist weiter neutral. Der MACD zeigt zwar nachlassende Dynamik der Aufwärtsbewegung gibt aber kein Signal. Der William %R Oszillator ist im leicht überkauften Bereich. **Ergebnis: positiv**

Grafik 28

EuroStoxx 50 - Kursindex

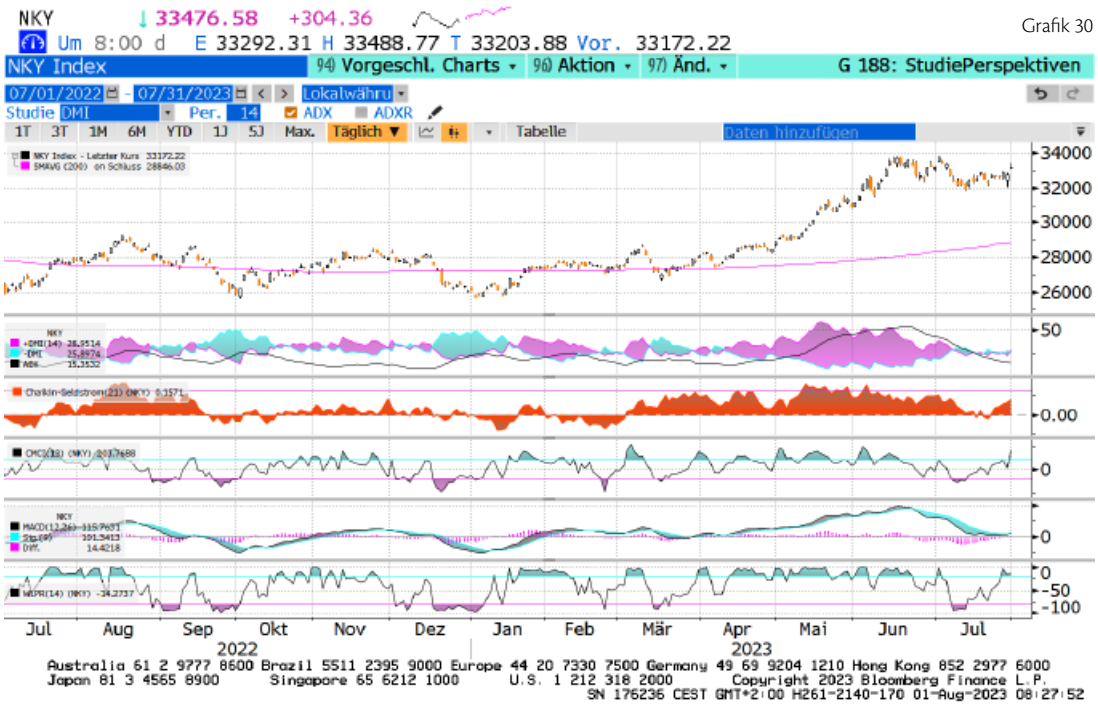
Der EuroStoxx50-Index konnte die Höchstkurse aus dem April auch leicht durchbrechen und kämpft jetzt gegen die Marke von 4500 Punkten. Die 200 Tage Linie als Unterstützung ist mit 4153 Punkten noch weit entfernt. Der ADX Indikator ist uneinheitlich und hat keine Tendenz. Der Geldstromindex zeigt sich nach Mittelabflüssen im Mai jetzt wieder leicht positiv. Der Commodity-Channel-Index hat die überkaufte Zone erreicht und gibt leichte Verkaufssignale. Der MACD ist neutral, steigt aber leicht an. Der William %R Oszillator zeigt ein leichtes Verkaufssignal aus dem überkauften Bereich. **Ergebnis: neutral**

Grafik 29

DAX40 - Kursindex

Ähnlich dem EuroStoxx50 konnte der DAX40-Kursindex nach mehrmaligen Tests seine Widerstandslinie bei 6.500 Punkten durchbrechen und versucht das Niveau zu konsolidieren. Die 200 Tagelinie als nächster Support ist bei ca. 6.136 Punkten. Der ADX Indikator zeigt keinen Trend und ist neutral. Der Geldstromindex zeigt von Anfang Juni bis jetzt steigende Mittelzuflüsse und ist positiv. Der Commodity-Channel-Index ist leicht überkauft und der MACD zeigt sich absolut neutral. Der William %R Oszillator zeigt auch ein leichtes Verkaufssignal aus dem überkauften Bereich. **Ergebnis: neutral/positiv**

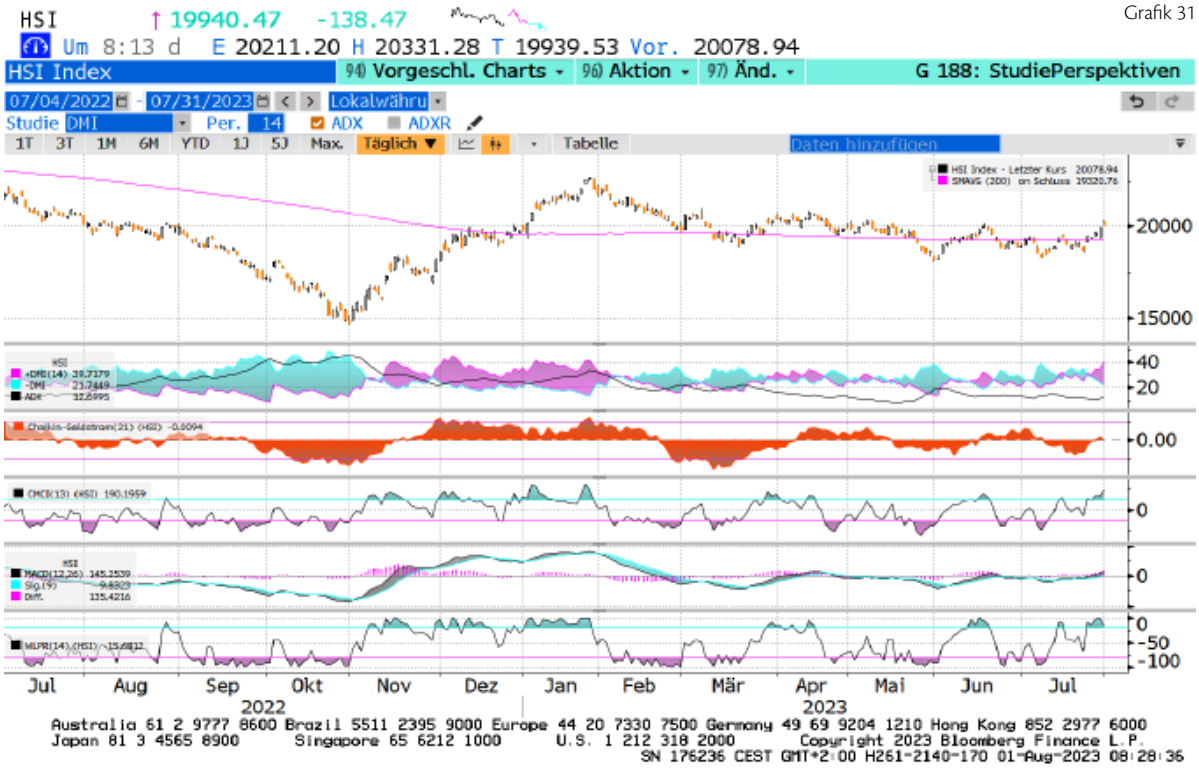
Grafik 30



Nikkei 225 - Kursindex

Tokio konnte seine neuen Höchststände von Mitte Juni und Anfang Juli unterhalb der 34.000. Punkte Marke noch nicht durchbrechen. Darum zeigt sich der Indikator auch der deutlichen die Stärke des Trends zwischen Mai und Juni nur noch neutral. Der Money-Flow-Index zeigt nachlassende Nettokäufe, ist aber noch im positiven Bereich. Der MACD ist nach einem starken Verkaufssignal im Juni jetzt neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide in der überkauften Zone und geben leichte Verkaufssignale. **Ergebnis: neutral**

Grafik 31



Hang Seng – Kursindex

Nach dem Jahreshoch im Januar kämpft Hongkong weiter um die wichtige 200Tage-Linie bei 19.320 Punkten. Nach dem Jahreshoch im Januar befindet sich der Markt in einem volatilen Seitwärtstrend. Der ADX Indikator ist darum auch uneinheitlich und zeigt kein klares Bild. Der Money-Flow-Index zeigt seit Anfang Juli wieder zunehmende Mittelabflüsse. Der MACD ist absolut neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide leicht überkauft, geben aber erst leichte negative Zeichen. **Ergebnis: negativ**

Anleihen: ausgetrocknete Märkte in den Unternehmensanleihen

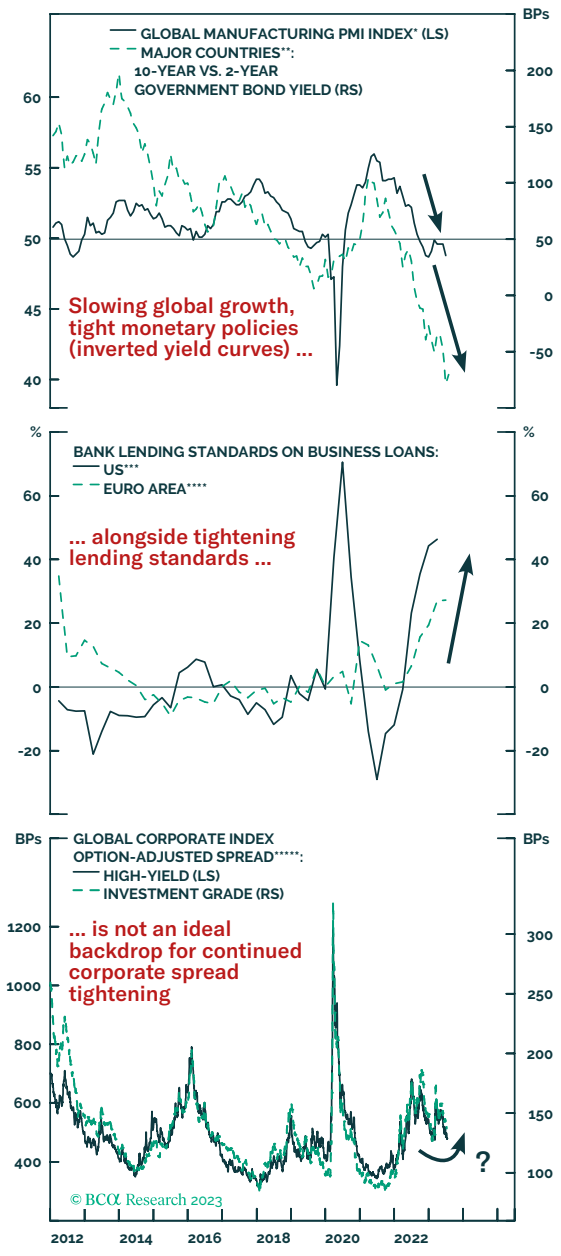
In der zweiten Jahreshälfte dürften die Anleihemärkte durch mehr Klarheit über das globale Wachstum und die Inflation angetrieben werden und der derzeitige Zustand – umsatzlose Taxkurse – zusehends verschwinden. Wachstum und Inflation werden sich so stark verlangsamen, dass die Zentralbanken eine Pause bei den Zinserhöhungen einlegen werden. Diese Kombination könnte sich leicht positiv auf Staatsanleihen auswirken, weniger jedoch auf wachstumsorientierte Spread-Produkte wie Unternehmensanleihen.

Die Kombination aus straffer globaler Geldpolitik und restriktiveren Kreditvergabestandards ist kein Umfeld, das einer nachhaltigen Verringerung der Kreditspreads förderlich ist, insbesondere nicht für wachstumssensible Märkte wie Investment-Grade-Unternehmensanleihen und Hochzinsanleihen.

Zwar liegen die Kreditspreads für Unternehmensanleihen in den USA und Europa über ihren zyklischen Tiefstständen, doch bleiben sie unter den Niveaus, die in früheren tiefen zyklischen Abschwüngen und Rezessionen, insbesondere in den USA, verzeichnet wurden. Damit stehen die tendenziell zu guten Kreditbewertungen im Widerspruch zu einer Reihe von Indikatoren - schwache wirtschaftliche Frühindikatoren, eine inverse Treasury-Kurve, schleppendes Wachstum der Unternehmensgewinne -, die auf ein anhaltendes Rezessionsrisiko in den USA hindeuten.

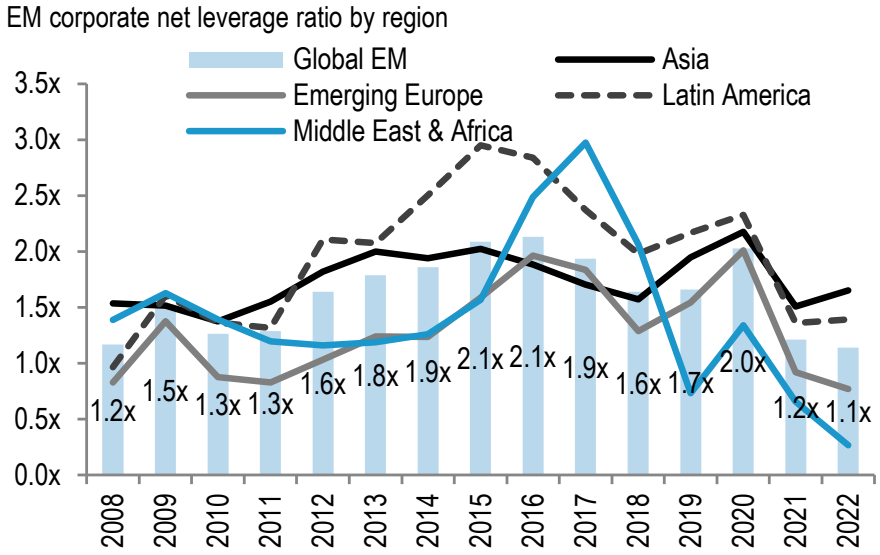
Bei den Hochzinsanleihen haben sich die Spread-Bewertungen im Zuge der jüngsten Spread-Einengung verschlechtert. Angesichts der nicht überzeugenden Bewertung und der zunehmenden zyklischen Risiken für die Unternehmensgewinne sowie der damit verbundenen Risiken von Unternehmensherabstufungen und -ausfällen, müssen die einzelnen Positionen hinsichtlich ihrer Fähigkeit zur Refinanzierung bald fälliger Laufzeiten bzw. zur Tilgung validiert werden. Wir halten im Modellportfolio an einer Untergewichtung von Hochzinsanleihen sowohl in den USA als auch im Euroraum fest. Das fundamentale Umfeld bleibt für die exportlastigen Schwellenländermärkte schwierig - eine schleppende globale Produktionstätigkeit, ein schrumpfendes chinesisches Importwachstum, schwache Rohstoffpreise und eine restriktive Fed-Politik machen Emissionen aus dieser

Grafik 32



* SOURCE: S&P GLOBAL / MARKIT ECONOMICS LTD.
** GDP-WEIGHTED AVERAGE OF US, EURO AREA, UK, JAPAN, AUSTRALIA AND CANADA.
*** COMMERCIAL AND INDUSTRIAL LOANS; SOURCE: FEDERAL RESERVE SURVEY OF SENIOR LOAN OFFICERS.
**** LOANS TO ENTERPRISES; SOURCE: ECB BANK LENDING SURVEY.
***** SOURCE: BLOOMBERG INDICES.

Schwellenländer-Emittenten mit sinkender Verschuldungsquote Grafik 33

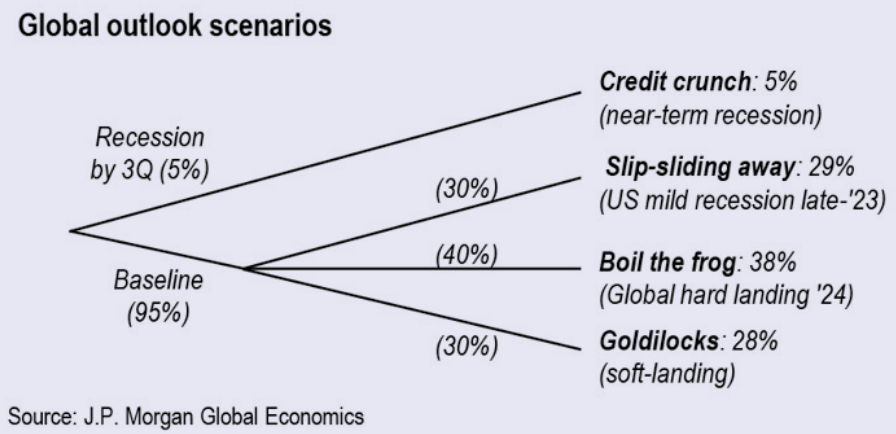


Source: J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P., CapitalIQ. Note: Excluding 100%-quasis, financials, real estate, and defaulted companies. 2022 excludes Russian corporates. (both charts)

Region tendenziell solange unattraktiv, bis Anzeichen für eine Stabilisierung der chinesischen Wirtschaft und eine Verbesserung der Rohstoffpreise zu sehen sind, auch wenn die jüngste Schwäche des US-Dollars dazu beiträgt, die Risikoprämien für auf USD lautende Schwellenländeranleihen zu verringern. Interessanterweise ist die Nettoverschuldung in den vergangenen drei Jahren generell gesunken. Hervorzuheben ist dabei die Region Mittlerer Osten und Afrika.

Einer Szenarioanalyse kommt an dieser Stelle besondere Bedeutung bei.

JP Morgan - Konjunkturszenarien Grafik 34



Source: J.P. Morgan Global Economics

Basisszenario („Rezession später" in H1/24)

Im Basisszenario verlangsamt sich die globale Wachstumsdynamik in der zweiten Jahreshälfte 2023 in Verbindung mit einer restriktiven Geldpolitik, restriktiveren Kreditkonditionen und sinkenden Unternehmensgewinnen, jedoch nicht so stark, dass es erst in der ersten Jahreshälfte 2024 zu einem größeren Anstieg der Arbeitslosigkeit kommt. Die Gesamtinflationsraten werden sich in den Industrieländern weiter abschwächen, die Kerninflation und das Lohnwachstum werden jedoch allmählich zurückgehen. Das Wachstum in China ist nach wie vor enttäuschend, und die geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen bleiben dort bescheiden.

Die meisten Zentralbanken der Industrieländer werden ihre Zinserhöhungen bis zum Ende des dritten Quartals 2023 einstellen. Allerdings werden sie erst dann zu einem weniger restriktiven Ton übergehen, wenn es deutlichere Anzeichen für eine Lockerung auf den Arbeitsmärkten und eine Verlangsamung der Kerninflation gibt. Nur die EZB

wird eine Kombination von sehr schwachem Wachstum in Kombination mit einer sich rasch abschwächenden Inflation erleben, die im nächsten Jahr eine schnellere Preisgestaltung der geldpolitischen Lockerung auslösen kann.

Die Renditen der US-Staatsanleihen dürften in diesem Szenario sinken (die 10-jährige Rendite fällt leicht in Richtung 3,50-3,60 %), wobei sich die noch immer inverse Renditekurve nur geringfügig verjüngt.

Szenario mit rückläufigem Wachstum („Rezession jetzt" in H2/2023)

In diesem Szenario verwandelt sich der derzeitige Abschwung im globalen verarbeitenden Gewerbe ab dem vierten Quartal 2023 in einen regelrechten Abschwung der gesamten Wirtschaftstätigkeit. Die Unternehmensgewinne schrumpfen aggressiv, in den USA und Europa kommt es zu einer Kreditklemme, und in den großen Industrieländern beginnt die Arbeitslosigkeit deutlich zu steigen. China erhöht das Tempo der innenpolitischen Stimulierung als Reaktion auf den sich verschärfenden Abschwung auf seinen wichtigsten Exportmärkten zu einem Zeitpunkt, zu dem seine Binnenwirtschaft noch recht schwach ist. Die weltweiten Inflationsraten gehen rasch von ihrem derzeitigen hohen Niveau zurück. Die Anleihemärkte beginnen, weitere Zinssenkungen für 2024 abzuzinsen, und die Kommentare der Zentralbanken beginnen, in diese Richtung zu gehen, vor allem in Europa, aber auch in den USA. Die Kombination aus einem schrumpfenden BIP und einer Verknappung der globalen Liquidität führt zu einer erhöhten Marktvolatilität und einer Notlage an den Kreditmärkten.

Die Kurve der US-Staatsanleihen wird steiler, da der Markt beginnt, einen Lockerungszyklus der Fed einzupreisen, und die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen fällt bis zum Jahresende in den Bereich von 3,25-3,35 %. Die Ölpreise fallen. Trotz sinkender US-Anleiherenditen wird der USD aufgrund der steigenden Risikoaversion der Anleger und der sinkenden Wachstumserwartungen steigen.

Optimistisches Wachstumsszenario („Keine Rezession" bis H2/2024)

In diesem Szenario verbessert sich die globale Wachstumsdynamik, die Arbeitsnachfrage verlangsamt sich nicht wesentlich, und die Lohninflation bleibt hoch (vor allem in den USA). Die Verlangsamung der Inflation lässt die Realeinkommen steigen und fördert die Verbraucherausgaben in den USA und Europa. China ergreift umfangreiche geld- und fiskalpolitische Lockerungsmaßnahmen, um zu verhindern, dass das Wachstum unter das 5%-Ziel der Regierung fällt. Die Zentralbanken der Industrieländer, die zwischen einem robusten Wachstum und einer über den Zielvorgaben liegenden Inflation feststecken, sind gezwungen, ihre restriktive Haltung länger beizubehalten - einschließlich der BoJ, die ihr Ziel der Renditekurvensteuerung aufhebt -, während die quantitative Straffung fortgesetzt wird.

In diesem Szenario flacht die Renditestrukturkurve bei den kürzeren Laufzeiten ab, da der Markt die für 2024 erwarteten Zinssenkungen der Fed auspreist. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen steigt hingegen auf 4,0 %, da die Fed den Leitzins um weitere 25 Basispunkte anhebt, aber signalisiert, dass die Zinsen länger auf diesem Niveau bleiben werden. Das Investitionsumfeld wird aufgrund der besseren Aussichten für das globale Wachstum risikofreudiger. Der US-Dollar fällt um weitere 5 %. Die Ölpreise steigen aufgrund des stärkeren Wachstums und des weiterhin knappen Ölangebots um 20 %.

JP Morgan billigt dem Basisszenario verbunden mit einer „harten" Landung in 2024 mit 40 % die größte Wahrscheinlichkeit zu, dicht gefolgt vom Szenario einer „weichen" Landung ohne Rezession mit 30 %. Beides ist möglich. Das letztere würde Unternehmensanleihen im Generellen fördern, das erstgenannte liefe auf langlaufende Staatsanleihen heraus.

ICM Green Strategy und Investmentfonds Bachelier UI

Grafik 35

Grafik 36

Im laufenden Jahr hinkt die ICM Green Strategy mit 9 % Plus YTD den globalen Aktienmärkten regelrecht hinterher. Der „grüne" Mischfonds Bachelier hingegen schlug mit plus 6 % den Peergroup-Durchschnitt von plus 4,1 %.

Eine aktuelle Studie zeigt: Für Vorstände deutscher Unternehmen gehört der Kampf gegen den Klimawandel zu den drei Top-Prioritäten des Jahres 2023. Trotz steigender Investitionen fehle jedoch ein strategischer Ansatz für mehr Nachhaltigkeit. Deutsche Unternehmen merken verstärkt, wie tiefgreifend der Klimawandel das Geschäftsumfeld verändert. In einer Zeit sich überlagernder Krisen und stetiger Unsicherheit wird die Dringlichkeit der aktuellen Klimakrise erkannt und zu einem ihrer wichtigsten Handlungsfelder gemacht. Das zeigt eine aktuelle Deloitte-Studie. Als drängender werden lediglich die künftige Konjunkturentwicklung und Innovationen angesehen, gleichauf liegen Lieferkettenprobleme. Dahinter folgen Fachkräftemangel und geopolitische Konflikte. International liegt der Klimawandel auf Platz zwei der größten Herausforderungen.

Steigender Handlungsdruck in Sachen Klimaschutz

Die Unternehmen spüren den klimabezogenen Handlungsdruck insbesondere von Aufsichtsrat und Management, Konsumenten, Kunden und Investoren. Bei rund der Hälfte der untersuchten Unternehmen trug das sich verändernde regulatorische Umfeld dazu bei, die Nachhaltigkeitsmaßnahmen im vergangenen Jahr zu erweitern. 60 Prozent der befragten Top-Manager gaben an, der Klimawandel würde in den nächsten drei Jahren einen großen bzw. sehr großen Einfluss auf die Strategie und das operative Geschäft ihrer Unternehmen haben. Im Vergleich mit dem Vorjahr ist dieser Wert um zehn Prozentpunkte gestiegen.

Deutsche Unternehmen weniger besorgt und weniger optimistisch

Über 80 Prozent der deutschen Vorstände erklären, bereits persönlich vom Klimawandel betroffen gewesen zu sein. Dennoch zeigt sich nur knapp die Hälfte von ihnen besorgt deswegen. Dies sind deutlich weniger als der weltweite Schnitt (62 Prozent). 60 Prozent der Vorstände hierzulande sind optimistisch, dass die Weltgemeinschaft ausreichende Maßnahmen ergreifen wird, um die schlimmsten Folgen des Klimawandels zu verhindern. Global liegt der Wert mit 78 Prozent merklich höher. Gleichwohl ist eine Mehrheit der Befragten (72 Prozent in Deutschland, 84 Prozent international) der Meinung, dass nachhaltiges Wirtschaftswachstum möglich ist.

Allerdings, so mahnen die Studienautoren an, brauche es dafür deutlich mehr Tempo bei der Umsetzung von Klimaschutzmaßnahmen sowie bei der Anpassung an den Klimawandel. Wirtschaft und Politik seien gefordert, gemeinsam Innovationen zu fördern und einen gerechten Übergang für alle Beteiligten zu ermöglichen.

Steigerung der Investitionen in Nachhaltigkeit

Obwohl Top-Manager in Deutschland dem Klimawandel eine etwas geringere Bedeutung beimessen als der weltweite Durchschnitt der Befragten, hat das Thema für sie große Relevanz. Dies zeigt sich bei den Investitionen des vergangenen Jahres: 76 Prozent der untersuchten deutschen Unternehmen – und damit ein ähnlich hoher Anteil wie global – haben ihre Investitionen in

Nachhaltigkeit gesteigert, ein Fünftel von ihnen sogar um 20 Prozent oder mehr. Keiner der Vorstände hierzulande gab an, die Finanzmittel reduziert zu haben.

Umsetzung weiterhin ausbaufähig

Entscheidend sind ambitioniertere Dekarbonisierungsstrategien sowie ihre regelmäßige Messung und Umsetzung. – Prof. Dr. Bernhard Lorentz, Deloitte. Zu den Top-Maßnahmen im Kampf gegen den Klimawandel zählen hierzulande der Einsatz nachhaltiger Materialien, die Reduktion von Flugreisen, die Erhöhung der Energieeffizienz (z. B. von Gebäuden) und der Bezug erneuerbarer Energien. Maßnahmen, die zeigen, dass Klimaschutz tatsächlich in Strategie, Kultur sowie im Operativen verankert ist, kommen nach wie vor zu kurz. Dazu gehört unter anderem die Koppelung der Führungskräftevergütung an die Nachhaltigkeitsperformance. Überaus kritisch sind die Vorstände in Deutschland bei der Frage, wie konsequent der private Sektor und die Regierung den Klimawandel adressieren: Die Bemühungen der Wirtschaft werden lediglich von 19 Prozent der Befragten in Deutschland und 29 Prozent weltweit als „sehr ernst" eingeschätzt, die der Politik von 11 bzw. 28 Prozent.

Deutsche Unternehmen, die Nachhaltigkeit vorantreiben, berichten über positive Effekte für Markenbekanntheit und Reputation, Kundenzufriedenheit, Arbeitsmoral und Wohlbefinden der Mitarbeitenden sowie die Bewältigung des Klimawandels. Als deutlich weniger relevant stufen sie hingegen den Einfluss auf finanzielle KPIs wie Umsatz und Marge ein.

Hier ein Beispiel: Die Nordex SE zählt zu den weltweit führenden Anbietern von Windenergieanlagen. Unter dem Markennamen Nordex führt das Unternehmen leistungsstarke Onshore-Anlagen, vor allem im Megawatt-Bereich. Die Kernkompetenz der Nordex-Gruppe liegt in der Planung und dem Engineering großer Windkraftanlagen für Stark-, Mittel- und Schwachwindstandorte, der Entwicklung und Fertigung von Steuerungen dieser Einrichtungen einschließlich des Netzanschlusses sowie der Fertigung von Rotorblättern für Windkraftanlagen der Megawatt-Klasse. Außerdem ist das Unternehmen auch an der Projektentwicklung von Windparks beteiligt. Nordex übernimmt neben der Produktion außerdem die Errichtung und Instandhaltung von Windturbinen. Für den Betrieb von Windenergieanlagen bietet Nordex die webbasierte Steuerungs- und Visualisierungs-Software Nordex Control. Das Programm ermöglicht die Steuerung und Regelung einer gesamten Windkraftanlage oder eines Windparks sowie die Datenerfassung und ihre Visualisierung. Die gesamte Produktpalette der Nordex-Gruppe wird durch verschiedene Serviceleistungen wie Inspektionen, Wartung und kurzfristige Störungsbeseitigung sowie mit Schulungen für die erfolgreiche Betriebsführung von Anlagen abgerundet.

Nachhaltigkeitsaspekte

Als einer der führenden Konzerne im Bereich der Windkraftenergie ist Nordex vom nachhaltigen Aspekt her gut aufgestellt. Dazu engagiert sich das Unternehmen sehr stark für seine Mitarbeiter und auch im Bereich der Inklusion. Wie zum Beispiel in Südafrika unterstützt Nordex benachteiligte Bevölkerungsgruppen und bildet diese Menschen flankiert von seinem Nordex Education Trust zukunftsträchtig aus und bindet sie ins Unternehmen ein.

Nordex hat sich zum Ziel gesetzt, bis 2030 klimaneutral zu sein. Das Unternehmen arbeitet bereits an verschiedenen Maßnahmen, um dieses Ziel zu erreichen. Dazu gehört die Entwicklung neuer Technologien, die Steigerung der Energieeffizienz und die Reduzierung des CO2-Ausstoßes in den eigenen Produktionsstätten.

Nordex ist überzeugt, dass Nachhaltigkeit der Schlüssel für eine erfolgreiche Zukunft ist. Das Unternehmen ist sich seiner Verantwortung für die Umwelt bewusst und arbeitet kontinuierlich daran, seine Nachhaltigkeitsleistung zu verbessern. Umweltprojekte werden finanziert und betrieben und der gesamte Energieverbrauch des Konzerns wird zu 100% aus erneuerbaren Energien eingekauft.

Seit ihrer Erstnotiz im Jahr 2001 kam die Aktie bislang nicht nennenswert vom Fleck. Schuld daran war zum Großteil ein Hin und Her der Politik bei der Förderung der Windkraft. Das scheint sich nun schnellen Schritts zu ändern.

Grafik 37

Rohstoffe

Das Wachstum der Ölnachfrage in den Schwellenländern treibt den weltweiten Verbrauch weiter in die Höhe. Die jüngste Aktualisierung der US EIA schätzt, dass die Nachfrage in den Schwellenländern im ersten Halbjahr 23 um 1,84 Mio. b/d gestiegen ist, was einen Rückgang der Nachfrage aus den Industrieländern um 20 000 b/d leicht ausglich. Damit lag der Gesamtverbrauch um 1,82 Mio. b/d höher als in 1H22. Auf der Angebotsseite verlängerte das Königreich Saudi-Arabien (KSA) seine Produktionskürzung von 1 Mio. b/d bis in den August hinein, was nicht unerwartet war. Russlands Rohölproduktion ist im 1. Halbjahr 23 gegenüber dem Vorjahr um 160k b/d gesunken.

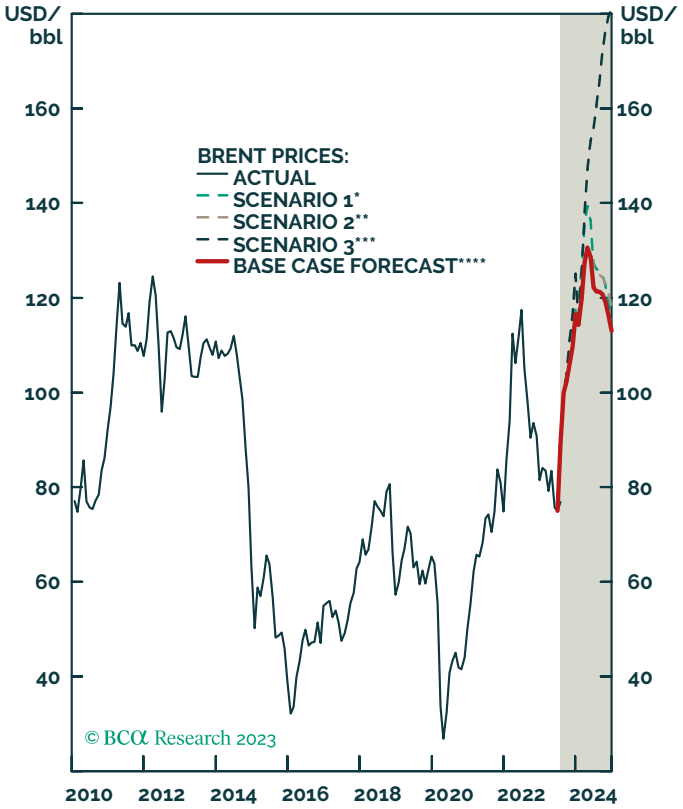
Die OPEC 2.0 (KSA und VAE) Rohölproduktion ist gegenüber 1H22 um rund 90.000 b/d gesunken, erstere um rund 80.000 b/d und letztere um rund 10.000 b/d. Wir erwarten, dass die Rohölproduktion der OPEC 2.0 in 2H23 bei 42,7 Mio. b/d liegen wird, was einem Rückgang von 1,71 Mio. b/d gegenüber 2H22 entspricht. Für das gesamte Jahr 2023 erwarten wir eine Rohölproduktion von ca. 43,2 Mio. b/d, was einem Rückgang von 0,88 Mio. b/d gegenüber dem Niveau von 2022 entspricht. Es bleibt abzuwarten, ob sich die ersten Berichte über einen starken Rückgang der russischen Ölexporte bewahrheiten. Sollte dies der Fall sein, würde ein stärkerer Produktionsrückgang angesichts des starken Nachfragewachstums im Jahresvergleich zu einer weiteren Anspannung des Marktes führen.

Außerhalb der Koalition stieg die US-Produktion im ersten Halbjahr 23 gegenüber dem Vorjahr um fast 1 Mio. b/d, liegt aber immer noch rund 400 000 b/d unter dem im Dezember 2019 verzeichneten Höchststand von 13 Mio. b/d. Der Kostendruck durch angespannte Dienstleistungs- und Arbeitsmärkte sowie die Konzentration auf die Priorisierung von Investoreninteressen werden die US-Produktion - die größte Steigerung außerhalb der OPEC 2.0 - unter dem immer noch bestehenden Rekordwert von 13 Mio. b/d halten, der im Dezember 2019 erreicht wurde. Wir gehen weiterhin davon aus, dass die US-Rohölproduktion in diesem Jahr durchschnittlich 12,5 Mio. b/d und im Jahr 2024 12,6 Mio. b/d betragen wird, wobei etwa drei Viertel davon aus Schiefergestein stammen.

Das US-Energieministerium holte zuletzt Angebote für 6 Mio. Barrel des von den US-Golfraffinerien bevorzugten Rohöltyps ein, das im 4. Quartal 23 zur Auffüllung der strategischen Erdölreserve (SPR) in Big Hill, Texas, geliefert werden soll. Das DOE hat von Mai bis Dezember letzten Jahres und im zweiten Quartal 23 fast 200 Mio. Barrel aus der Reserve entnommen; derzeit sind es knapp 350 Mio. Barrel. Das ist ungefähr - sehr ungefähr - das Doppelte der Menge an Rohöl, die erforderlich ist, um den gesamten Ölbedarf von 90 Tagen zu decken, was von den IEA-Mitgliedstaaten verlangt wird.

Die Regierung Biden hat keine Angaben zu den künftigen Mengen oder den gewünschten Preisniveaus gemacht, zu denen sie den SPR weiterhin auffüllen möchte. Wenn die Regierung sich Sorgen über künftige Energieschocks macht und beschließt, die Käufe zu erhöhen, um das Angebot wieder aufzufüllen, wird dies die Ölnachfrage weiter ankurbeln.

Preisentwicklung Ölsorte Brent Grafik 38



*ASSUMES KSA CUTS CRUDE OUTPUT BY A TOTAL OF 1MM B/D IN JULY AND AUGUST 2023 ONLY AND CONTINUES WITH APRIL CUTS FOR REST OF 2023.
**ASSUMES KSA CUTS CRUDE OUTPUT BY A TOTAL OF 1MM B/D FROM JULY 2023-DECEMBER 2023.
***ASSUMES KSA CUTS CRUDE OUTPUT BY A TOTAL OF 1MM B/D FROM JULY 2023-DECEMBER 2024.
****SCENARIO 1 GIVEN A 69% WEIGHT, SCENARIO 2 GIVEN A 10% WEIGHT, SCENARIO 3 GIVEN A 1% WEIGHT AND USD MODEL (NOT SHOWN) GIVEN A 20% WEIGHT.
NOTE: THE 1MM B/D KSA CUT IN ALL SCENARIOS ASSUMES THE KSA WILL MAKE A 500K B/D CUT IN ADDITION TO THE 500K B/D CUT ANNOUNCED IN APRIL.
NOTE: SHADED AREA DENOTES BCA RESEARCH FORECASTS.

Eine zusätzliche Nachfrage kann auch durch exogene, wetterbedingte Schocks entstehen, deren Ausmaß und Zeitpunkt sich im Voraus nicht bestimmen lassen. Wir haben die El-Niño-Warnung aktualisiert, die durch die Einschätzung des US NOAA Climate Prediction Center in der vergangenen Woche ausgelöst wurde, wonach ein solches Ereignis mit einer Wahrscheinlichkeit von 90 % in den Winter der nördlichen Hemisphäre fällt. Zum jetzigen Zeitpunkt lässt sich höchstens sagen, dass die linken und rechten Enden der Preisverteilung mit zunehmender Wahrscheinlichkeit eines wetterbedingten Ereignisses immer dicker werden. Das heißt, dass ein hohes Aktivitätsniveau während der Hurrikan-Saison im Nordatlantik und an der Golfküste zwischen Juni und November, gefolgt von einem kälteren als normalen Winter, eine lange Reihe von Wetterereignissen hervorrufen könnte, die die Märkte bereits in die idiosynkratischen Preisverteilungsprognosen eingepreist haben.

Die weltweite Ölnachfrage entwickelt sich im Einklang mit der Wachstumsprognose von 1,8 Mio. b/d für dieses Jahr, während das Angebot weiterhin in einer Weise reagiert, die mit unserer Einschätzung des OPEC 2.0-Produktionsmanagementrahmens und den Mangel an einer höheren US-Schieferölproduzenten übereinstimmt. Daraus könnte sich für den weiteren Verlauf ein Brent-Preis von 92 $/Barrel und ein WTI-Preis 4 – 6 $ darunter ergeben. Die Backwardation an den Terminmärkten dürfte sich verstärken – zukünftige Liefertermine werden billiger, umso länger die Fristen sind. In Anbetracht der Fundamental- und Risikoeinschätzungen bleiben die in diesem Jahr stark vernachlässigten Ölaktien damit erste Wahl.

Disclaimer

1. Die vorliegenden Empfehlungen können je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Sie sind grundsätzlich auf eine mittelfristige Anlagestrategie – also einem Zeithorizont von mindestens sechs Monaten – ausgerichtet und für Anleger geeignet, die ein höheres Verlustrisiko in ihrer Anlagestrategie in Kauf nehmen. Genannte Kursziele sind dagegen an keinen Zeitraum für deren Erreichen geknüpft. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen wurden von der ICM InvestmentBank AG nach bestem Urteilsvermögen abgegeben und entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können sich aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen jederzeit ändern.

2. Dieses Dokument darf in anderen Ländern nur in Einklang mit dort geltendem Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und befolgen.

3. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung durch die ICM InvestmentBank AG dar, soweit nicht andere Quellen angegeben sind. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen dritter Parteien überein. Die ICM InvestmentBank AG hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend gibt die ICM InvestmentBank AG keine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Alle verwendeten und zitierten Quellen können auf Anfrage gerne zur Verfügung gestellt werden.

4. Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkauf- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die ICM InvestmentBank AG Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die ICM InvestmentBank AG sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

5. Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1), 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.ru/en/research/ , http://www.jpmorgan.com , https://www.goldman360.com , https://www.research.unicredit.eu .

Titelbild: malpetr/Shotshop.com

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

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

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

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

E-Mail: info@i-c-m.de
www.i-c-m.de
Herausgeber:
ICM InvestmentBank AG
Erscheinungsdatum:
04.08.2023

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.