PERSPEKTIVEN

Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG

Ausgabe 09-10/2023

Sehr geehrte Leser (-in),

erst in den letzten Tagen des Septembers kamen die Aktienindices wirklich unter Druck, nachdem sie über mehrere Wochen hinweg seitwärts gegangen waren. Anlass hierzu gaben neue Höchststände bei den Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen – die allerdings bislang auch nur um wenige Zehntel höher lagen. Zum Ausreißer entwickelte sich zuletzt der Ölpreis. Er konnte seit Juli von Niveaus unter 80 US-$ pro Barrel WTI auf nun über 92 US-$ zulegen und schürt die Angst vor einer neuen Inflationswelle. Inzwischen sind weltweit die Teuerungsraten bereits auf dem Rückzug und erreichen wieder Levels aus dem Jahr 2021, doch die Protagonisten an der Zinsfront, Jerome Powell und Christine Lagarde, nutzen jede Gelegenheit, um die Erwartungen auf erste Zinssenkungen schon gar nicht aufkommen zu lassen. Als begleitendes Grundgeräusch gesellten sich wiederholt negative Nachrichten aus der Volksrepublik China dazu. Der kollabierende Markt für Wohnimmobilien und daraus resultierend die steigende Zahl zahlungsunfähiger großer Bauträger bringt die Regierung immer mehr in Zugzwang, wenn sie Zweitrundeneffekte in anderen Branchen und bei den Gebietskörperschaften selbst vermeiden will. Chinesische Aktien sind daher in diesem Jahr weltweit auf dem letzten Platz gelandet.

Das Realwachstum zeigt für 2023 und 2024 nicht nur in China nach unten, auch die gesamte Weltwirtschaft kommt nicht vom Fleck und viele Volkswirtschaften bleiben ein weiteres Jahr unter ihrem langfristigen Trendwachstum.

Aktuell stellt sich den Anlegern wieder einmal die Frage, wieviel – aus welchen Gründen auch immer – die Renditen am langen Ende der Zinsstrukturkurve noch steigen werden. JP Morgan, eine der global größten Investmentbanken, erwartet für die kommenden Quartale eher einen Rückgang in USA wie in Euroland von rund einem halben Prozent und begründet dies mit dem Erscheinen der Rezession am Horizont. Auch beim Ölpreis könnte mittelfristig eine Entspannung bevorstehen. Angesichts einer schwachen Konjunktur sind allerdings trotzdem Zweifel angesagt, ob die Aktienmärkte aus fallenden Zinsen und Energiekosten ausreichend Nutzen für Kurssteigerungen ziehen können.

Herzlichst, Ihr

Reales BIP-Wachstum 2022-24 nach Ländern) Grafik 1

	REAL GDP GROWTH				
	2022	2023*	REVISIONS**	2024*	REVISIONS**
WORLD	3.3%	3.0%	+0.3	2.7%	-0.2
UNITED STATES	2.1%	2.2%	+0.6	1.3%	+0.3
EURO AREA	3.4%	0.6%	-0.3	1.1%	-0.4
GERMANY	1.9%	-0.2%	-0.2	0.9%	-0.4
FRANCE	2.5%	1.0%	+0.2	1.2%	-0.1
ITALY	3.8%	0.8%	-0.4	0.8%	-0.2
SPAIN	5.5%	2.3%	+0.2	1.9%	0.0
UNITED KINGDOM	4.1%	0.3%	0.0	0.8%	-0.2
CANADA	3.4%	1.2%	-0.2	1.4%	0.0
AUSTRALIA	3.7%	1.8%	0.0	1.3%	-0.1
JAPAN	1.0%	1.8%	+0.5	1.0%	-0.1
KOREA	2.6%	1.5%	0.0	2.1%	0.0
MEXICO	3.9%	3.3%	+0.7	2.5%	+0.4
TURKEY	5.5%	4.3%	+0.7	2.6%	-1.1
CHINA	3.0%	5.1%	-0.3	4.6%	-0.5
INDIA	7.2%	6.3%	+0.3	6.0%	-1.0
BRAZIL	3.0%	3.2%	+1.5	1.7%	+0.5
INDONESIA	5.3%	4.9%	+0.2	5.2%	+0.1
RUSSIA	-2.0%	0.8%	+2.3	0.9%	+1.3
ARGENTINA	5.0%	-2.0%	-0.4	-1.2%	-2.3
SAUDI ARABIA	8.8%	1.9%	-1.0	3.1%	-0.5
SOUTH AFRICA	1.9%	0.6%	+0.3	1.1%	+0.1

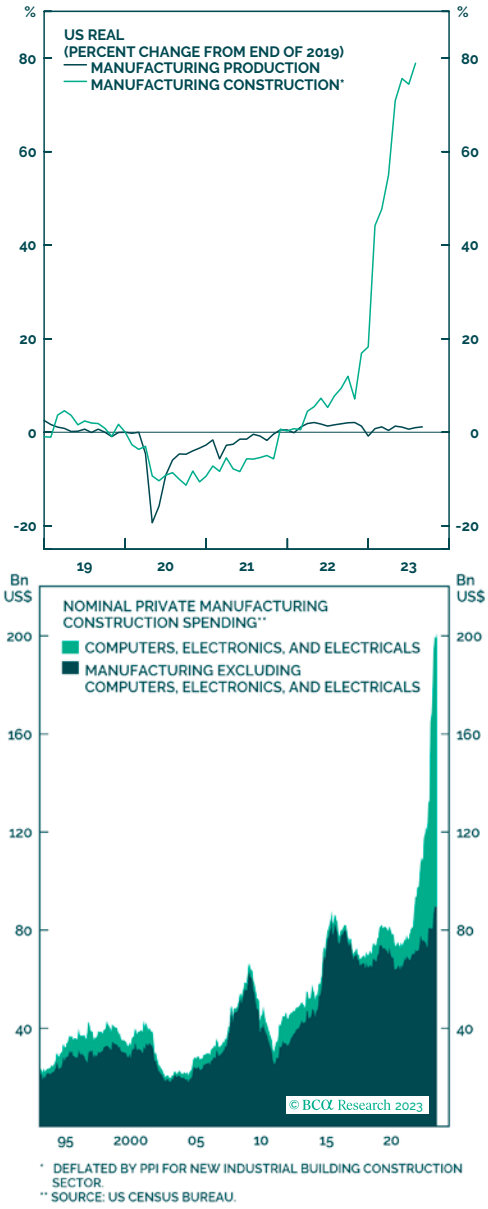
* SEPTEMBER 2023 PROJECTION.
** PERCENTAGE POINT DIFFERENCE BETWEEN SEPTEMBER 2023 PROJECTION AND JUNE 2023 PROJECTION.
SOURCE: OECD ECONOMIC OUTLOOK (INTERIM REPORT SEPTEMBER 2023).

Fokus auf Zentralbanken, Energie und China

Drei Themen bewegen die Investoren derzeit in besonderem Maß: Notenbankpolitik, Energiepreise und Chinas konjunkturelle Schwäche.

Zuerst zu den USA: Die Chicago Fed schätzt, dass der verzögerte Effekt aus vergangenen Zinserhöhungen das Niveau des realen BIP in den nächsten fünf Quartalen um drei Prozentpunkte im Vergleich zu dem, was es sonst wäre, verringern wird. Diese noch nicht spürbare Belastung macht etwa ein Drittel der Gesamtauswirkungen der Straffungskampagne der Fed aus. Trotz der Serie von Zinserhöhungen sind die finanziellen Bedingungen in den USA heute lockerer als noch vor 12 Monaten. Da der Zeitversatz zwischen den Maßnahmen und der Realwirtschaft relativ kurz ist, ist eine wichtige Ursache für das schwächere Wachstum bereits weitgehend verschwunden. Nicht außer Acht gelassen darf allerdings die Finanzpolitik. Das Hutchins Center der Brookings Institution geht davon aus, dass die Straffung der Finanzpolitik infolge des Auslaufens der Pandemieprogramme das Wachstum im Jahr 2022 um ebenfalls drei Prozentpunkte verringert hat. Im Gegensatz zum letzten Jahr hat sich das Haushaltsdefizit in diesem Jahr etwas ausgeweitet, was auf geringere Kapitalertragssteuereinnahmen und höhere Ausgaben im Zusammenhang mit dem überparteilichen Infrastrukturgesetz sowie dem CHIPS-Gesetz und dem Inflationsbekämpfungsgesetz zurückzuführen ist. Teilweise als Reaktion auf die steuerlichen Anreize ist der Bau von Technologie-orientierten Produktionsanlagen stark angestiegen.

Bau von Fabriken boomt Grafik 2



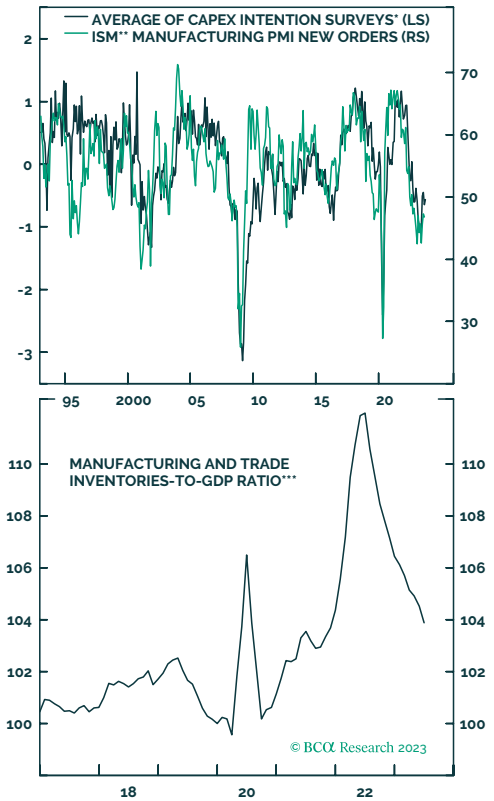
* DEFLATED BY PPI FOR NEW INDUSTRIAL BUILDING CONSTRUCTION SECTOR.
** SOURCE: US CENSUS BUREAU.

Der drohende Stillstand des US-Staatsapparats konnte im allerletzten Moment vorerst abgewendet werden. Eine vernünftige Faustregel besagt, dass das BIP-Wachstum für jede Woche, die der Shutdown dauert, um einen Zehntelprozentpunkt sinkt. Unternehmensinvestitionen und Wohnungsbau halten sich besser als befürchtet.

Die Investitionsausgaben der Unternehmen und die Produktionstätigkeit bewegen sich in der Regel im Gleichschritt. In dem Maße, in dem die Investitionsabsichten ihren Tiefpunkt hinter sich gelassen haben, dürfte die Produktion des verarbeitenden Gewerbes steigen. Dafür sprechen der jüngste Anstieg der Auftragseingänge im ISM-Index für das verarbeitende Gewerbe und die fortschreitende Normalisierung der Lagerbestände

Grafik 3

Investitionsbereitschaft hat gedreht, Verhältnis von Produktion zu Verkauf normalisiert sich



* AVERAGE OF STANDARDIZED CAPITAL EXPENDITURE EXPECTATIONS FOR THE NFIB SURVEY (3-TO-6 MONTHS), DALLAS, KANSAS CITY, NEW YORK EMPIRE, PHILADELPHIA, AND RICHMOND FED REGIONAL SURVEYS (6 MONTHS). LATEST DATA POINT IS AN ESTIMATE.
** INSTITUTE FOR SUPPLY MANAGEMENT.
*** SERIES REBASED TO DECEMBER 2019 = 100.

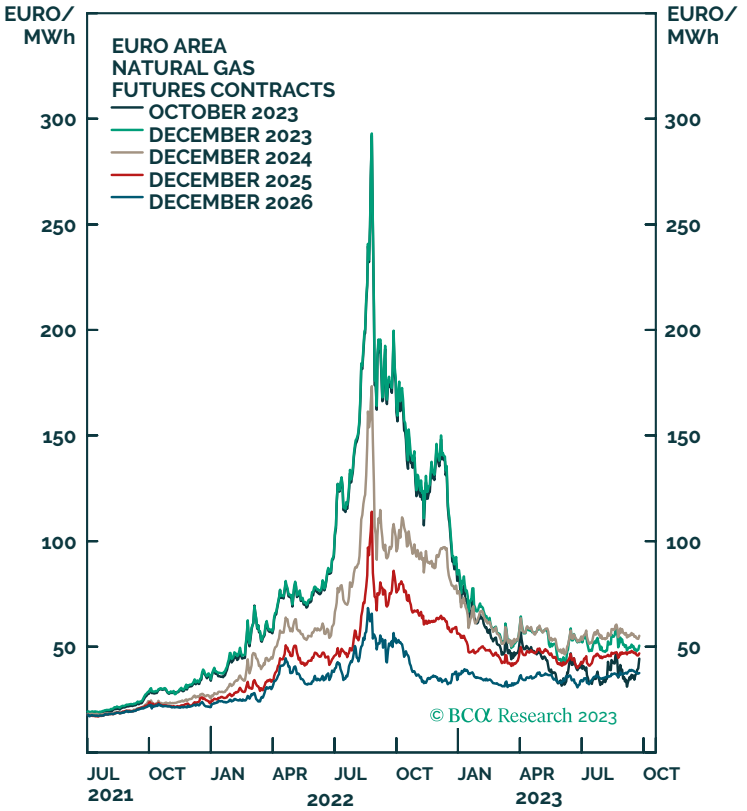
Die jüngsten Daten zum Wohnungsbau hingegen waren uneinheitlich. Während sich die Hypothekenanträge, die Baubeginne, die Verkäufe bestehender Häuser und das Vertrauen der Bauherren abgeschwächt haben, nehmen die Baugenehmigungen weiter zu. Auch die Hauspreise steigen wieder: Der Case-Shiller-Index lag in den ersten sieben Monaten des Jahres 2023 um 3,1 % höher.

In Euroland ein anderes Bild: Die EZB erhöhte im September zum zehnten Mal in Folge die Zinsen und hob den Einlagensatz von einem Rekordtief von -0,5 % im Juli 2022 auf ein Rekordhoch von 4 % an. Es besteht kaum ein Zweifel daran, dass höhere Zinssätze letztendlich das europäische Wachstum belasten werden. Dass der jüngste Abschwung der europäischen Wirtschaftstätigkeit in erster Linie auf die straffere Geldpolitik zurückzuführen ist, ist allerdings unwahrscheinlich. Vielmehr ist die Konjunkturschwäche in Europa vor allem auf zwei Faktoren zurückzuführen, die sich in den kommenden Monaten aber abschwächen dürften: Die hohe Inflation und die schwache weltweite Nachfrage im verarbeitenden Gewerbe. Was die Inflation anbelangt, so zeigen die meisten Frühindikatoren für die europäische Inflation nach unten. Das ist wichtig, denn die hohe Inflation hat die Reallöhne gedrückt, das Vertrauen geschwächt und damit die Ausgaben gesenkt. Während die US-Haushalte einen Großteil ihrer pandemischen Ersparnisse bereits ausgegeben haben, muss dies in Europa erst noch geschehen. Der Nachholbedarf an Konsumgütern ist in der gesamten Region nach wie vor beträchtlich, was darauf hindeutet, dass steigende Realeinkommen einen vorübergehenden Kaufrausch auslösen könnten. Die Tatsache, dass sich die langfristigen Erdgas-Futures stabilisiert haben, ist ebenfalls ermutigend

Im Hinblick auf das verarbeitende Gewerbe ist es aufschlussreich, dass die OECD ihre Prognose für das deutsche Wachstum im Jahr 2023 von 0 % auf -0,2 % gesenkt, ihre Prognose für das spanische Wachstum jedoch von 2,1 % auf 2,3 % angehoben hat. Auf das verarbeitende Gewerbe entfallen 19 % des deutschen BIP, aber nur 12 % des spanischen BIP. Wenn sich die weltweite Produktionstätigkeit vorübergehend erholt, wird dies das Wachstum in Deutschland und anderen Teilen Europas wieder ankurbeln. Unterm Strich wird sich das europäische Wachstum in der zweiten Hälfte des Jahres 2024 erneut verlangsamen, könnte aber in den nächsten 6 bis 9 Monaten durchaus positiv überraschen.

Was hat sich auf den jeweils letzten Sitzungen der Notenbanken getan? Erstens wurde die Medianprognose für das reale BIP-Wachstum für 2023 und 2024 deutlich nach oben korrigiert und der Vorsitzende Powell merkte in der Pressekonferenz nach der Sitzung an, dass der Ausschuss die stärkeren Verbraucherausgaben als Hauptgrund für diese Aufwärtskorrekturen des Wachstums ansieht. Im Einklang mit den stärkeren Wachstumsaussichten senkte die Fed auch ihre Prognose für die Arbeitslosenquote 2023 von 4,1 % auf 3,8 % und für nächstes Jahr von 4,5 % auf 4,1 %. Was die Inflation betrifft, so wurde der Median der Fed-Prognose für die PCE-Kernrate 2023 von 3,9 % auf 3,7 % nach unten korrigiert, während die Prognose für 2024 unverändert blieb. Diese Abwärtskorrektur der Inflationsprognose für 2023 war zwar allgemein erwartet worden, doch sind die Prognosen des Ausschusses für 2023 angesichts der Entwicklung der Kerninflation in den letzten Monaten immer noch etwas zu hoch. Schließlich, und das ist das Wichtigste, blieb die mittlere Zinsprognose der Fed für 2023 unverändert und wurde für 2024 deutlich nach oben korrigiert. Der Median der FOMC-Teilnehmer geht nach wie vor davon aus, dass eine wei-

Europäischer Gaspreis an den Terminmärkten Grafik 4



SOURCE: INTERCONTINENTAL EXCHANGE, ICE FUTURES LIMITED.

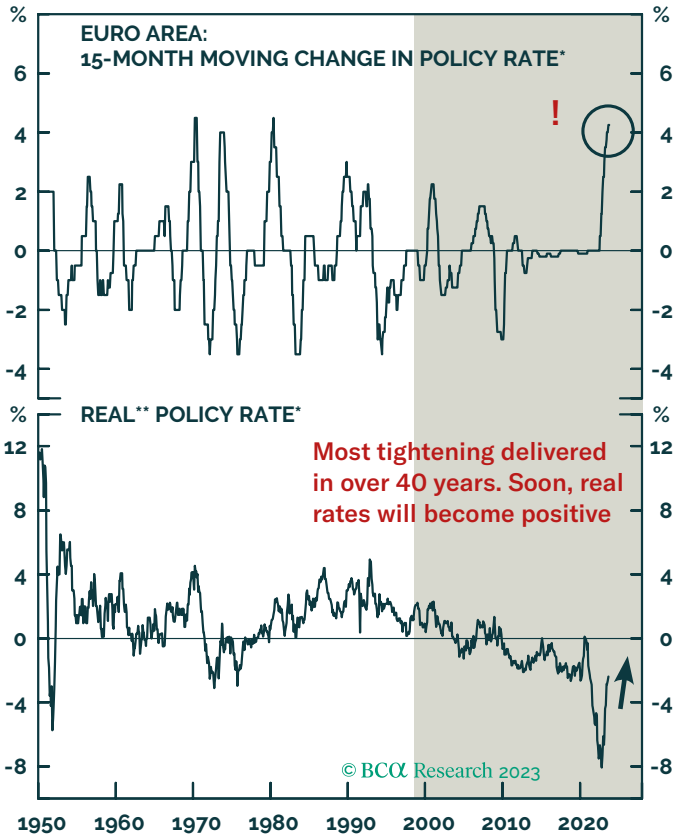
tere Zinserhöhung um 25 Basispunkte vor Ende dieses Jahres erforderlich sein wird, und rechnet nun mit deutlich weniger Zinssenkungen im Jahr 2024 als noch im Juni. Auf die Frage, warum die Zinsprognosen für 2024 nach oben korrigiert wurden, obwohl die Inflationsprognose für 2024 unverändert blieb, erklärte der Vorsitzende Powell, dass die Erwartungen für ein stärkeres BIP-Wachstum bedeuten, dass ein höherer Leitzins erforderlich wäre, um das gleiche Inflationsergebnis zu erzielen. Technisch ausgedrückt, erklärte Powell im Wesentlichen, dass die Fed ihre Schätzung des kurzfristigen neutralen Leitzinses für 2024 nach oben korrigiert hat.

Wenn man die Zinsprognosen der Fed etwas genauer betrachtet, stellt man fest, dass die Meinungen weit auseinander gehen. 12 FOMC-Teilnehmer halten eine weitere Zinserhöhung in diesem Jahr für notwendig, während 7 der Meinung sind, dass der Leitzins seinen Höhepunkt bereits erreicht hat. Für 2024 ist die Bandbreite der erwarteten Ergebnisse sehr groß, obwohl 12 von 19 Teilnehmern erwarten, dass der Leitzins Ende nächsten Jahres zwischen 4,75 % und 5,50 % liegen wird. Dies würde Zinssenkungen zwischen 0 Basispunkten und 50 Basispunkten gegenüber dem derzeitigen Niveau bedeuten.

Die Sitzung der Europäischen Zentralbank Mitte September war von entscheidender Bedeutung, denn die EZB sandte eine klare Botschaft aus: Ihre Zinserhöhungskampagne ist vorerst beendet und die neueste Stufe in der Entwicklung der Geldpolitik der Eurozone besteht darin, die Zinssätze für einen längeren Zeitraum auf dem derzeitigen Niveau zu halten. Am großen Tag der EZB hatte die Notenbank den Einlagensatz auf 4 % erhöht. Die begleitende Pressemitteilung enthielt folgenden Wortlaut: „Auf der Grundlage seiner aktuellen Einschätzung ist der EZB-Rat der Ansicht, dass die Leitzinsen der EZB ein Niveau erreicht haben, das, wenn es für einen ausreichend langen Zeitraum beibehalten wird, einen wesentlichen Beitrag zur rechtzeitigen Rückkehr der Inflation zum Zielwert leisten wird." In ihrer Pressekonferenz betonte EZB-Präsidentin Christine Lagarde wiederholt diesen Satz, der unterstreicht, dass die Zinssätze jetzt auf einem Niveau liegen, das es der Inflation ermöglicht, sich im Laufe der Zeit wieder dem Zielwert anzunähern. Im Wesentlichen erkennt die EZB an, dass die Leitzinsen deutlich über dem neutralen Zinssatz der Eurozone liegen und dass sie nun auf diesem Niveau bleiben müssen, damit ihre Wirkung voll zum Tragen kommt. Die Prognosen der Experten gehen in die gleiche Richtung. Während die Projektionen für die Gesamt- und Kerninflation in den Jahren 2023 und 2024 nach oben korrigiert wurden, wurde die Prognose für die Gesamtinflation 2025 auf 2,1 % und für die Kerninflation auf 2,2 % gesenkt. Auf der Grundlage früherer Mitteilungen lässt die EZB verlauten, dass sich die Inflation mittelfristig wieder auf ihr Ziel zubewegt. Mit anderen Worten: Sie hat genug getan, um die Inflation einzudämmen. Diese Einschätzung deckt sich mit der Tatsache, dass die EZB die Zinssätze noch nie so aggressiv angehoben hat wie in den letzten 14 Monaten, was die realen Zinssätze bald in den positiven Bereich bringen wird.

Grafik 5

Noch die dagewesene Zinserhöhungsserie der EZB

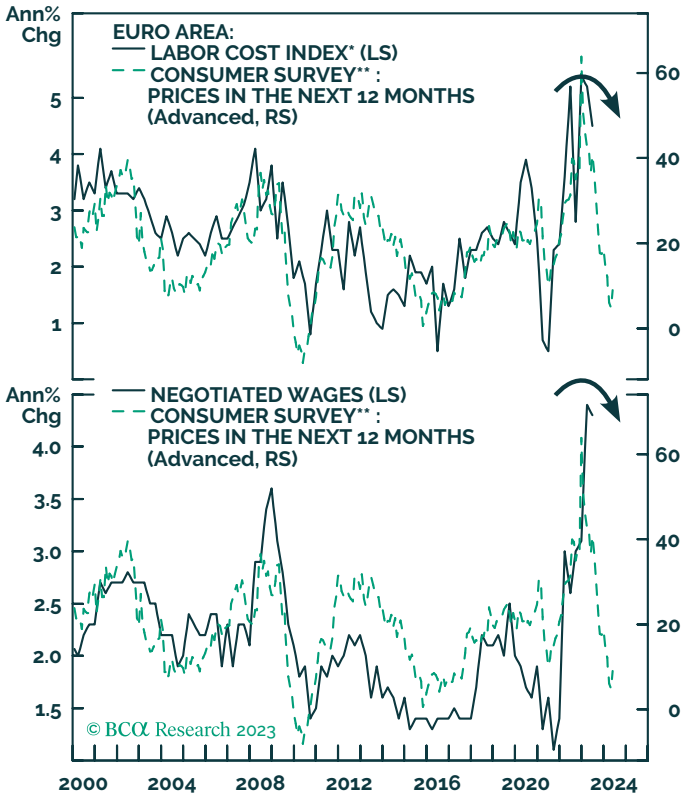


* BUNDESBANK DISCOUNT RATE FROM 1950 TO 1999. EUROPEAN CENTRAL BANK FACILITY RATE FROM 1999 TO PRESENT
** DEFLATED USING GERMAN HEADLINE CPI
NOTE: SHADED AREA DENOTES PERIOD OF ECB EXISTENCE FROM JUNE 1, 1998 TO PRESENT

Präsidentin Lagarde räumte auch ein, dass die Politik sehr schnell auf die Wirtschaft übertragen wird. Die Kreditstandards wurden extrem verschärft, und die Kreditnachfrage ist als Reaktion auf den raschen Anstieg der Zinssätze für den privaten Sektor eingebrochen. Darüber hinaus schrumpft die Geldmenge so schnell wie nie zuvor seit der Gründung der Eurozone.

Das Gleiche gilt für die Kreditströme, die sich in den negativen Bereich bewegt haben. Darüber hinaus sind die Baugenehmigungen stark rückläufig, was bestätigt, dass die höheren Zinsen das Wachstum beeinträchtigen. Das Baugewerbe ist der Wirtschaftssektor, der am empfindlichsten auf die monetä-

Weniger Lohnwachstum = weniger Inflation Grafik 6



* TRUNCATED AT 0.5% FOR PRESENTATION PURPOSES
** ADVANCED 9 MONTHS. SOURCE: DG ECFIN

ren Bedingungen reagiert. Die Übertragung der restriktiven Geldpolitik auf die Wirtschaft findet statt, während das Wachstum bereits schwach ist. Das europäische verarbeitende Gewerbe schrumpft aufgrund der Verschlechterung des globalen Industriezyklus. Der Dienstleistungssektor hat bereits begonnen, sich zu verlangsamen. Unter diesen Umständen wird sich die Wirtschaft in den kommenden Quartalen abschwächen, da das Wachstum unter dem Trend liegen wird. Der Arbeitsmarkt ist zwar angespannt, hat aber begonnen, sich zu verlangsamen. Der Einbruch der Kreditströme steht im Einklang mit einer stärkeren Verlangsamung des Beschäftigungswachstums, was historisch gesehen zu einer Verlangsamung des Lohnwachstums führt. Darüber hinaus weist die Beschäftigungskomponente der Erhebungen der Europäischen Kommission im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor auf eine Abkühlung der Arbeitskosten in den kommenden Quartalen hin. Vor allem aber bestätigt der Einbruch der Inflationserwartungen der privaten Haushalte, dass das Lohnwachstum rasch zurückgehen wird.

All diese Entwicklungen tragen zu günstigen Inflationsaussichten für die kommenden sechs bis neun Monate bei. Der Rückgang der Verkaufspreiserwartungen des Ifo-Instituts sowie der Rückgang der Inflationserwartungen der Unternehmen und Haushalte stehen bereits im Einklang mit einer deutlichen Verlangsamung der Gesamtinflation. Darüber hinaus lässt der Inflationsdruck in Europa nach und verschiedene Messgrößen für die zugrunde liegende Inflation beginnen zu schwinden. Entscheidend ist, dass die Produzentenpreisinflation weiterhin schrumpft, so dass der Pass-Through aus dem Energiesektor die Kerninflation nach unten ziehen kann, insbesondere wenn der Lohndruck nachlässt. Eine Version der Phillips-Kurve bestätigt, dass die Inflation einen größeren Abwärtstrend aufweist. Trägt man die Inflation gegen die Arbeitslosenquote auf, zeigt die europäische Phillips-Kurve[1] einen ausgeprägten Knick. Die Versteilerung der europäischen Phillips-Kurve hat jedoch seit der Pandemie stattgefunden. Während der angespannte Arbeitsmarkt eine Schlüsselrolle beim Anstieg der Inflation spielte, war dieser Zeitraum auch durch Angebotsschocks im Zusammenhang mit der Pandemie und dem Russland-Ukraine-Krieg sowie durch eine übermäßig akkommodierende Geldpolitik gekennzeichnet. Heute sind die Angebotsschocks verschwunden und die Geldpolitik ist sehr restriktiv. Wir erwarten einen leichten Anstieg der Arbeitslosenquote, da das Wachstum in der Eurozone unter dem Trend liegen wird. Der jüngste Inflationsrückgang, der bisher mit einer rekordverdächtig niedrigen Arbeitslosenquote einherging, muss also noch weitergehen. Die Gesamtinflation dürfte sich im Laufe des Jahres 2024 wieder zwischen 2 % und 3 % einpendeln, wie die Phillipskurve von vor 2020 nahelegt.

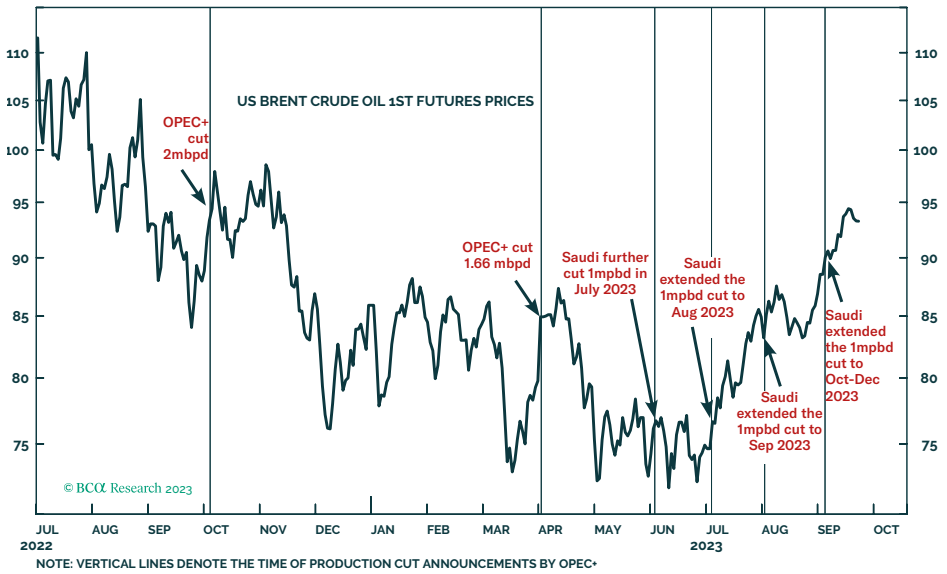
Eine niedrigere Inflation bedeutet jedoch nicht, dass Zinssenkungen unmittelbar bevorstehen. Eine Rezession wird trotz des von der EZB geschaffenen restriktiven geldpolitischen Umfelds Zeit brauchen, um sich abzuzeichnen. Das wichtigste Gegengewicht zur restriktiven Geldpolitik ist die robuste Gesundheit der Haushalte. Sie verfügen derzeit über 1,5 Billionen Euro an überschüssigen Ersparnissen. Die sinkende Inflation wird das reale Einkommenswachstum wieder in den positiven Bereich bringen. Infolgedessen schätzen die Haushalte der Eurozone ihre finanzielle Situation besser ein und das Verbrauchervertrauen steigt. Diese Entwicklun-

1 Phillips-Kurve ist eine Grafik, die einen hypothetischen Zusammenhang zwischen Lohnänderungen bzw. Preisniveauänderungen auf der einen und der Arbeitslosenquote auf der anderen Seite beschreibt.

gen werden eine Erholung des Verbrauchs ermöglichen, der im letzten Jahr durch den Energieschock beeinträchtigt wurde. Dies ist die gleiche Kraft, die zur Widerstandsfähigkeit der US-Wirtschaft geführt hat. Ein weiterer positiver Aspekt dürfte sich aus dem Industriesektor ergeben. Die weltweite Industrietätigkeit zeigt kleine grüne Triebe. Unsere Prognose für die weltweite Industrietätigkeit hat sich stabilisiert, und das Verhältnis von Auftragseingängen zu Lagerbeständen hat sowohl weltweit als auch in den USA einen Tiefpunkt erreicht, was zum Teil auf die weltweit niedrigen Lagerbestände zurückzuführen ist. Außerdem hat die chinesische Deflation nachgelassen, und wir gehen davon aus, dass der Trend sich fortsetzen wird, da der CNY gefallen ist und Peking seine Politik schrittweise lockert. Eine geringere chinesische Deflation führt häufig zu einer Belebung der weltweiten Industrietätigkeit, da sie die realen Zinssätze in China senkt und somit die negativen Auswirkungen auf die inländischen Investitionen begrenzt. Da Europa sehr empfindlich auf den globalen Industriezyklus reagiert, wird eine Verbesserung des globalen Produktionssektors die europäische Industrieproduktion für einige Quartale ankurbeln.

Aktuell zieht gerade der Anstieg des Rohölpreises die allgemeine Aufmerksamkeit auf sich. Nach derzeitiger Sachlage ist davon auszugehen, dass die weltweite Erdölproduktion auch in den nächsten sechs Monaten hinter dem Verbrauch zurückbleiben wird. Ein anhaltendes Angebotsdefizit wird die hohen Ölpreise stützen. Chinas robuste Ölnachfrage China hat seinen Appetit auf Öl trotz schwacher Konjunktur, schwächelnder Produktion und anhaltender Probleme auf dem Immobilienmarkt wieder angefacht. Ursächlich für die Situation sind natürlich auch anhaltende Förderkürzungen des bedeutenden Marktteilnehmers Saudi-Arabien.

OPEC+ Förderpolitik Grafik 7



Die Rohölimporte und der Inlandsverbrauch des Landes sind in den letzten sechs Monaten gegenüber dem Vorjahr um 20 % bzw. 18 % angestiegen. Auch wenn die Steigerungen auf den niedrigen Basiseffekt des letzten Jahres und die Wiederbelebung der Wirtschaft zurückzuführen sind, war der Anstieg bemerkenswert. Unser Proxy für den Inlandsverbrauch schließt Bestandsveränderungen weitgehend aus. Der Proxy wird berechnet, indem die Nettoexporte von Erdölprodukten von der Menge des im Raffinerieprozess verwendeten Rohöls abgezogen werden. Wir gehen davon aus, dass sich das Wachstum der chinesischen Ölnachfrage in den nächsten sechs bis neun Monaten zwar abschwächen, aber kräftig bleiben wird.

Es ist gerade China, das zum Ungleichgewicht wesentlich beiträgt:
Chinas Wirtschaftswachstum ist im historischen Vergleich sehr schwach, aber nicht rückläufig. Unserer Ansicht nach könnte der Ölverbrauch Chinas in den nächsten Quartalen um 4-6 % steigen. Um zu dieser Zahl

Rohölnachfrage und -Angebot global bis Ende 2024 Grafik 8

MMB/D	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23	Q1'24	Q2'24	Q3'24	Q4'24
BRENT PRICES (USD/BBL)	82.24	76.71	87.22	101.50	109.07	121.08	121.60	120.83
WORLD DEMAND	100.21	100.97	102.00	102.31	104.54	102.44	102.64	102.72
OECD DEMAND	45.55	45.59	46.61	46.62	48.98	46.40	46.54	46.37
NOECD DEMAND	54.66	55.38	55.39	55.69	55.56	56.04	56.10	56.35
INDIA	5.28	5.43	5.09	5.42	5.76	5.71	5.30	5.64
CHINA	15.93	16.12	15.80	15.99	16.61	16.47	16.02	16.34
WORLD SUPPLY	101.15	100.38	100.19	100.50	102.40	102.80	102.86	103.05
OPEC 2.0 CRUDE	44.35	43.30	42.26	42.28	44.38	44.52	44.19	44.04
RUSSIA (CRUDE ONLY)	9.86	9.52	9.44	9.49	9.42	9.35	9.35	9.35
KSA (CRUDE ONLY)	10.46	10.13	8.98	9.01	10.66	10.86	10.64	10.51
UAE (CRUDE ONLY)	3.04	2.94	2.88	2.88	3.19	3.25	3.18	3.14
KUWAIT (CRUDE ONLY)	2.68	2.59	2.55	2.55	2.68	2.68	2.68	2.68
IRAQ (CRUDE ONLY)	4.37	4.13	4.23	4.22	4.43	4.43	4.43	4.43
OPEC 2.0 SUPPLY	51.60	50.45	49.41	49.43	51.58	51.72	51.39	51.24
NON-OPEC 2.0 SUPPLY	49.55	49.93	50.78	51.07	50.82	51.08	51.47	51.81
US*	12.53	12.58	12.71	12.69	12.63	12.58	12.55	12.75
OECD INVENTORIES	2788.00	2808.99	2746.66	2669.78	2567.61	2537.51	2559.06	2568.65
INVENTORY CHANGE*		20.99	-62.33	-76.88	-102.17	-30.11	21.56	9.58

*INCLUDES ALASKA AND GOM.

zu gelangen, gehen wir von einem realen BIP-Wachstum von 3 bis 4 % aus und davon, dass das Verhältnis des Ölverbrauchs zum realen BIP über seinen langfristigen Trend steigt.

Ein sichtbarer Grund für die jüngste starke Erholung der Rohölpreise waren die aggressiven Ölförderkürzungen der OPEC+. Es gab jedoch auch eine unsichtbare Triebkraft: eine beeindruckende Wiederbelebung des Kraftstoffverbrauchs und der Importe in China, da das Land seine Wirtschaft wieder öffnete. Der Tourismussektor wurde durch die Wiedereröffnung belebt, was dem Ölverbrauch in China Auftrieb gegeben hat. Der Tourismus hat im Vergleich zu anderen Sektoren mehr Potenzial, da er immer noch weit unter dem Niveau vor der Pandemie liegt. Ein weiterer Wirtschaftsindikator - der gesamte Güterverkehr - hat ebenfalls zu einem starken inländischen Kraftstoffverbrauch beigetragen. Dieser Sektor wird auch in den kommenden Monaten weiter expandieren, wenn auch langsamer. Der Industriesektor, auf den 41 % des Ölverbrauchs des Landes entfallen, war sehr schwach, was zu einer geringeren Wachstumsrate des industriellen Ölverbrauchs führte. Wir gehen allerdings davon aus, dass die Industrietätigkeit in den nächsten sechs bis neun Monaten weiterhin gedämpft bleiben wird und das Wachstum der industriellen Erdölnachfrage mit 1 % bis 3 % weiterhin schwach ausfallen wird.

Auch das Wachstum der Infrastrukturinvestitionen wird sich für den Rest dieses Jahres weiter abschwächen. Es könnte jedoch im ersten Halbjahr 2024 wieder anziehen, wenn die Regierung beschließt, die Infrastrukturausgaben zu erhöhen. Dies wird den Verbrauch von Erdöl (insbesondere Diesel) stützen. Wir können Chinas Aussichten für die Erdölnachfrage auch anhand der Produktion von Erdölprodukten beurteilen. Der größte Teil der chinesischen Erdölproduktion ist für den Inlandsverbrauch bestimmt, so dass Schwankungen in der Produktion von Raffinerieerzeugnissen als Indikator für die Stärke des Inlandsverbrauchs von Erdölprodukten dienen können. Aufgrund der starken Inlandsnachfrage sind die Nettoexporte chinesischer Erdölerzeugnisse zurückgegangen.

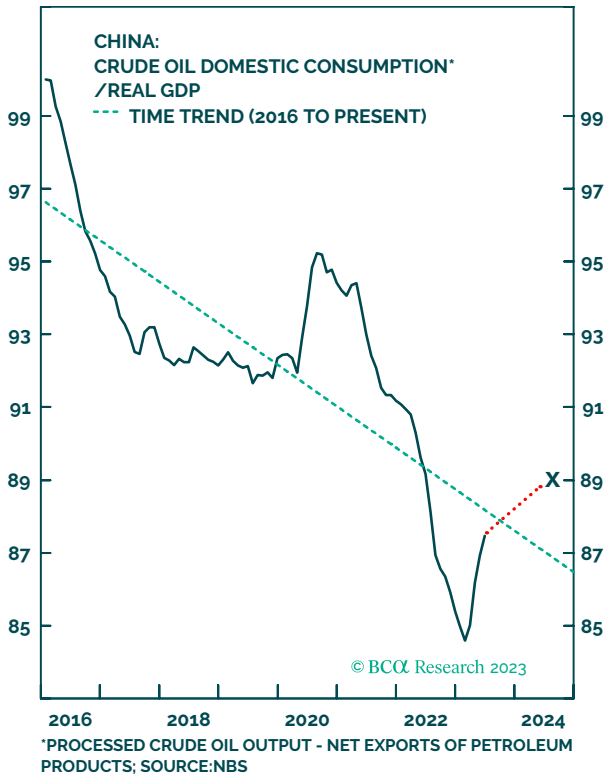
Auf Dieselöl entfällt ein Viertel des chinesischen Erdölverbrauchs. Die chinesische Dieselproduktion ist in diesem Jahr bisher um fast 30 % gestiegen. Da etwa 67 % der Dieselnachfrage auf die Bereiche Transport, Lagerung, Post und Telekommunikation entfällt, hat der Aufschwung in diesen Sektoren zu einem starken Anstieg des Dieselverbrauchs geführt. Mit Blick auf die Zukunft werden die kommerziellen Aktivitäten in China durch die trübe wirtschaftliche Stimmung gebremst. Nach der anfänglichen starken Erholung im 1. Halbjahr 2023 wird sich das Wachstum der Dieselnachfrage auf ein nachhaltigeres Niveau verlangsamen. Die Kerosinnachfrage in China stieg im Jahr 2023 im Vergleich zum Vorjahr sprunghaft um 80 % an. Dies spiegelt die gestiegene Nachfrage nach Flugreisen wider. Wir gehen davon aus, dass das Wachstum des Kerosinverbrauchs zurückgehen wird, da sowohl der Fluggastverkehr als auch das Passagieraufkommen auf den Flughäfen bereits wieder das Niveau von vor der Pandemie erreicht haben. Dennoch wird die Kerosinnachfrage in den nächsten sechs bis neun Monaten weiter stark ansteigen. Die Zahl der Flüge, die auf internationalen Flughäfen landeten, liegt noch deutlich unter dem Niveau vor der Pandemie.

Der Benzinverbrauch ist in diesem Jahr nur um 8 % gestiegen. Rückläufige Einkommenszuwächse, zunehmende Arbeitsplatzunsicherheiten und die Bedingungen für Heimarbeit haben die Benzinnachfrage belastet. Es wird daher Zeit brauchen, bis sich die Benzinnachfrage erholt. Wir gehen davon aus, dass das Wachstum des Benzinverbrauchs in den nächsten sechs bis neun Monaten gestützt bleiben wird. Der zunehmende Absatz von Fahrzeugen mit Verbrennungsmotor (ICE) wird auch die Nachfrage nach Benzin und Diesel stärken. In den vergangenen 12 Monaten trug der Verkauf von Verbrennungsmotoren zu einem 6-prozentigen Wachstum der Zahl der Autos in China bei. Nahezu 90 % der ICE-Fahrzeuge verbrauchen Benzin. Die andere Hälfte der Nachfrage nach Erdölprodukten in China entfällt auf Kraftstoffe für andere Zwecke als den Transport, darunter Heizöl, Naphtha, Petrolkoks und Petroleumpech. Naphtha, der wichtigste Rohstoff für die Ethylen-Produktion, wird in diesem Jahr weiterhin stark nachgefragt.

Ethylen ist der Grundbaustein für eine breite Palette von Chemikalien, von Kunststoffen bis hin zu Frostschutzmitteln und Lösungsmitteln. Die Tatsache, dass die Polyethylen-Preise nicht im Gleichschritt mit den Rohölpreisen gestiegen sind, ist ein Zeichen für eine schwache Nachfrage und steht im Einklang mit dem geringeren Wachstum der chinesischen Industrie. Da die Gewinnspannen der Petrochemie-Hersteller sinken, erwarten wir ein langsameres Wachstum der Ethylen-Produktion. Daher rechnen wir für das nächste Jahr mit einem geringeren Naphtha-Verbrauch.

Wir gehen davon aus, dass sich das Nachfragewachstum bei Rohöl in den kommenden Monaten auf 4 % bis 6 % abschwächen wird, was im Einklang mit den zugrunde liegenden wirtschaftlichen Wachstumsaussichten in China steht. Das Verhältnis von Ölverbrauch zu realem Bruttoinlandsprodukt dürfte sich aber zuerst einmal über seinem langfristigen Abwärtstrend finden.

Chinas Ölverbrauch wächst temporär Grafik 9



Weiter zu China: Ohne massive Stimulation wird es keine Erholung geben. Das sagt eigentlich schon alles aus. Die im September veröffentlichten Wirtschaftsdaten aus China zeigen erste Anzeichen einer Stabilisierung. Angesichts der kumulierten Wirkung eines moderaten Stimulus und der positiven Auswirkungen der Wiedereröffnung auf die Verbraucherausgaben sollte dies nicht überraschen. Aber selbst wenn sich die wirtschaftlichen Bedingungen in den kommenden Monaten stabilisieren, wird das Wirtschaftswachstum auf einem niedrigen Niveau stagnieren.

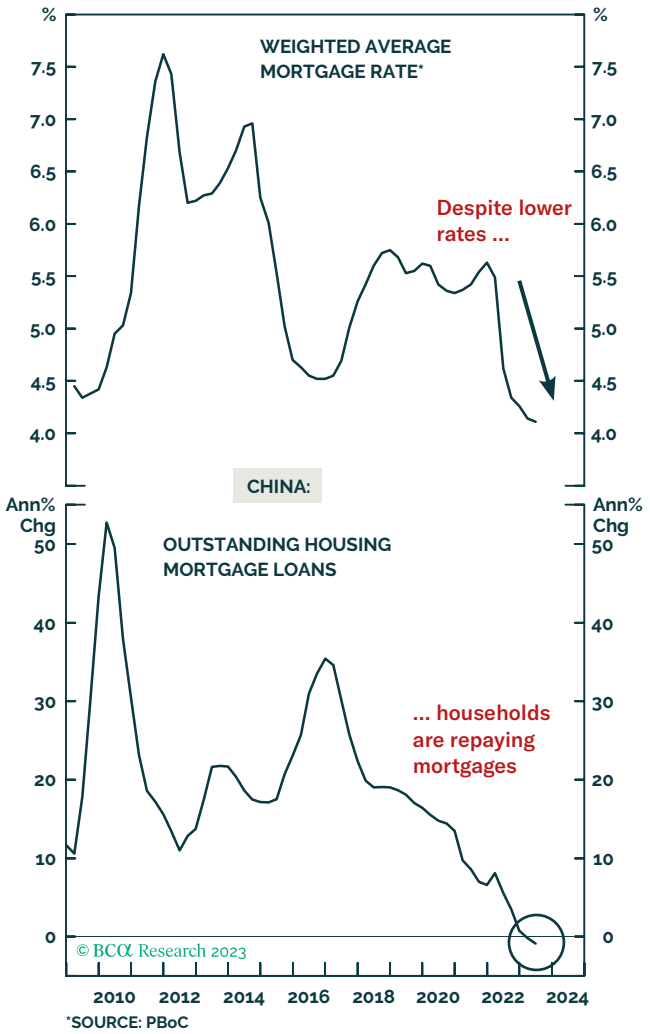
Im September kündigte die PBoC eine Senkung des Mindestreservesatzes (RRR) um 25 Basispunkte für alle Banken an, mit Ausnahme derjenigen, die bereits einen Mindestreservesatz von 5 % eingeführt haben. Unserer Ansicht nach wird ein solcher maßvoller geldpolitischer Stimulus nicht ausreichen, um das Kreditwachstum wieder anzukurbeln, da bestimmte Teile der Wirtschaft entweder unter einer Schuldendeflation oder einer Bilanzrezession leiden. Das Ergebnis ist, dass die privaten Haushalte und Unternehmen in eine Liquiditätsfalle geraten sind, wie wir in den letzten Berichten dargelegt haben.

Die Emission von Kommunalobligationen hat im August stark zugenommen, was dazu beigetragen hat, das Kreditwachstum zu stabilisieren. Die chinesischen Behörden haben die Kommunalverwaltungen angewiesen, den verbleibenden Restbetrag der kommunalen Zweckanleihen (SPB) bis Ende September auszugeben. Daher wurden im August und September in großem Umfang kommunale SPBs emittiert.

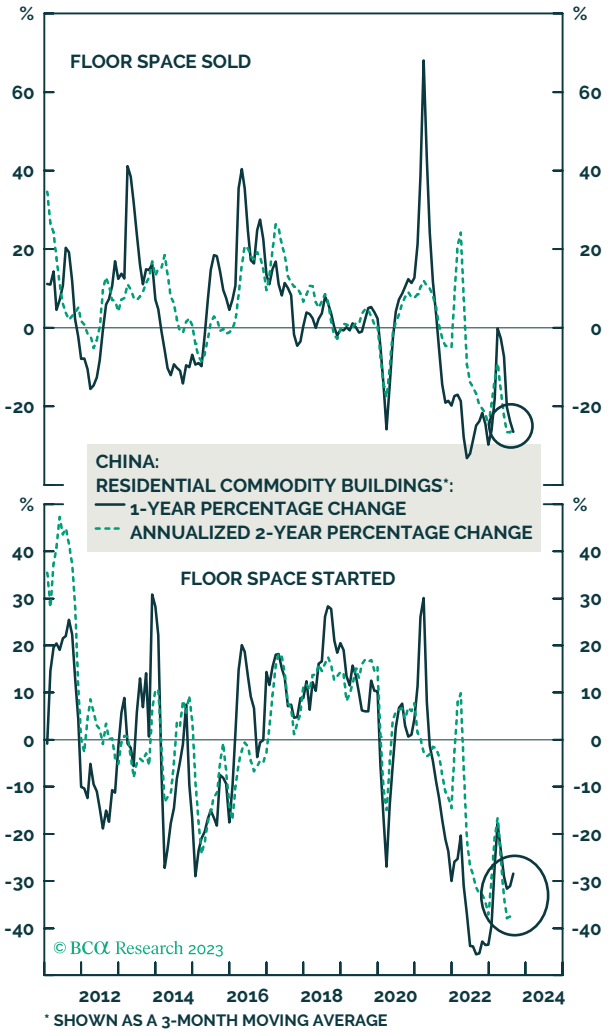
Doch selbst mit dieser Maßnahme waren die SPB-Emissionen bis August geringer als vor einem Jahr. Die Infrastrukturinvestitionen werden sich also verlangsamen. Die Kreditnachfrage des Privatsektors ist nach wie vor schwach. Daher waren die Banken nicht in der Lage, die Kreditvergabe zu beschleunigen, obwohl die PBoC die Leitzinsen in den letzten drei Monaten zweimal geringfügig gesenkt hat. Unser Indikator für das private Kreditwachstum zeigt kaum Anzeichen einer Verbesserung.

Entscheidend ist, dass das Vertrauen der privaten Unternehmen und der privaten Haushalte nach wie vor nicht vorhanden ist, obwohl die Wirtschaft wieder in Gang gekommen ist und die Regierung eine Reihe von Maßnahmen ergriffen hat, um die Stimmung im

Klassische Liquiditätsfalle Grafik 10



Wohnimmobilienmarkt weiter unter Druck Grafik 11



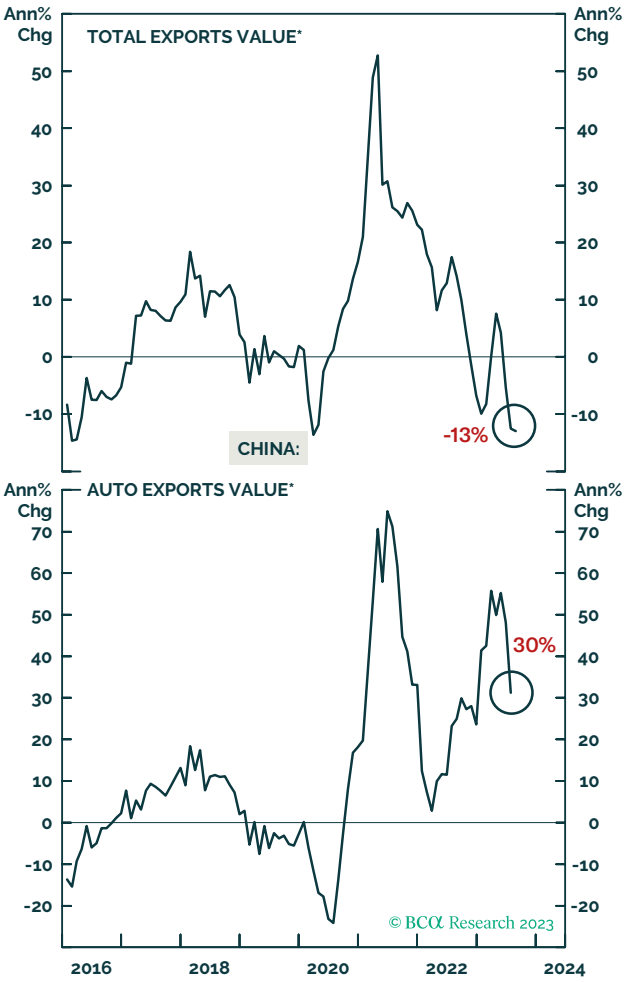
privaten Sektor zu verbessern. Die Bereitschaft der Haushalte und Unternehmen, Geld auszugeben oder zu investieren, ist weiterhin sehr gering. Das schwache Vertrauen wird dafür sorgen, dass der Multiplikatoreffekt der fiskalischen und kreditpolitischen Anreize gering ausfällt. Chinesische Haushalte und Privatunternehmen zeigen klassische Symptome einer Liquiditätsfalle, wie wir in einem früheren Bericht erörtert haben. Die Haushalte zögern, Kredite aufzunehmen und Wohnraum zu erwerben, obwohl die Hypothekenzinsen auf ein 14-Jahres-Tief gefallen sind. Stattdessen zahlen die Haushalte ihre Hypotheken ab, um ihre Bilanzen zu verbessern. Solange sich die Erwartungen der Haushalte in Bezug auf die Immobilienpreise nicht verbessern, wird eine geringfügige Senkung der Hypothekenzinsen nicht ausreichen, um die Nachfrage nach Wohnraum zu beleben.

Im August brachen die Verkäufe von Eigenheimen um 26 % ein, und die Baubeginne für neue Wohnungen gingen im Jahresvergleich um 22 % zurück (Grafik 11). Vergleicht man den vergangenen Sommer mit dem Sommer 2021, so sind die Immobilienverkäufe um 45 % und die Baubeginne um 60 % zurückgegangen.

Die chinesischen Behörden haben ihre Lockerungspolitik verstärkt, um den angeschlagenen Immobilienmarkt zu stabilisieren. Ende August wurde eine Reihe von Maßnahmen veröffentlicht, darunter die Senkung der Zinssätze für bestehende Hypotheken für Erstwohnungen, die Senkung der Mindestanzahlung für den Erwerb von Erst- und Zweitwohnungen und eine Lockerung der Definition von „Erstwohnungen" - Haushalte, die ihre erste Wohnung in einer Stadt kaufen, werden als Erstwohnungskäufer behandelt, auch wenn sie anderswo Eigentum besitzen.

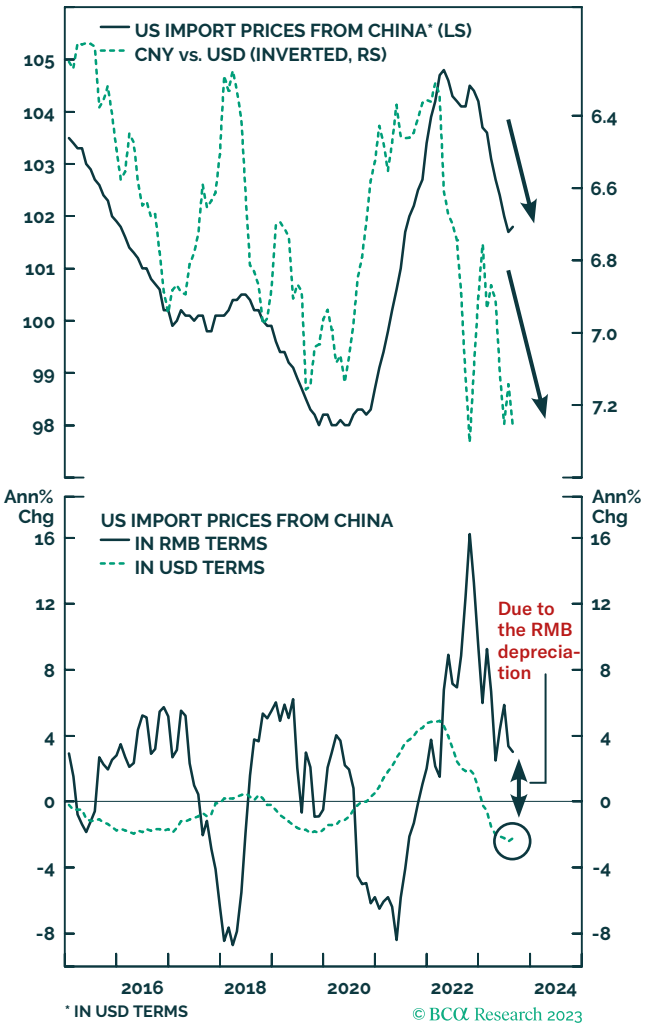
Dennoch wird eine geringfügige Senkung der Hypothekenzinsen nicht ausreichen, um die Wohnungsnachfrage zu beleben. Noch wichtiger ist, dass die Haushalte jetzt mit einem erheblichen Rückgang der Immobilienpreise rechnen. Daher werden sie trotz einer Senkung der Anzahlungsquoten und einer Lockerung der Kaufbeschränkungen ihre Käufe wahrscheinlich aufschieben. Darüber hinaus hat die Kreditklemme der größten Bauträger, darunter Evergrande und Country Garden, die Zweifel der Verbraucher an der Fähigkeit der Bauträger, bereits verkaufte Wohnungen zu liefern, verstärkt und damit die Stimmung der Hauskäufer erheblich getrübt. Da die Vorverkäufe 84 % der Wohnungsverkäufe ausmachen und 50 % der Finanzierungen der Bauträger von Eigenheimkäufern stammen, wird das Finanzierungsdefizit der Bauträger ohne eine Erholung der Vorverkäufe von Wohnimmobilien weiter bestehen. Die Finanzierungsengpässe wirken sich wiederum negativ auf den Wohnungsbau und die Fertigstellung von Wohnungen aus. Immobilieninvestitionen und Wohnungsneubauten werden schwach bleiben. Die Fertigstellung von Wohnungen wird bald wieder zurückgehen, da die von der Regierung hierfür bereitgestellten Mittel in Höhe von 1,88 Billionen RMB auslaufen. Eine zyklische Erholung der

Chinas Exporte schrumpfen Grafik 12



* SERIES SHOWN AS A 3-MONTH MOVING AVERAGE; THE SPIKE IN EXPORTS VALUE GROWTH IN Q1 2021 IS SMOOTHED BY TAKING A 3-MONTH MOVING AVERAGE OF THE SEQUENTIAL MONTHLY DATA

Chinas Exportschlager: Deflation ! Grafik 13



Bautätigkeit ist daher unwahrscheinlich.

Auch die Exporttätigkeit des Landes kann die Situation nicht retten – im Gegenteil. Chinas Exporte schrumpfen, wobei die Exporte im Sommer 2023 im Vergleich zum Vorjahr um 13 % zurückgingen. Obwohl die Exporte bei Automobilen mit 30 % Plus boomen, haben diese die Gesamtexporte aufgrund ihres geringen Anteils (6 %) nicht gesteigert.

Chinas Exporte dürften in den kommenden Monaten aufgrund eines günstigeren Basiseffekts eine Verbesserung der Veränderungsrate verzeichnen. Dennoch dürften ihre jährlichen Wachstumsraten aus den folgenden Gründen negativ bleiben:

- Nach zwei Jahren übermäßigen Konsums von Konsumgütern (außer Autos) während der Pandemie wird die Nachfrage nach Konsumgütern in den USA und Europa in den nächsten sechs Monaten voraussichtlich zurückgehen. Da Konsumgüter die chinesischen Exporte dominieren, werden diese voraussichtlich zurückgehen.
- Es ist unwahrscheinlich, dass die jüngste Verbesserung des US-amerikanischen Warenkonsums von Dauer sein wird, da sich die hohen Kreditkosten auf die Wirtschaft auswirken. Als Indiz könnte herangezogen werden, dass die Ausfallraten bei Autokrediten und Kreditkarten steigen.
- Der weltweite Einkaufsmanagerindex (PMI) für neue Exportaufträge im verarbeitenden Gewerbe bleibt deutlich unter der Boom-Bust-Linie von 50, was auf einen anhaltenden weltweiten Einbruch im verarbeitenden Gewerbe bzw. einen Rückgang der Exporte hindeutet.
- Entscheidend ist, dass es bislang keine Anzeichen für einen Tiefpunkt im globalen Produktions-/Handelsabschwung gibt. Die Indikatoren der Halbleiterindustrie deuten auf weitere Abwärtsbewegungen hin. Der

weltweite Einkaufsmanagerindex für elektronische Geräte verschlechterte sich im August erneut. Da es sich bei Halbleitern um einen frühzyklischen Sektor handelt, deutet die mangelnde Erholung hier auf einen anhaltenden Rückgang des Welthandels im Allgemeinen und der chinesischen Exporte im Besonderen hin.

China exportiert aber seine Deflation in den Rest der Welt, da seine Währung an Wert verliert und seine Exporteure die Exportpreise in USD senken . Die US-Importpreise aus China sind seit Anfang dieses Jahres gefallen und werden in den nächsten sechs bis zwölf Monaten wahrscheinlich weiter sinken. Ein günstigerer RMB ermöglicht es chinesischen Exporteuren, ihre Exportpreise in US-Dollar zu senken und dennoch angemessene Preise in RMB zu erhalten. Daher ist es für die Behörden sinnvoll, eine weitere Schwäche des RMB gegenüber dem Dollar zu tolerieren, solange China sowohl einer nachlassenden externen Nachfrage als auch einem internen Deflationsdruck ausgesetzt ist. Unserer Meinung nach ist die PBoC mit einer allmählichen Abwertung des RMB zufrieden, möchte jedoch allzu schnelle Bewegungen vermeiden. Insgesamt hat der Yuan gegenüber dem US-Dollar immer noch mehr Abwärtspotenzial. Sowohl ein sich festigender breiter handelsgewichteter Dollar als auch die zunehmenden Zinsunterschiede zwischen China und den USA werden die RMB-Schwäche verstärken.

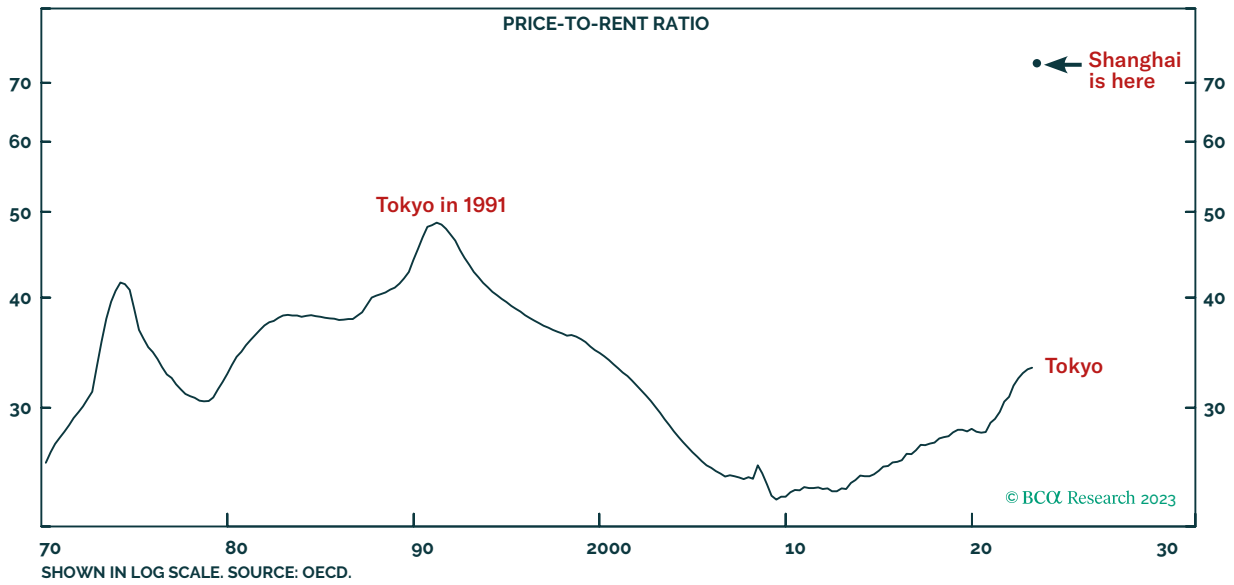
Deflationäre Kräfte werden in Chinas Wirtschaft also weiterhin weit verbreitet sein. Der BIP-Deflator ist negativ und sogar negativer als im Krisenjahr 2015. Die Kerninflation der Verbraucher flirtet mit Deflation, und die Erzeugerpreise (ab Fabrik) sinken weiter. Bemerkenswert ist, dass mit Ausnahme der Dienstleistungen die Hauptkategorien des Kern-VPI, wie z. B. Konsumgüter, anders als in Europa weiterhin im deflationären Bereich bleiben. Die anämische Inlandsnachfrage nach Industriegütern dürfte schwach bleiben und auf die Erzeugerpreise drücken, ergo finden auch kaum Anlageinvestitionen statt. Als Reaktion auf sinkende Industriegewinne und schrumpfende Exporte werden die Investitionsausgaben im verarbeitenden Gewerbe zurückgehen. Die Verkäufe großer Baumaschinen – Bagger und Radlader – sind im Vergleich zum Vorjahr um 27 % bzw. 21 % zurückgegangen. Ein anhaltender Rückgang der Importe wichtiger Industriegüter bestätigt auch die gedämpfte Lage der Inlandsnachfrage. Unterdessen war die Erholung im Dienstleistungssektor und bei den Verbraucherausgaben enttäuschend. Obwohl sich Chinas Einzelhandelsumsätze im August erholten, stiegen sie real nur um 2,4 % gegenüber vor zwei Jahren (August 2021). Der Dienstleistungs-PMI enttäuschte im August, als der Auftragseingangsindex auf 50 sank, was auf ein stagnierendes Wachstum der Dienstleistungsaktivitäten hindeutet.

Die größte Sorge bleibt allerdings auch weiterhin der Immobilienmarkt, der – wenn man mit dem Japan der 90-iger Jahre einen Vergleich anstellt – durchaus eine Generation lang unter Druck stehen kann. Denn chinesische Immobilien sind mehr überbewertet, zeigen einen größeren Angebotsüberhang und die Bauträgerunternehmen sind mehr verschuldet als es damals in Japan in den frühen 90iger Jahren der Fall war.

Chinesische Aktien waren der Entwicklung seit Jahresanfang nach unten gefolgt. Erst ein entschiedenes Handeln der Regierung unter Einsatz nennenswerter Mittel dürfte den Trend endgültig drehen können.

Mietrenditen Shanghai – Tokio im Vergleich

Grafik 14



Asset Allokation: positiver für Aktien

Das von unserem Partner BCA Research aus Montreal entwickelte quantitative Allokationsmodell „MacroQuant" unterscheidet zwischen drei Assetklassen, nämlich Aktien, Anleihen und Cash. Die Allokation ist taktisch auf einen Monatshorizont ausgelegt. Daher können die Empfehlungen erheblich von längerfristigen Einschätzungen abweichen.

Das geglättete MacroQuant-Modell kann minimal 50 %, maximal 70 % Aktien halten. Bei den Staatsanleihen ist es eine Bandbreite von 30 % bis 45 %, die Differenz zu 100 % bleibt in Barmitteln. Eine neutrale Positionierung ist erreicht, wenn Aktien 60 % und Staatsanleihen 37,5 % Anteil erreichen. Das Modell hat sich die durchaus ambitionierte Benchmark MSCI Welt in US-$ gesetzt.

Seit unserer letzten Perspektiven-Ausgabe hat sich der Aktienanteil von 66,8 % auf 69 % wieder erhöht und steht damit geringfügig unter der Maximal-Allokation von 70 %. Ganz so optimistisch ist das Modell für Aktien allerdings nicht, denn die Allokation im unbegrenzten Modell wäre z.B. bei Aktien global gerade einmal 57 % – also am oberen Ende der neutralen Zone. Innerhalb des Aktienuniversums bestehen die weitere „Teilmodelle" Länder und Sektoren. Das Modell ist derzeit übergewichtet in den USA, Indien, Japan und Brasilien. Das Sektormodell bevorzugt Energie, Basiskonsumgüter, Kommunikationsdienste und Technologie.

Das Sektormodell berücksichtigt das Markt-Beta des jeweiligen Sektors, die Dynamik, das Kreditrisiko und die Bewertungen sowie die Signale der Modelle für US-Dollar, globale Anleihen und Öl. Das Sektormodell ist derzeit optimistisch für Energie, Technologie, zyklische Konsumgüter und Kommunikationsdienste, neutral für Gesundheitswesen, nicht-zyklische Konsumgüter und Industriewerte und negativ für Grundstoffe, Immobilien, Versorger und Finanzwerte. Der Öl-Score (61%) ist nur knapp bullisch und liefert daher kein signifikantes Signal. Der Dollarindex-Score (67%) ist positiv und verstärkt die Allokation des Modells in IT und zyklische Konsumgüter. Der Global Bond Score (73%) begünstigt ebenfalls Technologie- und

Macro Quant Modell Stand 03.10.23

Grafik 15

	Equities**			Bonds***			Cash****		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	37.6	50.1	+12.4	13.7	10.2	-3.6			
EURO AREA	4.7	3.0	-1.7	9.4	10.1	+0.7	0.4	-0.4	-0.02
CORE	3.9	2.6	-1.4	5.8	6.1	+0.3			
PERIPHERY	0.8	0.4	-0.4	3.6	4.0	+0.4			
U.K.	2.2	1.8	-0.4	2.2	2.2	+0.1	0.4	0.4	-0.02
JAPAN	3.4	3.9	+0.5	8.3	3.5	-4.8	0.4	0.4	-0.02
CANADA	1.7	1.6	-0.1	0.7	0.6	-0.1	0.4	0.4	-0.02
AUSTRALIA	1.1	0.8	-0.3	0.6	0.3	-0.3	0.4	-0.4	-0.02
OTHER DM	3.1	2.9	-0.2	0.5	0.5	-0.05	0.4	0.4	-0.02
EMERGING ASIA	5.0	4.0	-1.0	1.4	1.0	-0.4			
LATIN AMERICA	0.6	0.4	-0.1	0.3	0.2	-0.1			
OTHER EM	0.5	0.4	-0.1	0.3	0.2	-0.1			
TOTAL	60.0	68.9	+8.9	37.5	28.7	-8.8	2.5	2.4	-0.1

* MODEL RECOMMENDATIONS ARE BASED ON OUR MACROQUANT 1.0 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.

Macro Quant Modell nach Sektoren, Stand 03.10.23

Grafik 16

	2023-JUN	2023-JUL	2023-AUG	2023-SEP	2023-OCT
ENERGY	5.7% (1.0%)	6.3% (1.8%)	6.8% (2.2%)	7.0% (2.1%)	7.6% (2.3%)
TECHNOLOGY	28.9% (4.5%)	29.2% (7.1%)	27.4% (5.3%)	26.6% (4.5%)	29.1% (7.5%)
CON. DISC.	12.2% (1.4%)	10.6% (-0.5%)	12.2% (1.1%)	11.3% (0.3%)	11.6% (0.8%)
COMM. SERV.	5.7% (-1.6%)	6.8% (-0.2%)	7.1% (-0.1%)	7.9% (0.7%)	7.8% (0.5%)
HEALTH CARE	14.3% (1.2%)	12.0% (-0.8%)	12.0% (-0.6%)	13.4% (0.6%)	12.9% (0.1%)
CON. STAPLES	9.8% (2.5%)	7.7% (0.3%)	8.6% (1.2%)	8.6% (1.4%)	7.1% (-0.1%)
INDUSTRIALS	10.7% (0.2%)	11.9% (0.8%)	11.2% (0.3%)	10.7% (-0.2%)	9.7% (-1.2%)
BASE MATERIALS	3.0% (-1.1%)	4.3% (0.2%)	4.0% (-0.2%)	4.0% (-0.0%)	3.3% (-0.7%)
REAL ESTATE	1.9% (-0.5%)	2.0% (-0.3%)	1.5% (-0.9%)	1.5% (-0.9%)	1.7% (-0.6%)
UTILITIES	1.9% (-0.9%)	2.0% (-0.8%)	2.0% (-0.7%)	1.7% (-1.0%)	1.8% (-0.9%)
FINANCIALS	6.1% (-6.7%)	7.2% (-7.5%)	7.3% (-7.6%)	7.2% (-7.5%)	7.3% (-7.7%)

LEGEND: + + / + / = / - / - -

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

Macro Quant Modell nach Sektoren, Stand 03.10.23

Grafik 17

	2023-JUN	2023-JUL	2023-AUG	2023-SEP	2023-OCT
US	75.8% (4.8%)	75.0% (3.6%)	73.0% (1.6%)	80.4% (8.5%)	79.3% (7.7%)
INDIA	1.3% (-0.4%)	1.5% (-0.2%)	2.4% (0.6%)	2.0% (0.2%)	2.0% (0.1%)
JAPAN	7.7% (1.2%)	8.2% (1.8%)	7.4% (1.1%)	5.5% (-0.7%)	6.1% (-0.3%)
BRAZIL	0.3% (-0.3%)	0.8% (0.1%)	0.9% (0.2%)	0.6% (-0.1%)	0.6% (-0.1%)
CANADA	1.5% (-1.8%)	1.6% (-1.7%)	1.6% (-1.7%)	2.4% (-0.8%)	2.6% (-0.7%)
CHINA	2.1% (-1.5%)	3.1% (-0.6%)	4.2% (0.4%)	2.3% (-1.3%)	2.6% (-1.0%)
UK	4.6% (0.3%)	4.2% (0.1%)	3.5% (-0.7%)	1.8% (-2.3%)	2.8% (-1.4%)
AUSTRALIA	1.0% (-1.2%)	1.2% (-0.9%)	1.6% (-0.5%)	1.0% (-1.0%)	1.3% (-0.8%)
GERMANY	2.0% (-0.5%)	1.7% (-0.7%)	2.4% (0.0%)	1.8% (-0.6%)	1.2% (-1.1%)
ITALY	0.5% (-0.2%)	0.4% (-0.3%)	0.5% (-0.2%)	0.3% (-0.4%)	0.3% (-0.4%)
FRANCE	3.1% (-0.5%)	2.3% (-1.2%)	2.7% (-0.8%)	1.9% (-1.5%)	1.3% (-2.0%)

LEGEND: + + / + / = / - / - -

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

Kommunikationsdienstleistungen, denn positive Perspektiven für die Anleihen (=sinkende Zinsen) nützen den Growth-Titeln in besonderem Maße.

Das globale Aktienmodell von MacroQuant nutzt die Sektor- und Währungs-Scores sowie eine Trendkomponente, um die einzelnen regionalen Aktien-Scores zu ergänzen und ein empfohlenes Länderengagement in US-Dollar abzuleiten. MacroQuant schätzt die USA, Indien, Japan und Brasilien positiv ein, Kanada, China und das Vereinigte Königreich neutral und Australien, Deutschland, Italien und Frankreich negativ.
Die Einschätzungen von MacroQuant Global Equity haben sich gegenüber dem Vormonaten nicht wesentlich verändert. Die bemerkenswerteste Veränderung war eine Heraufstufung von Großbritannien und eine Herabstufung von Deutschland. Das Modell ist nun optimistisch gegenüber dem Pfund, wodurch das Vereinigte Königreich im Aktienmodell aufgewertet wurde. Die Allokation für Deutschland sank aufgrund einer Kombination aus negativen Devisen-, Momentum- und Sektorsignalen.

Das aus den Quant-Modellen abgeleitete ETF-Portfolio hatte zuletzt einen Teil des Cashbestands in ein Indien-ETF (8,4%) und ein ETF auf Aktien des Gesundheitssektors global (9,98 %) investiert. Ein Teil des hohen Cashbestands wurde vorerst in ein Anleihen-ETF mit kurzen Restlaufzeiten (12,21 %) geparkt. Durch das vorsichtige Agieren im Jahresverlauf liegt das Portfolio mit gut 6 % unter der Performance des MSCI Welt in Euro mit 11%.

Per Jahresende 2023 gibt sich auch die Investmentbank JP Morgan eher zurückhaltend. Das kann man jedenfalls aus den zuletzt publizierten Jahresendstand-Prognosen verschiedener Aktienindices herauslesen. Zwar soll es – mit Ausnahme des S&P 500-Index überall nach oben gehen bzw. gleichbleiben (MSCI Eurozone). Die größten Potenziale sieht das Haus in den Schwellenländern.

Bei den Sektoren ergibt sich ein relativ gemischtes Bild, in dem sich keine globalen Favoriten mehr ausmachen lassen. Keine einzige Übergewichtung weltweit erfahren die

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 18

05.10.23 — **Referenz-Portfolio Fonds und ETFs** — **10:03**

Stückzahl Gewicht.	NAME WKN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in €	Risiko - Klasse (RK)
365 10,02%	X MSCI WORLD HEALTH CARE A113FD	MSCI World Health Care Kauf am 13.09.2023	45,63 €	44,77 €	-1,88%	16.654,95 € 13.09.23	16.341,05 €	-1,88% -313,90 €	B
58 7,48%	ISHARES MDAX UCITS DE EUR A 593392	MDAX Germany (Nachkauf 18.10.22 / Halbierung 26.04.23)	186,43 €	210,20 €	12,75%	10.812,94 € 12.10.22/18.10.22	12.191,60 €	12,75% 1.378,66 €	B
436 11,04%	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	41,27 €	21,83%	14.769,50 € 28.02.20	17.993,72 €	21,83% 3.224,22 €	B
172 12,41%	AMUNDI ETF GOVIES 0-6 MONTHS A0RNWC	STAATSANLEIHEN C A S H - E R S A T Z	117,49 €	117,67 €	0,15%	20.208,28 € 15.09.23	20.238,38 €	0,15% 30,10 €	
1.389 10,26%	KRANESHARES CSI CHINA IT EUR A2QE7P	CSI China Internet UCITS ETF London (Nachkauf am 26.10.2022)	13,910 €	12,04 €	-13,41%	19.320,99 € 18.10.21/26.10.22	16.729,12 €	-13,41% -2.591,87 €	E
126 7,23%	LYXOR IBEX35 DR LYX0A6	IBEX35 (Nachkauf am 23.11.2020)	86,549 €	93,46 €	7,98%	10.919,08 € 04.07.19	11.790,91 €	7,98% 871,83 €	D
90 8,86%	ISHARES CORE FTSE 100 ACC A0YEDM	FTSE 100	135,920 €	160,24 €	17,89%	12.257,27 € 07.04.21	14.450,44 €	17,89% 2.193,18 €	B
71,00 5,22%	ISHARES FTSE MIB ACC A0YEDP	Italien (Halbierung am 23.06.23)	84,08 €	119,80 €	42,48%	5.969,92 € 09.03.20 / 18.10.21	8.505,80 €	42,48% 2.535,88 €	B
169 2,94%	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 €	B
1.915,00 8,53%	ISHARES MSCI INDIA UCITS ETF A2AFCY	Indien (Kauf am 12.09.2023)	7,33 €	7,26 €	-0,97%	14.043,08 € 12.09.23	13.906,73 €	-0,97% -136,35 €	
65 7,84%	ISH NIKKEI 225 A A0YEDQ	Nikkei 225 (Nachkauf 20.01.23/Halbierung 23.06.23)	194,09 €	196,56 €	1,27%	12.616,05 € 08.08.22	12.776,40 €	1,27% 160,35 €	E
8,18%	Cash Position						13.332,78 €		

Benchmark:	Kurs am		letzter		Performance		RK
MSCI WORLD	31.12.2022	2.602,69 USD 2.429,92 EUR	Schlusskurs	2.810,86 USD 2.673,95 EUR	Benchmark	8,00% 10,04%	B

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)	6,13%	8,00%	10,04%
p.a. (ab 25.04.08)	7,95%	4,08%	6,78%

	ETF	MSCI in $	MSCI in €
Performance seit Start am 25.04.08	226,12%	85,59%	175,69%
Performance seit Start p.a.	7,95%	4,08%	6,78%

Portfolioentwicklung mit Absicherung			RK
Aktueller Portfoliowert in EURO:	163.058,65 €	05.10.2023	B
Portfoliostartwert in EURO:	153.643,26 €	31.12.2022	
Gewinn / Verlust absolut:	9.415,39		
Gewinn / Verlust in Prozent:	6,13%		
Datenlänge der historischen Simulation:			260
Datum der historischen Simulation:			02.10.23

EUR in USD	1,0512	DAX30	15.123,53	**S&P 500**	**4.263,75**

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.

Jahresendprognose Aktienindices Grafik 19

Equities	Current	Dec-23
S&P 500	4,330	4,200
MSCI Eurozone	256	256
FTSE 100	7,711	8,150
TOPIX	2,376	2,400
MSCI EM ($)	956	1,060
MSCI China	58	66
MSCI Korea	776	870
MSCI Taiwan	617	635
MSCI India	2,233	2,039
Brazil (Ibovespa)	116,883	130,000
Mexico (MEXBOL)	51,954.0	57,000
MSCI South Africa (USD)	376.1	446

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

Sektorengewichtung nach Regionen Grafik 20

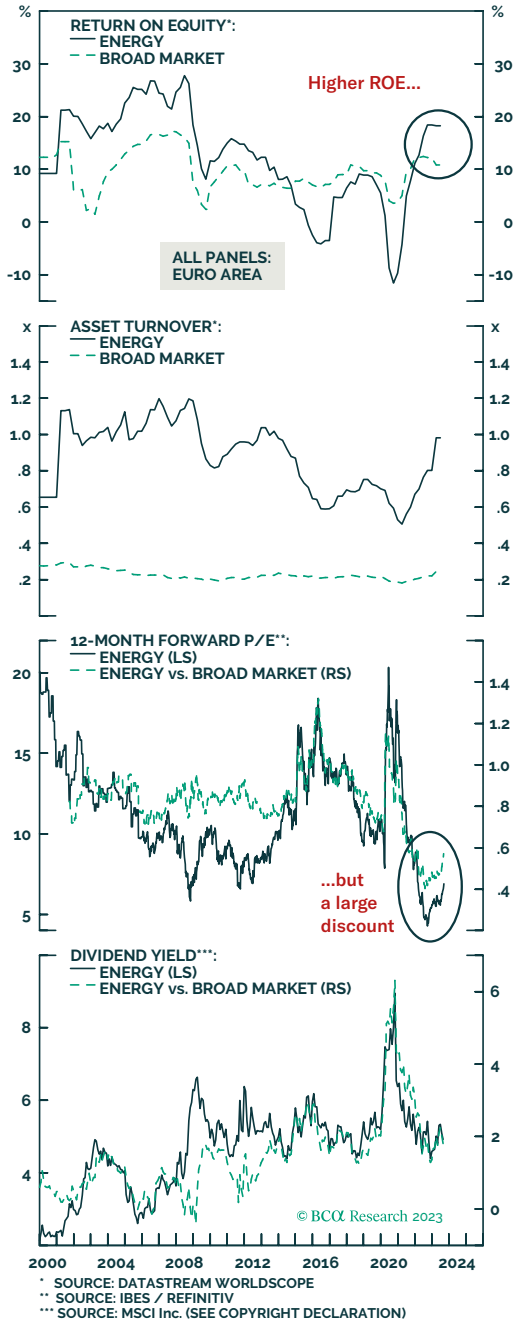
	US		Europe		Japan		EM	
Energy	4%	OW	12%	OW	45%	N	18%	N
Materials	2%	N	1%	N	34%	N	-2%	N
Industrials	7%	UW	13%	N	34%	N	0%	N
Discretionary	28%	UW	13%	N	39%	UW	-5%	OW
Staples	-1%	N	4%	OW	12%	OW	-1%	N
Healthcare	-3%	OW	10%	N	6%	OW	-9%	UW
Financials	2%	N	15%	N	37%	OW	3%	OW
Technology	32%	N	13%	N	29%	N	13%	OW
Comm Service	39%	N	13%	OW	15%	N	-2%	N
Utilities	-8%	OW	9%	OW	50%	OW	-9%	UW
Real Estate	-2%	UW	-8%	UW	5%	UW	-6%	N
Overall	**14.4%**		**10.5%**		**28.5%**		**2%**	

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

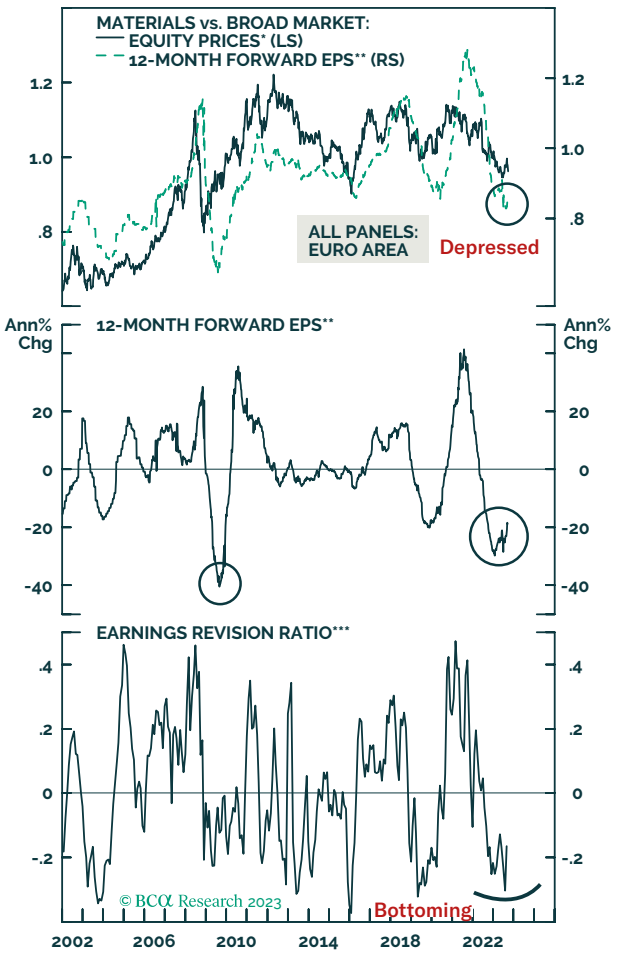
Sektoren Materials, Industrials und Real Estate. Neutral bis übergewichtet finden sich Staples, Energie, Financials, Technology und Communication Service. Die Prozentzahlen geben die bislang aufgelaufene Performance seit Jahresanfang wider.

Drei Sektoren wollen wir näher beleuchten: Energie, Grundstoffe (Materials) und Güter des täglichen Bedarfs (Staples). Nicht nur europäische Energieaktien haben sich besser entwickelt als der breite Markt, seit sich die Ölpreise zu erholen begonnen haben. Das macht Sinn; Der Sektor profitiert direkt von den höheren Energiepreisen. Derzeit liegen die Erträge des Energiesektors zwar weiterhin hinter denen des breiten Marktes zurück. Die relativen Gewinnrevisionen haben jedoch begonnen, sich zu verstärken, und auch die zyklische Preisdynamik hat wieder zugenommen. In Bezug auf die Fundamentaldaten bietet der Sektor dank seines erhöhten Kapitalumschlags eine höhere Eigenkapitalrendite als der breite Markt. Unterdessen bieten Energieaktien attraktive Bewertungen mit einem voraussichtlichen KGV 2024 von 6,9 oder einem Abschlag von 41 % gegenüber dem breiten Markt. Ebenso werden Energietitel auf Basis ihres Kurs-Buchwert-Verhältnisses mit einem Abschlag von 29 % gegenüber dem breiten Markt gehandelt und bieten außerdem eine attraktive Dividendenrendite von 4,9 % bzw. 1,8 Prozentpunkte über der des Marktes. Selbst wenn das globale Wachstum gedämpft bleibt, können die Energiepreise aufgrund der Angebotssteuerung durch OPEC+ dennoch steigen. Daneben sind Energieaktien die attraktivste Aktienabsicherung gegen drohende geopolitische Risiken und deren Auswirkungen.

Energie attraktiv bewertet Grafik 21



Ausgebombte Grundstoffwerte Grafik 22

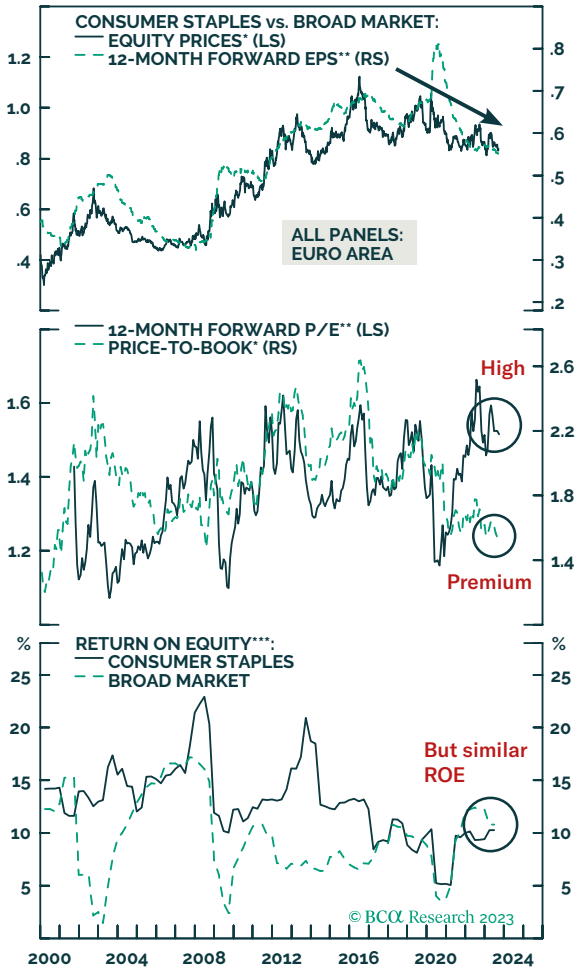


* SOURCE: MSCI Inc. (SEE COPYRIGHT DECLARATION)
** SOURCE: IBES / REFINITIV
*** SHOWN AS A 3-MONTH MOVING AVERAGE. SOURCE: IBES / REFINITIV

Weniger ausgeprägt positiv sieht es bei den Titeln der Grundstoffindustrien aus. Zwar sollte man angesichts eines Abschwungs gegenüber Zyklikern eher ablehnend gegenüberstehen, aber gerade die europäischen wurden seit 2021 gleich durch zwei Tiefschläge getroffen, die zwischenzeitlich eingepreist sind. Die weltweite Industrieaktivität war schwach, und die durch den Krieg in der Ukraine ausgelöste europäische Energiekrise ließ die Kostenbasis in die Höhe schnellen. Allerdings spiegeln sich diese beiden Phänomene bereits in den Aktienkursen wider. Die Gewinne des Sektors sind im Vergleich zum breiten Markt implodiert. Die relativen Erträge sind seit ihrem Höchststand im Jahr 2021 um 34 % gesunken und haben den niedrigsten Stand seit 13 Jahren erreicht. Während der Blick aufs KGV derzeit wenig Sinn hat – es ist immer dann am höchsten relativ zum Gesamtmarkt, wenn die Underperformance endet -, zeigt das Kurs- zu Buchwertverhältnis erstmals seit 2008 Zahlen unter 1. Das heißt, dass der Sektor unter Buchwert notiert. Hier sollte man keinesfalls mehr verkaufen.

Trotz ihres defensiven Charakters sind gerade Titel des Sektors „Staples" momentan besonders gefährdet. Das KGV steht rund 50 % über dem des Gesamtmarkts und am Top seiner historischen Range. Seit 2021 haben sich wichtige Veränderungen ergeben. Beispielsweise ist EUR/USD seit Januar 2021 um 15 % gefallen. Historisch gesehen hätte dies dazu geführt, dass Basiskonsumgüter den breiten Markt deutlich übertrafen. Das war dieses Mal nicht der Fall. Ebenso hat der Sektor nicht aus der Schwäche des Eurozone- Einkaufsmanagerindices Kapital gezogen, was die Stärke des aktuellen Gegenwinds verdeutlicht. Selbst ein schwacher CNY hat diesem bedrängten Sektor keinen Auftrieb gegeben. Alles in allem dürften Basiskonsumgüter bei einer weiteren Marktkorrektur nicht so viel Schutz vor Abwärtsrisiken bieten wie normalerweise.

Staples zu teuer Grafik 23

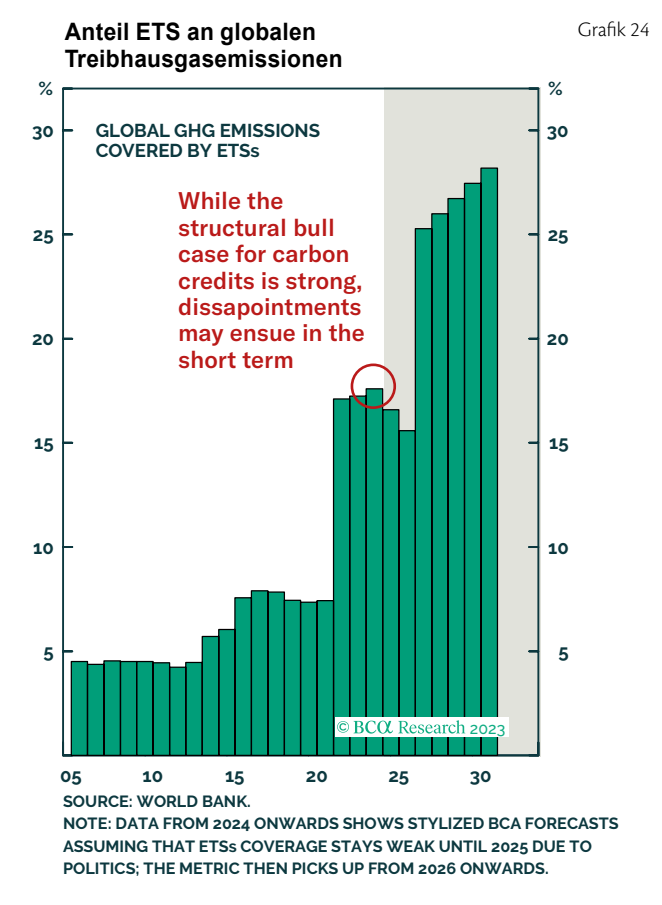


* SOURCE: MSCI Inc. (SEE COPYRIGHT DECLARATION)
** SOURCE: IBES / REFINITIV
*** SOURCE: DATASTREAM WORLDSCOPE

Carbon Credits

In der Hoffnung, eine dringend benötigte Kurskorrektur auszulösen, haben Regierungen auf der ganzen Welt Maßnahmen und Instrumente eingeführt, die die Situation retten könnten. Ein solches Instrument ist ein Emissionshandelssystem (ETS). Die Idee hinter einem ETS ist einfach: Es besteht darin, die Entstehung von Treibhausgasemissionen mit einem Preisschild zu versehen. ETS tun dies durch ein Cap-and-Trade-System von Emissionszertifikaten, sogenannte CO2-Gutschriften. Überverschmutzer, die die gesetzlichen Obergrenzen überschreiten, kaufen Emissionszertifikate und Unternehmen, die über nicht benötigte Emissionszertifikate verfügen, verkaufen diese. Für globale Anleger ist es wichtig, dass staatlich regulierte (regulatorische) Emissionszertifikate an Börsen wie ICE ENDEX und EEX sowohl in Form von Futures als auch in Form von Kassageschäften gehandelt werden. Die Liquidität auf dem Markt ist gering, verbessert sich jedoch, da das durchschnittliche tägliche 100-Tage-Volumen des Dezember-Futures-Kontrakts derzeit bei etwa 1,7 Milliarden US-Dollar liegt.

Das erste große ETS wurde von der Europäischen Union im Jahr 2005 eingeführt (EU-ETS). Dank struktureller Verbesserungen ist dieser Markt stetig gewachsen. Die Marktkapitalisierung regulatorischer Emissionszertifikate beträgt derzeit etwa 300 Milliarden US-Dollar, der jährlich gehandelte Wert globaler Emissions-zertifikate etwa 900 Milliarden US-Dollar. Da sich der Markt stabilisiert, kann die Aufnahme von CO2-Gutschriften als Anlageklasse in einen globalen Fonds sehr sinnvoll sein. Eine Investition in diesen Markt in dieser Phase kann dazu beitragen, dass Fonds vom hohen Wachstumspotenzial dieser Anlageklasse profitieren. Globale ETS decken heute weniger als ein Fünftel der weltweiten Treibhausgasemissionen ab. Wenn die Welt bis 2050 einen guten Versuch zur CO2-Neutralität unternehmen muss, muss sich die globale ETS-Abdeckung bis 2030 mindestens verdoppeln. Da ETS einen größeren Teil der globalen Treibhausgase abdecken, wird sich die Tiefe des Marktes für CO2-Gutschriften verbessern. Darüber hinaus hat die Volatilität in der Anlageklasse abgenommen und Emissionsgutschriften bieten Diversifizierungsvorteile.



Speziell:

- Nachlassende Volatilität: Da der EU-ETS-Markt etwa 90 % des weltweiten Marktumsatzes für Emissionsgutschriften ausmacht, konzentrieren wir uns in diesem Bericht auf den regulatorischen Markt für europäische Zertifikate (EUA)[2] und verwenden die Begriffe EUAs und Emissionsgutschriften synonym. EUAs hatten einen schwierigen Start, weisen heute jedoch keine hohe Volatilität mehr auf, da sich das Regulierungssystem stabilisiert. Die geringere Volatilität hat dazu geführt, dass diese Anlageklasse, die ursprünglich nur Hedgefonds anzog, nun auf zunehmendes Inter-

2 Jede EUA berechtigt zur Emission von einer Tonne CO_2-Äquivalent (Maßeinheit zur Vereinheitlichung der Klimawirkung von Treibhausgasen)

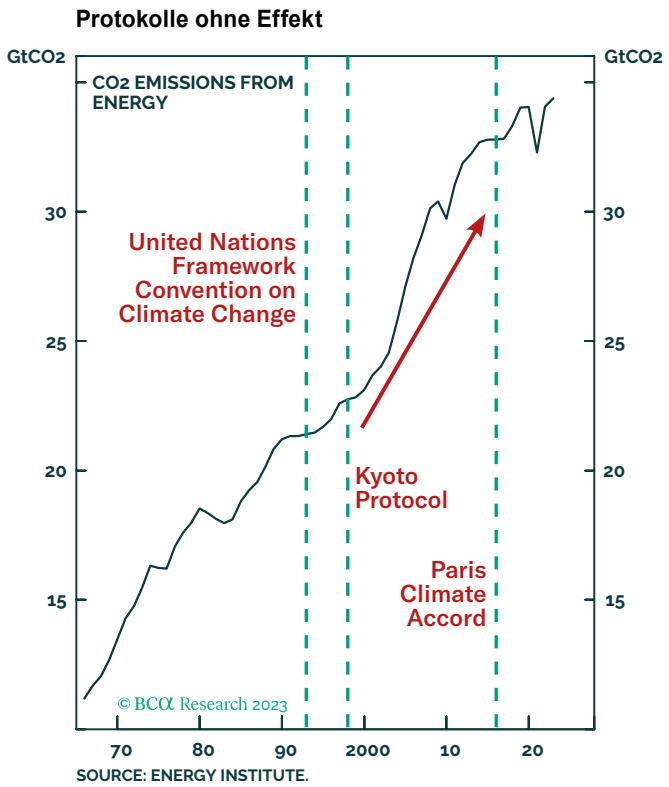
esse von ETFs und Mainstream-Vermögensverwaltern stößt. Die EU hat kürzlich das „Fit For 55"-Paket[3] ratifiziert, das die Klimaziele der EU, die Emissionen bis 2030 um mindestens 55 % zu reduzieren, zur gesetzlichen Verpflichtung macht. Entwicklungen wie diese schaffen Leitplanken für die grünen Ziele der EU – eine Dynamik, die dem EU-ETS-Markt nur mehr Vorhersehbarkeit und Stabilität verleihen wird.

- Diversifizierungsvorteile: Der Ausschlag für EUAs liegt jedoch in den Diversifizierungsvorteilen. EUAs wiesen in der Vergangenheit eine geringe Korrelation mit Anleihen auf und jetzt ist ihre Korrelation mit Aktien rückläufig. Das bedeutet, dass die Aufnahme von EUAs in ein globales Portfolio dazu beitragen sollte, die risikobereinigten Renditen zu steigern. Doch wie sehen die Renditeaussichten dieser Anlageklasse aus? Seit den Tiefstständen im März 2020 haben Emissionszertifikate Renditen von etwa 358 % (in US-Dollar) erzielt, was dem Fünffachen der Renditen globaler Aktien entspricht. In diesem Bericht betonen wir, dass trotz dieser Erholung die strukturellen bullischen Argumente für CO2-Gutschriften nach wie vor überzeugend sind. Allerdings dürften die Preise für Emissionsgutschriften in den nächsten 12 bis 24 Monaten ein Plateau erreichen oder sogar nachgeben.

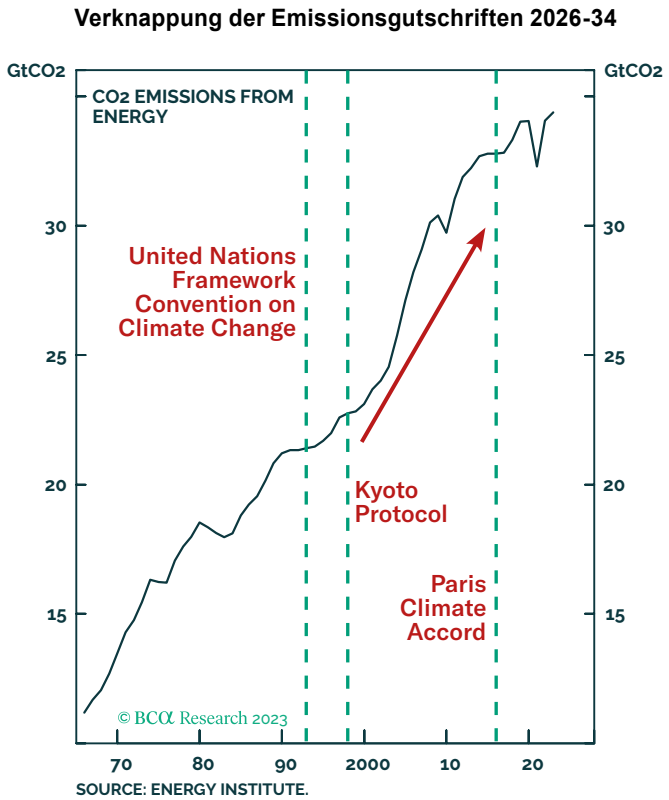
Die Nettoemissionen müssen von heute 34 Gigatonnen Kohlendioxid (GtCO2) bis 2050 auf „Null" gesenkt werden, wenn der Anstieg der globalen Temperaturen bis 2100 auf 1,5 °C (im Vergleich zum vorindustriellen Niveau) begrenzt werden soll. Welche Schritte wurden unternommen, um dieses Ziel zu erreichen? Regierungen auf der ganzen Welt haben über das Thema beraten und seit den 1990er Jahren wurde jedes Jahrzehnt ein großes globales Klimaabkommen ins Leben gerufen. Da die meisten dieser Protokolle jedoch freiwillig sind, ist es keine Überraschung, dass die Treibhausgasemissionen weiter steigen.

Kann diese laxe Haltung gegenüber Kohlenstoffemissionen bis ins Unendliche bestehen bleiben? Diese Selbstzufriedenheit könnte noch weitere 12 bis 24 Monate anhalten. Bis 2026 sollten jedoch glaubwürdige Verpflichtungen eingehen (die zu einer echten Reduzierung der Treibhausgas-emissionen führen) – ein Umfeld, das Gutes für CO2-Gutschriften verheißt. Zunächst einmal könnte die Klimaschutzagenda zwischenzeitlich auf der Strecke bleiben, dürfte aber aufgrund der damit verbundenen Politik bis 2026 zu echten Fortschritten führen. Von 2024 bis 2025 finden in den fünf größten demokratischen Volkswirtschaften der Welt Wahlen statt. Klima-

Grafik 25



Grafik 26



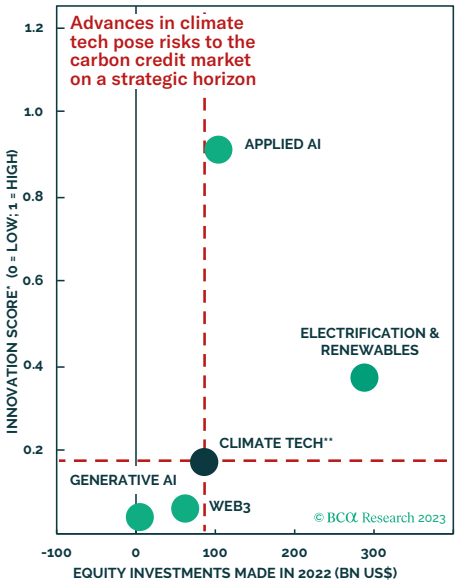
3 Fit for 55 ist ein Paket reformierter und neuer Richtlinien und Verordnungen der Europäischen Kommission zur Klimapolitik der Europäischen Union. Das Paket wurde am 14. Juli 2021 vorgestellt. Konzeptionelle Grundlage ist der European Green Deal, den das Gesetzespaket umsetzen soll.

schutzverpflichtungen führen kurzfristig zu höheren Kosten für Verbraucher und Produzenten. Regierungen werden höchstwahrscheinlich bereit sein, in den sauren Apfel zu beißen, sobald ihre Mandate in Kraft treten und sie über politisches Kapital verfügen. Angesichts des globalen Wahlplans erscheint dies im Jahr 2026 am wahrscheinlichsten. Auch die Preise für Emissionsgutschriften sollten aus regulatorischen Gründen ab 2026 steigen. Im EU-ETS bestimmt ein linearer Reduktionsfaktor (LRF) den jährlichen Rückgang der kostenlosen Emissionszertifikate. Diese Zulagen sollen im Zeitraum 2026-34 schrittweise abgeschafft werden. Dies wird zu einer künstlichen, aber dauerhaften Verknappung des Angebots an Emissionsgutschriften führen – ein Faktor, der die Preise für EUAs in die Höhe treiben wird. Schließlich gibt es einen sehr realen Grund, warum sowohl Unternehmen als auch Politiker auf lange Sicht gemeinsame Anstrengungen unternehmen wollen, um die CO2-Emissionen zu senken. Wenn die Emissionen nicht bis Ende der 2020er Jahre sinken, wird klar, dass das Net-to-Null-Ziel bis 2050 unerreichbar ist. Abgesehen von den verheerenden Auswirkungen auf das Wetter drohen die wirtschaftlichen Kosten, die entstehen, wenn der Temperaturanstieg nicht eingedämmt wird, bis zu 60 Billionen US-Dollar.

Eine Risikoquelle für Preissteigerungen bei den CO2-Gutschriften geht von Fortschritten im Bereich der Klimatechnologie aus, die die CO2-Gutschriften ex ante unnötig macht. Klimatechnologie umfasst das gesamte Spektrum an Technologien, die ein CO2-negatives Ereignis hervorrufen können. Dies kann durch die Extraktion von Treibhausgasen aus der Atmosphäre und deren unterirdische Speicherung oder durch die Extraktion und anschließende Nutzung des Kohlendioxids (CO2) in einer industriellen Anwendung erreicht werden. Ein weiterer Bereich technologiebasierter Innovation

Grafik 27

Investitionen in Klimatechnologie vergleichbar mit AI



SOURCE: MCKINSEY TECHNOLOGY TRENDS OUTLOOK 2023.
* THE INNOVATION SCORE COMBINES THE 0–1 SCORES FOR PATENTS AND RESEARCH, WHICH ARE RELATIVE TO THE TRENDS STUDIED. THE PATENTS SCORE IS BASED ON A MEASURE OF PATENT FILINGS, AND THE RESEARCH SCORE IS BASED ON A MEASURE OF RESEARCH PUBLICATIONS.
** CLIMATE TECH REFERS TO CLIMATE TECHNOLOGIES BEYOND ELECTRIFICATION AND RENEWABLES AND SPANS CARBON CAPTURE, UTILIZATION, AND STORAGE (CCUS); CARBON REMOVALS; NATURAL CLIMATE SOLUTIONS; CIRCULAR TECHNOLOGIES; ALTERNATIVE PROTEINS AND AGRICULTURE; WATER AND BIODIVERSITY SOLUTIONS AND ADAPTATION; AND TECHNOLOGIES TO TRACK NET-ZERO PROGRESS.

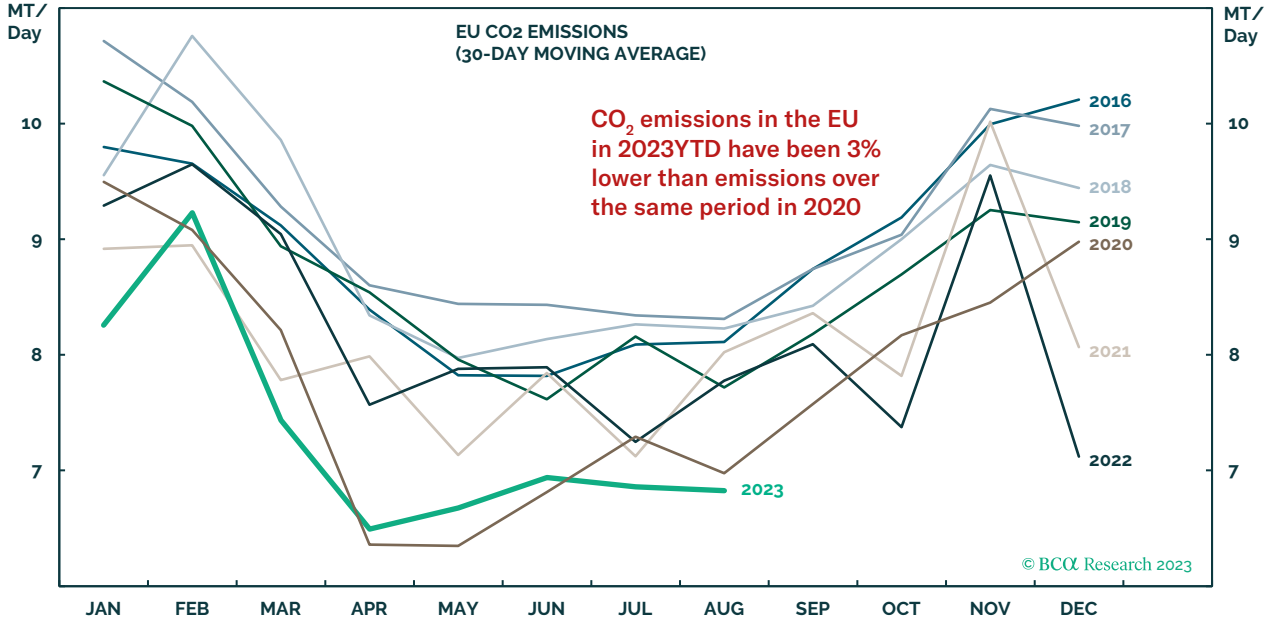
kann sich auf den Ersatz einer Treibhausgasemissionstechnologie durch eine Technologie ohne Treibhausgasemissionen konzentrieren. Auch wenn die Fortschritte bei der Klimatechnologie bisher langsam waren, könnte sich dies ändern. Einer der größten Katalysatoren hierfür kann das Interesse von Big Tech an einem schnellen grünen Übergang sein. Abgesehen von der Tatsache, dass dieser Bereich zunehmend öffentliche Subventionen erhält, kämpfen einige der größten Unternehmen weltweit darum, sich bei ihren grünen Zielen gegenseitig zu übertreffen. Wenn Verursacher großer Treibhausgasemissionen auf diese Technologie zugreifen können, kann dies letztendlich zu einem strukturellen Rückgang der Nachfrage nach Emissionsgutschriften führen. Der Grund, warum Entwicklungen im Bereich der Klimatechnologie beobachtet werden müssen, liegt darin, dass Klimatechnologie heute weitaus mehr Mainstream ist, als man sich vorstellen kann. Beispielsweise zog reine „Klimatechnologie" im vergangenen Jahr mehr Kapitalinvestitionen an als „Generative KI" . Sogar Innovationen im Bereich der Klimatechnologie vollziehen sich heute in einem Tempo, das mit dem von Technologien vergleichbar ist wie „Angewandte KI". Ein weiterer Risikofaktor für einen langfristigen Preisanstieg bei Emissionsgutschriften ist der Ausgang der US-Präsidentschaftswahlen. Ein Sieg der Republikaner würde das Engagement Amerikas für die grüne Agenda schwächen.

Wenn das BIP-Wachstum in Europa positiv überrascht, wird dies die Nachfrage nach Emissionsgutschriften ankurbeln, was wiederum deren Preise in die Höhe treibt. Sollten sich die ersten Anzeichen einer Kehrtwende im US-Produktionszyklus verstärken, könnten die Wirtschaftsaktivität in Europa und die Nachfrage nach EUAs positiv überraschen, solange dieser Aufschwung anhält. Ein Risiko für die These besteht darin, dass die europäischen politischen Entscheidungsträger sich für eine weitere Verschärfung des EU-ETS-Regimes entscheiden, was das Angebot an Emissionszertifikaten unerwartet zum Erliegen bringen würde. Da die EU kürzlich strengere ETS-Richtlinien im Rahmen des Fit For 55-Pakets verabschiedet hat, erscheint dies in den nächsten 12 bis 24 Monaten unwahrscheinlich. Wenn schließlich irgendeine Art von Ressourcennationalismus die Versorgung mit Metallen stört, die für einen grünen Übergang lebenswichtig sind, wäre das ein Rückschlag für Europas grüne Ziele und würde zu höheren Emissionen als erwartet führen. Angesichts der Kontrolle, die China über Metalle wie Lithium hat, ist dies ein echtes Risiko, das Anleger im Auge behalten müssen.

Quintessenz: Die langfristigen Investitionsargumente für Emissionsgutschriften sind ein Weg, der von einer Reihe grüner Lichter gesäumt ist. Die Struktur des EU-ETS-Marktes wird sich nur weiter stabilisieren, und die

Grafik 28

Neue Tiefs im CO2-Ausstoss der EU

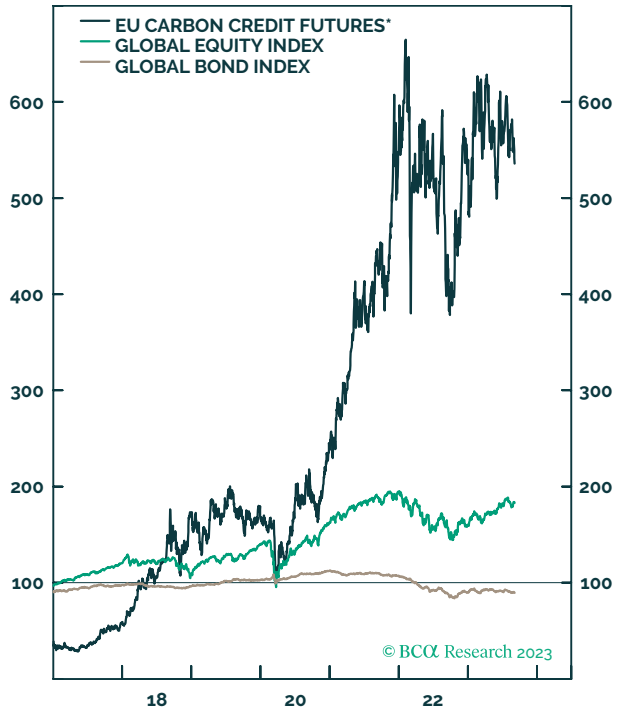


NOTE: EMISSIONS DATA SHOWN FOR THE LAST DAY OF EACH MONTH (EXPRESSED AS 30-DAY MOVING AVERAGES).
SOURCE: CENTRE FOR RESEARCH ON ENERGY AND CLEAN AIR (CREA).

Tiefe des Marktes wird nur zunehmen, wenn mehr Regionen ETS einführen. Sobald sich die Marktgröße des regulatorischen Marktes für CO2-Zertifikate der 500- bis 700-Milliarden-Dollar-Marke nähert, wird Big Finance mit Sicherheit einspringen und alles tun, was nötig ist, um eine multilaterale Anstrengung zur Harmonisierung regionaler Emissionshandelssysteme voranzutreiben. Es gibt noch einen weiteren Grund, warum der Kauf von Emissionsgutschriften für langfristige Anleger logisch sinnvoll ist. Die Korrelation zwischen den Preisen für Emissionsgutschriften und denen grüner Metalle wie Kobalt und Lithium hat zugenommen (Grafik 16). Auch wenn es möglich ist, dass dieser Zusammenhang nicht ganz unecht ist, sind Emissionsgutschriften letztlich wie eine Kaufoption für die Kontrolle der Umweltverschmutzung. Das bedeutet, dass Emissionszertifikate strategischen Investoren einen einfachen Weg bieten, sich am unvermeidlichen grünen Wandel der Welt zu beteiligen. Während in einem strategischen Zeithorizont die Preise für Emissionsgutschriften steigen dürften, scheinen sie heute nach der durchschlagenden Erholung nach der Pandemie perfekt bewertet zu sein. Tatsächlich lässt sich argumentieren, dass Emissionsgutschriften unterbewertete Faktoren wie Inflation, Krieg und eine Rezession sind, die möglicherweise die Nachfrage nach Emissionsgutschriften unerwartet senken können. Für diejenigen, die bereits in den Markt investiert haben, ist jetzt ein guter Zeitpunkt, Gewinne zu verbuchen und Renditen zu sichern. Für diejenigen, die in den nächsten 12 bis 24 Monaten positive Renditen erzielen möchten, ist der Leerverkauf von EU-Kohlenstoffgutschrift-Futures ein erwägenswerter Handel.

Grafik 29

CO2-Futures – seit 2020 verfünffacht



* EU CARBON CREDIT FUTURES REFERS TO EUROPEAN UNION EMISSION ALLOWANCE FUTURES PRICES DENOMINATED IN US$/MT.
SOURCE: BLOOMBERG FINANCE L.P. AND INTERCONTINENTAL EXCHANGE.
NOTE: SERIES REBASED TO 100 AT PANDEMIC LOW OF EU CARBON CREDIT FUTURES (MARCH 18, 2020).

ICM 15er-Aktienportfolio

Die Auswirkungen der anhaltend hohen Zinsen beginnen sich bemerkbar zu machen. US-Unternehmen und Haushalte zahlen die höchsten Kreditzinsen seit 15 Jahren. Die Weltwirtschaft zeigt Anzeichen einer Verlangsamung, wobei der Dienstleistungssektor in Europa dem verarbeitenden Gewerbe in den kontraktiven Bereich gefolgt ist. Eine solch aggressive Straffung der Geldpolitik durch die Fed hat bis jetzt immer zu einer Rezession geführt. Die Frage ist nur, wann sie kommt.

Darum befinden sich im Depot weiterhin nur zwölf von fünfzehn möglichen Titeln. Wir bleiben bei der Taktik die höhere Cash-Quote als Puffer gegen Kursrückgänge zu nutzen. Die aktuelle Performance YTD des Portfolios liegt deshalb bei geringerem Risiko mit +14,25% über der Benchmark MSCI World mit +11,44%.

Nicht mehr im Portfolio:

Gewinne haben wir mitgenommen bei unserem Highflyer **Petrobras**. Der staatl. brasilianische Ölkonzern erwartet, ab Januar 2024 den Preis für Benzin an einzelne Großkunden um bis zu 14% zu senken, nachdem neue langfristige Lieferverträge mit acht Unternehmen unterzeichnet wurden. Zwar bleiben wir weiterhin positiv für Energie/Öl, aber die Aktie kämpfte bei ca. 15 USD charttechnisch gegen einen Widerstand und 35% Profit können sich sehen lassen.

Getrennt haben wir uns ebenfalls von dem Verlustbringer **China Everbright Environment Group Ltd.** Zwar weist die Aktie eine gute Ertragsqualität auf, und die Bewertung deutet auf ein geringeres Kursrisiko hin, aber die Cashflow-Qualität, die operative Effizienz und die Bilanzqualität sind schwach. Es bleibt ein Ergebnis von -17,8% YTD.

Neu im Portfolio:

Intel Corp. Gekauft haben wir in den vergangenen Wochen Intel. Das Chip-Schwergewicht hat ein wenig die KI-Euphorie verpasst und hat deutliches Nachholpotenzial. Das Unternehmen will im kommenden Jahr eine neue Generation von Superchips auf den Markt bringen. Der neue „Sierra Forest" für Rechenzentren soll mehr als doppelt so viel Rechenleistung pro Watt Stromverbrauch bringen, teilte Intel auf einer Konferenz für Halbleitertechnologie an der Stanford-Universität im Silicon Valley mit. Der Chip habe eine um 240 Prozent höhere Leistung pro Watt als die aktuelle Generation von Speicherchips.

Ab Inbev SA. Ebenfalls neu in unser Portfolio haben wir das belgische Brauereiunternehmen Anheuser-Busch Inbev aufgenommen. Das Markenportfolio des Unternehmens umfasst globale Marken wie Budweiser, Corona und Stella Artois. Die Aktie kam im zweiten Quartal unter Druck nachdem Transgender-Influencerin Dylan Mulvaney Anfang April auf Instagram eine Zusammenarbeit mit „Bud Light" publik gemacht und die Marke dort bei ihren 1,8 Millionen Followern beworben hatte. Unter anderem veröffentlichte sie ein Foto mit ihrem Gesicht auf einer Bierdose, die ihr das Unternehmen zugeschickt hatte. Der Versuch von Anheuser-Busch, eine junge Generation – die sogenannte Generation Z – mit der Transgender-Werbeträgerin zu erreichen, löste unter Konservativen eine Welle der Empörung aus. Vor allem in den Staaten des mittleren Westens und insbesondere in ländlichen Gebieten meldeten Lieferanten einen Boykott der Biermarke, der sich erst langsam abschwächt. Bud Light verlor damit seine Spitzenposition bei den Verkäufen in den USA, die es ca. 20 Jahre innehatte. Der Umsatz von AB InBev in den USA sank im zweiten Quartal im Vergleich zum Vorjahr um 10,5 %. Das von der Brauerei in den USA erwirtschaftete EBITDA sank um mehr als 28 %. CEO Michel Doukeris stellte nun Umsatzdaten aus dem späteren Verlauf des Quartals hervor, die seiner Meinung nach „Signale der Verbesserung" für das US-Geschäft des Bierbrauers zeigen.

Als Reaktion auf niedrige Bewertung hat auch Microsoft-Tycoon Bill Gates kürzlich über eine Stiftung in die unter Druck stehende Anheuser-Busch InBev, dem größten Bierhersteller der Welt, investiert. Der Bill & Melinda Gates Foundation Trust hat knapp 96,6 Millionen Dollar in 1,7 Millionen Aktien von AB InBev bezahlt. Auch wir erwarten eine deutliche Erholung der Aktie mit einem Kursziel bei ca. 63,40 €uro.

Neues zu den Portfolio-Mitgliedern:

Alibaba Group Holding (BABA) wird seine Logistiksparte Cainiao im Rahmen eines Börsengangs in Hongkong abspalten. Damit ist es die erste Geschäftseinheit, die nach der umfassenden Umstrukturierung an die Börse geht. Alibaba wird weiterhin Mehrheitsaktionär mit über 50 % Anteil am Unternehmens bleiben und es als Tochtergesellschaft beibehalten. Derzeit hält das Unternehmen fast 70 % an Cainiao, Alibabas wichtigstem Lieferdienst, der die Logistik und Paketsendungen für Händler in China und im Ausland abwickelt. Der Schritt kommt etwa sechs Monate nach der ersten Ankündigung von Alibaba, das Unternehmen in sechs verschiedene Einheiten aufzuteilen. Neben dem Hauptgeschäft E-Commerce werden die anderen fünf Geschäftsbereiche, zu denen auch die Logistik und Cloud Computing gehören, die Möglichkeit nutzen können, um in Zukunft auch an die Börse gehen zu können, das würde die Flexibilität erhöhen und den Wert für die Aktionäre maximieren. Die Aktie konnte die Kurserholung aus dem ersten Halbjahr nicht halten und zeigt nun einen TotalReturn von -1,48% YTD. **Ping An** Tenet Fintech Group Inc., ein innovativer Analytik-Dienstleister, gab gerade bekannt, dass die Heartbeat-Plattform für die Verwaltung und Vermittlung von Versicherungsprodukten kürzlich einen wichtigen Meilenstein erreicht hat, indem sie den Verkauf von über 3.000.000 Versicherungspolicen im Gesamtwert von mehr als 5,7 Milliarden

RMB abgewickelt hat. Zum Zeitpunkt der Veröffentlichung waren mehr als 400 chinesische Versicherungsmakler aus dem ganzen Land auf der Heartbeat-Plattform von Tenet, um sich mit einigen der größten chinesischen Versicherungsunternehmen, darunter Ping An Insurance, zu verbinden. Die Aktie konnte die Outperformance gegenüber dem chinesischen Gesamtmarkt nicht halten. Es bleibt ein schwacher TotalReturn (incl. Dividenden) von -8,36% YTD, besser aber als die Performance des HangSeng-Index mit -9,97% YTD. **Tencent Music** Entertainment Group gab seine Quartalsergebnisse bekannt. Das Unternehmen meldete einen Gewinn pro Aktie von $0,82 für das Quartal und verfehlte damit die Konsensschätzung von $0,88 um ($0,06). Der Umsatz des Unternehmens lag im Quartal bei 7,29 Mrd. $, verglichen mit der Konsensschätzung von 7,30 Mrd. $. Die Eigenkapitalrendite liegt bei 9,87% und die Nettomarge bei 16,00%. Der Umsatz der Tencent Music Entertainment Group stieg im Vergleich zum Vorjahresquartal um 5,5%. Im gleichen Zeitraum des Vorjahres erwirtschaftete das Unternehmen einen Gewinn von 0,07 US-Dollar pro Aktie. Die Analysten erwarten im laufenden Jahr einen Gewinn von 0,46 $. Die Performance bleibt mit -22,9% YTD allerdings weiter ernüchternd. **Bausch Health Companies** (BHC) schließt die Übernahme von XIIDRA, nicht-steroidale Augentropfen, die speziell zur Behandlung der Anzeichen und Symptome von trockenen Augen (DED) zugelassen sind, ab. BHC erwarb über eine Tochtergesellschaft XIIDRA und andere ophthalmologische Vermögenswerte von Novartis für bis zu 2,5 Milliarden US-Dollar, einschließlich einer Vorauszahlung von 1,75 Milliarden US-Dollar in bar. Zusätzlich zu XIIDRA umfasst das Angebot von Bausch + Lomb auch Augen- und Kontaktlinsentropfen der Verbrauchermarken des Unternehmens und des Pharmageschäft, einschließlich MIEBO™ (Perfluorhexyloctan-Augenlösung). Es bleibt das hervorragende Ergebnis von +31,0% YTD. Die Finanzaufsicht BaFin schickt der **Deutsche Bank AG** wegen der IT-Probleme bei der Tochter Postbank einen weiteren Sonderbeauftragten ins Haus. „Er soll überwachen, dass das Institut die Einschränkungen im Kundenservice zügig und vollständig beseitigt", teilte die BaFin am Montag mit. Die Behörde habe diese Maßnahme ergriffen, um die Interessen von Verbraucherinnen und Verbrauchern zu schützen. „Der Sonderbeauftragte wird der Aufsicht berichten und solange im Institut bleiben, bis die Mängel in der Auftragsbearbeitung bei Postbank und DSL Bank vollständig behoben sind." Die Deutsche Bank versicherte unterdessen, dass sie bei der Aufarbeitung der Probleme bei der Postbank vorankomme. „Wir machen Fortschritte bei der Verbesserung der Bearbeitungszeiten bei der Postbank im Rahmen des mit der BaFin vereinbarten Aktionsplans", gab das Frankfurter Geldhaus bekannt. So seien im Kundendienst 400 zusätzliche Vollzeitkräfte eingestellt worden, mehrere hundert weitere Arbeitskräfte sollen in den kommenden Wochen hinzukommen. „Unser Ziel ist es, schnellstmöglich das Vertrauen unserer Kundinnen und Kunden zurückzugewinnen." Der TotalReturn der Aktie bleibt aber immer noch hinter dem DAX40-Index (+10,5% YTD) zurück und liegt jetzt bei +1,73% YTD etwas über Jahresanfangsniveau. **ENEL Spa**. Der italienische Energiekonzern hat den Verkauf von 50 % seines australischen Ökogeschäfts an INPEX abgeschlossen, welches die Aktivitäten der Gruppe im Bereich erneuerbare Energien in Australien betreibt. Der Verkauf wirke sich positiv auf das Kernergebnis der Enel-Gruppe in Höhe von rund 95 Millionen Euro und die konsolidierte Nettoverschuldung der Gruppe von rund 142 Millionen Euro aus. Die Aktie bleibt mit einem TotalReturn (incl. Dividenden) mit einem Plus von +23,8% YTD noch deutlich über Indexniveau (FTSE MIB +19,1% YTD). Italiens staatlich kontrollierter Verteidigungs- und Raumfahrtkonzern **Leonardo Spa** hat die Auslieferung von 56 NH90-Hubschraubern, darunter 46 SH-90 für ASW/ASuW, und zehn MH-90 für den taktischen Einsatztransport, abgeschlossen. Die italienische Marine hat mit der Auslieferung ihrer NH-90 einen wichtigen Meilenstein in der Einsatzfähigkeit erreicht. Die Hubschrauber, die im Leonardo-Werk in Venedig Tessera zusammengebaut wurden, sind auf dem Stützpunkt der italienischen Marine in Maristaeli Luni stationiert. Der erste NH90 der italienischen Marine wurde 2011 ausgeliefert. Seitdem hat die gesamte Flotte mehr als 35.000 Flugstunden bei zahlreichen Einsätzen in Italien und international absolviert. Die Aktie bleibt einer der großen Outperformer des Jahres mit einem TotalReturn (incl. Dividenden) von jetzt eindrucksvollen +69,48% YTD. Der Chef von **Prosus NV**, Bob van Dijk ist vor kurzer Zeit zurückgetreten. Interims-CEO Ervin Tu wird wohl weitere Verkäufe von Vermögenswerten vorschlagen, um die Rendite für die Aktionäre zu steigern. Aber ohne einen Plan für den 25%igen Anteil seines Unternehmens an dem 380 Milliarden USD schweren chinesischen E-Commerce-Riesen, wird der Abschlag der Prosus-Aktien auf den Wert der zugrunde liegenden Aktiva weiter im Raum stehen. Prosus ist ein in Amsterdam notiertes 80-Milliarden-Dollar-Vehikel, das von Südafrikas Naspers kontrolliert wird, seit einer Abspaltung 2019. Die Tencent-Beteiligung macht etwa 75 % des 130 Milliarden Dollar schweren Portfolios der Gruppe aus. Der Rest von Prosus stammt aus einer rund 30 %igen Beteiligung an der 8,5 Mrd. USD schweren Delivery Hero, sowie einer Mischung aus börsennotierten und nicht börsennotierten Technologieunternehmen, die in Schwellenländern wie Indien und Brasilien tätig sind. Van Dijks ständiges Problem war, dass die Prosus-Aktien früher mit einem Abschlag von fast 60 % auf den Wert der börsennotierten Tencent-Aktien und der anderen Vermögenswerte gehandelt

wurden. Einer der Gründe dafür war die enorme Steuerlast, die auf ihn zukäme, wenn er versuchte, die Beteiligung vollständig zu verkaufen. Seine Lösung bestand darin, stattdessen kleine Teile der Tencent-Aktien zu verkaufen und mit dem Erlös Prosus-Aktien zurückzukaufen. Durch eine Änderung der Kreuzbeteiligung von Naspers und Prosus im Juni konnte der Abschlag auf ca. 40 % gesenkt werden. Die Aktie liegt z.Zt. mit einem Ergebnis von -5,58% YTD deutlich unter Indexniveau (AEX-Index +5,57% YTD). Das britische Öl- und Gasexplorationsunternehmen **Tullow Oil** brachte einige interessante Nachrichten. Der Präsident der Republik Ghana, Nana Addo Dankwa Akufo-Addo, hat die Inbetriebnahme von First Oil aus dem Jubilee South East (JSE) Projekt bekanntgegeben. Das Projekt, das von Tullow in Zusammenarbeit mit dem Ghana National Petroleum Company (GNPC), Kosmos Energy, Jubilee Oil Holdings Limited und Petro SA steht im Einklang mit dem umfassenderen Erschließungsplan für das Jubilee-Feld. Mit einer kollektiven Investition von etwa einer Milliarde US-Dollar ist das Ziel, die Produktion bei **über hunderttausend Barrel Öl pro Tag aus diesem Feld bis zum Jahresende zu halten, in greifbarer Nähe.** In seiner Ansprache erklärte der Präsident, dass der Erfolg des JSE Projekt die Entschlossenheit seiner Regierung bekräftigt, weitere Investitionen von Partnern in das TEN-Feldprojekt zu fördern. Diese Erweiterung werde die Errungenschaften der Regierung im Erdöl- und Erdgassektor konsolidieren, sagte er. Das TEN-Feld, das über beträchtliche Gasreserven verfügt, ist von zentraler Bedeutung für die Erdgasproduktion des Landes. Trotz der positiven Entwicklung bleibt die Aktie hinter ihren Erwartungen zurück und es bleibt ein Ergebnis von -6,9% YTD. **Volkswagen Vz.** Das neue „Trinity"-Werk in Wolfsburg, das dort bis 2026 auf der grünen Wiese entstehen sollte, wird nicht gebaut. Der zwei Milliarden Euro teure Neubau, der bereits seit Ende 2022 auf der Kippe stand, wurde nun endgültig abgesagt. Stattdessen sollen direkt im Stammwerk neue Elektro-Modelle entstehen. Nach dem ID.3, der noch in diesem Jahr zunächst in kleiner Stückzahl anlaufen soll, und einem für 2026 geplanten Elektro-SUV im Tiguan-Format soll in Wolfsburg später auch ein neuer Elektro-Golf entstehen, kündigte Betriebsratschefin Daniela Cavallo an. Hinzukommen solle ein Schwestermodell vom Cupra, das ebenfalls aus Wolfsburg kommen werde. Konkrete Termine nannte sie nicht. Grundlage für beide Modelle sei aber die neue Elektro-Plattform SSP, die am Ende des Jahrzehnts einsatzbereit sein solle, hieß es. „Trinity" war ein Vorzeigeprojekt von Exchef Diess. Der neue Konzernchef Oliver Blume, der Diess vor einem Jahr ablöste, hatte den für 2026 vorgesehenen Start des Zukunftsmodells bereits kurz nach seinem Amtsantritt um mindestens anderthalb Jahre verschoben, um mehr Zeit für die Entwicklung der Software zu haben. Seither wurde in Wolfsburg auch geprüft, ob der Fabrik-Neubau noch nötig ist. Die Software-Sparte Cariad hat mit Sanjay Lal einen hochinteressanten neuen Manager an Land ziehen können. Lal war vorher bei Google- und dem Elektroauto-Pionier Tesla. Zuletzt hat er für das E-Mobility-Start-up Rivian gearbeitet. Lal ist Software-Experte und soll die Softwarearchitektur und das Infotainment im Volkswagen-Konzern voranbringen. Cariad verschlingt Milliarden, brachte aber bislang nicht die gewünschten Ergebnisse. Die Aktie zeigt mit einen TotalReturn von -0,4% YTD immer noch eine deutliche Underperformance gegenüber dem DAX40-Index (+10,5% YTD).

Grafik 30

ICM InvestmentBank AG

15er Aktienportfolio — Auslastung: 80% — 02.10.23

No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2023 YTD	P/L total	ESG Grade
1	ABI.BR	**AB INBEV/d**	Consumer Non-Cyclicals	BE0974293251	EUR	BRU	25.09.23	52,93	**52,51**	-6,68%	**-0,79%**	A-
2	BABA.DF	**ALIBABA GRP AD/d**	Technology	US01609W1027	USD	ADC	26.01.21	264,00	**86,76**	-1,48%	**-67,14%**	C+
3	BHC.DF	**BAUSCH HEALTH /d**	Healthcare	CA0717341071	USD	ADC	18.05.22	10,97	**8,22**	31,00%	**-25,07%**	B+
4	DBKGn.DE	**DEUTSCHE BANK N**	Financials	DE0005140008	EUR	GER	03.02.23	11,55	**10,45**	-1,30%	**-9,51%**	A
5	ENEI.MI	**ENEL/d**	Utilities	IT0003128367	EUR	MIL	13.12.22	5,27	**5,82**	15,71%	**10,52%**	A+
6	INTC.O	**INTEL CORP/d**	Technology	US4581401001	USD	NSQ	06.09.23	36,45	**35,55**	34,51%	**-2,47%**	A
7	LDOF.MI	**LEONARDO/d**	Industrials	IT0003856405	EUR	MIL	13.04.22	10,03	**13,66**	69,48%	**36,24%**	A
8	2318.HK	**PING AN/d**	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	**44,85**	-13,17%	**-52,39%**	B
9	PRX.AS	**PROSUS/d**	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	33,94	**27,92**	-5,58%	**-17,74%**	B+
10	TME.DF	**TENCENT MUSIC/d**	Technology	US88034P1093	USD	ADC	06.04.21	20,07	**6,39**	-22,93%	**-68,19%**	D+
11	TLW.L	**TULLOW OIL/d**	Energy	GB0001500809	GBp	LSE	27.09.19	83,59	**34,34**	-6,99%	**-58,92%**	B
12	VOWG_p.DE	**VOLKSWAGEN VZ**	Consumer Cyclicals	DE0007664039	EUR	GER	18.10.22	112,49	**108,94**	-6,42%	**-3,16%**	A
13												
14												
15												

	Aktiendepot in €	MSCI in €
Performance in 2017	24,84%	5,50%
Performance in 2018	-9,56%	-5,92%
Performance in 2019	16,53%	27,49%
Performance in 2020	-3,15%	11,86%
Performance in 2021	**10,88%**	**30,73%**
Performance in 2022	**9,03%**	**-15,12%**
Performance in 2023 (YTD)	**14,25%**	**11,44%**

Kurzbeschreibung der Portfolio-Mitglieder

Anheuser-Busch InBev ist eine belgische Unternehmensgruppe und – gemessen am Absatzvolumen – die größte Brauereigruppe der Welt. Sie hat ihren juristischen Sitz in Brüssel und operative Sitze in Löwen sowie New York City und entstand 2008 durch die Übernahme von Anheuser-Busch durch die InBev-Gruppe. Das Unternehmen ist an der Brüsseler Euronext-Börse notiert und Teil des EURO STOXX 50 sowie des BEL20. Es beschäftigt über 160.000 Mitarbeiter und ist mit 630 Marken, gebraut in 260 Brauereien, in über 150 Ländern vertreten. Damit ist das Unternehmen der weltweit größte Bierproduzent gemessen an Produktionsvolumen und Umsatz.

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.

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.

INTEL. Corp. ist ein US-amerikanischer Halbleiterhersteller mit Hauptsitz im kalifornischen Santa Clara (Silicon Valley). Er wurde 1968 von Mitarbeitern des Unternehmens Fairchild Semiconductor gegründet. Intel ist vor allem für PC-Mikroprozessoren bekannt, bei denen das Unternehmen weltweit einen Marktanteil von ungefähr 80 % hält. Außerdem produziert Intel diverse weitere Arten von Mikrochips für Computer, zum Beispiel Chipsätze für Mainboards („Intel ICH", „Intel GMA"), WLAN- und Netzwerkkarten, Grafikprozessoren und Embedded-CPUs.

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.

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 31

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

Grafik 32

Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S+P 500 Index die Höchststände aus dem Juli nicht konsolidien, konnte aber bis jetzt die 200Tage Linie bei 4200 Punkten halten. Der ADX Indikator signalisiert eine Fortsetzung der Abwärtsbewegung. Der Geldstromindex zeigt seit Anfang August zunehmende Mittelabflüsse. Der Commodity-Channel-Index hat sich aus dem überverkauften Bereich nach oben bewegt und ist wieder neutral. Der MACD zeigt zwar nachlassende Dynamik der Abwärtsbewegung gibt aber kein richtiges Kaufsignal. Der William %R Oszillator ist im aus dem überverkauften Bereich nach oben gedreht und gibt leichte Kaufsignale. **Ergebnis: negativ**

Grafik 33

EuroStoxx 50 - Kursindex

Der EuroStoxx50-Index konnte im Juli die Marke von 4500 Punkten nicht durchbrechen und durchbrach in der Korrekturbewegung auch die 200 Tage Linie bei 4250 Punkten nach unten. Der ADX Indikator ist uneinheitlich und hat keine Tendenz. Der Geldstromindex zeigt deutliche Mittelabflüsse seit Mitte August. Der Commodity-Channel-Index hat die überverkaufte Zone nach oben verlassen und gibt leichte Kaufsignale. Der MACD ist neutral. Der William %R Oszillator zeigt ein leichtes Kaufsignal aus dem überverkauften Bereich.

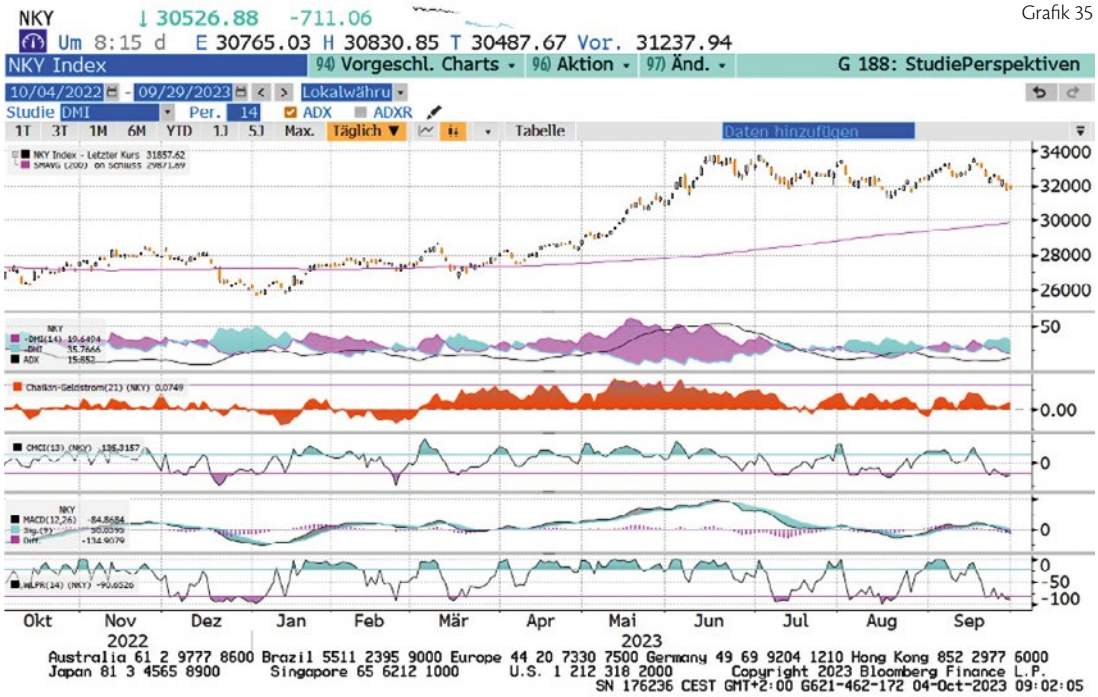
Ergebnis: neutral/negativ

Grafik 34

DAX40 - Kursindex

Ähnlich dem EuroStoxx50 konnte der DAX40-Kursindex nach mehrmaligen Tests seine Widerstandslinie bei 6.500 Punkten nicht nachhaltig durchbrechen und musste auch die 200 Tagelinie bei ca. 6.250 Punkten nach unten verlassen. Der ADX Indikator zeigt eine Fortsetzung des negativen Trends. Der Geldstromindex zeigt seit Ende August stetige Mittelabflüsse und ist negativ. Der Commodity-Channel-Index ist leicht überverkauft und der MACD zeigt sich neutral. Der William %R Oszillator zeigt auch ein leichtes Kaufsignal aus dem überverkauften Bereich. **Ergebnis: neutral/negativ**

Grafik 35



Nikkei 225 - Kursindex

Tokio konnte zwar seine Höchststände von Mitte Juni und Anfang Juli unterhalb der 34.000 nicht durchbrechen, aber die 200 Tage Linie bei ca. 30.000 Punkten ist noch weit entfernt. Darum zeigt sich der ADX-Indikator auch durch den langen Seitwärtstrend neutral. Der Money-Flow-Index zeigt nachlassende Nettokäufe, ist aber noch im positiven Bereich. Der MACD ist jetzt neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide in der überverkauften Zone und geben aber noch keine nachhaltigen Kaufsignale.
Ergebnis: positiv

Grafik 36

Hang Seng – Kursindex

Nach dem Jahreshoch im Januar befindet sich HongKong in einem leichten Abwärtstrend und musste auch die wichtige 200Tage-Linie bei 19.640 Punkten nach unten verlassen. Der ADX Indikator ist darum auch uneinheitlich und gibt kein Bild. Der Money-Flow-Index zeigt seit Mitte Juli wieder stetige Mittelabflüsse. Der MACD ist absolut neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind beide leicht überverkauft und geben Kaufsignale. **Ergebnis: negativ**

Grüne Strategie

Grafik 37

Seit Jahresanfang brachte das reine Aktienportfolio rund 6 Prozent Plus ein. Das schwankungsarme Portfolio konnte damit die gestellten Ansprüche bislang erfüllen.

Ist KI nachhaltig?

Auf der einen Seite hat KI das Potenzial, die Umwelt zu schonen und den Klimawandel zu bekämpfen. KI kann beispielsweise eingesetzt werden, um:

Ressourcen zu sparen: KI kann Unternehmen und Haushalte dabei helfen, Energie, Wasser und andere Ressourcen zu sparen. Zum Beispiel können KI-Systeme eingesetzt werden, um den Energieverbrauch von Gebäuden zu optimieren oder die Effizienz von Verkehrssystemen zu verbessern.

Umweltverschmutzung zu reduzieren: KI kann eingesetzt werden, um Umweltverschmutzung zu reduzieren. Zum Beispiel können KI-Systeme eingesetzt werden, um Luftverschmutzung zu überwachen und zu bekämpfen oder um die Umweltauswirkungen von Industrieanlagen zu bewerten.

Klimawandel zu bekämpfen: KI kann eingesetzt werden, um den Klimawandel zu bekämpfen. Zum Beispiel können KI-Systeme eingesetzt werden, um Klimamodelle zu verbessern oder um neue Technologien für erneuerbare Energien zu entwickeln.

Auf der anderen Seite kann KI auch negative Auswirkungen auf die Umwelt haben. Zum Beispiel verbrauchen Rechenzentren, die für die Entwicklung und den Betrieb von KI-Systemen erforderlich sind, große Mengen an Energie.

Insgesamt ist KI ein Werkzeug, das sowohl für nachhaltige als auch für nicht nachhaltige Zwecke eingesetzt werden kann. Die Nachhaltigkeit von KI hängt von der Art und Weise ab, wie sie eingesetzt wird.

Nachhaltige Anwendungen von KI:

Smarte Städte: KI-Systeme können eingesetzt werden, um den Verkehr zu steuern, die Energieversorgung zu optimieren und die Umweltverschmutzung zu reduzieren.

Nachhaltige Landwirtschaft: KI-Systeme können eingesetzt werden, um die Ernteerträge zu steigern und den Wasserverbrauch zu reduzieren.

Nachhaltige Produktion: KI-Systeme können eingesetzt werden, um die Effizienz von Produktionsanlagen zu verbessern und die Umweltauswirkungen von Produkten zu reduzieren.

Nachhaltiger Konsum: KI-Systeme können eingesetzt werden, um Verbraucher dabei zu helfen, nachhaltigere Entscheidungen zu treffen.

Um die Nachhaltigkeit von KI zu gewährleisten, ist es wichtig, dass KI-Systeme so entwickelt und eingesetzt werden, dass sie die Umwelt schonen und den Klimawandel bekämpfen. Dies kann durch die Verwendung energieeffizienter Rechenzentren, die Entwicklung nachhaltiger KI-Algorithmen und die Förderung nachhaltiger KI-Anwendungen erreicht werden.

Unternehmen aus allen Branchen setzen KI bereits für Nachhaltigkeitsthemen ein.

Energiewirtschaft: Unternehmen wie Engie und Eon nutzen KI, um den Energieverbrauch zu senken und erneuerbare Energien zu fördern.

Verkehrswesen: Unternehmen wie Uber und Waymo nutzen KI, um die Verkehrseffizienz zu verbessern und nachhaltige Mobilitätskonzepte zu entwickeln.

Landwirtschaft: Unternehmen wie Monsanto und John Deere nutzen KI, um die Produktivität und Nachhaltigkeit der Landwirtschaft zu verbessern.

Herstellung: Unternehmen wie Siemens und General Electric nutzen KI, um die Effizienz und Nachhaltigkeit der Produktion zu verbessern.

Einzelhandel: Unternehmen wie Amazon und Walmart nutzen KI, um die Lieferketten zu optimieren und die Verschwendung zu reduzieren.

KI ist u.a. im Einsatz bei:

Nest Labs nutzt KI, um die Energieverbräuche von Haushalten zu überwachen und zu optimieren.

Google Earth Engine nutzt KI, um Umweltverschmutzung zu überwachen und zu bekämpfen.

IBM Watson wird von Unternehmen wie Unilever und Nestlé eingesetzt, um nachhaltigere Produkte und Dienstleistungen zu entwickeln.

Microsoft Azure bietet eine Reihe von KI-Diensten, die Unternehmen dabei unterstützen können, ihre Nachhaltigkeitsziele zu erreichen.

Der Einsatz von KI für Nachhaltigkeit ist noch in den Anfängen, aber das Potenzial ist enorm. KI hat das Potenzial, einen erheblichen Beitrag zur Bewältigung der globalen Nachhaltigkeitskrise zu leisten.

Ein Unternehmen aus dem Universum der ICM Green Strategy steht exemplarisch für den fortschrittlichen KI Einsatz: **Stericycle.** Stericycle Inc. nimmt bei dem Recycling von medizinischen Abfällen weltweit eine führende Position ein. Stericycle übernimmt für Krankenhäuser, Arztpraxen, Labore und andere Forschungseinrichtungen die Entsorgung von medizinischen Abfällen. Krankenhäuser müssen normale Abfälle sorgfältig von medizinisch gefährlichen trennen. Hierunter fallen ansteckende Keime, Pilze, Bakterien, aber auch menschliches Blut und pathologische Abfälle oder eben auch verunreinigte Instrumente. Stericycle besitzt ein umfassendes nationales und internationales Entsorgungs-Netzwerk bestehend aus zahlreichen Sammelzentren und vielen weiteren Sammelstellen. Über dieses Netzwerk werden den Kunden umfassende Dienstleistungen angeboten. Dazu gehört das electro thermal deactivation System, eine von Stericycle patentierte Methode die Viren, Bakterien etc. elektrothermal deaktiviert, enthaltenen Kunststoff jedoch zurücklässt, so dass dies separat entsorgt, werden kann. Es werden aber auch traditionelle Methoden wie Autoklavierung (Dampfsterilisation) oder Verbrennung offeriert.

Nachhaltigkeitsaspekte

Das US-Unternehmen Stericycle ist spezialisiert auf die Entsorgung von Abfällen aus Kliniken, Apotheken und Labors. Stericycle sorgt nach dem Urteil des NAI-Ausschusses dafür, dass medizinische Abfälle fachgerecht und umweltschonend entsorgt werden. Das Unternehmen trägt durch eigens entwickelte Bio-System-Container dazu bei, dass jährlich 80 Millionen Plastikcontainer nicht mehr auf der Deponie landen. Stericycle hat das ETD-Verfahren entwickelt und patentiert. Dabei wird medizinischer Abfall mit Radiowellen im Kurzwellenspektrum bestrahlt, wodurch Keime und Erreger abgetötet werden, die medizinische Abfälle sonst zu einem Gefahrgut machen. Dadurch ist es möglich, den Abfall zu sortieren und die gewonnenen Wertstoffe (neben Polypropylen insbesondere Zellulose, Glas und Metall) wieder zu verwenden. Der Anteil der medizinischen Abfälle, die weiterhin verbrannt werden müssen, konnte auf weniger als zehn Prozent verringert werden.

Stericycle hat sich zum Ziel gesetzt, bis 2025 klimaneutral zu werden. Der Einsatz von KI ist ein wichtiger Teil dieser Strategie.

Im Jahr 2023 hat Stericycle eine neue KI-Plattform namens „Stericycle Smart Operations“ eingeführt. Diese Plattform soll das Unternehmen dabei unterstützen, seine Nachhaltigkeitsziele zu erreichen. Die Plattform nutzt KI, um Daten aus verschiedenen Quellen zu sammeln und zu analysieren. Dadurch kann Stericycle Trends und Muster erkennen und seine Abfallsammlung und -entsorgung noch effizienter gestalten.

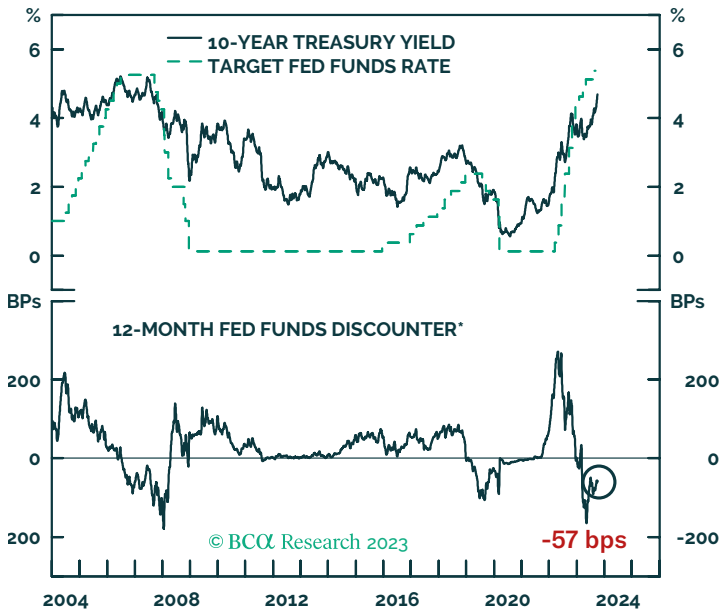
Stericycle ist eines der ersten Unternehmen in der Abfallwirtschaft, das KI auf diese Weise einsetzt. Der Einsatz von KI hat das Potenzial, die Nachhaltigkeit der Abfallwirtschaft erheblich zu verbessern.

Bonds: neue Hochs in der Rendite langer US-Treasuries

Der Oktober gab sein Stelldichein mit einem Anstieg der Renditen von zehnjährigen Treasuries um fast 0,3 Prozentpunkte. Außerdem hat sich die Größenordnung erwarteter Zinssenkungen der Fed für die nächsten sechs Monate auf durchschnittlich 0,57 Prozentpunkte zurückgebildet. Was die USA vormachten, wurde in allen anderen Anleihemärkten nachvollzogen. So stieg auch die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen über die Marke von 3 Prozent. Damit baut sich die Invertierung der Zinsstrukturkurven weltweit zurück.

Interessant dabei, dass bei den großen Playern am Anleihemarkt nach wie vor die drohende Rezession gespielt wird. Bei JP Morgan geht man daher noch immer von einem ausgeprägten Rückgang der langen Renditen im Laufe der nächsten Monate aus, so bei US-Treasuries auf rund 3,9 Prozent, beim Bund auf 1,8 Prozent. Die Risikoaufschläge bei den Unternehmensanleihen hatten sich in den letzten drei Monaten weitgehend seitwärts bewegt, nachdem sie sich in der ersten Jahreshälfte aufgrund der Turbulenzen bei US-Regionalbanken zunächst ausgeweitet und dann wieder verringert hatten. In den USA preist der Spread von hochverzinslichen Unternehmensanleihen für die nächsten 12 Monate eine Ausfallrate von 4,8 % ein, was nahe an der letzten 12-Monats-Ausfallrate von 4,7 % liegt. Das aktuelle Spread-Niveau lässt daher keine weitere Verschlechterung der Kreditmärkte erwarten. Die durchschnittlichen Restlaufzeiten ha-

Neues Hoch bei den Treasury-Renditen Grafik 38



* EXPECTED 12-MONTH CHANGE IN THE FED FUNDS RATE AS PRICED IN THE OVERNIGHT INDEX SWAP CURVE.

Lange Renditen sollen fallen Grafik 39

Rates	Current	Dec-23	Mar-24	Jun-24	Sep-24
US (SOFR)	5.30	5.30	5.30	5.30	5.05
10-year yields	4.48	4.20	4.05	3.90	3.80
Euro area (depo)	4.00	4.00	4.00	4.00	3.75
10-year yields	2.76	2.20	2.00	1.90	1.80
Italy-Germany 10Y (bp)	183	180	175	170	170
Spain-Germany 10Y (bp)	106	90	85	80	80
United Kingdom (repo)	5.25	5.25	5.25	5.25	5.25
10-year yields	4.29	4.30	4.05	3.90	3.75
Japan (call rate)	-0.10	-0.10	-0.10	-0.10	0.00
10-year yields	0.75	0.75	0.80	0.90	1.00
EM Local (GBI-EM yield)	6.64	6.22			

Erhöhung der Risikoprämien bei Unternehmensanleihen Grafik 40

Credit		Current	Dec-23
US High Grade (bp over UST)	JPM JULI	132	140
Euro High Grade (bp over Bunds)	iBoxx HG	161	165
US High Yield (bp vs. UST)	JPM HY	412	425
Euro High Yield (bp over Bunds)	iBoxx HY	425	500
EM Sovereigns (bp vs. UST)	JPM EMBIGD	417	550
EM Corporates (bp vs. UST)	JPM CEMBI	313	300

ben sich hier seit 2020 teilweise massiv verkürzt. So beträgt diese bei Investmentgrade-Bonds rund 7 Jahre, bei HighYieldern sind es nur noch 6 Jahre. JP Morgan geht davon aus, dass es nahezu in allen Varianten von Bonds bis zum Jahresende zu einer Erhöhung der Risikoprämien kommen wird.

Unser Partner BCA Research publiziert auch ein globales MacroQuant Bond Modell, das – wie auf der Aktienseite – auf einen monatlichen Zielhorizont ausgerichtet ist. Für den Oktober ist das Modell in Europa übergewichtet und in nahezu dem gesamten Rest der Welt, auch in den USA, untergewichtet.

Die Rahmendaten signalisieren, dass die Renditen zumindest kurzfristig ihr Pulver nahezu verschossen haben. Die Favoriten heißen hier weiterhin Italien, Frankreich, England und Deutschland.

Macro Quant Modell Staatsanleihen nach Ländern, Stand 03.10.23 Grafik 41

	2023-JUN	2023-JUL	2023-AUG	2023-SEP	2023-OCT
ITALY	10.1% (3.6%)	9.7% (3.1%)	8.5% (1.8%)	9.1% (2.4%)	9.7% (3.2%)
FRANCE	10.2% (3.2%)	9.8% (2.6%)	8.8% (1.6%)	9.9% (2.5%)	10.9% (3.6%)
UK	5.0% (-1.7%)	5.9% (-1.2%)	5.8% (-1.3%)	8.9% (1.7%)	9.6% (2.7%)
GERMANY	7.9% (2.3%)	7.7% (2.0%)	6.9% (1.1%)	7.4% (1.6%)	7.6% (1.9%)
CANADA	3.4% (1.2%)	2.8% (0.6%)	2.8% (0.5%)	2.4% (0.1%)	2.5% (0.2%)
US	44.0% (1.8%)	41.1% (-1.2%)	38.0% (-3.8%)	40.0% (-2.3%)	43.5% (0.2%)
AUSTRALIA	2.7% (0.7%)	2.1% (0.2%)	1.7% (-0.2%)	1.7% (-0.2%)	1.4% (-0.5%)
JAPAN	16.8% (-11.1%)	20.8% (-6.1%)	27.5% (0.3%)	20.7% (-5.9%)	14.9% (-11.4%)

LEGEND: + + / + / = / - / - -

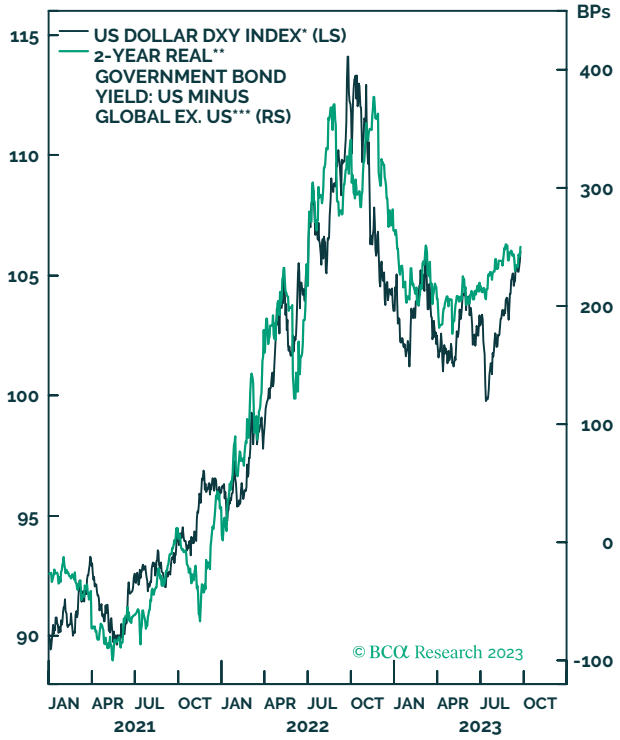
NOTE: GREEN (RED) SHADING INTENSIFIES AS THE UNDERLYING SCORE FOR A GIVEN COUNTRY BECOMES MORE BULLISH (BEARISH). VALUES REPRESENT ALLOCATION TO EACH REGION. NUMBERS IN BRACKETS REPRESENT DEVIATIONS FROM BENCHMARK MARKET-WEIGHTS. MARKET-WEIGHTS ARE BASED ON BARCLAYS MARKET CAPITALIZATION VALUES.
SOURCE: MACROQUANT VERSION 1.0.

Währungen: US-$ – wo geht es hin?

Der US-Dollar hat in den letzten Jahren eine Achterbahnfahrt erlebt. Nach einer kräftigen Rallye zwischen Mitte 2021 und Oktober 2022 geriet der Aufwärtstrend erst einmal ins Stocken, bevor er im Juli dieses Jahres wieder an Stärke gewann. Der Großteil der Bewegungen des Dollars kann durch zwei miteinander verbundene Faktoren erklärt werden: Zinsunterschiede und die Dynamik des Wirtschaftswachstums.

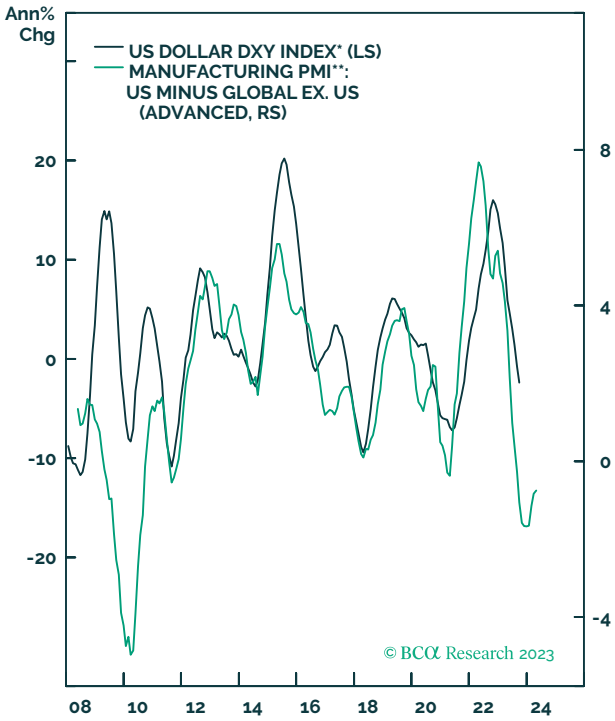
Diese beiden Faktoren haben sich in drei Phasen entwickelt. In der ersten Phase, die im Mai 2021 begann, veränderten sich die Zinsunterschiede zugunsten des Dollars, als die Fed ihr „vorübergehendes" Narrativ aufgab und durch eine restriktivere Haltung ersetzte. Der Aufwertungsdruck auf den Dollar verstärkte sich nach der russischen Invasion in der Ukraine im Februar 2022. Die daraus resultierende Unterbrechung der Erdgaslieferungen nach Europa versetzte dem Vertrauen in die europäische Konjunktur einen schweren Schlag und ließ den Euro sinken. Darüber hinaus begann sich die weltweite Produktionsaktivität abzuschwächen. Als antizyklische Währung erstarkte der Dollar. Die zweite Phase begann im Herbst 2022. Als die Inflation in den USA zurückging, die Inflation im Ausland jedoch stabil blieb, begannen sich die Zinsdifferenzen gegenüber dem Dollar zu verringern. Auch in Europa begann sich das Vertrauen zu verbessern, als klar wurde, dass ein wärmer als erwarteter Winter in Verbindung mit konzertierten Bemühungen der Europäer zur Sicherung der alternativen Energieversorgung eine umfassende Energiekrise verhindern würde. Der Abwärtsdruck auf den Dollar wurde durch die plötzliche Entscheidung Chinas, seine Wirtschaft wieder zu öffnen, verstärkt, was vorübergehend dazu beitrug, die globalen Wachstumsaussichten zu verbessern und Schwellenländer- und Rohstoffwährungen anzukurbeln. In der

Dollarindex und Zinsunterschiede Grafik 42



* SOURCE: ICE FUTURES US.
** DEFLATED BY CPI SWAPS AND CORE CPI FOR CANADA AND SWITZERLAND.
*** WEIGHTED AVERAGE OF THE US DOLLAR DXY INDEX CONSTITUENTS.

Dollarindex und US-PMI relativ zu Global-PMI Grafik 43



* SOURCE: ICE FUTURES US.
** ADVANCED BY 7 MONTHS. SOURCE: S&P GLOBAL.
NOTE: BOTH SERIES SHOWN AS 6-MONTH MOVING AVERAGES.
SEPTEMBER GLOBAL EX. US PMI ESTIMATED BASED ON AUSTRALIA, EURO AREA, JAPAN, AND UK FLASH PMI DATA.

dritten Phase begann der Dollar schließlich wieder stärker zu werden, da sich das Wachstum in Europa erneut abschwächte und Chinas einst erhoffter Wiedereröffnungsboom nie eintrat. Unterdessen kam das US-Wachstum auf Hochtouren, was die US-Zinserwartungen in die Höhe trieb.

Wenn das europäische Wachstum in den kommenden Monaten jedoch an Fahrt gewinnt und sich die chinesische Wirtschaft wie erwartet stabilisiert, gehen wir davon aus, dass der Dollar vorübergehend schwächer wird, bevor er in der zweiten Hälfte des Jahres 2024 wieder an Stärke gewinnt, da das globale Wachstum erneut nachlässt. Daher ändern wir unsere taktische US-Dollar-Einschätzung über einen Zeithorizont der kommenden drei Monate vorerst auf stagnierend.

Wie sieht es mit den längerfristigen Aussichten für den Greenback aus? Hier befinden wir uns eindeutig im negativen Lager. Dies ist weniger auf Ängste vor einem Ende der „Dollarisierung" der Welt zurückzuführen, als vielmehr auf zwei banale Bedenken.

Erstens bleibt der Dollar überbewertet. Der Handelspreis liegt derzeit 21 % über seinem Kaufkraftparitäts-Wechselkurs (KKP). Historisch gesehen war die Abweichung des Dollars von der Kaufkraftparität ein guter Anhaltspunkt für seine langfristige Richtung. Zweitens hatten die USA das Glück, dass es ihnen in den letzten drei Jahrzehnten gelungen ist, mit ihren Auslandsvermögenswerten mehr Einnahmen zu erzielen als sie mit neuen Verbindlichkeiten aufgebaut hatten. Die Auslandsverbindlichkeiten der USA übersteigen derzeit die Vermögenswerte um 63 % des BIP, eine Folge jahrelang anhaltender Leistungsbilanzdefizite. Bis vor Kurzem profitierten die USA davon, dass ihre Auslandsvermögenswerte auf Aktien und ausländische Direktinvestitionen ausgerichtet waren, etwa in die Tochtergesellschaften multinationaler US-Unternehmen, während ihre Verbindlichkeiten auf Staatsanleihen und andere festverzinsliche Wertpapiere ausgerichtet waren. Da die Anleiherenditen nun gestiegen sind, werden die Zinszahlungen jedoch steigen, da niedrig verzinsliche US-Anleihen fällig werden und durch höher verzinsliche ersetzt werden. Wir schätzen, dass ein Anstieg der US-Realrenditen um 300 Basispunkte – ungefähr das, was seit Anfang 2022 passiert ist – zu einer Verschlechterung des US-Leistungsbilanzsaldos um 1,2 % des BIP führen wird, selbst wenn dieser Renditeanstieg mit steigenden Renditen im Ausland einhergeht. Wenn die US-Renditen stärker steigen als anderswo, wird sich das US-Leistungsbilanzdefizit noch weiter verschlechtern.

Disclaimer

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

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

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

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

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

HyperLinks:

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

Titelbild: Fzo/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:
04.10.2023

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.