

PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 05-06/2022





Lieber Leser/-in,

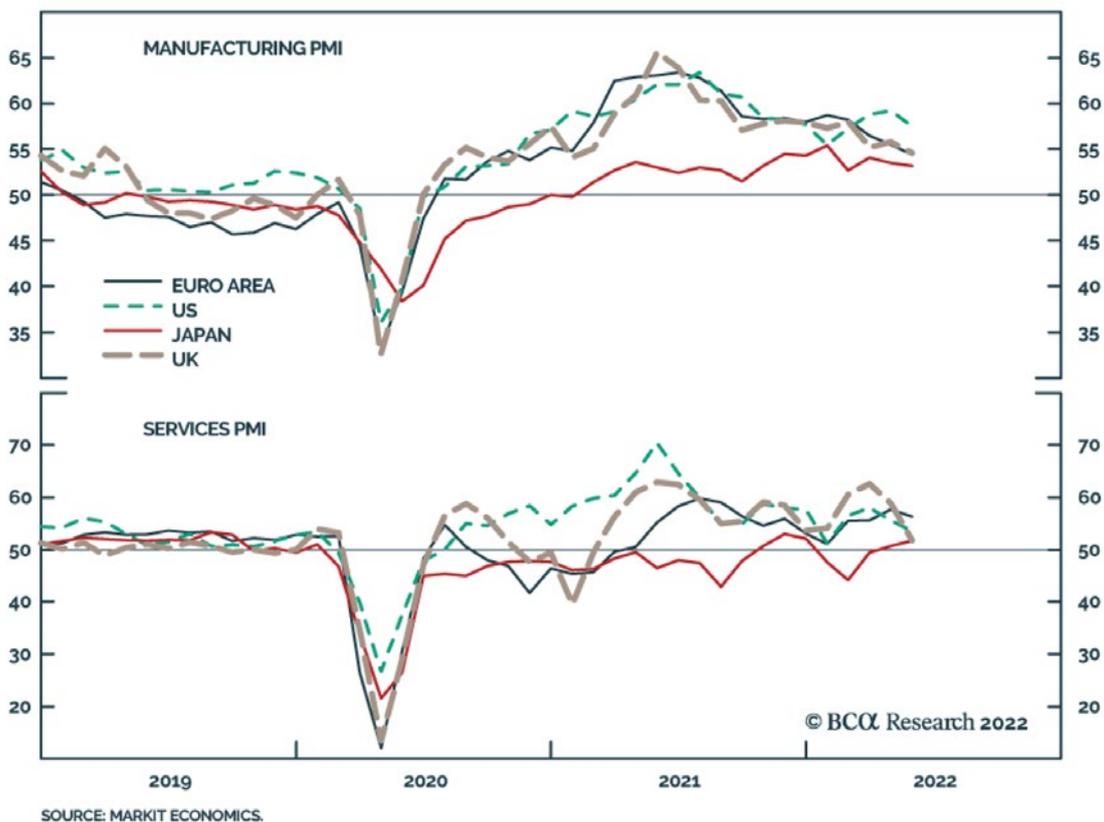
die Belastungsfaktoren für den Kapitalmarkt haben sich seit der letzten Ausgabe der Perspektiven nicht grundsätzlich verändert. Müsste man den Krisenherden Gesichter zuordnen, wären es die von US-Notenbankpräsident Jerome Powell (stellvertretend für Zinserhöhungen), von Chinas Ministerpräsident Ji Ying Ping (stellvertretend für COVID-19) und vom russischen Aggressor Wladimir Putin. Eigentlich hängt alles mit allem zusammen und alles hat zuvorderst einen unkalkulierbaren politischen Anstrich, der Unsicherheit unter den Anlegern geradezu schürt.

Allen voran war es die Entwicklung der Inflation und die harsche Reaktion der US-Notenbank darauf, die das Geschehen an den Kapitalmärkten beeinflusst haben. Inzwischen wurde die Angst vor einer weiteren Zunahme der Inflation von der vor einer Rezession abgelöst – gerade in Europa, weil ein Importstopp von russischem Erdgas

nicht sofort vollständig substituiert werden könnte und man daher mit einem teilweisen Stillstand in der Industrie rechnen müsste. Parallel steht mit den regionalen Lockdowns in China eine weitere Verschärfung der ohnehin schon gravierenden Lieferkettenprobleme vor der Tür. Denn nach Angaben des Instituts für Weltwirtschaft in Kiel und des Rotterdamer Hafens ist die Zahl der aus China Richtung Westen fahrenden Schiffe bereits gesunken. Schätzungen ergeben, dass im Shanghaier Hafen allein im April eine viertel Million für den Export in alle Welt bestimmte Container nicht verladen wurden. Die Auswirkungen werden daher sowohl Verbraucher als auch Industrie spüren. Denn weltweit verkauft der Einzelhandel eine große Auswahl von in China hergestellter Produkte, angefangen von Elektronik über Möbel und Kleidung bis hin zu Spielwaren. Gerade die Industrie ist von einer Reihe chinesischer Vorprodukte abhängig.

Flash-PMIs im Rückwärtsgang

Grafik 1





Die Mitte Mai veröffentlichten Flash-PMIs (Einkaufsmanager-Indices) zeigen in den meisten Industrieländern zwar eine allgemeine Verlangsamung im Dienstleistungssektor und im verarbeitenden Gewerbe, aber mit einem Indexstand von über 50 Punkten sind sie immer noch im expansiven Bereich. In Japan stieg der Dienstleistungs-PMI im April von 50,7 auf 51,7, während er sich in den USA (53,5), der Eurozone (56,3) und Deutschland (56,3) auf einem immer noch hohen Niveau einpendelte. Diese Regionen meldeten jedoch einen Wiederanstieg der Nachfrage nach Dienstleistungen - insbesondere im Tourismus und bei Freizeitaktivitäten -, da die pandemiebedingten Einschränkungen auslaufen. Der britische PMI für den Dienstleistungssektor fiel hingegen von 58,9 im März auf 51,8 im April und lag damit deutlich unter den Erwartungen von 57.

Die PMI des verarbeitenden Gewerbes gingen allesamt nach unten - in den USA von 59,2 im März auf 57,5, in der Eurozone von 55,5 auf 54,4, im Vereinigten Königreich von 55,8 auf 54,6 und in Japan von 53,5 auf 53,2 zurück. Der PMI für das verarbeitende Gewerbe in Deutschland blieb mit 54,7 weitgehend unverändert und lag damit leicht über den Erwartungen von 54. Alle Regionen meldeten einen erhöhten Inflationsdruck, eine geringere Produktion und längere Lieferzeiten vor dem Hintergrund des Krieges in der Ukraine und der Lockdowns in China. In dem Bemühen, die höheren Auftragsbestände zu bewältigen, nahm auch die Beschäftigung zu.

An den Kapitalmärkten keimte zuletzt wieder etwas Optimismus auf. So haben sich die Aktienindices ebenso stabilisieren können wie die Anleihenmärkte. Dort sind die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen wieder gesunken, weil sich zukünftig wieder ein Rückgang der Inflationsraten herauskristallisiert. „Sell in May“ dürfte dieses Mal der falsche Ratschlag sein.

Herzlichst,
Ihr

Norbert Hagen.



Facetten eines Angebotsschocks

Der Mai war ein schmerzhafter Monat für den Aktienmarkt. Weltweit fielen die Aktien in US-Dollar berechnet um mehr als 4 %, dieses Mal angeführt von den USA. Der Ausverkauf im Mai trieb die globalen Aktien - bezogen auf den Jahresverlauf - nahe an die Demarkationslinie zwischen Korrektur und Baisse.

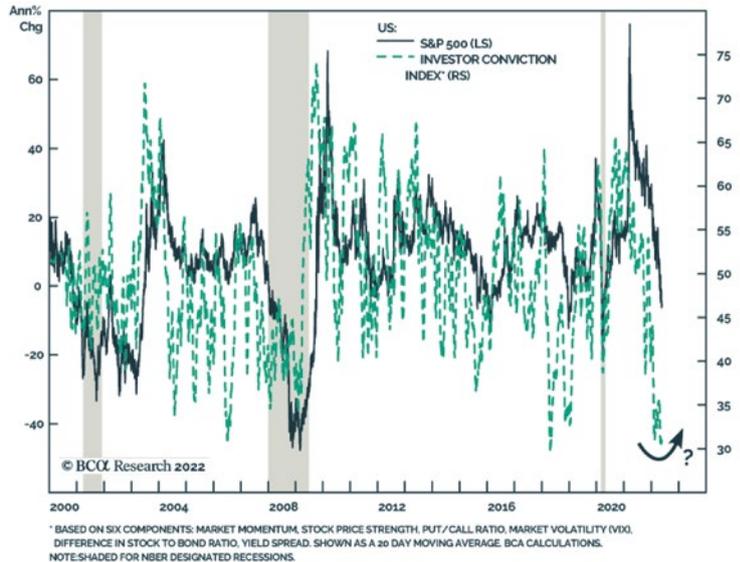
Die Wissenschaft hatte schon im vergangenen Jahrhundert den Zusammenhang zwischen der Veränderung von Aktienkursen und Zinsen in Abhängigkeit vom Inflationsniveau erforscht und kam zu dem Ergebnis, dass bei einer Inflation von mehr als 1,5 - 2 % Aktien- und Anleihekurse positiv korrelieren, also steigende Zinsen zu fallenden Aktien führen. Umgekehrt verhält es sich, wenn das Inflationsniveau unter dieser Marke liegt. Dann führen steigende Zinsen auch zu höheren Kursen bei Aktien. Derart niedrige Inflationsraten fallen in der Regel mit Rezessionen zusammen, wo ein Zinsanstieg eine Verbesserung der Konjunktur signalisiert und Aktien interessant macht. Zuletzt befanden wir uns aber in der erstgenannten Phase: steigende Zinsen und fallende Aktienkurse, weil die Inflation weit über der 2 %-Marke liegt – in Deutschland waren es im Mai immerhin 7,9 %, in Euroland sogar 8,1 %.

Dass eine bedeutende Untergewichtung von Aktien in der Allokation derzeit allerdings keinen Sinn ergibt, machen wir an drei Erwartungen fest: (1) die Vermeidung einer Rezession in den USA im kommenden Jahr, (2) eine Fortsetzung der russischen Erdgasexporte in die wichtigsten europäischen Länder, die auf Gas angewiesen sind, und (3) die Ankündigung der chinesischen Entscheidungsträger, entweder erhebliche zusätzliche Konjunkturimpulse in ihrer traditionellen Form oder einer einkommensstützenden Politik der Art, wie sie in den entwickelten Volkswirtschaften in der Anfangsphase der COVID-19 Pandemie vorherrschten. Bestätigen sich diese Erwartungen, sollte die Aktienquote sogar wieder erhöht werden, insbesondere, weil Aktien zuletzt als Reaktion auf die Wachstumsängste verkauft worden waren.

Auch aus konträrer Sicht gibt es Argumente für Aktien. So ist die Stimmung der Anleger, die auf einem mehrjährigen Rekordtief steht - erfasst durch den „Investor Conviction Index“ unseres Partners BCA Research - ein positives Signal für die Aussichten von Risikoanlagen. Die Performance von Aktien wird sich wahrscheinlich verbessern, wenn die Kräfte, die sie nach unten gedrückt haben, nachlassen und der Pessimismus zurückgeht. Das lässt sich am Beispiel der Vereinigten Staaten im Folgenden gut zeigen.

Extremer Pessimismus unter den Investoren

Grafik 2



In den USA hat man mehr Angst vor einer Rezession als vor weiter steigenden Zinsen. Das zeigt auch der Immobilienmarkt, wo die Wohnungsmarktdaten deutlich unter den Erwartungen lagen. Rückläufiges Wachstum und steigende Realrenditen bei den Anleihen waren in der zurückliegenden Dekade häufig die Ursache für Kursrückgänge. Dieses Mal scheinen es „nur“ Ängste vor einer Wachstumsabschwächung zu sein, die sich aus dem starken Rückgang des Conference Board US leading economic indicator (LEI) generierten. Und während sich die schwächsten Komponenten des LEI im April durchschnittlich sogar geringfügig verbessern konnten, kam es zu einem Einbruch in den Reallöhnen. Das steht im Einklang mit dem Absturz von US-Einzelhandelsaktien wie Walmart, Target, GAP und anderen und untermauert die These, dass die hohe Inflation die Kaufkraft der privaten Haushalte untergraben und ein Rückgang der realen Ausgaben kurzfristig bevorstehen könnte.

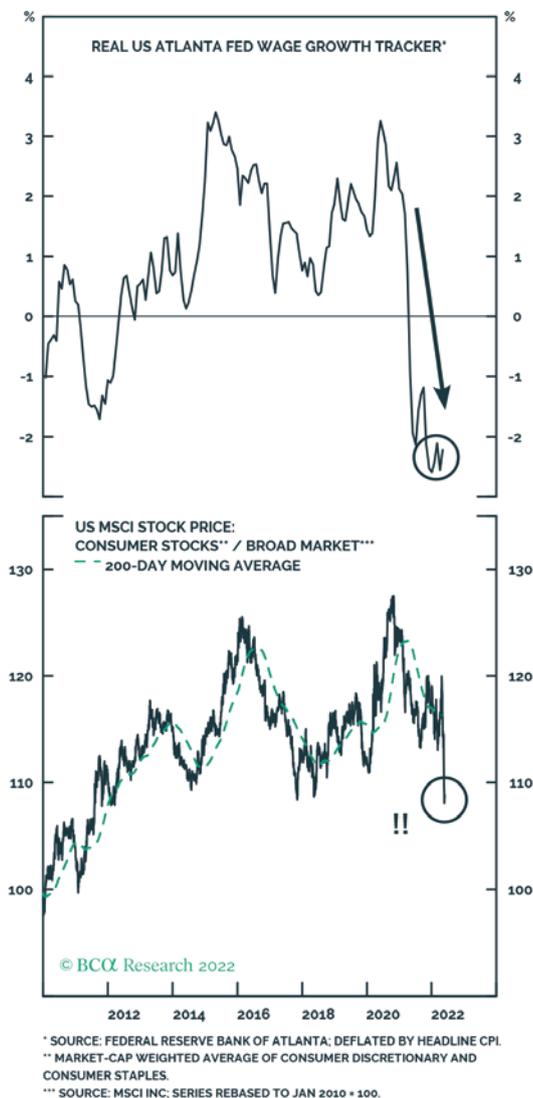
Doch die vorliegenden Daten über Konsumausgaben im zweiten Quartal sprechen lediglich von einer geringfügig unter Trend liegenden Wachstumsrate. Würde man in der Berechnung die Komponente „Veränderung der Vorräte“ einmal weglassen, kämen im zugrundeliegenden Modell der Atlanta Fed annualisierte 3 % heraus.

Erwähnenswert dabei ist auch, dass sich seit dem zweiten Halbjahr 2021 die realen persönlichen Konsumausgaben wieder erhöht haben und das reale persönliche Einkommen im ersten Quartal stabilisieren konnte.



Überschrift „Ausverkauf bei US-Konsumaktien wegen Rückgang in den Reallöhnen

Grafik 3



Die Industrieproduktion des verarbeitenden Gewerbes in den USA stieg im April stark an, angeführt vom Fahrzeugbau. Die Qualität dieses Indikators ist unbestritten schlecht und kann nicht unbedingt gegen eine bevorstehende Rezession sprechen. Ein Aufschwung in der Fahrzeugproduktion ist jedoch ermutigend, da er darauf hindeutet, dass der 15%ige Anstieg der Neuwagenpreise im letzten Jahr, der zur Erosion der Realeinkommen der privaten Haushalte beitrug, sich möglicherweise umkehren wird.

Auch die Ausgaben für Dienstleistungen werden sich in den USA wieder auf das Niveau vor der Pandemie erhöhen, da Lieferungen des antiviralen Medikaments Paxlovid von Pfizer weiter zunehmen und Impfstoffe auch für Kinder unter sechs Jahren zugelassen werden. So haben die Amerikaner sicher nicht aufgehört ins Fitnessstudio, in Vergnügungsparks, ins Kino, auf Konzerte oder zum Zahnarzt zu gehen.

Sie werden auch nicht aufhören zu reisen. Es gibt eine Debatte, ob die Auswirkungen des Trends zum Arbeiten von zu Hause aus auf die Höhe der Dienstleistungsausgaben ausstrahlen, aber im Wesentlichen werden alle Ausgabenkategorien, die nur von den Reaktionen der Verbraucher auf die Delta- und Omicron-Wellen der Pandemie betroffen waren, weiter aufholen. Weithin verfügbare Behandlungsmöglichkeiten, die die Sterblichkeitsrate infolge der Grippe senken, werden von der Öffentlichkeit als wirksames Ende der Pandemie wahrgenommen. Basierend auf Hochfrequenzdaten von OpenTable zeigt die Zahl der Gäste in Restaurants keine größeren Verluste in den Ausgaben der US-Verbraucher. Man muss wissen, dass die inflationsbereinigten Ausgaben in Restaurants in den letzten zwei Jahrzehnten stark mit den gesamten realen persönlichen Konsumausgaben korrelierten.

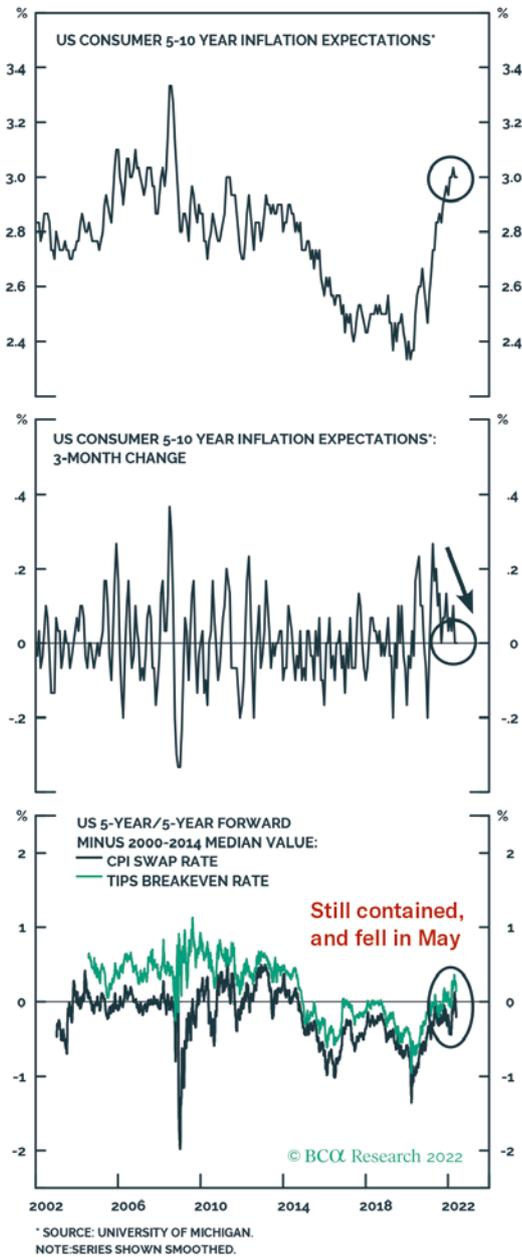
Ein letzter Punkt bezüglich des Risikos einer Rezession in den USA ist besonders bedeutsam: die jüngste Entwicklung der Inflationserwartungen auf Drei-Monats-Basis weist auf einen potenziell bevorstehenden Höhepunkt hin. Steigende Inflationserwartungen prägen das Verhalten der Marktteilnehmer und führen so langfristig zu einem wirklichen Preisanstieg und umgekehrt.

Die Grafik zeigt jedoch, dass die Dynamik der langfristigen Inflationserwartungen der privaten Haushalte nun nachzulassen beginnt, und dass die langfristigen marktbasierten Inflationserwartungen als Reaktion auf eskalierende Wachstumsängste zurückgingen. Die Verlangsamung des Anstiegs der Kernverbraucherpreise führt zu einem weiteren Rückgang der langfristigen Inflationserwartungen. Das wiederum beeinflusst auch die an die US-Notenbank Fed gerichteten Erwartungen für die Erhöhung des Leitzinses. Derzeit geht man noch davon aus, dass die Fed den Leitzins bis Ende des Jahres auf ein Niveau anheben wird, das noch über dem liegt, was Jerome Powell auf der Pressekonferenz der Fed im Mai angedeutet hat: ein Zielband für die Fed von 2,5 bis 2,75 Prozent, was zwei weiteren Anhebungen um weitere 50 Basispunkte und drei Anhebungen um 25 Basispunkte Anhebungen auf den FOMC-Sitzungen im September, November und Dezember entspricht. Sicher wird die Erwartung des Marktes für Zinserhöhungen in diesem Jahr sinken, wenn sich die monatliche Kerninflation weiter verlangsamt. Die Fed selbst könnte bald ein weniger intensives Tempo der Straffung signalisieren, als Powell kürzlich andeutete – eine Perspektive, die unseres Erachtens durch das Protokoll der FOMC-Sitzung vom Mai untermauert wird. Das würde es der US-Wirtschaft ermöglichen, die jüngste Anpassung der Zinssätze mit weniger Unsicherheit über die wirtschaftlichen Aussichten zu verdauen, was die Wahrscheinlichkeit, dass die aktuelle „Verlangsamung in der Mitte des Konjunkturzyklus“ in eine ausgewachsene Rezession übergeht.



Langfristige Inflationserwartungen erreichen Wendepunkt

Grafik 4



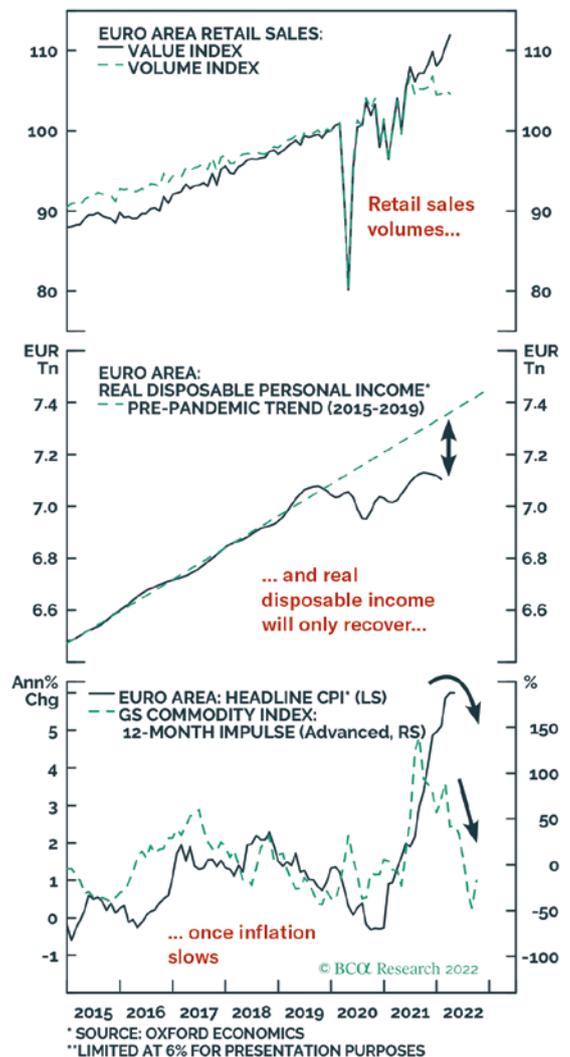
Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass die globale Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat. Das globale Wachstum dürfte im Laufe dieses Jahres wieder anziehen, da die Engpässe in der Versorgungskette nachlassen. Die Kombination aus sinkender Inflation und angebotsseitigem Wachstum dürfte ein Sprungbrett für Aktien sein. In einem solchen Umfeld und ohne das Aufflammen bekannter und/oder neuer Krisenherde könnten Aktien in den nächsten 6 bis 12 Monaten um 15 bis 20 % steigen. In der Vergangenheit waren aber nicht US-Titel die Gewinner, insbesondere, weil der US-Dollar nachgab.

Bislang bleibt es eine offene Frage, wie stark Russland bereit ist, seine Erdgasexporte als Reaktion auf ein scheinbar bevorstehendes europäisches Embargo gegen russisches Öl proaktiv zu nutzen und ob Russland diese Strategie jetzt oder später anwenden wird. Im Moment dürfte sich die Wirtschaft des Euroraums verlangsamen und im zweiten Quartal wahrscheinlich sogar schrumpfen, wenn der Import russischen Gases plötzlich eingestellt werden sollte.

Chinas Null-Toleranz-Politik bei COVID hat es nicht geschafft, die Krankheit einzudämmen, und es ist nun klar, dass es in den kommenden Monaten zu immer mehr Ausbrüchen im ganzen Land kommen wird. Als Basisszenario gilt, dass zusätzliche fiskalische und monetäre Unterstützung erfolgen wird, wenn die Ausbreitung der Krankheit wie erwartet voranschreitet. Das würde Aktienkurse genauso wie die globale Konjunktur weltweit belasten.

Euroregion – Inflation schwächt sich ab

Grafik 5





Die Warnindikatoren für einen Rückgang der Gewinnspannen haben sich im letzten Monat zwar verschlechtert, rückläufige Gewinnspannen im S&P 500 sind daher wahrscheinlich. Dennoch sollte ein größerer Kurssturz ausbleiben. Wir gehen davon aus, dass die Gewinne des S&P 500 im kommenden Jahr mit einer niedrigen einstelligen Rate wachsen werden.

Man mag argumentieren, dass sich Aktien hinsichtlich ihrer Ertragsbewertung (KGV) global entscheidend verbilligt haben und daher schon attraktiv sind. Spätestens hier übersieht man, dass eine konjunkturbedingte Verlangsamung des Geldmengenwachstums in der Regel mit einer Verringerung des Kurs-Gewinn-Verhältnisses einhergeht. Bislang gibt es noch keine Anzeichen für eine Umkehr und damit des Abwärtstrends bei den Ertragsmultiplikatoren. Rein aus einem Anstieg der Bewertungen werden also höhere Kurse nicht geboren werden.

Seit Jahresanfang haben sich Value-Aktien um 23 % besser entwickelt als Wachstumswerte. Das zeigte sich auch an der Outperformance von Länderindices wie UK und USA. So war es für die Marktteilnehmer relativ ungewohnt die US-Aktienindices wie Nasdaq und S+P 500 mit minus 30 % und minus 20 % in der Spitze relativ weit hinten zu finden. Noch extremer fiel die Entwicklung lediglich bei den chinesischen Technologiewerten aus.

Seit der zweiten Maihälfte scheint sich das Blatt allerdings wieder zugunsten von Aktien zu wenden.

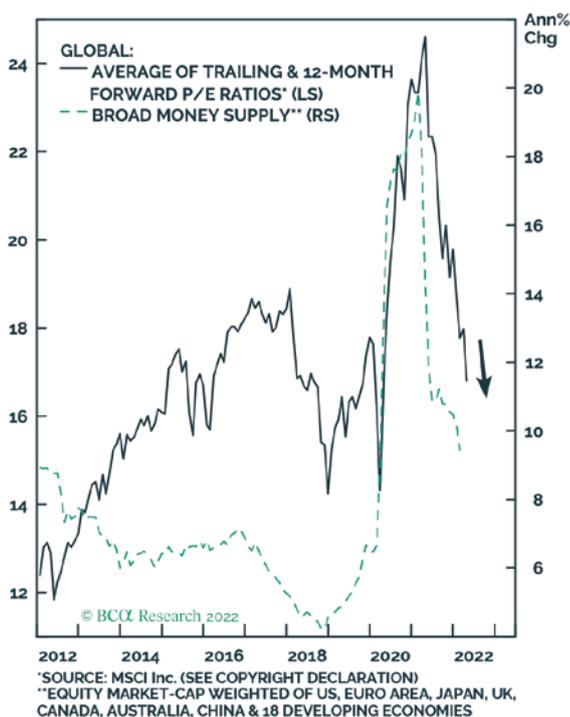
Grundsätzlich sehen die meisten Verbraucher einen dramatischen Kaufkraftverlust, der voraussichtlich zu einem geringeren Konsum führen wird. In der Tat ist das Verbrauchervertrauen angeschlagen, und es korreliert historisch mit den Ausgaben. Die Antwort auf die Frage, ob ein Abschwung unvermeidlich ist, hängt davon ab, ob es zu einer deutlichen Verschlechterung auf den Arbeitsmärkten kommt. Denn nur dann wäre ein größerer Abschwung und damit Kursrückgänge auch wahrscheinlich. Derzeit kann man allerdings noch davon ausgehen, dass sich der private Verbrauch über den Prognosehorizont hinweg relativ stabil entwickeln wird. **Das spräche für Titel aus dem Einzelhandel, für Fluglinien, Hotelketten sowie Hersteller langlebiger Konsumgüter wie Autos.** Einen potenziellen Ausgleich für den Kaufkraftverlust kann nur ein robuster Arbeitsmarkt bringen, auf dem Lohnzuwächse zum Tragen kommen. Eine anhaltende Schwäche der Verbraucherausgaben ohne einen sprunghaften Anstieg der Anträge auf Arbeitslosenunterstützung ist typischerweise nicht zu beobachten.

Die Hypothekenzinsen sind gestiegen, was sich auf den Wohnungsbau auswirkt, aber wir stellen fest, dass der Anteil des Wohnungsbaus am BIP geringer ist als zuvor. Hauspreise halten sich auf ihren Höchstständen, wobei der Umsatz sehr gering ist. Ein Polster aus ungenutzten Ersparnissen ist immer noch vorhanden, wobei die Sparquoten in den USA und Europa gerade wieder den langfristigen Durchschnitt erreicht haben und wieder zum Konsum genutzt werden könnten.

Abgesehen von den Aussichten für den Arbeitsmarkt liegt der Schlüssel für die Zukunft darin, wie sich der Keil zwischen der Verbraucherpreisinflation und den Löhnen entwickeln wird. Bislang hat sich die Gesamtinflation viel stärker beschleunigt als die Löhne, was den Druck auf die Verbraucher erhöht. In den nächsten sechs Monaten könnten sich diese Variablen wieder kreuzen, allerdings in einer günstigeren Weise. Die Gesamtinflation dürfte jetzt ihren Höhepunkt erreichen, und die Wachstumsraten dürften sich von ca. 8-9 % auf 4 % Anfang nächsten Jahres und 1-3 % bis Ende nächsten Jahres halbieren. Auf der anderen Seite steigt das Lohnwachstum langsamer, ist aber beständiger und könnte bis ins nächste Jahr hinein über den Inflationsraten bleiben, insbesondere wenn keine Rezession eintritt. Sollte dies der Fall sein, würde dies die Verbraucher in einem viel günstigeren Licht erscheinen lassen als derzeit.

Fallen die KGVs weltweit weiter?

Grafik 6

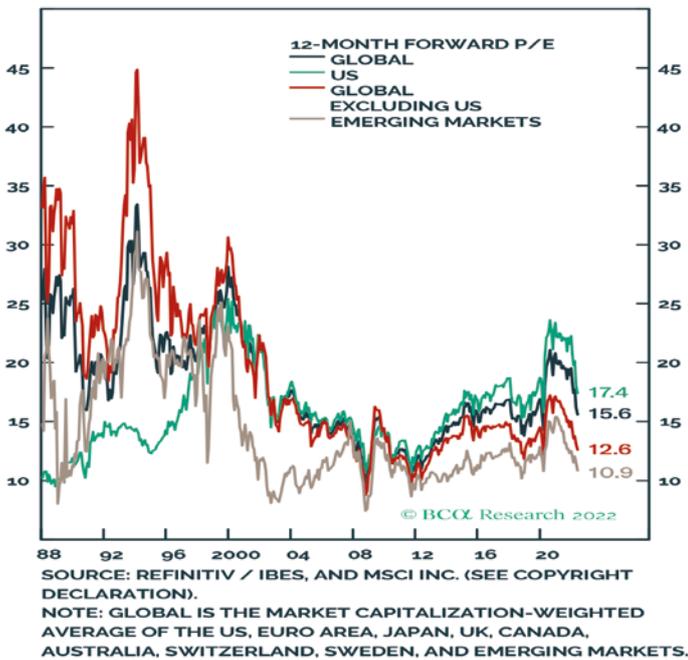




Bislang holt auch der Dienstleistungssektor auf. Das zeigen auch Hochfrequenzdaten zu den Kreditkartenausgaben. Es gibt tendenziell eine Verschiebung der Ausgaben von Waren hin zu Dienstleistungen und Reisen. Interessanterweise sind die Ausgaben für Flugtickets über das Niveau von 2019 gestiegen. Zyklische Konsumgüter wie Autos und Reisen&Freizeit/Airlines hatten das Jahr gut begonnen und gehörten zu den besten Performern, um dann die Gewinne wieder abzugeben, als sich die geopolitische Lage verschlechterte. Ihre Bewertungen befinden sich nun in der Nähe von Rekordtiefs. Der Einzelhandelssektor ist nach wie vor eng mit dem Verbrauchervertrauen verknüpft, das sich ebenfalls einem Tiefstand nähern könnte. Er hat sich bereits relativ schlecht entwickelt, eine Reihe von Gewinnwarnungen im Einzelhandelssektor liegt nun größtenteils hinter uns.

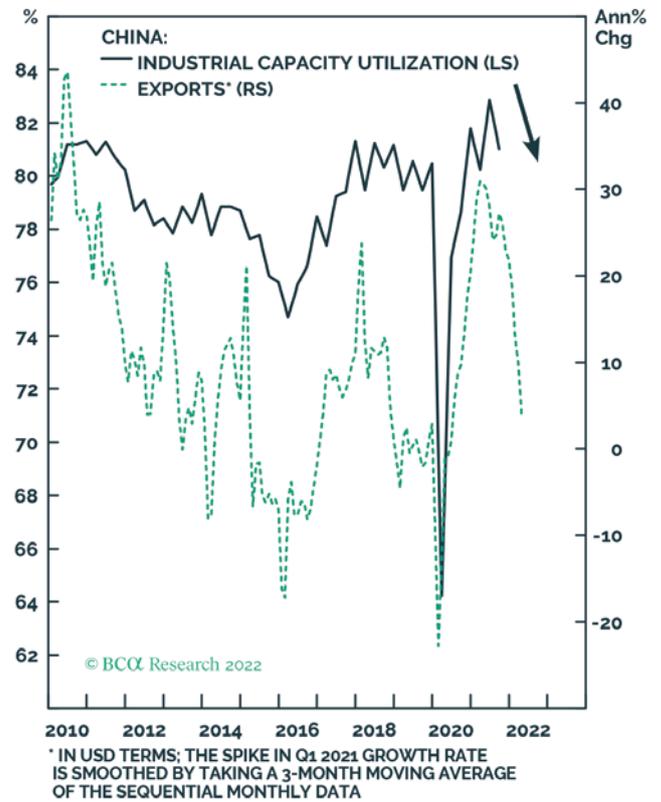
Attraktivere KGVs global wieder erreicht

Grafik 7



Produktion und Kapazitätsauslastungen im Gegenwind von sinkenden Exporten

Grafik 8



China: leichte Erholung im zweiten Halbjahr

Vorsicht war bei chinesischen Aktien in den letzten Monaten der einzig richtige Ratschlag. Das vom chinesischen Premierminister Anfang des Jahres gesetzte BIP-Wachstumsziel von 5,5 Prozent wird mit großer Wahrscheinlichkeit verfehlt werden; die US-Investmentbank JP Morgan rechnet mit einem Wachstum von 4,3 %. Unter den politischen Entscheidungsträgern rumort es, wie die Zinssenkungen in den letzten Wochen zeigten. Darüber hinaus bestand das Hauptrisiko im vergangenen Jahr in der regulatorischen Unsicherheit. Nach dem Motto „Wohlstand für alle“ überzog die Regierung die bis zu diesem Zeitpunkt sehr erfolgreichen chinesischen Tech-Konzerne mit neuen Gesetzen und überraschenden Untersuchungen. Als nun auch noch Null-COVID-Lockdowns hinzukamen, flüchtete auch der harte Kern der Anleger aus Aktien. Auf dem aktuell gedrückten Niveau könnte sich ein Einstieg langsam wieder lohnen. Die chinesischen Aktien haben vor kurzem den tiefsten Stand seit Tiefststand erreicht, sogar einschließlich 2015.



Die Konjunkturdaten vom April zeigten einen breit angelegten Rückgang der chinesischen Wirtschaft. Das Kreditwachstum brach angesichts des Rückgangs der Nachfrage ein. Die Ausweitung der Bankkredite verlangsamte sich so stark wie seit fast fünf Jahren nicht mehr, und die jährliche Veränderung bei den neuen Krediten für private Haushalte sank auf einen historischen Tiefstand.

Die Exporte haben sich im April stark verlangsamt. Chinas Exportsektor hat mit Gegenwind durch die Unterbrechung der Lieferkette im Zusammenhang mit Omicron und der schwächeren weltweiten Nachfrage nach Waren zu kämpfen. Das Exportwachstum wird sich nach der Wiederaufnahme der Geschäftstätigkeit in Chinas Großstädten erholen, dürfte sich jedoch ab 2021 verlangsamen, da die Auslandsnachfrage nach Gütern schwächer wird.

Die Notenbank senkte Ende Mai den 5-Jahres-Leitzins (LPR) um 15 Basispunkte, nachdem sie die Untergrenze für Erstwohnungshypotheken auf 20 Basispunkte unter den Leitzins gesenkt hatte. Diese Maßnahmen werden dazu beitragen, den anhaltenden starken Rückgang auf dem Immobilienmarkt zu stoppen. Angesichts der kurzfristigen Störungen im Zusammenhang mit Covid-19 und dem gedämpften Wachstum der Haushaltseinkommen werden diese Maßnahmen allein jedoch nicht zu einer starken Erholung der Wohnungsnachfrage führen.

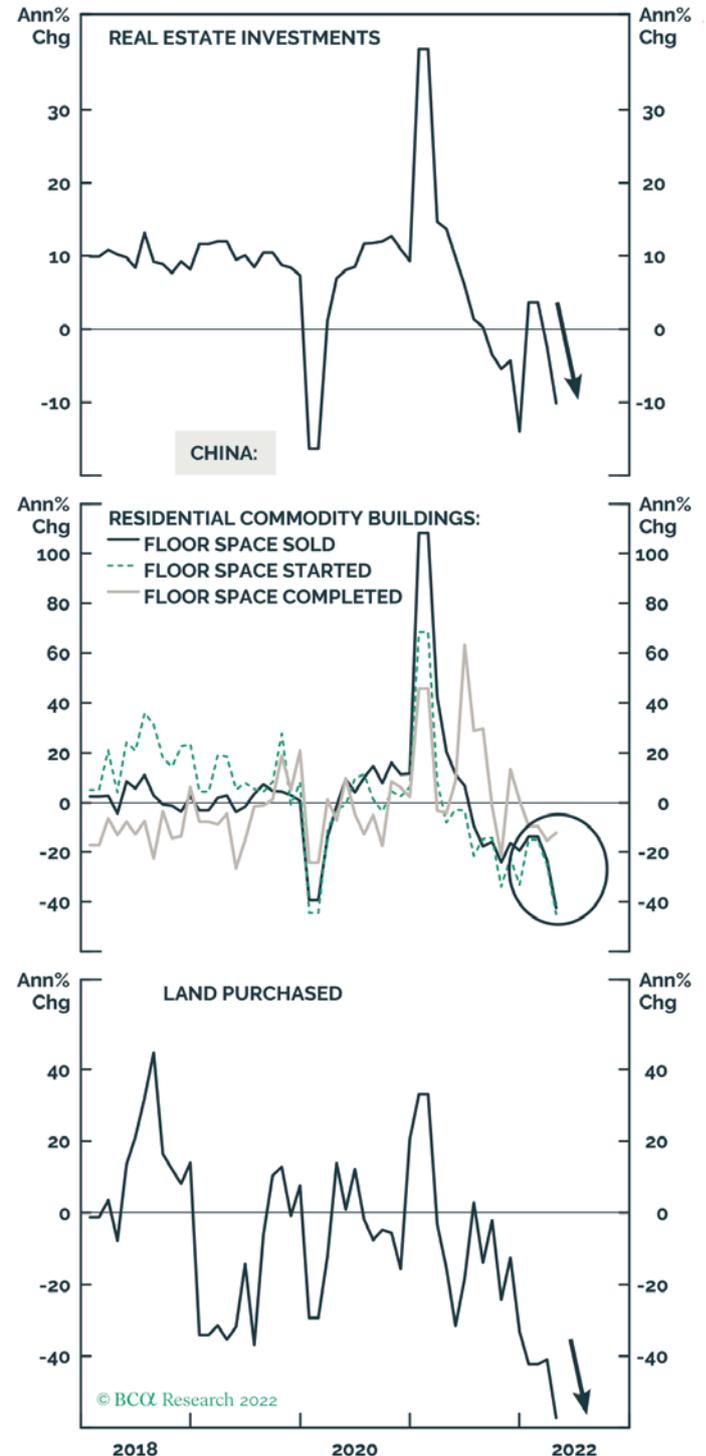
Ohne größere Einschränkungen wird die chinesische Wirtschaft ihren Tiefpunkt wahrscheinlich Mitte 2022 erreichen. Wir erwarten eine gedämpfte Erholung in der zweiten Jahreshälfte, trotz einer Beschleunigung der politischen Lockerung. Aus zyklischer Sicht empfehlen wir weiterhin eine neutrale Allokation in chinesischen Onshore-Aktien in einem globalen Portfolio.

Technisch gesehen kann die positive Reaktion der Anleger auf die besser als erwartet ausgefallenen Daten vom chinesischen Einkaufsmanagerindex (PMI) wieder Mut machen. Der zeigte zwar einen weiteren Monat des Rückgangs im Dienstleistungssektor und im verarbeitenden Gewerbe, aber eben in geringerem Tempo.

Zum besonderen Problem entwickelte sich der chinesische Immobilienmarkt, wo das Überangebot an Wohnungen zwischenzeitlich auch auf die Preise durchgeschlagen hat. Der Umsatz ging um rund 40 % zurück. Noch gravierender brachen die Umsätze für Bauland ein. Hier hat sich ein bedeutender Bremschuh für die Binnenkonjunktur entwickelt, den Regierung und Notenbank auch mittelfristig ausräumen müssen.

Weitere Verschlechterung bei den Indikatoren für Wohnimmobilien im April

Grafik 9





Asset Allokation: mehr Anleihen?

Das nach Ländern gestaffelte Allokationsmodell unseres kanadischen Partners BCA Research zeigt zum Monatsbeginn Juni im Vergleich zur letzten Ausgabe der Perspektiven Anfang April eine bedeutende Reduzierung der Aktiegewichtung zu Gunsten der Staatsanleihen – allen voran den US-Treasuries. Unweigerlich fällt einem hierzu das Bonmot „Sell in May and go away“ ein.

Rund 17 % weniger Aktien rekrutieren sich aus einer Umkehrung der Übergewichtung von US-Aktien in eine Untergewichtung und gleichermaßen in der Euroregion und in Australien. Letztgenannte ist nun sogar 20 % unter ihrer Benchmark-Gewichtung. Lediglich die rohstofflastigen Aktienindices von Kanada und dem Vereinigten Königreich bleiben weiterhin überrepräsentiert.

Staatsanleihen sind laut dem Modell für die nächsten Wochen eindeutig die bessere Wahl, wenn es zu einem Abschwung käme.

Damit wäre auch ein Anstieg der Kapitalmarktrenditen vom Tisch. So sind US-Treasuries sogar 50% höher gewichtet als ihre Benchmark. Aber auch in der Euroregion liegt die Quote leicht übergewichtet. Nur in Japan hat sich die Untergewichtung der Staatsanleihen weiter ausgebaut.

Das Modell hat in den beiden Assetklassen Aktien und Anleihen jedoch Mindest- und Maximalgewichtungen. Bei Aktien sind das mindestens 50 %, maximal 70 %, bei Staatsanleihen mindestens 30 %, maximal 45 %.

Innerhalb der Aktienallokation finden zwei „Teilmodelle“ ihren Einsatz – eines nach Sektoren und eines nach Ländern. Das Sektormodell berücksichtigt das Markt-Beta des Sektors, die Dynamik, die Entwicklung der Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen, die Bewertungen sowie Signale aus Modellen für US-Dollar, globale Anleihen und Öl, um daraus Ranglisten zu generieren.

Derzeit sind wieder Basiskonsumgüter, Energie, Immobilien und Gesundheitswesen die Favoriten, neutral steht das Modell zu Grundstoffindustrien und Kommunikationsdienstleistungen und untergewichtet ist es in den übrigen Sektoren. Die generell sehr pessimistische Haltung des Modellkonvoluts gegenüber Aktien (reines Allokationsmodell ohne Mindest- und Höchstgewichtungen – sie steht bei mageren 9 % - gibt den defensiven gegenüber den zyklischen Sektoren den Vorzug und wertet folgerichtig den Basiskonsumgütersektor auf. Der bearische Oil Score (32%) führte zur Herabstufung von Grundstoffindustrien und schiebt Energie von der Top-Empfehlung auf Platz zwei unter Beibehaltung der Übergewichtung.

BCA Research Macro Quant Modell

Grafik 10

	Equities**			Bonds***			Cash****		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	36.6	32.2	-4.4	12.6	19.9	+7.2			
EURO AREA	4.8	3.8	-1.0	9.4	10.1	+0.7	0.4	0.5	+0.1
CORE	4.0	3.3	-0.8	5.8	6.3	+0.6			
PERIPHERY	0.8	0.5	-0.3	3.6	3.8	+0.1			
U.K.	2.4	2.9	+0.6	2.5	3.1	+0.5	0.4	-0.5	+0.1
JAPAN	3.3	2.2	-1.1	9.3	8.9	-0.4	0.4	-0.5	+0.1
CANADA	2.0	2.5	+0.5	0.7	0.4	-0.3	0.4	0.5	+0.1
AUSTRALIA	1.2	0.9	-0.3	0.6	0.4	-0.2	0.4	0.5	+0.1
OTHER DM	3.4	3.0	-0.4	0.5	0.5	+0.0	0.4	0.5	+0.1
EMERGING ASIA	5.3	3.9	-1.3	1.3	1.1	-0.2			
LATIN AMERICA	0.6	0.5	-0.2	0.2	0.2	-0.0			
OTHER EM	0.5	0.4	-0.1	0.2	0.2	-0.0			
TOTAL	60.0	52.2	-7.8	37.5	44.8	+7.3	2.5	3.0	+0.5

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

** IN USD TERMS.

*** CURRENCY-HEDGED.

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

NOTE: NUMBERS MAY NOT ADD UP DUE TO ROUNDING.



Macro Quant Modell Teil Aktien nach Sektoren

Grafik 11

	2022-FEB	2022-MAR	2022-APR	2022-MAY	2022-JUN	LEGEND
CON. STAPLES	9.9% (2.6%)	9.7% (2.4%)	8.1% (1.1%)	11.7% (4.1%)	12.4% (5.0%)	++
ENERGY	6.8% (2.8%)	7.0% (2.9%)	7.2% (3.0%)	7.9% (3.3%)	8.8% (3.6%)	++
REAL ESTATE	3.2% (0.4%)	3.3% (0.5%)	2.9% (0.1%)	4.2% (1.3%)	4.1% (1.3%)	+
HEALTH CARE	15.4% (2.9%)	15.1% (2.5%)	13.8% (1.0%)	18.7% (5.5%)	17.6% (4.1%)	+
BASE MATERIALS	5.3% (1.0%)	5.4% (1.1%)	6.3% (1.8%)	6.2% (1.6%)	5.3% (0.6%)	=
COMM. SERV.	7.1% (-1.0%)	8.8% (0.7%)	9.6% (1.7%)	9.7% (2.3%)	7.6% (0.1%)	=
UTILITIES	3.0% (0.2%)	3.3% (0.6%)	2.9% (0.0%)	3.0% (-0.1%)	3.2% (0.0%)	=
INDUSTRIALS	8.2% (-2.0%)	8.2% (-1.8%)	9.2% (-0.9%)	7.7% (-2.2%)	8.4% (-1.5%)	-
TECHNOLOGY	17.2% (-4.9%)	18.3% (-4.3%)	18.0% (-4.5%)	13.3% (-8.6%)	17.5% (-3.9%)	-
CON. DISC.	8.9% (-2.7%)	8.4% (-3.2%)	8.1% (-3.5%)	7.3% (-4.0%)	6.6% (-4.0%)	--
FINANCIALS	15.0% (0.7%)	12.6% (-1.5%)	13.9% (0.2%)	10.3% (-3.2%)	8.5% (-5.3%)	--

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

Nach Ländern sortiert verlor Australien im Ranking, während das Vereinigte Königreich und Kanada sich behaupten konnten. Die USA finden nur noch eine neutrale Gewichtung. Untergewichtet ist das Modell in Indien, Deutschland und China.

Das Modell bleibt aufgrund der Momentum-Komponente positiv für das Vereinigte Königreich und Kanada. Der US-Aktien-Score brach ein und stufte die USA auf neutral herab. Frankreich und Italien wurden aufgrund des positiven Momentums und eines Anstiegs des Euro-Scores von untergewichtet auf neutral heraufgestuft.

Macro Quant Modell Teil Aktien nach Ländern

Grafik 12

	2022-FEB	2022-MAR	2022-APR	2022-MAY	2022-JUN	LEGEND
CANADA	4.8% (1.4%)	5.1% (1.6%)	5.1% (1.4%)	4.7% (1.0%)	5.3% (1.5%)	++
UK	6.3% (1.8%)	6.4% (1.9%)	5.4% (1.1%)	5.6% (1.3%)	6.2% (1.7%)	++
AUSTRALIA	1.3% (-0.6%)	1.8% (-0.3%)	3.0% (0.7%)	2.7% (0.4%)	2.7% (0.4%)	+
US	73.2% (3.2%)	71.3% (1.2%)	73.0% (2.0%)	73.8% (2.4%)	70.3% (0.1%)	+
JAPAN	3.9% (-2.6%)	4.9% (-1.5%)	5.3% (-0.9%)	5.2% (-0.9%)	6.0% (-0.4%)	+
ITALY	0.7% (0.0%)	0.6% (-0.1%)	0.6% (-0.1%)	0.5% (-0.1%)	0.6% (-0.1%)	=
FRANCE	2.8% (-0.6%)	2.9% (-0.4%)	2.1% (-1.1%)	2.3% (-0.9%)	3.0% (-0.3%)	=
BRAZIL	0.5% (-0.1%)	0.5% (-0.2%)	0.6% (-0.1%)	0.6% (-0.1%)	0.6% (-0.1%)	=
INDIA	1.2% (-0.4%)	1.3% (-0.3%)	1.3% (-0.4%)	1.3% (-0.4%)	1.4% (-0.3%)	-
GERMANY	2.8% (0.2%)	2.7% (0.2%)	1.8% (-0.6%)	1.6% (-0.6%)	1.9% (-0.5%)	-
CHINA	2.0% (-2.3%)	2.0% (-2.2%)	1.8% (-2.1%)	1.7% (-2.0%)	1.9% (-2.0%)	--
RUSSIA	0.5% (0.0%)	0.3% (0.0%)	0.0% (0.0%)	0.0% (0.0%)	0.0% (0.0%)	--

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

In unserem ETF-Portfolio, das sich an den Länderallokationen des Makro Quant Modells von BCA Research orientiert, wurde über den Mai hinweg die Cashposition durch den restlichen Verkauf des Energie-ETFs von 19 auf 29 % angehoben. Wir weichen hier bewusst von der bereits beschriebenen Übergewichtung, die die verschiedenen Modelle ausweisen, ab und haben den Kursverdoppler bei den Ölkaktien nun komplett realisiert. Grund hierfür ist die Diskrepanz zwischen dem steigenden Ölpreis am Kassamarkt und der Entwicklung

der Ölkaktien, die hiervon seit Monaten nicht profitieren können. Gerade diese relative Schwäche könnte bei einer Entspannung der Lage zu einem Kursrückgang führen.

Es bleibt das Sorgenkind Russland-ETF, das derweil weiterhin mit rund 78 % Verlust in den Büchern steht. Mit rund 11 % Minus seit Jahresanfang hat sich das Portfolio im Vergleich einigermaßen gut geschlagen.



ICM 15er-Aktienportfolio

Im Depot befinden sich zurzeit dreizehn von fünfzehn möglichen Titeln. Die Konzentration bleibt weiter bei Energie- (Öl), Tech- und Finanz-Titeln. Die Übergewichtung dieser Branchen hat sich gerade in den letzten Wochen ausgezahlt. Die Energiepreise werden durch den Ukraine-Krieg und die daraus resultierenden Embargos und Lieferengpässe weiter auf dem hohen Niveau bleiben. Steigende Zinsen zur Inflationsbekämpfung helfen den Banken. Der Ausverkauf bei den internationalen Tech-Werten scheint beendet zu sein. Dieses Umfeld verhalf dem Portfolio zu einem Ergebnis von +5,37% YTD. Demgegenüber liegt seine Benchmark MSCI Welt bei einem Ergebnis von -8,49% für das laufende Jahr.

Nicht mehr im Portfolio:

Getrennt haben wir uns von unseren Gewinnbringer **TECK RESOURCES LTD.** Das in Kanada ansässige Minenunternehmen profitierte von extrem hohen Rohstoffpreisen und gewann fast 50% seit Jahresbeginn. Nach diesem rasanten Anstieg nahmen wir Gewinne mit und verbuchten einen Profit von 68%, bei einer Halte-dauer von fast genau einem Jahr.

Wieder im Portfolio:

Bausch Health Companies Inc. ist ein 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 Produkten (Kontaktlinsen, Intraokularlinsen, ophthalmochirurgische Geräte und ästhetische Geräte), die in etwa 100 Ländern vertrieben werden. Segmente: Bausch + Lomb umfasst den weltweiten Verkauf von Bausch + Lomb Vision Care Produkten. Salix umfasst den Verkauf von Magen-Darm-Produkten (GI) in den Vereinigten Staaten. Solta Medical umfasst den weltweiten Verkauf der ästhetischen Medizinprodukte von Solta.

Nachdem wir uns im März von Bausch Health zu rund 23 USD (glücklicherweise) getrennt hatten, sorgten verfehlte Umsatzprognosen des Unternehmens für das 1.Quartal 2022 für einen wahren Ausverkauf der Aktie unter 10 USD. Man meldete für das 1. Quartal einen Umsatz von 1,9 Mrd. USD und lag damit unter den Analystenschätzungen von 2 Mrd. USD. Das Unternehmen verzeichnete einen Verlust von 19 Cents pro Aktie, gegenüber einem Verlust von 1,71 Dollar pro Aktie im Vorjahr. Der geplante Börsengang von Bausch & Lomb als eigene Gesellschaft erfolgte in der Zwischenzeit mit einem Anteil von 10% der Aktien. Den Rest hält die Mutter Bausch Health nach wie vor im Bestand. Die Stammaktien wurden zu einem Emissionspreis von 18 USD pro Aktie für einen Bruttoerlös von insgesamt 630 Mio. USD platziert und stehen heute bei 16,7 USD. Damit wird die Tochter an der Börse mit immerhin 5,84 Mrd. USD bewertet. Die

Muttergesellschaft wird selbst derzeit mit nur gut 3,55 Mrd. USD bewertet. Dabei machte noch 2020 die Pharmasparte rund 45% des Umsatzes aus. Würde man die Unternehmensteile auf Basis der Bewertung der Tochter hochrechnen, kämen zu den Aktien von Bausch & Lomb im Wert von 5,25 Mrd. USD nochmals 4,78 Mrd. USD dazu. In Summe wären das gut 10 Mrd. USD - plus der erwähnte Erlös aus der Platzierung der Aktien von 630 Mio. USD. So würde sich ein Aktienkurs von ziemlich genau 30 USD errechnen lassen.

Neu im Portfolio:

Deutsche Bank AG ist das nach Bilanzsumme und Mitarbeiterzahl größte Kreditinstitut Deutschlands. Das Unternehmen mit Sitz in Frankfurt am Main 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. Nach den Sparkassen und der Gruppe der genossenschaftlichen Volks- und Raiffeisenbanken ist die Deutsche Bank in Deutschland die Nummer drei.

Die Deutsche Bank hat im ersten Quartal einen unerwartet hohen Gewinnanstieg von 17% verzeichnet, da die Erträge im Investmentbanking stiegen. Der Aktienkurs konnte dies aufgrund der makroökonomischen Unsicherheiten, vor allem im Zusammenhang mit dem Russland-Ukraine-Konflikt, nicht widerspiegeln. Die zugrunde liegende Unternehmensperformance ist aber sehr stark. Die Gewinne im 2. Quartal dürften weiter von steigenden Handelserträgen aufgrund der erhöhten Volatilität der Märkte profitieren. Noch wichtiger ist, dass die Zinssätze in der Eurozone steigen, wovon die Bank stark profitiert. Zudem befindet sich Bank wohl in ersten Gesprächen mit der Citigroup Inc. Über einen Verkauf Ihres Mexikogeschäfts. In Anbetracht des Aufwärtspotenzials, dass sich aus einer starken Performance der Investmentbank und höheren Zinsen ergibt, sehen wir die Deutsche Bank weiter als Outperformer.

Leonardo SpA (ehemals Finmeccanica) mit Sitz in Rom ist ein italienischer Luft- und Raumfahrt- sowie Rüstungskonzern, der zu den größten Rüstungsunternehmen der Welt zählt. Der Konzern beschäftigte 2020 rund 50.000 Mitarbeiter, davon die Mehrheit in Italien. Weitere bedeutende Standorte befinden sich in den USA, in Großbritannien, Frankreich, Polen und Deutschland.



Der geplante Anstieg der Rüstungsausgaben in Europa (speziell Deutschland) nach Russlands Invasion in der Ukraine sorgte für eine Steigerung der Aufträge im 1.Quartal 2022 um 10,8 % auf 3,8 Mrd. Euro zum Vorjahr. Das Ergebnis (EBITA) stieg um 39% auf 132 Millionen Euro. Leonardo rechnet mit 15 Mrd. Euro an neuen Aufträgen und einem EBITA von 1,18 bis 1,22 Mrd. Euro zum Jahresende. Die Umsätze wurden durch eine starke Leistung des Hubschraubergeschäft und durch höhere Produktionsvolumina in der Flugzeugsparte des Konzerns getragen. Wir sehen die Gruppe gut positioniert, sowohl in den europäischen Verteidigungsprogrammen als auch in den Märkten, in denen weitere Steigerungen der Militärbudgets zu verzeichnen sind.

Im Portfolio befinden sich die folgenden Titel:

Alibaba Group stieg in der vergangenen Woche stark an, nachdem sie ein über den Erwartungen liegendes Umsatzwachstum von 9 % gemeldet hatten. Die Anleger sorgen sich aber weiter über die wirtschaftlichen Kosten der umfassenden Abriegelungsmaßnahmen in China. Auch wurde die Aktie vom allgemeinen Tech-Selloff betroffen kommt so auf eine ernüchternde Performance von -21,3% YTD. Getrieben vom Ukraine-Krieg und dem dadurch rasant gestiegenen Ölpreis sind die Energietitel weiter die Profiteure. **BP Plc.** konnte sich trotz der Einführung einer „Windfall Tax“ der britischen Regierung gut behaupten und sieht ein Plus von ca. 30,3% YTD. Sie bleibt mit der englischen **Tullow Oil** mit 19,38% YTD und der brasilianischen Petrobras mit 29,87% YTD unser Favorit im Energiesektor. Tullow Oil erwartet weiter eine Jahresproduktion von 59-65.000 BOPD (Barrel pro Tag) und wird allgemein mit einem „BUY“ Rating und einem Kursziel von 80 GBp belohnt. **Petrobras** fielen kurzzeitig, nachdem der brasilianische Präsident Jair Bolsonaro eine umfassende Umstrukturierung des Vorstands plant. Grund ist seine Unzufriedenheit mit den hohen Kraftstoffpreisen. Die Dividendenrendite liegt auf diesem Niveau bei unglaublichen 25,6%. **China Everbright** kam mit dem restlichen chinesischen Markt unter Druck und verliert seit Anfang des Jahres 26,4%. Technisch befindet sich die Aktie in einer Bodenbildung und hat nun weiter eine attraktive Dividendenrendite von 7,3%. Die Situation beim chinesischen Versicherungskonzern **Ping An** wurde in den letzten Monaten geprägt durch die Probleme am chinesischen Immobilienmarkt. Die Aktie bewegt sich nun im Einklang mit dem Hongkonger Aktienmarkt und zeigt eine Performance von -13,8% YTD und eine Dividendenrendite von 5,8%. Die niederländische Beteiligungsgesellschaft **Prosus NV** mit Ihrem großen Anteil an chinesischen Techwerten (u.a. Tencent) ist weiter in der Phase einer Bodenbildung. Die Performance YTD liegt bei enttäuschenden -35,6% YTD. Eine Enttäuschung bleibt unser Engagement bei **Tencent Music**. Der regulatorische Druck der chinesischen Behörden, die andauernden Lockdowns in China und wach-

sende Konkurrenz hindern das Wachstum und belasten die Profitabilität. Das Minus von 40% YTD ist erschreckend. Auch enttäuschend bleibt die deutsche **SAP SE**, die z.Zt. ein Minus von ca. -24% YTD vorweist. Trotzdem behält die Aktie ein allgemeines „BUY“ Rating mit einem Kursziel von 125€. **UNICREDIT** konnte einige der Verluste durch die hohen russischen Abschreibungen wieder aufholen und steht nun bei einer Performance von -20% YTD. Die Investmentbank Goldman Sachs hat mit Blick auf steigende Zinsen im Euroraum UNICREDIT mit einem „BUY“ Rating und einem Kursziel von 18,5€ versehen.

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.

BP p.l.c. ist im globalen Energiegeschäft tätig. Das Unternehmen produziert Treibstoff für den Transport, Energie für die Industrie und petrochemischen Produkten, aus denen Alltagsgegenstände wie Farben, Kleidung und Verpackungen hergestellt werden. BP profitiert vom wieder erstarkenden Ölpreis.

China Everbright Environment Group Ltd ist eine Investmentholding, die in China hauptsächlich im Energie- und Infrastrukturgeschäft tätig ist. Das Unternehmen betreibt seine Geschäfte in 4 Segmenten: 1. Bau und Betrieb von Abfallverbrennungsanlagen 2. integrierte Biomasse 3. Umweltwasserprojekte 4. allg. Umweltschutztechnologie.

Petrobras (Petróleo Brasileiro S.A.) ist ein brasilianisches halbstaatliches Mineralölunternehmen mit Sitz in Rio de Janeiro. Das Unternehmen betreibt Ölfelder und Raffinerien sowie petrochemische Anlagen und unterhält ein Tankstellennetz in Lateinamerika.

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

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.



SAP SE ist ein in Deutschland ansässiges Unternehmen für Unternehmensanwendungssoftware. Das Unternehmen bietet unter anderem Softwarelizenzen, Support-Services und Cloud-Anwendungen.

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. Anfang Juni gab Tullow Oil die Absicht bekannt, mit dem schottischen Ölförderer Capricorn Energy bekannt, der das Portfolio mit seinen Ölquellen in Ägypten und Mauretanien abrunden soll.

Grafik 14

15er Aktienportfolio														
Auslastung: 87%														
01.06.22														
No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2022 YTD	P/L total	ESG Grade		
1	BABA.K	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	USD	NYQ	26.01.21	264,00	96,05	-19,14%	-63,62%	C+		
2	BHC	BAUSCH HEALTH/d	Healthcare	CA0717341071	USD	NYQ	18.05.22	10,97	9,72	-64,80%	-11,39%	B+		
3	BP.L	BP/d	Energy	GB0007980591	GBP	LSE	02.06.20	326,30	432,5	30,86%	32,55%	A		
4	DBKGn.DE	DEUTSCHE BANK N	Financials	DE0005140008	EUR	GER	12.04.22	10,83	10,426	-5,37%	-3,73%	A		
5	0257.HK	EBENVIRONMENT/d	Utilities	HK0257001336	EUR	HKG	13.12.19	6,19	4,76	-23,96%	-23,12%	B-		
6	LDOF.MI	LEONARDO/d	Industrials	IT0003856405	EUR	MIL	13.04.22	10,03	10,17	61,43%	1,43%	A		
7	PBR	PETROLEO BRASI/d	Energy	US71654V4086	USD	NYQ	05.02.21	11,27	13,88	26,41%	23,16%	A-		
8	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	48,05	-14,43%	-48,99%	B		
9	1TY.TG	PROSUS	Technology	NL0013654783	EUR	TDG	14.07.20	85,10	48,325	-31,88%	-43,21%	B		
10	SAP.G.DE	SAP SE	Technology	DE0007164600	EUR	GER	26.10.20	103,00	93,27	-24,91%	-9,45%	A+		
11	TME	TENCENT MUSIC/d	Technology	US88034P1093	USD	NYQ	06.04.21	20,07	4,18	-38,98%	-79,17%	D+		
12	TLW.L	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	GBP	LSE	27.09.19	83,59	54,35	17,01%	-34,98%	B+		
13	CRD.MI	UNICREDIT/d	Financials	IT0005239360	EUR	MIL	07.03.22	8,75	10,904	-19,49%	24,56%	A		
14														
15														

Aktiendeport in €	
Performance in 2017	24,84%
Performance in 2018	-9,56%
Performance in 2019	16,53%
Performance in 2020	-3,15%
Performance in 2021	10,88%
Performance in 2022 (VTD)	6,74%

MSCI in €	
Performance in 2017	5,50%
Performance in 2018	-5,92%
Performance in 2019	27,49%
Performance in 2020	14,86%
Performance in 2021	30,73%
Performance in 2022 (VTD)	-8,71%



ICM Green Strategy - 30. Juni 2020 – 30. Mai 2022 + 36,71%

Am 30. Juni 2020 - vor fast zwei Jahren - starteten wir mit unserem Verständnis einer nachhaltigen Aktienstrategie. Unser regelbasierter Validierungsprozess beinhaltet u.a.: Keine Waffen. Kein Greenwashing. Keine Kompromisse.

Die konsequente Umsetzung der Anlagerichtlinien und der fortlaufende Abgleich mit mehreren führenden ESG Rating Instituten, wie MSCI, UN Global Compact, OECD Richtlinien, International Labor Organisation, Whistleblowing Plattformen, Infortn sowie weitere Datenquellen, diente zur Prävention fehlerhafter Ergebnisse. Die positive Zuordnung eines Unternehmens zum Zieluniversum des ICM Green Strategy Portfolios basiert demzufolge aus der Verdichtung lückenhafter Datenquellen. Jede Datenquelle verfolgt einen anderen Ansatz von quantitativ bis qualitativ. Keine Datenquelle ist umfassend. Das ist ein signifikanter Erfahrungswert, der sich in der Umsetzung gezeigt hat.

Klimaschutzabsichten im Finanzsektor werden gerne ohrenbetäubend bejubelt, entpuppen sich bei genauerer Analyse als Mogelpackung. Eines ist klar: Ohne die Beteiligung der Finanzwelt lassen sich Klimaziele nicht erreichen. Leider werden diese Absichten eher als Verkaufstreiber missbraucht, als sich ernsthaft mit der Thematik auseinanderzusetzen.

Wir können es besser machen. Dazu müssen wir aber die Realwirtschaft verändern. Es muss bei der Frage der Mittelzuflüsse darum gehen, schlechte Unternehmen, ohne Bereitschaft zur nachhaltigen Transformation, zu meiden und in nachweislich nachhaltige Unternehmen mit funktionierenden, zukunftsfähigen Geschäftsmodellen zu investieren. Standards setzen, Schlechtes ausgrenzen. Nur so fließen die Mittel ausschließlich in die Zukunft unserer Erde zum Wohle aller Lebewesen.

Zukünftig finden Sie diese Qualität in unserem hauseigenen **Bachelier UI Fonds**. Seit dem 01. Mai 2022 wird die ICM Green Strategy mit allen bewährten Mechanismen in diesem Fonds umgesetzt. Der Bachelier UI Fonds erhält eine höhere Diversifikation 50 statt 20 Aktienwerte. Außerdem stehen Instrumente der Währungsabsicherung sowie zusätzlicher Erträge über Prämieinahmen aus gedeckten Optionsverkäufen zur Verfügung.

Über den ausgabeaufschlagsfreien Erwerb der Bachelier UI Fondsanteile steuern Sie im erheblichen Maße den Fortschritt zu einem besseren Umgang mit unserem einzigen Planeten.

Der Bachelier UI Fonds setzt seit März 2022 die Direktinvestments der ICM Green Strategy um und wird diese in der Vermögensverwaltung ersetzen. Gleichzeitig ist der Bachelier UI Fonds Bestandteil des ICMmyLife und ICMsuite Universums, d.h. der Fonds kann sowohl in Ihre Versicherungslösung als auch in Ihrer digitalen Vermögensverwaltung eingebunden werden.



Wir werden auch weiterhin über interessante Unternehmen berichten:

CVS Healthcare

Die CVS Health Corporation ist einer der führenden amerikanischen Anbieter von Gesundheitsprodukten und -dienstleistungen. Die Umsatzerlöse (einschließlich konzerninterner Umsätze) gliedern sich wie folgt nach Tätigkeitsbereichen: Das Management von Krankenversicherungsplänen 45,9 %; administrative Verwaltung (Erstattungsmanagement, Bearbeitung von Patientenanträgen usw.), Vertrieb von Arzneimitteln, Informationen zur Entscheidungsfindung, Ver-

kauf von medizinischen Informationsmanagementdiensten. 29,5%: Verkauf von verschreibungspflichtigen pharmazeutischen Produkten, OTC-Produkten, Schönheits- und Kosmetikprodukten. Seit Ende 2020 werden die Produkte hauptsächlich über ein Netzwerk von 9.900 Verkaufsstellen und über das Internet vertrieben. Darüber hinaus bietet die Gruppe Gesundheitsdienstleistungen über mehr als 1.100 Kliniken (Minute Clinic) an.

Grafik 15





Nachhaltigkeitsaspekte

CVS ist der größte Apothekenbetreiber in den USA und eng mit dem amerikanischen Gesundheitssystem verbunden. Wer gesundheitliche Probleme bekommt, wird sehr wahrscheinlich auf Dienstleistungen von CVS zurückgreifen. 2018 hat CVS den Krankenversicherer Aetna aufgekauft, um dadurch die Kosten im amerikanischen Gesundheitssystem rapide zu senken, indem sie sich zu einem Gesundheitsdienstleister transformieren. CVS investiert deshalb in seine Filialen und baut sie zu medizinischen Versorgungszentren aus. Man kann sich direkt in der Apotheke behandeln lassen. Dadurch sparen die Patienten Geld im Vergleich zum Arzt ein und CVS kann seine Umsätze in der Filiale stark erhöhen.

Sims Metal Management

Sims Limited, ehemals Sims Metal Management Limited, ist ein Recycling-Unternehmen für Metalle und Elektronik. Das Unternehmen beschäftigt sich mit dem Kauf, der Verarbeitung und dem Verkauf von recycelten Eisen- und Nichteisenmetallen sowie mit der Bereitstellung von Lösungen für die Entsorgung von elektronischen Post-Consumer-Produkten, einschließlich der für gewerbliche Kunden recycelten IT-Anlagen. Das Unternehmen ist in vier Segmenten tätig: Nordamerika Metalle, Australien/Neuseeland (ANZ) Metalle, Europa Metalle und globales E-Recycling. Zu den Produktgruppen des Unternehmens gehören Eisen-Sekundärrecycling, Nichteisen-Sekundärrecycling, Recyclinglösungen sowie Sekundärverarbeitung und andere Dienstleistungen. Sein Eisen-Sekundärrecycling umfasst die Sammlung, Verarbeitung und den Handel mit Eisen- und Stahl-Sekundärrohstoffen. Sein Nichteisen-Sekundärrecycling umfasst die Sammlung, Verarbeitung und den Handel mit anderen Metalllegierungen und Rückständen, vor allem mit Aluminium, Blei, Kupfer, Zink und nickelhaltigen Materialien.



Grafik 16



Nachhaltigkeitsaspekte

Das australische Unternehmen Sims Metal Management Ltd. hat sich auf das Recycling von Metall- und Elektronikschrott spezialisiert. Es ist mit einem Jahresumsatz von über sechs Milliarden Euro der größte Metall- und Elektronik Recycler der Welt. Sims bekennt sich zur Basler Konvention, die das Verbringen von Müll in andere Länder verbietet. Das fachgerechte Recycling durch Sims minimiert die Umweltbelastung während des Recyclings und sorgt dafür, dass wertvolle Rohstoffe im Wirtschaftskreislauf bleiben und große Mengen Energie eingespart werden: Für jede Tonne Stahlschrott beispielsweise, die anstelle von Roheisen bei der Stahlerzeugung eingesetzt wird, bleiben 1,5 Tonnen Eisenerz und 0,5 Tonnen Öl, Kohle oder Gas unter der Erde



Erneuerbare Energien erhalten neue Aufmerksamkeit (Fortsetzung aus der letzten Perspektiven-Ausgabe)

Wasserstoff als Energieersatz

Eines vorweg: Der Einsatz des Energieträgers Wasserstoff in der Industrie wird wahrscheinlich bis mindestens Mitte des Jahrzehnts gering bleiben. Die überwiegende Mehrheit der Wasserstoffnutzung kommt derzeit aus der petrochemischen und der Schwerindustrie. Wasserstoff ist heute in erster Linie Ausgangsstoff für andere Fertigungsprozesse und wird nicht wegen seiner Energieeigenschaften genutzt. Er hat aber das Potenzial, eine wichtige Rolle bei der Dekarbonisierung zu spielen. Neue Nachfrage könnte vor allem aus den „schwer umbaubaren“ Industriesektoren sowie aus dem Transportwesen resultieren.

Der derzeitige Anteil von Wasserstoff am Energiemix ist noch äußerst gering, aber er könnte gerade im Raffineriesektor und bei der Ammoniakproduktion, sowie in der Chemie- und Stahlverarbeitung die führende Rolle zu übernehmen. Die Energieagentur International Renewable Energy Agency, kurz IRENA, schätzt, dass Wasserstoff und seine Derivate bis 2050 einen Anteil von 12 % des Gesamtenergieverbrauchs ausmachen werden.

Wasserstofftechnologie Einsatzbereiche Transport, Immobilien, Industrie

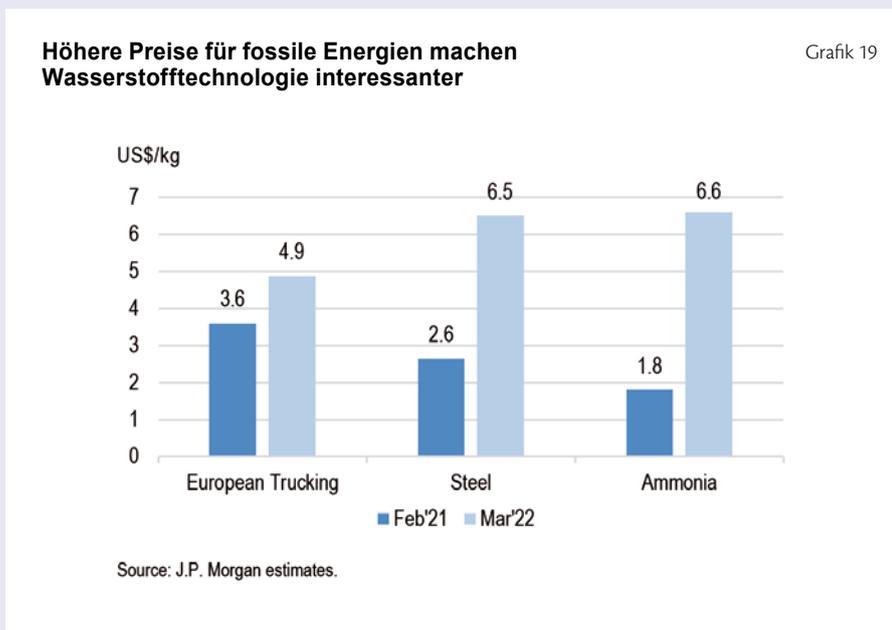
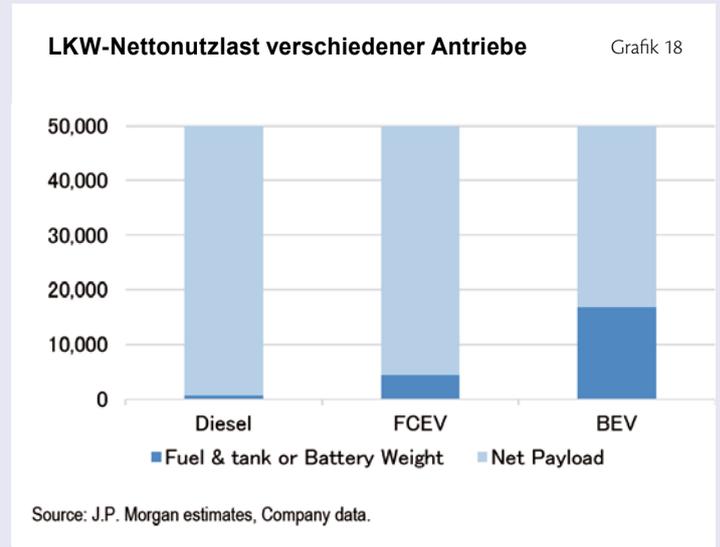
Grafik 17

End use sector	Transportation				Buildings			Industrial			
	Light Vehicles	Heavy Duty Vehicles	Air Travel	Shipping	Heating & Cooling	Cooking	Water Heating	Primary Steel	Cement	Chemicals	Oil Refining
% Global CO ₂ emissions	13%	11%	4%	4%	7%	6%	2%	12%	4%	1%	3%
Electrification possible?	Yes	Difficult	No	No	Yes	Yes	Yes	No	No	No	No
H ₂ adoption possible?	Yes	Yes	Nascent	Nascent	Yes	Yes	Yes	Yes	Some	Some (specific applications)	Some (specific applications)

Source: J.P. Morgan estimates, Company data.



Für den Transportsektor wird die Nachfrage durch das exponentielle Wachstum der mit Brennstoffzellen betriebenen Elektroautos (FCEVs) kommen, da politisch wasserstoffbetriebene Fahrzeuge gefördert werden, um so den CO₂-Fußabdruck zu reduzieren. Abgesehen von FCEVs kann Wasserstoff als Lösung für die Dekarbonisierung großer Lastwagen dienen, die eine weitaus höhere Energiedichte benötigen (d.h. schwere Lkw), und die nicht einfach elektrifiziert werden können. Hohe Energiedichte und kohlenstofffreie Verbrennung machen Wasserstoff zum idealen Treibstoff gerade auch für die Elektro-Luftfahrt. Eine der vielversprechendsten Verwendungen von Wasserstoff für schwer zugängliche Sektoren ist die Schifffahrt, die wiederum für den klimaneutralen Transport von Wasserstoff ihren Einsatz findet. (Grafik 18; ; a.a.O, S. 65)



Der Stahlsektor ist einer der größten industriellen Verursacher von Emissionen. Er produziert davon 7 bis 9 Prozent. Würden bis 2030 dreißig Megatonnen Stahl jährlich mit Wasserstoff und nicht mit Koks produziert werden, wären dafür rund 50 Gigawatt Strom nötig, um den Wasserstoff klimaneutral zu erzeugen. Das entspräche rund 50 % der bis dahin vorhandenen Kapazität an Elektrolyseuren. Spätestens hier wird klar, dass es am Umfang von Photovoltaik und Windkraft hängt, inwieweit die Strommengen für die Wasserstoffproduktion zur Verfügung stehen.



Laut den langfristigen Prognosen von McKinsey für die Rohstoffpreise fossiler Brennstoffe könnte Wasserstoff in der EU für weniger als 2 Dollar pro Kilogramm und für 1 Dollar pro Kilogramm in Teilen der USA ab 2030 hergestellt werden. Wichtige Endanwendungen wie die Ammoniakproduktion aus grünem Wasserstoff wären so wirtschaftlich umsetzbar. Ammoniak steht heute für 50 % des europäischen Wasserstoffbedarfs.

BloombergNEF schätzt, dass die Pipeline der weltweiten Elektrolyseur-Anlagen von ~400-500MW im Jahr 2021E auf eine Bereich von 1,75-2,5 GW im Jahr 2022 (4- bis 5-faches Wachstum im Jahresvergleich) anwächst.

Die Kosten für erneuerbare Energien, das kritische Hindernis für die Kommerzialisierung der Wasserelektrolyse („grünes H₂“), sind bereits gesunken und werden dies wahrscheinlich auch weiterhin tun. Eine der wichtigsten Voraussetzungen für eine stärkere Verbreitung von H₂ bleiben die Kosten für den Kohlendioxid-Ausstoß.

Die Entwicklung von Wasserstoff wird hauptsächlich durch die hohen Kosten für grünen Wasserstoff behindert, aber der technologische Fortschritt wird den Wasserstoff in 10-15 Jahren wirtschaftlich machen. Die Kosten für grünen Wasserstoff könnten bis 2030 um 50% und um mehr als 70% bis 2050 fallen. Wichtig ist, dass die jüngsten hohen Preise für fossile Brennstoffe (europäisches Gas, Koks Kohle, Diesel) dazu beitragen die Kostenunterschiede bei der Einführung von grünem H₂ zu verringern. Wir schätzen zum Beispiel, dass bei den derzeitigen Koks Kohlepreisen (rund 400 USD/t) die Kosten für grünes H₂ bis zu 5,5 USD/kg betragen können, um die Gewinnschwelle bei typischem Hochofenstahl zu erreichen. Wir prognostizieren einen Rückgang der grünen H₂-Kosten von 3,4-5,0 USD/kg noch im Jahr 2020 auf 2,2-3,8 USD/kg bis 2025 und 1,7-2,8 USD/kg bis 2030. Spätestens beim letztgenannten Preisniveau dürfte ein breiter Umstieg auf grünen Wasserstoff auch von Seiten der Verbraucher interessant werden.

Trotz des jüngsten Anstiegs der europäischen Gaspreise könnte blauer Wasserstoff (Erdgas mit Endspeicherung von Kohlendioxid, kurz CCS) auch längerfristig eine Rolle spielen, wenn die politischen und regulatorischen Rahmenbedingungen hierzu förderlich sind, die lokalen Gaspreise niedriger und die geologischen Bedingungen für CCS gegeben sind. (d. h. USA, Russland, Naher Osten)

Emissionsgutschriften weit vom Gleichgewicht entfernt

Um die Ziele des Pariser Abkommens zur globalen Erwärmung zu erreichen, schätzt die Weltbank, dass der Preis für Emissionsgutschriften mindestens 40 bis 80 Euro betragen muss. Der Preis für Kohlenstoffzertifikate lag von 2013 bis 2017 stabil bei etwa 5 bis 10 Euro, da die EU viele Gutschriften an Unternehmen mit einer übermäßigen Anzahl von Zertifikaten ausgestellt hatte. Im Jahr 2017 kündigte die EU jedoch an, die Zahl der kostenlosen Zertifikate zu reduzieren; infolgedessen begann der Preis für Emissionsgutschriften 2018 zu steigen und liegt nun bei rund 80 Euro.

Da umweltfreundliche Unternehmen häufig weniger CO₂ Emissionsrechte benötigen, als sie zugeteilt bekommen, andere Unternehmen jedoch deutlich mehr Carbon EUAs brauchen, können die Emissionsrechte an speziellen Börsen gehandelt werden. Die wichtigste Börse für den Handel mit Emissionsberechtigungen ist die European Energy Exchange (EEX) in Leipzig. An ihr können European Union Allowances am Spotmarkt und European Carbon EUA Futures am Terminmarkt gehandelt werden. Zusätzlich zum Handel mit sich bereits im Umlauf befindenden EUAs, führt die EEX auch Primärauktionen der Emissionsberechtigungen durch. Beim Handel von European Carbon EUA Futures legen die beteiligten Parteien einen genauen Preis und Zeitpunkt fest, zu dem sie eine bestimmte Anzahl an Emissionsberechtigungen von der anderen Partei kaufen oder an diese verkaufen werden. Das Kontraktvolumen eines European Carbon Futures beträgt dabei 1.000 EUA. Die Preise für EUA Futures werden in Euro pro EUA (€/EUA) notiert. Der Abrechnungspreis wird an jedem Börsentag nach Handelsende festgestellt.



CO2 Emissionsrechte werden nicht nur von Unternehmen, sondern auch von Banken oder Investoren gekauft und gehandelt. Im letzten Fall werden die Futures jedoch meistens durch statt.

Grafik 20



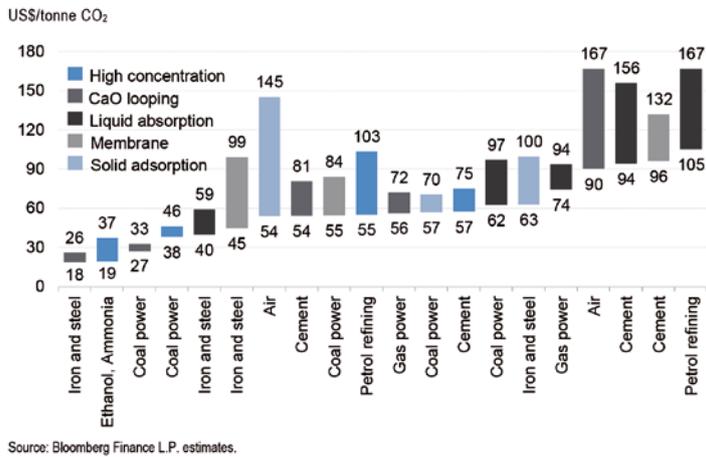
An weiteren Innovation zur Kohlenstoffabscheidung wird massiv geforscht. Kohlenstoffabscheidung, -nutzung und -speicherung (CCUS) ist eine weitere Form der radikalen Innovation in der Wirkungsmatrix für Klimainnovationen und wird für Sektoren wie Luftfahrt, Schifffahrt und LKW-Verkehr besonders wichtig. Sie kann auch eine bedeutende Rolle bei der Umstellung der Aluminium-, Beton-, Zement-, Chemie- und Stahlindustrie spielen.

Definitionsgemäß ist CCUS der Prozess der Abscheidung und des Transports von Kohlenstoff an einen Ort, an dem er entweder verwertet (z. B. EOR) oder dauerhaft unterirdisch gespeichert werden kann. Der gesamte CCUS Markt ist erheblich. So prognostiziert die Internationale Energieagentur IEA in ihrem Bericht „Net Zero by 2050“, dass CCUS bis zum Jahr 2050 auf 7,6 Gt CO₂ ansteigen könnte gegenüber nur 40 Millionen Tonnen im Jahr 2020. Um jedoch eine „wirtschaftliche Rendite“ zu erreichen, wird jedoch wahrscheinlich das „Sammeln“ von Gutschriften erforderlich werden.



Kosten Carbon Capture und Speicherung aus unterschiedlichen Bereichen

Grafik 21



Gegenwärtig ist die Nutzung von CCUS jedoch noch in den Kinderschuhen. Wichtige Teilsektoren dieser Säule sind unter anderem Pre- und Post-Combustion-Capture-Technologien und Direct Air Abscheidung (DAC), die in Kombination mit kostengünstigem Wasserstoff schließlich kohlenstoffneutrale Kraftstoffe ermöglichen würden.

Die Zementindustrie ist weltweit für 7-8 % der globalen CO₂-Emissionen verantwortlich. An einer Dekarbonisierung von Zement wird daher massiv geforscht. Die Kohlenstoffabscheidung stellt den größten Treiber für Emissionsreduzierungen dar, da sie sich auf die „Prozessemissionen“ bezieht, die bei der Zementherstellung hauptsächlich beim Prozess der Kalzinierung entstehen. Dekarbonisierter Zement ermöglicht auch die Entwicklung von CO₂-angereichertem Beton, da Zement der wesentliche Klebstoff ist, der den Beton zusammenhält.

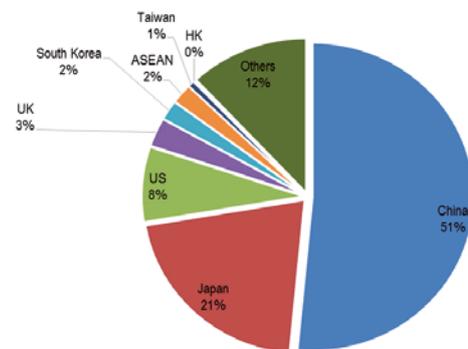
Während wir ein massives globales Wachstum bei der Energiespeicherung der Energiespeicherung erwarten, ist die Technologie sehr teuer, und zu den Hauptrisiken für CCUS gehören regulatorische und Umweltprobleme. Im Moment benötigen Projekte zur Kohlenstoffabscheidung politische Anreize, da es nicht genug Nachfrage und Wert für das abgeschiedene CO₂ gibt, um die Kohlenstoffabscheidung zu rechtfertigen. Das kann sich in Zukunft ändern. Solange bleibt die Kohlenstoffabscheidung eine ineffiziente, teure Methode zur Emissionsreduzierung.

Innovationen in der Landwirtschaft: Alternatives Eiweiß, CEA und weniger Methan

Die Landwirtschaft, bestehend aus direktem Energieeinsatz im Betrieb, sowie Emissionen aus landwirtschaftlicher Tätigkeit und Fischerei, ist für lediglich 1 % der weltweiten CO₂-Emissionen, aber für 38 % der Methan Emissionen und 79 % der N₂O-Emissionen (Distickstoffoxid oder Lachgas) verantwortlich. Damit trägt die Landwirtschaft zu fast 20 % der globalen Treibhausgasemissionen bei. Einige Technologien, die die Landwirtschaft dekarbonisieren könnten, sind alternative Proteine. Der Markt für alternative Proteine wird zunehmend Mainstream. Proteine auf Pflanzenbasis, die in der Regel weniger ressourcenintensiv sind, können eine Chance darstellen. Allerdings sollten diese Optionen zu einem erschwinglichen Preis erhältlich sein. Untersuchungen des „Stern Instituts für Nachhaltiges Wirtschaften“ zeigt, dass nachhaltig vermarktete Produkte für die Hälfte des Wachstums bei verpackten Konsumgütern zwischen 2015 und 2019 verantwortlich waren. Dieser Trend beschleunigte sich im Jahr 2020. Pflanzliche Proteine sind nicht länger eine Nische: Einige der wichtigsten ESG-Risiken in der Branche (wie Abholzung, Treibhausgasemissionen, Arbeitsbedingungen usw.) stammen aus der Tierhaltung. Die Verbraucher entscheiden sich zunehmend für pflanzliche Produkte als Ersatz für tierisches Eiweiß. Der weltweite Markt für Fleischalternativen, der heute ein Volumen von 21 Mrd. USD hat, dürfte bis zum Jahr 2034 auf bis zu 100 Mrd. USD anwachsen. Im Vergleich hierzu macht er Fleischmarkt einen jährlichen Umsatz von aktuell fast 1,5 Billionen US-\$ aus.

Marktanteil bei der Substitution von Fleisch 2020

Grafik 22



Source: Euromonitor, J.P. Morgan estimates



Das enorme Nachfragewachstum wird angetrieben durch steigendes Gesundheits- und Umweltbewusstsein, erhebliche Verbesserung der Fähigkeit von Produkten, Geschmack, Beschaffenheit und Aussehen von tierischem Eiweißes. Andererseits ist auch die Wettbewerbsintensität unter den großen Akteuren, Boutique-Marken für Fleischalternativen, Eigenmarken von Lebensmitteleinzelhändlern und den Herstellern von tierischem Eiweiß massiv gestiegen.

Vertikale Landwirtschaft ist ein weiterer Ansatz zur Einsparung von Ressourcen in der Landwirtschaft. Hydroponik, oder im weitesten Sinne kontrollierte Environment Agriculture (CEA) ist eine ESG-freundliche Methode, um die Effizienz der landwirtschaftlichen Ressourcennutzung zu optimieren. CEA ermöglicht eine effizientere Verwendung von Land und Frischwasser (bis zu 98 % weniger Wasser als in der bodengebundenen Landwirtschaft), weist einen geringeren Bedarf an Düngemitteln und Pestiziden auf, verursacht geringere Kohlenstoffemissionen, da die vertikale Landwirtschaft näher an den Endverbrauchern liegt und die Lebensmittelverschwendung minimiert wird. Sie verhindert den Abfluss von Chemikalien aufgrund des geschlossenen Kreislaufs von CEA Systemen und wird auch häufig im ökologischen Landbau eingesetzt.

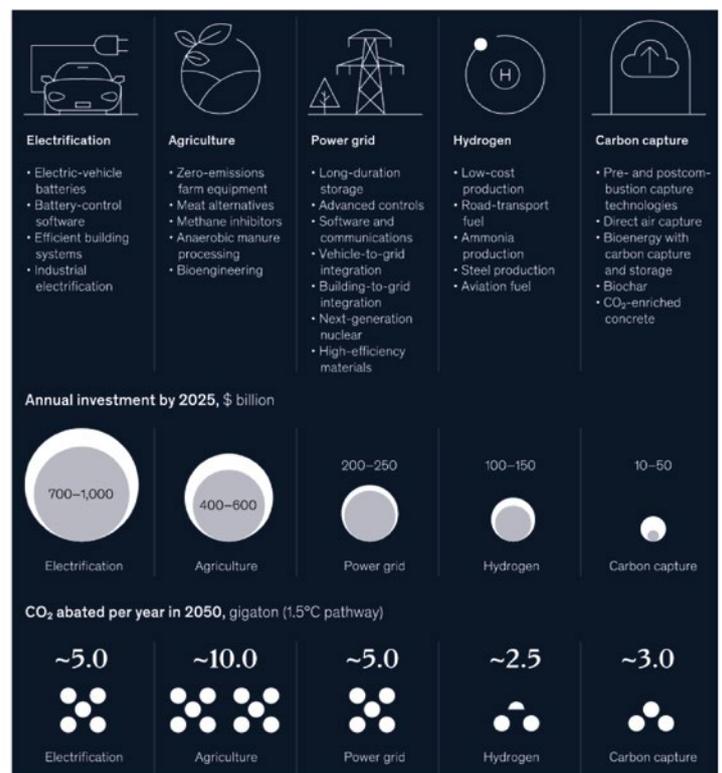
Die Bekämpfung der Methanemissionen, CH₄, ist die nächste Priorität der politischen Entscheidungsträger, und die USA und Europa haben sich offiziell auf dem COP26-Gipfel im November 2021 dem „Global Methane Pledge“ angeschlossen. Über 100 Länder, die 70 % der Weltwirtschaft und fast 50% der anthropogenen Methanemissionen repräsentieren, haben die Zusage unterzeichnet. Der IPCC schätzt, dass Methan für etwa 0,3 °C der 1,1 °C Erwärmung der Erde seit der vorindustriellen Zeit verantwortlich ist. Um den Wert von 1,5 % zu erreichen, müssten die Methanemissionen weltweit um 75 % gesenkt werden, d. h. mit einer Rate von 13 % pro Jahr. Mehrere Regierungen haben kürzlich angekündigt, dass sie eine Intensivierung der politischen Maßnahmen zur Bekämpfung der Methanemissionen in Betracht ziehen. Im Dezember 2021, veröffentlichte die EU-Kommission neue Gesetzesvorschläge zu Methan veröffentlicht, wobei der Schwerpunkt auf der Verbesserung Transparenz und Überwachung von Methanlecks liegt. Sowohl die USA und Europa prüfen Verbote des routinemäßigen Abfackelns oder Entlüftung. In den USA wird im Rahmen von Build Back Better eine „Methangebühr“ vorgeschlagen, doch ist die Annahme durch den Kongress noch ungewiss.

Während die Technologie zur Messung von Methan-Emissionen noch in den Kinderschuhen steckt, sind die Technologien zur Verringerung relativ gut bekannt. Die Technologien zur Verringerung der Methanemissionen konzentrieren sich abseits

der Landwirtschaft auf zwei Komponenten der Öl- und Gasförderung, die besonders anfällig für die Freisetzung von Methan sind: pneumatische Geräte und Regelventile. Pneumatische Vorrichtungen werden von fast allen Öl- und Gasunternehmen zur Regulierung von Durchflussmenge, Druck und Tankfüllstände genutzt. Diese Geräte nutzen den Gasdruck als Energiequelle für die Betätigung - und lassen oft Gas, vor allem Methan, direkt in die Atmosphäre. Die Ventilttechnik ist ein wichtiger Bestandteil des Energiesystems. Damit Flüssigkeiten und Gase durch das globale Netz von Tanks und Pipelines fließen können, brauchen die Betreiber einstellbare Ventile, die es den Ingenieuren ermöglichen, Durchfluss, Füllstand, Druck und Temperatur steuern können. Die Herausforderung besteht darin, Anreize zu schaffen, die die Entwicklung und den Einsatz dieser Mess- und Minderungstechnologien durch freiwillige oder gesetzliche Maßnahmen fördern. Die IEA-Analyse schätzt, dass es technisch möglich ist, 72 % der heutigen Methanemissionen aus dem weltweiten Öl- und Gasgeschäft zu vermeiden.

Die entscheidenden Technologiebereiche bis 2050

Grafik 23



Source: Exhibit from "Innovating to net zero: An executive's guide to climate technology", October 2021, McKinsey & Company, www.mckinsey.com. Copyright (c) 2021 McKinsey & Company. All rights reserved. Reprinted by permission.

Die Grafik fasst die fünf entscheidenden Bereiche in ihren Effekten auf die CO₂-Einsparung und die Investitionen, die bis 2025 erforderlich sind, zusammen. Die Welt muss schnell anpacken.



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 der 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 trendlos, darüber und darunter gibt es entsprechende Signale.

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

langen Durchschnitt von unten nach oben, gibt es ein Kaufsignal – umgekehrt ein Verkaufssignal.

5) Williams %R: Der Williams %R gehört zu den Oszillatoren, mittels denen man ermitteln kann, ob Märkte überverkauft oder überkauft sind. Das Ergebnis schwankt von 0 bis -100 Punkte. Bei Werten von 0 bis -20 entsteht ein Verkaufssignal, bei -80 bis -100 ein Kaufsignal.

Technische Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

Grafik 24

Indikatoren	AKTIENINDICES			
	S&P500	DAX30	Nikkei225	Hang Seng
ADX	positiv	neutral/positiv	positiv	neutral/positiv
MFI - Money Flow Index	neutral/positiv	neutral	positiv	neutral/positiv
Ci - Commodity Channel Index	neutral	negativ	neutral/negativ	neutral
MACD	positiv	neutral	neutral/positiv	neutral/positiv
Williams %R	negativ	neutral	neutral/negativ	neutral
Gesamtrendenz	neutral/positiv	neutral	neutral/positiv	neutral/positiv

Der US-Aktienmarkt lag im Mai fast 20 % unter seinem Stand vom Jahresanfang. Bei noch tieferen Kursen würde der Markt eine Rezession einpreisen. Die Zentralbanken werden die Zinsen weiter anheben, um sicherzustellen, dass die Inflation wieder zurückgeht. Dies wird zu einer Verlangsamung des Wirtschaftswachstums führen. Darum sorgen sich die Märkte nun mehr über ein schwächeres Wachstum als über die Inflation. Wir erwarten für die nächsten Monate eine allgemeine Seitwärtsbewegung der Märkte bei weiterhin hoher Volatilität.



S&P500 Aktienindex

Grafik 25



Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S+P 500 Index hat nach einer Bodenbildung seinen ersten Widerstand bei ca. 4.110 Punkten überwunden. Der 200 Tage Moving Average als nächstes Ziel bei 4.455 Punkten ist aber noch in weiter Ferne. Der ADX Indikator deutet auf eine Fortsetzung der Kurserholung. Der Geldstromindex zeigte seit Mitte April stetige Mittelabflüsse, hat nun aber seit einigen Tagen wieder positive Tendenzen gezeigt. Der Commodity-Channel-Index hat sich nach der Kurserholung leicht in den überkauften Bereich begeben und zeigt sich jetzt neutral. Der MACD gab Mitte Mai ein klares Kaufsignal, bewegt sich weiter nach oben und bestätigt die Kursbewegung. Der William %R Oszillator ist mit -10,1 schon im überkauften Bereich und gibt damit ein leichtes Verkaufssignal. **Ergebnis: neutral/positiv**

EuroStoxx50-Aktienindex

Grafik 26



EuroStoxx 50 - Kursindex

Gegenüber dem US-Leitindex S&P500 hat der EuroStoxx50-Index seine Tiefsturse aus dem März nicht unterschritten, hat aber auch noch einen weiten Weg zur 200 Tagelinie bei 4.057 vor sich. Der Widerstandsbereich bei 4.000 Punkten wird in den nächsten Wochen entscheidend für den allgemeinen Trend. Der ADX Indikator ist leicht positiv. Der Geldstromindex zeigt sich seit Anfang Februar weiter weder Mittelzuflüsse noch -Abflüsse und ist neutral. Der Commodity-Channel-Index gab ein leichtes Verkaufssignal aus der überkauften Zone. Der MACD ist nach dem klaren Kaufsignal im März nun im neutralen Bereich. Der Williams %R Oszillator zeigt auch ein leicht überkauftes Niveau. **Ergebnis: neutral**



DAX40-Kursindex

Grafik 27



DAX40 - Kursindex

Der deutsche Leitindex konnte in den letzten Tagen den Abwärtstrend seit Anfang Januar nach oben durchbrechen. Der Widerstandsbereich bei 15.000 Punkten und die 200 Tagelinie bei 15.095 sind aber eine schwere Hürde. Der ADX Indikator zeigt ist leicht positiv und deutet eine Fortsetzung der Kurserholung an. Ähnlich dem SX5E sieht der DAX40 trotz der starken Kursbewegungen der letzten Wochen weder größere Mittelzuflüsse noch -Abflüsse. Der Commodity-Channel-Index gab nach der Kurserholung der letzten Tage ein leichtes Verkaufssignal. Der MACD bleibt nach dem leichten Kaufsignal Mitte Mai neutral. Der William %R Oszillator dreht langsam aus dem überkauften Niveau nach unten. **Ergebnis: neutral**

Nikkei225-Kursindex

Grafik 28



Nikkei 225 - Kursindex

Tokio hat Abwärtstrend seit Anfang des Jahres gebrochen, scheiterte aber im März an der 200Tage Line. Ein Brechen des Widerstandsbeereichs bei 28.000 Punkten würde weiteres Kurspotential freisetzen. Der ADX Indikator steigt und bestätigt die Kurserholung. Der Money-Flow-Index zeigt seit Anfang April deutliche und anhaltende Mittelzuflüsse. Der MACD bleibt nach dem Kaufsignal im März seit Mitte April neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator zeigen leicht überkaufte Tendenzen. **Ergebnis: neutral/positiv**



Hang Seng - Kursindex

Grafik 29



Hang Seng - Kursindex

Hongkong kämpft nach den Kursrückgängen im April seit Anfang März gegen den Widerstandsbereich zwischen 22.400 und 22.650 Punkten. Der ADX Indikator bleibt leicht positiv und deutet auf eine Fortsetzung der Kurserholung. Der Money-Flow-Index zeigt nach den Verkäufen im März wieder steigende Mittelzuflüsse. Der MACD bleibt nach dem Kaufsignal Mitte März noch leicht positiv. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator zeigen sich beide leicht überkauft. **Ergebnis: neutral/positiv**



Fixed Income: Pause im Zinsanstieg.

Auswirkungen von Zinsanhebungen der EZB auf die Fälligkeitsrenditen

Grafik 30

INTEREST RATE SCENARIOS OVER THE NEXT 12 MONTHS	1-YEAR YIELD	2-YEAR YIELD	3-YEAR YIELD	5-YEAR YIELD	7-YEAR YIELD	10-YEAR YIELD	30-YEAR YIELD
+40 BPs	-114	-101	-93	-77	-66	-54	-41
+50 BPs	-104	-93	-85	-70	-60	-49	-37
+60 BPs	-95	-84	-77	-63	-54	-45	-34
+80 BPs	-75	-66	-61	-50	-43	-35	-27

An den Märkten für Unternehmensanleihen war in diesem Jahr ebenso wenig zu verdienen wie bei den Staatsanleihen. In zwei Schritten weitete sich der Risikoaufschlag im Renditevergleich zu Staatsanleihen auf das Krisenniveau von Ende 2018 aus. Begonnen hatte die Entwicklung mit dem Einmarsch Russlands in die Ukraine. Die aktuelle Episode spiegelt die starke Inflation, die schwächeren Wachstumsaussichten der Unternehmen und die Abkehr der EZB von der bisher ultraexpansiven Geldpolitik wider. Im bisherigen Jahresverlauf haben sich die optionsbereinigten Spreads europäischer Investment-Grade- und hochverzinslicher Unternehmensanleihen um 0,74 Prozent bzw. 1,88 Prozent ausgeweitet (Grafik oberes Feld).

Der Euroraum steuert nun auf eine Wachstumsverlangsamung zu, und die von Energiekosten angeheizte Inflation wird voraussichtlich ihren Höhepunkt erreichen. Selbst wenn es im EZB-Rat dazu kommt, die Zinsen in diesem Sommer zu erhöhen, ist es angesichts der Verlangsamung von Wachstum und Inflation höchst unwahrscheinlich, dass die EZB die derzeit in Aussicht gestellte Straffung in vollem Umfang vornehmen wird.

Wir gehen davon aus, dass die EZB in den nächsten 12 Monaten nur +50 Basispunkte anziehen wird, was ausreicht, um den Einlagensatz aus dem negativen Bereich auf 0 % zu drücken, würde das in einen Rückgang der Rendite des deutschen Staatsanleiheindex um 55 Basispunkte münden, was einer Indexrendite von 5,07 % über einen 12-Monats-Horizont entspricht.

Bei einer Stabilisierung der Weltwirtschaftslage wären auch Unternehmensanleihen auf dem derzeitigen Niveau ein klarer Kauf. Dies gilt insbesondere für europäische Anleihen. Abgesehen von den attraktiven Bewertungen sind die Bilanzen der Emittenten von Unternehmensanleihen in guter Verfassung und das Ausfallrisiko ist gering.

Aber die gleichen Risiken, die heute teilweise noch davon abhalten, Aktien zu kaufen, bestehen jedoch auch für den Kreditmarkt. Insbesondere eine weitere Verschlechterung der Energieversorgung zwischen Russland und der EU und/oder ein geldpolitischer Fehler, bei dem die EZB die sieben Zinserhöhungen wirklich vornimmt, die im Markt für Tagesgeld-Index-Swaps eingepreist sind, würden dazu führen, dass sich die Spreads von ihrem derzeitigen hohen Niveau aus erheblich ausweiten.

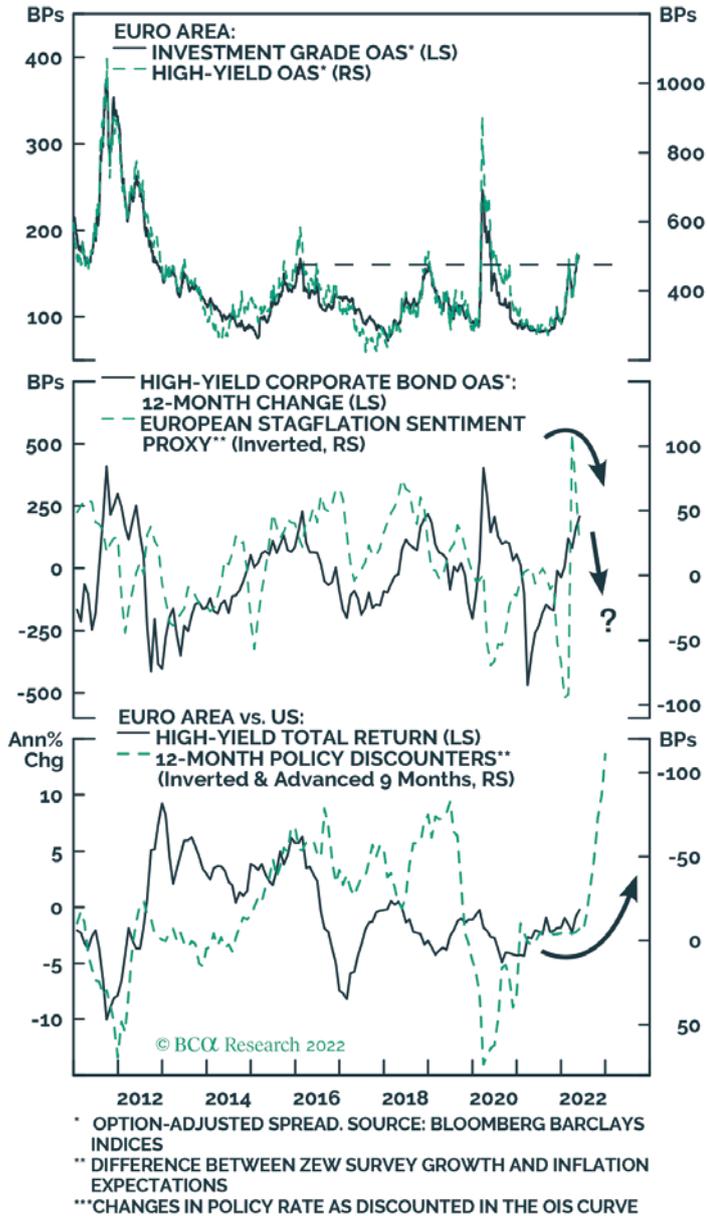
Daher kann man auch auf einen sichereren Einstiegspunkt warten. Sobald die Inflation ihren Höhepunkt erreicht hat und die Stagflation-/Rezessionsängste zurückgehen, werden die Risikoprämien wieder fallen - insbesondere dann, wenn die EZB beschließt, nach der Anhebung des Einlagensatzes auf 0 % eine Pause einzulegen (drittes Feld).

Bei den festverzinslichen Portfolios empfiehlt sich für die nächsten 12 Monate eine moderate Long-Duration-Position. Bevorzugt sind hochverzinsliche Anleihen gegenüber sichereren Staatsanleihen. Die Renditeaufschläge für US-Hochzinsanleihen implizieren derzeit eine Ausfallquote von 6,2 % in den nächsten 12 Monaten, verglichen mit einer Ausfallquote von nur 1,2 % in den letzten 12 Monaten. Hier wird bereits eine gravierende Rezession eingepreist. Ähnliche Aufschläge sehen wir auch bei Euro-Hochzinsanleihen.



Positive Perspektiven für alle Bonitäten

Grafik 31



Wir gehen davon aus, dass diese positive Phase allerdings gegen Ende des nächsten Jahres enden wird. Denn wenn die Inflation zurückgeht, wird das Reallohnwachstum positiv werden. Das derzeit recht schwache Verbrauchervertrauen wird sich verbessern und eine stärkere Konsumnachfrage die Inflation erneut anziehen lassen. Im Jahr 2024 wären dann die Voraussetzungen für eine weitere Runde von Zinserhöhungen durch die Zentralbanken gegeben.

Grafik 31 ICM Excel

Die letzten Wochen hatten auch unseren Anleiheportfolios nicht mehr nennenswert zusetzen können. Nach einem turbulenten ersten Quartal und einigem Hin und Her der letzten zwei Monate befinden sie sich erwartungsgemäß unisono im Minus von 0 % bis zu 7 %. Allerdings stehen dem Fälligkeitsrenditen von bis zu 12,5 % gegenüber – und das bei einer gewichteten Duration von bis zu 2,7 Jahren.

Um die Stabilität der Performance zu erhöhen, haben wir uns entschieden den Ansatz über einen neu aufgelegten Investmentfonds mit dem Namen „Galilei Global Opportunities“ weiterzuführen. Der Fonds ist seit Anfang Mai am Start und zielt auf eine noch breitere Diversifikation mit ca. 80 bis 100 Titeln ab. Wir gehen davon aus, dass die Transaktionen über diesen Weg rund einen Prozentpunkt günstiger werden können als über Direktinvestments und wichtige Absicherungen leichter einzuziehen sein werden als in den Kundendepots. Damit dürfte am Ende auch die Volatilität geringer ausfallen. Der Fonds ist ein global ausgerichteter Rentenfonds mit einem opportunistischen Investmentansatz. Der Fonds kann flexibel die Chancen des gesamten Rentenmarktes ausnutzen und es stehen alle Gattungen des Rentenuniversums zur Verfügung. Der Fonds unterliegt außerdem keinen Ratingeinschränkungen. Es wird vor allem in Hartwährungsanleihen investiert. Die Währungsrisiken können abgesichert werden. Wie bisher wird ein fundamentaler Analyseprozess für die Titelauswahl verwendet.

ICM Anleihe-Portfolios

Grafik 32

KENNZAHLEN												01.06.22
Portfolios	Währungen	Rating	99%- VaR	YTM	Kupon	ASW	Duration	ASW/Duration	YTD	Anzahl der Positionen	aktuelle Mindestanlagensumme*	
Short Duration EUR 10	EUR	keine Einschränkung	0,51%	-1,91%	3,06%	-517	0,9	-580	-0,18%	2	ca. 20.269,80 €	
All Grade All Currencies 20	EUR, USD	keine Einschränkung	3,15%	11,15%	5,10%	828	2,2	373	-0,97%	18	ca. 255.989,10 €	
All Grade All Currencies 30	EUR, USD	keine Einschränkung	2,35%	14,36%	5,02%	939	2,2	421	-4,79%	25	ca. 306.983,05 €	
All Grade EUR 20	EUR	keine Einschränkung	3,41%	12,23%	3,96%	714	2,5	284	-6,62%	17	ca. 240.839,15 €	
All Grade EUR 30	EUR	keine Einschränkung	2,33%	10,90%	4,05%	675	2,3	296	-4,71%	22	ca. 288.685,30 €	
Mid Grade All Currencies 10	EUR, USD	AAA bis BB-	3,29%	9,86%	4,36%	718	2,7	266	-4,00%	5	ca. 44.689,15 €	
Mid Grade All Currencies 20	EUR, USD	AAA bis BB-	1,95%	12,73%	4,18%	949	2,2	430	-2,09%	16	ca. 232.863,95 €	
Mid Grade All Currencies 30	EUR, USD	AAA bis BB-	1,48%	13,66%	4,20%	851	2,4	357	-3,44%	22	ca. 283.906,05 €	
Mid Grade EUR 10	EUR	AAA bis BB-	3,14%	9,17%	3,91%	651	3,1	209	-5,88%	5	ca. 44.633,70 €	
Mid Grade EUR 20	EUR	AAA bis BB-	2,00%	11,08%	3,70%	646	2,3	277	-6,58%	18	ca. 249.782,85 €	

ASW: Asset Swap Spread VaR: Value at Risk ASW: Risikoaufschlag YTD: Performance im laufenden Kalenderjahr * 10.000 nominal pro Position.
 Quelle: Bloomberg, VWD. YTM: Fälligkeitsrendite ASW/Duration: Risikoaufschlag/Duration * nicht währungsbereinigt



Rohstoffe – ein Update

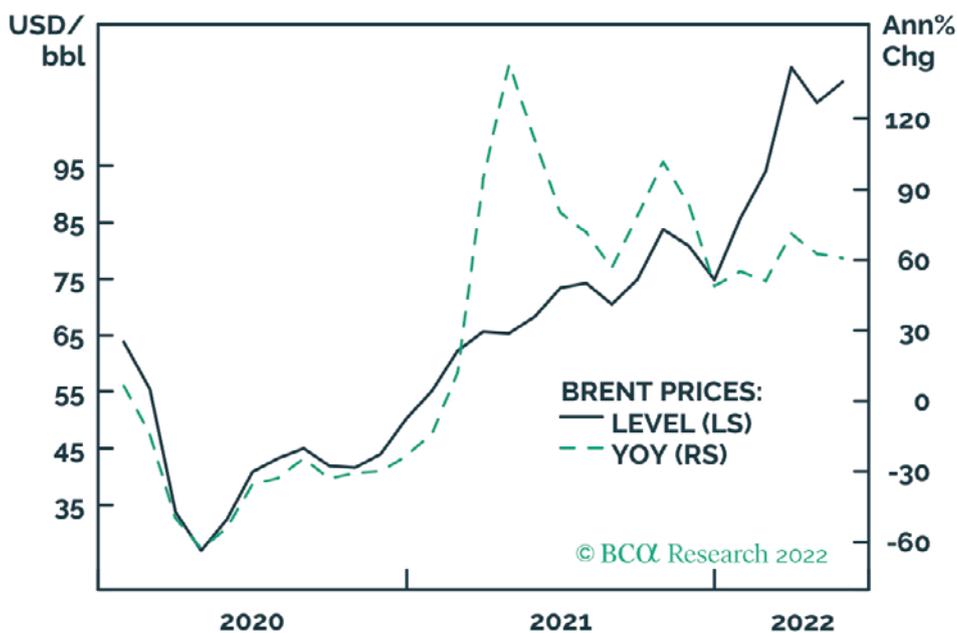
Öl

Die Ende Mai erzielte Vereinbarung der 27 EU-Länder sieht ein Einfuhrverbot für russisches Öl über den Seeweg vor, was zwei Drittel der Lieferungen in die EU ausmacht. EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen zufolge werden die Öl-Importe der EU aus Russland trotz der Ausnahme für Pipeline-Lieferungen bis Ende des Jahres um rund 90 Prozent reduziert. Dieser für den Ölpreis grundsätzlich positive Fakt wird vom Geschehen an anderer Stelle unbeachtet ausgehebelt. US-Beamte, die an den Verhandlungen zur Wiederherstellung des Iran-Atomabkommens beteiligt sind, scheinen zu signalisieren, dass eine Einigung auf ein solches Abkommen den US-Interessen dienen könnte. Wenn der Iran wieder als echter Öl-exporteur auf den Markt käme, würden bis zum Jahresende etwa 1 Mio. b/d oder mehr auf die globalen Rohölmärkte zurückkehren. Dies würde den Preisanstieg, den wir nach dem von der EU in dieser Woche verhängten Embargo für russische Ölimporte gesehen haben, zumindest teilweise wieder aufheben. Gegenwärtig erholen

sich die Ölmärkte, da die Notwendigkeit, dass Russland seine Ölproduktion nach dem Embargo drosselt, außer Acht gelassen wird. Allerdings würde eine Einigung, die dem Iran die Rückkehr auf die Exportmärkte ermöglicht, die von uns erwartete Bewegung im Gefolge eines EU-Embargos dämpfen. Der Markt wird auch nach einer Einigung zwischen den USA und dem Iran angespannt bleiben, doch könnte dies für die Biden-Regierung angesichts der bevorstehenden Zwischenwahlen und für die EU attraktiv sein, da dadurch auch die für Russland verfügbaren Mittel für einen Krieg gegen die Ukraine verringert würden. Aus taktischen Gründen werden Positionen schließen, wenn die USA und der Iran den Gemeinsamen umfassenden Aktionsplan (Joint Comprehensive Plan of Action, JCPOA) wieder in Kraft setzen, der es dem Iran ermöglichen würde, die Ölexporte wieder aufzunehmen.

Preis für das Barrel Brent und jährliche Veränderung

Grafik 33



SOURCE: NEW YORK MERCANTILE EXCHANGE.



Angebot und Nachfrage nach Brent bis Dezember 2023

Grafik 34

MMB/D	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23
BRENT PRICES (USD/BBL)	97.34	111.07	118.10	124.55	125.27	124.20	123.92	115.10
WORLD DEMAND	99.16	98.95	100.36	101.00	101.56	102.08	102.43	102.92
OECD DEMAND	53.11	53.02	54.01	54.66	55.50	55.97	56.41	57.00
NOECD DEMAND	46.05	45.93	46.35	46.34	46.06	46.11	46.02	45.92
INDIA	5.08	5.18	4.87	5.17	5.28	5.40	5.04	5.39
CHINA	15.35	15.44	15.49	15.80	16.07	16.49	15.84	15.84
WORLD SUPPLY	98.04	99.05	99.21	101.50	100.53	102.01	103.04	104.07
OPEC 2.0 SUPPLY (CRUDE ONLY)	43.16	41.41	40.80	41.93	41.88	42.01	41.85	41.66
RUSSIA (CRUDE ONLY)	9.91	9.29	8.08	8.39	8.21	8.23	7.98	7.76
KSA (CRUDE ONLY)	10.18	10.04	10.67	10.95	11.01	11.07	11.12	11.14
UAE (CRUDE ONLY)	3.04	2.99	3.00	3.03	3.05	3.07	3.08	3.09
KUWAIT (CRUDE ONLY)	2.61	2.53	2.54	2.86	2.84	2.79	2.80	2.81
IRAQ (CRUDE ONLY)	4.26	4.10	4.12	4.35	4.42	4.51	4.53	4.54
OPEC 2.0 SUPPLY	49.55	49.05	47.55	49.70	49.32	49.57	49.37	49.12
NON-OPEC 2.0 SUPPLY	48.49	50.00	51.66	51.80	51.21	52.44	53.67	54.95
US (CRUDE ONLY)	11.62	11.95	11.96	12.19	12.45	12.65	12.87	13.15
OECD INVENTORIES	2624.67	2,636.95	2,597.15	2,591.43	2,570.24	2,551.12	2,570.00	2,616.82
INVENTORY CHANGE		-328.05	-39.80	-5.72	-21.19	-19.12	18.89	46.82

Die Analyse von Angebot und Nachfrage bis Ende 2023 zeigt einen steten Rückgang der russischen Ölförderung, die vom Rest der Welt mehr als aufgefangen wird. Ab dem vierten Quartal 2022 überholt das Angebot die Nachfrage. Dieses Angebot dürfte ab 2023 wieder in der Lagerhaltung fließen. Als Preis für das Barrel Nordseeöl der Sorte Brent nimmt unser Partner BCA Research ein Niveau von 111 bis 125 US-\$ an.



Platin – zurück in die Autos.

Der World Platinum Investment Council (WPIC) rechnet für 2022 mit einem Überschuss von 627.000 Unzen, was leicht unter der vorherigen Prognose von 657.000 Unzen für diesen Zeitraum liegt. In diesem Jahr wird erwartet, dass die starke Automobilnachfrage durch einen Rückgang der Schmuck- und Industrienachfrage ausgeglichen wird. Die Umstellung der Automobilhersteller von russischem Palladium auf Platin - da sie sich selbst sanktionieren - wird sich positiv auf Platin auswirken. Auf Russland entfallen rund 40 % der weltweiten Palladiumförderung. Die Organisation geht von einem geringeren Minenangebot aus, das in erster Linie durch Engpässe in der Lieferkette und COVID-19-Beschränkungen verursacht wird. Norilsk Nickel, einer der weltweit größten Platinförderer, wird seine Fördermenge aufgrund von Unterbrechungen in der Lieferkette infolge der russischen Sanktionen voraussichtlich verringern.

Platin pro Unze in US-\$

Grafik 35

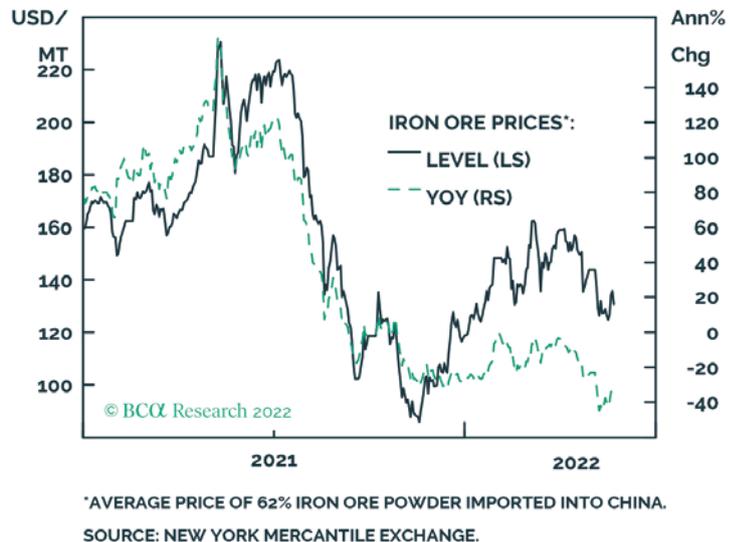


Basismetalle

Die Eisenerzpreise stiegen zuletzt wieder, nachdem der chinesische Leitzins für Hypotheken am 20. Mai stärker als erwartet gesenkt worden war. Die bevorstehende Lockerung der Sperrungen in Shanghai wird den Eisenerzpreisen weiteren Auftrieb verleihen, da die Märkte mit einer Belebung der chinesischen Wirtschaftstätigkeit rechnen. Wenn China jedoch an seiner Null-COVID-Politik festhält, wird es in verschiedenen Städten und Regionen weiterhin zu Schließungen kommen. Diese „rollierenden Sperrungen“ werden nach Fachkreisen mindestens bis zum Ende dieses Jahres andauern. Dies wird sich auf das verarbeitende Gewerbe und die Stahlproduktion auswirken, die die Nachfrage nach Eisenerz maßgeblich beeinflussen. Die Abhängigkeit des Eisenerzes von der wirtschaftlichen Gesundheit Chinas bedeutet, dass der Preis für das Industriemetal in diesem Jahr nicht wesentlich steigen wird, es sei denn, es kommt zu einer Angebotsverknappung.

Preis für die Megatonne Eisenerz und jährliche Veränderung

Grafik 36





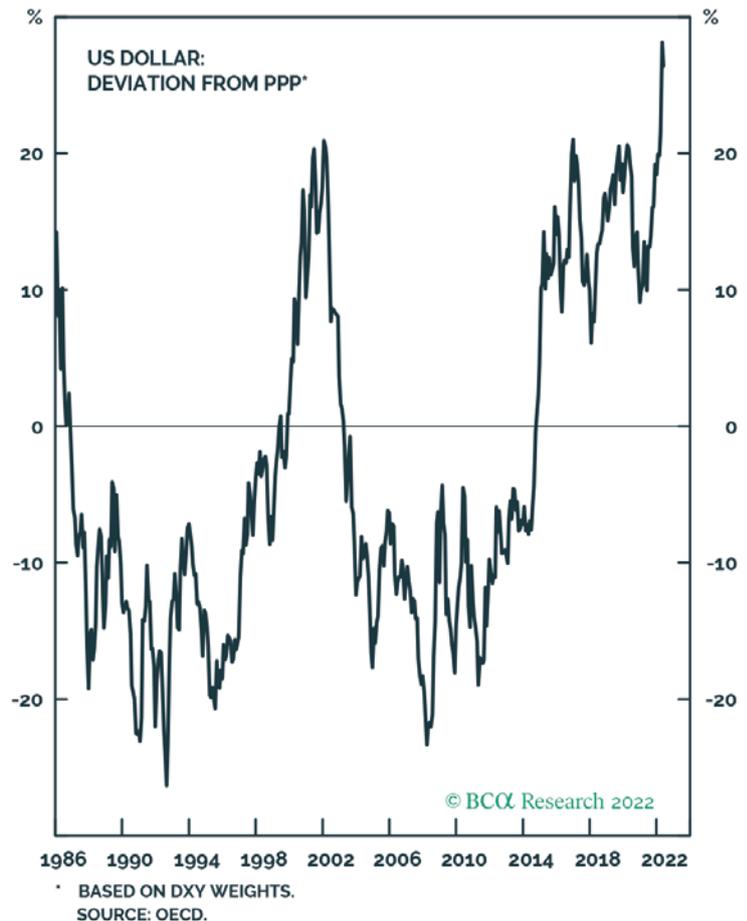
Währungen

Währungen: Momentum, zyklische Faktoren und Zinsdifferenzen sprechen weiterhin für den US-Dollar. Auch wenn die Fed die Zinsen nicht ganz so stark anheben wird, wie es die Futures vorhersagen, werden andere Zentralbanken - insbesondere die EZB und die Reserve Bank of Australia - nachziehen. Dennoch scheint der USD stark überbewertet zu sein und die Spekulanten sind in der Währung investiert.

Das bedeutet, dass es zu einer starken Abwertung des Dollars kommen könnte, sobald das globale Wachstum die Talsohle erreicht hat. Wir bleiben daher gegenüber dem USD bestenfalls neutral eingestellt. Unsere bevorzugte defensive Währung ist der CHF, da der andere übliche sichere Hafen, der JPY, unter Druck bleiben wird, wenn die Bank of Japan, wie wir erwarten, an ihrer Zinskurvensteuerung festhält und die 10-jährige JGB-Rendite auf 0,25 % begrenzt.

US-\$: aus Sicht der Kaufkraft fast 30 % überbewertet

Grafik 37



Disclaimer

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

- Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen dritter Parteien überein. Die ICM InvestmentBank AG hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend gibt die ICM InvestmentBank AG keine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Alle verwendeten und zitierten Quellen können auf Anfrage gerne zur Verfügung gestellt werden.
4. Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkauf-

- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die ICM InvestmentBank AG Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die ICM InvestmentBank AG sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.
5. Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Bronzin Premium Income Fonds UI (A14XNT), Galilei Global Bond Opportunities UI (DE000A3DD937). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: keine

**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:
03.06.2022

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.