DEUTSCHE OPPENHEIM
Family Office

Marktbericht

4. Quartal 2023

Bei diesen Informationen
handelt es sich um Werbung

Nachhaltigkeit hat Zukunft. Die Produktion und die Materialien dieser Broschüre sind nachhaltig.
Sie wird digital auf FSC-zertifiziertem Recycling-Papier gedruckt.

Marktbericht 4. Quartal 2023

Stand 30.09.2023

Inhaltsverzeichnis

Seite

Globales Investmentumfeld	04
Anleihen	17
Aktien	22
Rohstoffe	31
Strategische Asset-Allokation	35
Portfolioausrichtung	41
Glossar	42
Rechtliche Hinweise	47

Autoren: Stefan Freytag, Tobias Fuhrmann, Dr. Vladislav Gounas, Stefan Rädler, Simon Thaler, Tobias Ziegler

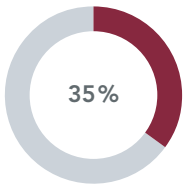
Diffuse geopolitische und geoökonomische Rahmenbedingungen

In unseren Marktberichten haben wir in verschiedenen Ausgaben (vgl. Marktbericht 4. Quartal 2022 S. 4 - 18, Marktbericht 2. Quartal 2022 S. 4 - 23, Marktbericht 3. Quartal 2019 S. 4 - 9) unseren Standpunkt zum Einfluss der geopolitischen Entwicklungen auf die Kapitalmärkte ausgeführt. Wir sind angesichts der aktuellen Entwicklungen und zukünftigen möglichen Szenarien weiterhin der Meinung, dass Investoren im Rahmen der maßgebenden Einflussfaktoren wie technologischer Wandel, Klimaveränderungen, monetäre Politik auch geopolitische Faktoren weiterhin sorgfältig beobachten müssen.

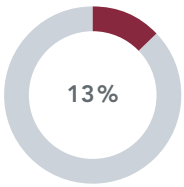
Geopolitische Risiken und Veränderungen sorgen globale Single Family Office-Anleger am meisten

Das bestätigt auch das Ergebnis des jährlich veröffentlichten UBS Global Family Office Report. In der im Sommer diesen Jahres veröffentlichten Erhebung benannten die Teilnehmer die geopolitischen Gegebenheiten als größten Sorgenfaktor bei der Beurteilung der aktuellen Risiken für ihre Anlage- bzw. Investitionsstrategie. Dabei beurteilten die US-FO-Organisationen naturgemäß dieses Risiko im Vergleich zu den anderen regionalen FO-Vertretern eher mittelmäßig schwer. Das dokumentiert, dass man aus amerikanischer Perspektive sich eher weiter entfernt von geopolitischen Krisen sieht als z. B. in Europa und Asien.

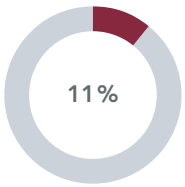
Risikoeinschätzung von Family Office Organisationen für die nächsten 3 Jahre



Δ 2022 +14%
Globale geopolitische Umstände



Δ 2022 N/A
Rezession



Δ 2022 -14%
Anstieg der Inflationsrate

	USA	Lateinamerika	Schweiz	Europa	Asien-Pazifik
Globale geopolitische Umstände (%)	20	26	49	37	31
Rezession (%)	23	22	8	10	7
Anstieg der Inflationsraten (%)	17	17	11	8	12

Quelle: UBS Group AG, Global Family Office Report 2023, Stand: Juni 2023

Auch im jährlich veröffentlichte Global Risk Report des World Economic Forum (WEF) stehen geopolitischen Risiken weit vorn in der Risikoperzeption der befragten Entscheidungsträger von über 1200 Experten aus globalen Großunternehmen.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Globale Risiken geordnet nach kurz- oder langfristigem Schweregrad

	2 Jahre		10 Jahre
1	Lebenshaltungskosten – Krisen	1	Keine Eindämmung des Klimawandels
2	Naturkatastrophen und extreme Wetterereignisse	2	Scheitern bei der Anpassung an den Klimawandel
3	Geoökonomische Konfrontation	3	Naturkatastrophen und extreme Wetterereignisse
4	Keine Eindämmung des Klimawandels	4	Schwere Schäden am Ökosystem und bei der Biodiversität
5	Erosion des sozialen Zusammenhalts und gesellschaftliche Polarisierung	5	Massive unkontrollierte Migration
6	Großflächige Umweltschäden	6	Versorgungskrise bei Rohstoffen
7	Scheitern bei der Anpassung an den Klimawandel	7	Erosion des sozialen Zusammenhalts und gesellschaftliche Polarisierung
8	Weitverbreitete Cyberkriminalität und Cyberunsicherheit	8	Weitverbreitete Cyberkriminalität und Cyberunsicherheit
9	Versorgungskrise bei Rohstoffen	9	Geoökonomische Konfrontation
10	Massive unkontrollierte Migration	10	Großflächige Umweltschäden

Risikokategorien: Ökonomisch Umwelt Geopolitisch Gesellschaftlich Technologisch

Quelle: Global Risk Report 2023 18. Ausgabe – World Economic Forum, Stand: Januar 2023

Haben geopolitische Entwicklungen überhaupt einen Einfluss auf Kapitalmärkte?

Geopolitische Einflüsse spielen eine bedeutende Rolle für die Kapitalmärkte. Diese Einflüsse können politische, wirtschaftliche oder soziale Ereignisse sein, die in verschiedenen Teilen der Welt auftreten und die globale wirtschaftliche und finanzielle Stabilität beeinflussen. Nachfolgend sind einige der wichtigsten geopolitischen Einflüsse auf die Kapitalmärkte beschrieben:

- **Geostrategische Ereignisse:** Große geopolitische Ereignisse wie Naturkatastrophen, Pandemien oder terroristische Anschläge können die globalen Märkte erheblich beeinflussen. Sie können zu Unsicherheit und Marktpanik führen.
- **Politische Instabilität:** Konflikte, politische Unsicherheit, Terrorismus und politische Umwälzungen können die Märkte stark beeinträchtigen. Investoren sind tendenziell vorsichtiger in Ländern mit politischer Instabilität, was zu Kapitalabflüssen und einer erhöhten Volatilität an den Märkten führen kann.
- **Handelsbeziehungen:** Geopolitische Spannungen können zu Handelsbeschränkungen, Zöllen, Sanktionen und anderen Handelshemmnissen führen. Diese Maßnahmen können den internationalen Handel beeinträchtigen und Unternehmen in verschiedenen Ländern dazu zwingen, ihre Lieferketten neu zu gestalten.
- **Investitionen und Wirtschaftswachstum:** Geopolitische Spannungen können das Vertrauen der Verbraucher und Unternehmen beeinträchtigen. Diese Unsicherheit

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

kann zu einer verringerten Nachfrage nach Waren und Dienstleistungen führen, was wiederum das Wirtschaftswachstum hemmt. Unsicherheiten aufgrund von geopolitischen Konflikten können ausländische Direktinvestitionen verringern. Investoren könnten zögern, in Länder zu investieren, die von Unsicherheit und Instabilität geprägt sind.

- **Arbeitsmarkt und Arbeitsplatzsicherheit:** Instabilität kann zu einem Mangel an Vertrauen führen, was Unternehmen dazu veranlassen könnte, Neueinstellungen zu reduzieren oder Investitionen in die Ausbildung von Arbeitskräften zurückzufahren.
- **Währungsschwankungen:** Geopolitische Ereignisse können Währungen beeinflussen, was wiederum Auswirkungen auf die Kapitalmärkte hat. Wechselkursänderungen können die Wettbewerbsfähigkeit von Unternehmen beeinträchtigen, insbesondere von Exporteuren und importabhängigen Unternehmen.
- **Energie- und Rohstoffsicherheit:** Geopolitische Spannungen in wichtigen Energieregionen können die Öl- und Energiemärkte und andere wichtige Rohstoffmärkte beeinflussen. Versorgungsunterbrechungen oder -engpässe können zu Preisschwankungen und Versorgungsengpässen führen, die wiederum Auswirkungen auf die Inflation und die wirtschaftliche Aktivität haben können.
- **Sanktionen:** Internationale Sanktionen gegen bestimmte Länder können sich auf die Geschäftsbeziehungen von Unternehmen auswirken und zu Kapitalabflüssen führen. Sanktionen können auch den Zugang zu Kapitalmärkten einschränken.
- **Technologie und Innovation:** Geopolitische Rivalitäten können den Technologietransfer und die Zusammenarbeit in Forschung und Entwicklung behindern. Dies könnte den Fortschritt in wichtigen Branchen beeinträchtigen, die auf internationale Zusammenarbeit angewiesen sind.
- **Regulierung:** Geopolitische Veränderungen können auch zu Veränderungen in der Regulierung von Finanzmärkten führen. Verschärfte Regulierungen oder politische Maßnahmen zur Stabilisierung der Märkte können sich auf Investorenverhalten und Handelsaktivitäten auswirken.

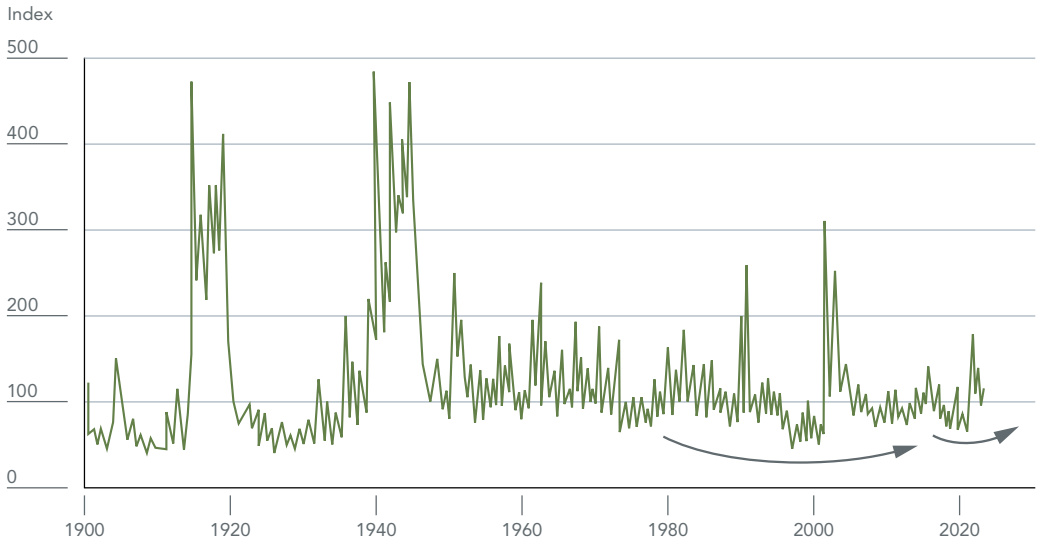
Insgesamt können geopolitische Einflüsse erhebliche Auswirkungen auf die Kapitalmärkte haben, da sie das Vertrauen der Investoren beeinflussen, die Geschäftsbedingungen verändern und die wirtschaftliche Entwicklung beeinträchtigen. Investoren müssen diese Einflüsse berücksichtigen und Strategien entwickeln, um mit der damit verbundenen Unsicherheit umzugehen. Es ist wichtig zu beachten, dass die Auswirkungen von geopolitischen Konflikten auf die Wirtschaft von vielen Faktoren abhängen, einschließlich der Art und Dauer des Konflikts, der betroffenen Regionen und Länder sowie der Reaktionen der Regierungen, Unternehmen und Märkte auf die Situation.

Aktuelle geopolitische und geoökonomische Spannungsfelder

Die durch verschiedene Indikatoren gemessene Unsicherheit in der Welt nimmt seit einigen Jahren stetig zu. Besondere Ereignisse erzeugen immer wieder Spitzen im sogenannten Unsicherheitsindex, die sich dann auch wieder zurückbilden. Allerdings erkennt man im Zeitverlauf, dass das Niveau der Bodenbildung nach einem dramatischen Ereignis höher liegt als vor dieser Störung.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Geopolitischer Risikoindex



Quelle: BCA Research, Stand: September 2023

Nicht alle geopolitischen Risikoszenarien sind unmittelbar relevant für die aktuelle Kapitalmarktentwicklung oder werden in den Asset-Preisen diskontiert. Auf einer sehr generischen Ebene werden z. B. der Zusammenbruch von Staaten, geoökonomische Konfrontationen, zwischenstaatliche kriegerische Handlungen, terroristische Angriffe, Machtlosigkeit von multilateralen Institutionen und der Einsatz von Atomwaffen im Global Risk Report des WEF als geopolitische Risiken klassifiziert.

Aktuell beeinflussen die Kapitalmärkte über wirtschaftliche Interdependenzen aber eher die Auswirkungen des andauernden Angriffskrieges Russlands in der Ukraine, der Machtkonflikt zwischen USA und China, die politische Spaltung in den USA, die neuen Strömungen der BRICS-Staaten, ein Gegengewicht zur westlichen Wirtschaftsvorherrschaft zu entwickeln und der immer stärker gefühlte Einflussniedergang von Europa.

Es ist in diesem Format unseres Marktberichts nicht möglich, dezidiert über jede Spannungsfuge in der Welt im Detail zu berichten, aber wir wollen doch für Sie einige Aspekte nochmals kritisch reflektieren.

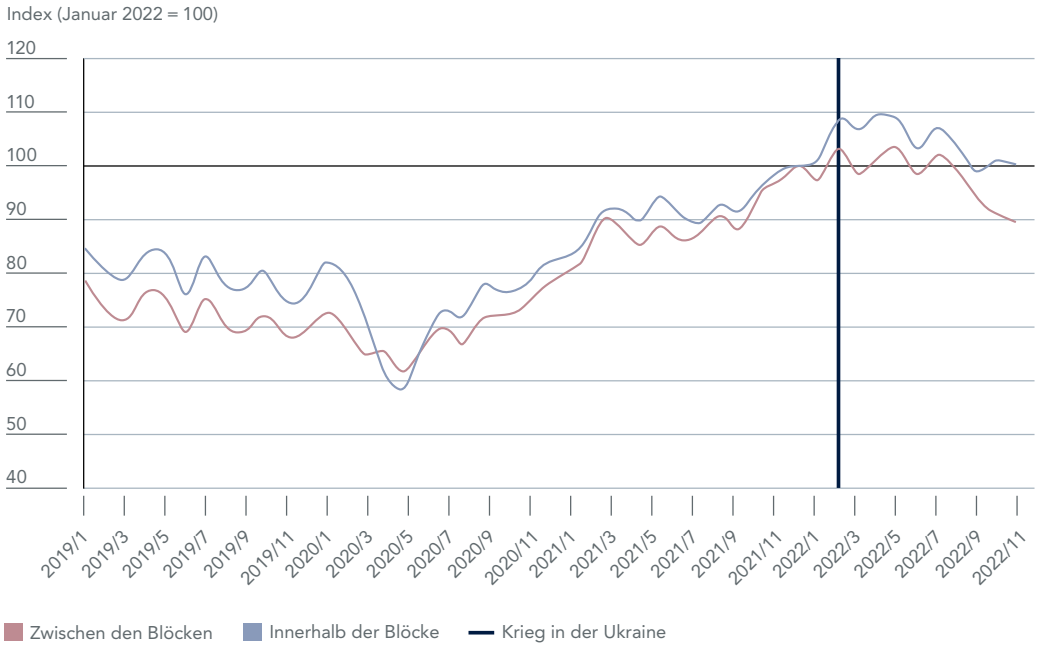
Diffus-polare Geopolitik

Der russische Überfall auf die Ukraine gilt als starker Katalysator für Veränderungen in der Geopolitik und Geoökonomie, die sicherlich schon davor begonnen haben, die Welt in eine neue Richtung zu verändern. Es ist mittlerweile Konsens, dass sich der Übergang von einer unipolaren, westlich dominierten Weltordnung zu einer multipolaren nicht ohne z. T. kriegerische Konflikte oder den Einsatz von massiven Handelskonflikten gestalten wird. Den rational denkenden und analysierenden Beobachtern ist klar, dass es damit über die gesamte Welt zu keinen Wohlstandsgewinnen führen wird und selbst die scheinbaren Gewinner einen hohen ökonomischen Preis zahlen werden. Die Welthandelsorganisation WTO schätzt in einem aktuellen Bericht, dass die Kosten einer vollständigen Aufspaltung des Welthandels in einzelne Blöcke rund

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

5 % des Realeinkommens auf globaler Ebene betragen würden, wobei einige Entwicklungsländer sogar Verluste im zweistelligen Bereich verkraften müssten.

Handelsentwicklung zwischen den aktuellen politischen Blöcken seit 2019



Quelle: WTO, Stand: September 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Weniger internationale Zusammenarbeit ist für die WTO daher ein Schreckensszenario. Die Alternative zur regelbasierten Integration ist machtbasierte Fragmentierung und eine Welt größerer Unsicherheit, zunehmender sozioökonomischer Ausgrenzung und zunehmender Umweltzerstörung, so die Generaldirektorien der Organisation.

Unklar bleibt, wie die vom Wohlstand verwöhnten westlichen Gesellschaften auf diese einschneidenden Veränderungen reagieren und wie sich mittelfristig die politischen Landschaften in Europa und den USA gestalten werden. In den autokratisch regierten Großmächten werden die Spannungen im Zweifel mit Gewalt und Repression geglättet, können sich aber auch hier ggf. eruptionsartig entladen.

Der Westen beginnt zunehmend die geoökonomischen Folgen des neuen Weltkonflikts zu spüren. Energiekrise, Inflation, rezessive Tendenzen, ausufernde Staatsdefizite zur Finanzierung von Rüstung und Hilfsprogrammen erzeugen bereits jetzt großen Unmut und verhindern die Akzeptanz, z. B. die Kosten für das andere große und dringende Problem der Welt – den Klimawandel – zu tragen.

Der Westen bleibt zwar ein geeinter, aber geschwächter Machtblock, vereint in NATO und EU. Daneben entsteht ein zweiter Machtblock, getragen von autoritären Mächten wie China, Russland, Iran und Saudi-Arabien und Ländern wie Indien, Brasilien, Türkei, die sich zwar demokratisch geben, aber sehr opportunistisch beide Seiten zu

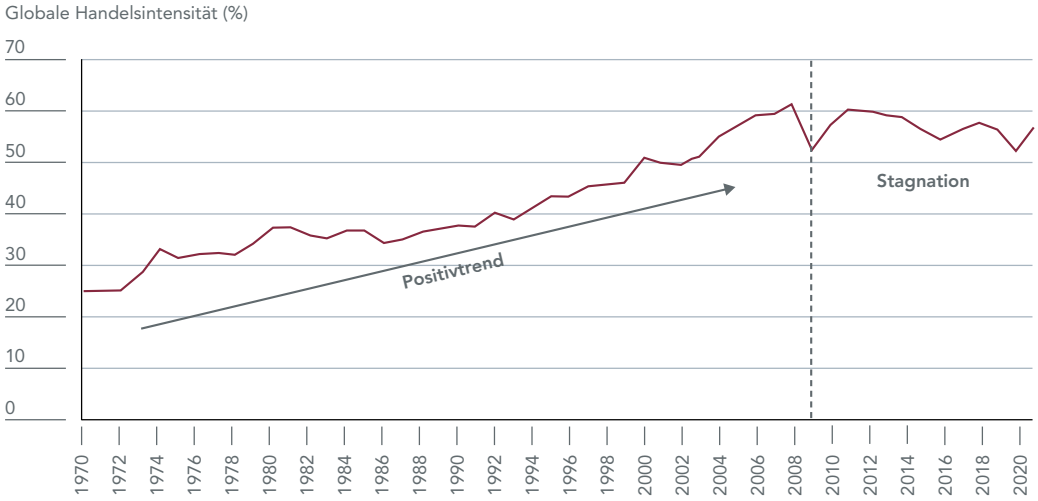
Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

ihrem eigenen Vorteil nutzen wollen. Die Weltpolitik steht vor einer längeren globalen Auseinandersetzung zwischen Werte-Ideologien und autoritären Systemen. Der letzte G20-Gipfel in Indien zeigt, dass die geopolitischen Machtverhältnisse deutlich bunter werden und sich Freund-Feind-Schemata schnell verändern können. Die neue Geopolitik erscheint derzeit nicht uni-, bi- oder multi-, sondern „diffus-polar".

Fragmentierung des Welthandels nimmt weiter zu

Die Weltwirtschaft steht vor einer massiven Regionalisierung. Seit der letzten globalen Finanzkrise ist der positive Trend der globalen Handelsintensität gebrochen und scheint nun um ein festes Plateau herum zu pendeln.

Langfristige Entwicklung der globalen Handelsintensität



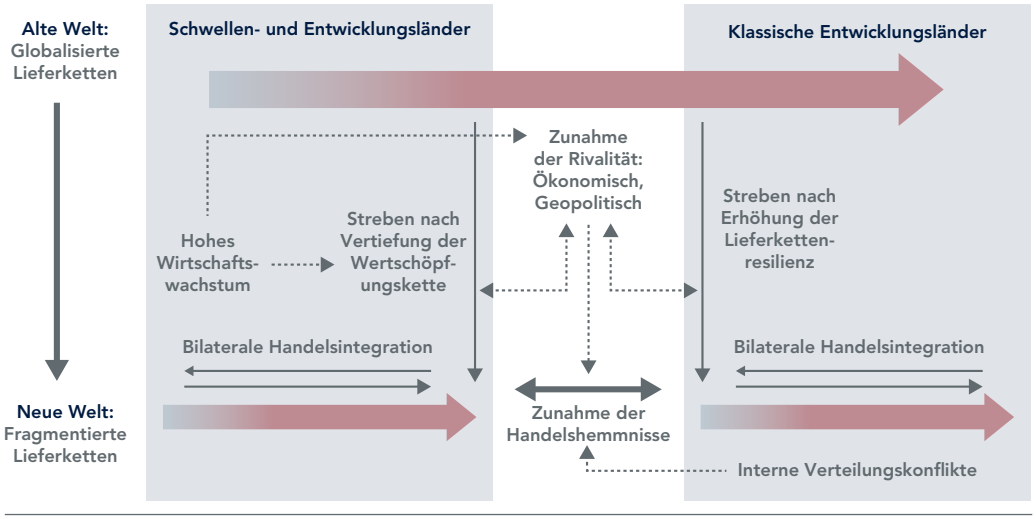
Quelle: World Bank Group, Feri Cognitive Finance Institute, Stand: 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Der schleichende Prozess der Fragmentierung der globalen Wirtschaft scheint in neue politisch-wirtschaftliche Machtblöcke zu münden und sich nicht mehr vornehmlich an den komparativen Vorteilen zu orientieren. Durch Deglobalisierung und „Decoupeling" werden Regionen und Länder vielleicht ein Stück souveräner und unabhängiger von anderen Staaten, aber auch ineffizienter.

In all ihren Ausprägungen bedeutet diese Fragmentierung, dass multinationale Kooperationen stärker abnehmen, Allianzen bröckeln und wirtschaftliche Brücken zwischen politisch unterschiedlichen Systemen eingerissen werden. Die Fragmentierung kann darüber hinaus in eine technologische, finanzwirtschaftliche und versorgungsrelevante Fragmentierung führen.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Triebkräfte der Fragmentierung des Welthandels

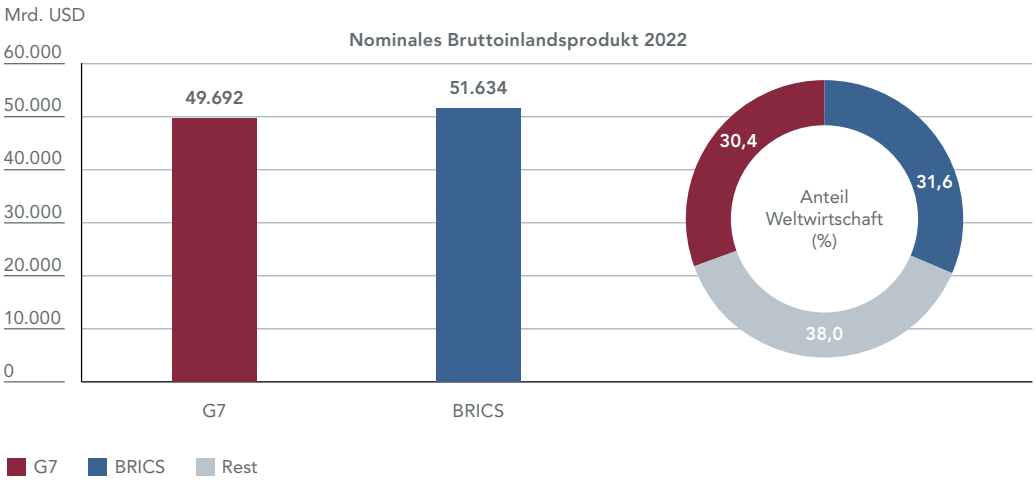


Quelle: FERI Cognitive Finance Institute, Stand: 2023

BRICS – Der Klub der Aufsässigen

Die BRICS-Staaten (Brasilien, Russland, Indien, China, Südafrika) – ein Verbund, in dem China derzeit dominiert – kontrollieren inzwischen ein Drittel der Weltwirtschaft und haben zu den USA und der EU aufgeholt. Tatsächlich ist das gemeinsame BIP der G7-Staaten kleiner als das der BRICS-Staaten. Dabei beruht die Dynamik aber vor allem auf der Entwicklung in China und Indien. Die anderen drei Staaten haben dagegen an Anteil am Welt-BIP eingebüßt.

Vergleich der großen Wirtschaftsblöcke



Quelle: Handelsblatt Mediagroup GmbH & Co. KG, IWF, Stand: 23. August 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Die demografische Entwicklung ist in den G7-Staaten weniger vorteilhaft. Dafür ist ihre Produktivität allerdings immer noch ein Vielfaches höher als in den bisherigen BRICS-Staaten.

BIP pro Kopf der G7- und BRICS-Mitglieder 2023 nach Ländern in USD

	BIP in USD	
USA	80.035	G7
Kanada	52.722	G7
Deutschland	51.384	G7
Großbritannien	46.371	G7
Frankreich	44.408	G7
Italien	36.812	G7
Japan	35.385	G7
Russland	14,404	BRICS
China	13.721	BRICS
Welt-Durchschnitt	13.440	Welt
Brasilien	9.673	BRICS
Südafrika	6.485	BRICS
Indien	2.601	BRICS

Quelle: Handelsblatt Mediagroup GmbH & Co. KG, IWF, Stand: 24. August 2023

Mit dem Entschluss, auch die Länder Argentinien, Saudi-Arabien, die Vereinigten Arabischen Emirate, Ägypten und Äthiopien zum 1. Januar 2024 in ihren Bund aufzunehmen, versucht vor allem China das Gegengewicht zum Westen nochmals zu vergrößern.

Die Addition von weiterer wirtschaftlicher Potenz ist allerdings erst mal kein Hinweis, dass daraus gemeinsame Stärke entsteht. Schon die aktuelle Fünfergruppe ist nicht besonders kohärent. Bislang ist BRICS eher eine Interessenvereinigung und ohnehin ein Kunstbegriff, den ausgerechnet das amerikanische Geldhaus Goldman Sachs initiiert hat. Wie sehr die erweiterte Gruppe künftig mit einer Stimme sprechen wird, erscheint ohnehin fraglich, da jegliche politische Leitlinie fehlt – außer ihre Idee, ein starkes politisches und wirtschaftliches Gegengewicht zum Westen zu schaffen,

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

einer antiamerikanischen Rhetorik und einem antiliberalen Paradigma, das die Überlegenheit marktwirtschaftlicher Prinzipien infrage stellt. Die BRICS-Länder haben es aufgrund ihrer wirtschaftlichen Unterschiede jedoch bis heute nicht geschafft, eine gemeinsame Freihandelszone zu bilden. Vor allem Länder wie Brasilien und Indien – und auch Saudi-Arabien – werden sich nicht bedingungslos vor den chinesischen Karren spannen und sich die wichtigen Geschäfte mit dem Westen entgehen lassen. Gerade in Indien entsteht ein großes Selbstbewusstsein, es wirtschaftlich mit China an Dynamik und Größe aufzunehmen. Diese Staaten werden deswegen mehr opportunistisch zwischen den Blöcken agieren, um daraus ihren Vorteil zu ziehen.

Die Allianz will auch ihre Anstrengungen intensivieren, Geschäfte ohne die Nutzung von Dollar abzuwickeln. Ihnen ist die wirtschaftliche Welt zu „dollarisiert". Laut Daten des Zahlungsdienstleisters „SWIFT" hatte der Dollar im Juni 2023 einen Anteil von 85 % an den internationalen Handelsfinanzierungen. Tatsächlich verleiht die Rolle des Dollars als Leitwährung den USA nicht nur Privilegien bei der Finanzierung ihrer gigantischen Defizite, sondern auch ein geopolitisches Machtinstrument. Kaum eine größere Bank, kaum ein international agierendes Unternehmen und kaum ein entwickeltes Land kann es sich leisten, vom US-Kapitalmarkt abgeschnitten zu werden.

Was die Abhängigkeit vom Dollar betrifft, erscheint die Einführung einer BRICS-Währung aber absehbar illusorisch. Und sie durch eine Abhängigkeit vom Renminbi zu ersetzen, wäre einzig im Interesse von China. China hätte gerne das Prestige, eine Welt-Reservewährung zu besitzen, möchte aber nicht die nötige Transparenz dafür zulassen. Saudi-Arabien hat seinen Riyal sogar an den Dollar gekoppelt.

Bei aller berechtigten Skepsis gegenüber der politischen Handlungsfähigkeit der BRICS-Staaten verstärkt die aktuelle Entwicklung die geopolitische und -ökonomische Fragmentierung in der Welt.

China im Abwärtsdruck

Chinas Wirtschaftsgefüge ist mit konjunktureller Ebbe konfrontiert und Turbulenzen in Chinas angeschlagenem Immobiliensektor schüren die Ängste um die Stabilität der zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt.

Die anhaltend angespannte Lage auf dem Immobilienmarkt ist wohl die größte Herausforderung für Chinas Wirtschaft, denn der Bausektor trägt bis zu 25 % zur Wirtschaftsleistung bei. Immobilienkrisen in westlichen Staaten waren bekanntlich z. T. Auslöser schwerer Finanz- und Wirtschaftskrisen.

Auch die Exporte sind unter anderem aufgrund der schwierigen weltwirtschaftlichen Lage z. B. im Juli um 14,2 % eingebrochen.

Der letzte offiziell bekannt gegebene Wert der Jugendarbeitslosigkeit von 21,3 % zeigt eine bedenkliche strukturelle Diskrepanz zwischen den Fähigkeiten, die die Absolventen in ihrer Hochschulausbildung erworben haben und den Fähigkeiten, die von den Arbeitgebern in der Industrie mit einer stark wachsenden Nachfrage nach Arbeitskräften gefordert werden.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Auch das Verbrauchervertrauen hat sich seit der Corona-Krise nicht richtig erholt und die Einzelhandelsumsätze verfehlen die Erwartungen. Das kann auch mit der beginnenden Deflation zusammenhängen, denn anders als in den westlichen Staaten pendelt die Verbraucherpreisinflation in China derzeit um die 0 %-Marke.

Die aktuellen Krisensymptome bilden mit den langfristigen Risiken des Landes (z. B. Überschuldung der Kommunen und des Privatsektors, Überalterung der Gesellschaft) ein gefährliches Gemisch. Das größte Risiko allerdings ist und bleibt politischer Natur. Die Legitimation für den absoluten Herrschaftsanspruch der Kommunistischen Partei bzw. von Xi Jinping – Parteichef und Präsident auf Lebenszeit – basiert auf dem Wohlstandsversprechen. Je weniger das System in der Lage ist, dieses Versprechen einzulösen, desto mehr braucht der Sozialismus den Totalitarismus zum Überleben. Am Ende stellt sich für die Welt die Frage, was mehr zu fürchten ist: ein starkes oder ein schwaches China. Denn nicht selten neigen Diktatoren dazu, von inländischen Krisen abzulenken, indem sie außenpolitische Abenteuer eingehen. Daher besteht die Gefahr unberechenbarer, unvorhersehbarer oder aggressiverer chinesische Nationalpolitik. Die aktuelle starke Konzentration auf die technologische Selbstversorgung in China impliziert, dass China derzeit der Ansicht ist, dass es noch nicht autark und daher im Falle eines Konflikts mit Taiwan anfällig für äußere Einflüsse ist. Das Regime bereitet sich gerade deshalb auf einen Krieg vor, weil es glaubt, dass es noch nicht bereit ist.

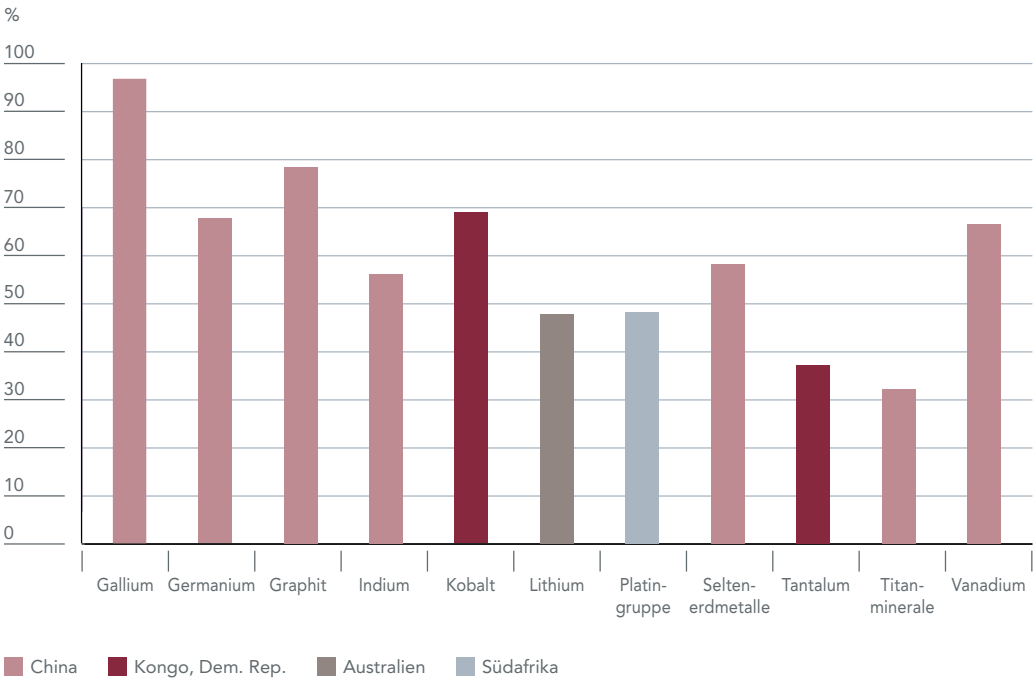
Ein Krieg ist nicht unser Basisszenario. Innenpolitische Kontrollen und Gleichgewichte würden aber nicht ausreichen, um China davon abzuhalten, militärische Maßnahmen gegen Taiwan zu ergreifen. Das größte Hindernis für einen Krieg ist daher geopolitischer Natur, d. h. die militärischen und wirtschaftlichen Herausforderungen, denen sich China angesichts seiner begrenzten Versorgungssicherheit derzeit noch ausgesetzt fühlt. China müsste eine massive amphibische Operation durchführen gegen ein gut bewaffnetes Taiwan mit robuster Unterstützung durch die USA, Japan und ihren Verbündeten. China könnte jedoch anderen Druck auf Taiwan ausüben, abhängig teilweise auch vom Ausgang der Wahlen in Taiwan im Januar.

Rohstoffe als alte, neue Waffe

Rohstoffe sind nicht mehr Handelsware, die lange Zeit friedlich zwischen Rohstoffproduzenten und Rohstoffkonsumenten umgesetzt wurde, sondern sind – wieder – zu einer scharfen Waffe in der neuen weltweiten Auseinandersetzung geworden. Und sehr schmerzhaft muss der energiehungrige Westen – und dieser Energiehunger wird z. B. durch den hohen Einsatz von Technologie und den dabei entstehenden Verbrauch von Strom weiter angeheizt – feststellen, dass der Ersatz von fossilen Energieträgern zu erneuerbaren Energien neue Abhängigkeiten erzeugt. Die westliche Abhängigkeit von China bei 30 Rohstoffen, die die EU-Kommission als kritisch einstuft, ist sehr hoch, weil China bei zwei Dritteln der größte Produzent ist.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Marktanteil der wichtigsten Lieferanten für ausgewählte kritische Rohstoffe in 2020



Quelle: U.S. Geological Survey, Stand: 2022
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Einen weiteren Komplettbruch wie mit Russland kann sich der Westen gegenüber China nicht leisten. Die US-Regierung will der eigenen Industrie vorschreiben, Rohstoffe nur noch aus befreundeten Staaten zu importieren. Das möchte die EU mit ihrem „Raw Material Act" auch erreichen.

EU-interne Strukturprobleme

Europa leidet unter einem erkennbaren Defizit an klaren Zukunftsstrategien und hat mit einem intensiven Machtkonflikt zwischen den beiden Systemrivalen China und USA eine schwache Position. Die Zunahme an politischer Konfrontation zwischen den Mitgliedsstaaten, die komplexe Entscheidungsfindung, der allgemein hohe Bürokratisierungslevel, halbherzige Förderung von Spitzentechnologien, ungünstige demografische Entwicklungen trotz hohem Migrationsdruck und im weltweiten Vergleich hohe Energiepreise lässt Europa – und aktuell gerade Deutschland – bei der Beliebtheit von potenziellen Investoren und Unternehmensgründern stark im Ranking abrutschen. Deswegen ist es sehr wichtig, die bestehenden Standortvorteile – wie politische Stabilität, unternehmerische und gesellschaftliche Freiheit, Rechtssicherheit und bestehende Infrastrukturen – zu erhalten bzw. wieder zu stärken. Noch scheint die Stimmung schlechter als die Lage, aber Wirtschaft ist bekanntlich Psychologie und ein negativer Kipppunkt scheint nicht mehr weit entfernt zu sein. Darüber hinaus bräuchte es aber eine kohärente Gesamtstrategie für die Handlungsfelder Handelspolitik, Klima- und Energiepolitik, Technologiepolitik, Rohstoffpolitik und Sicherheitspolitik.

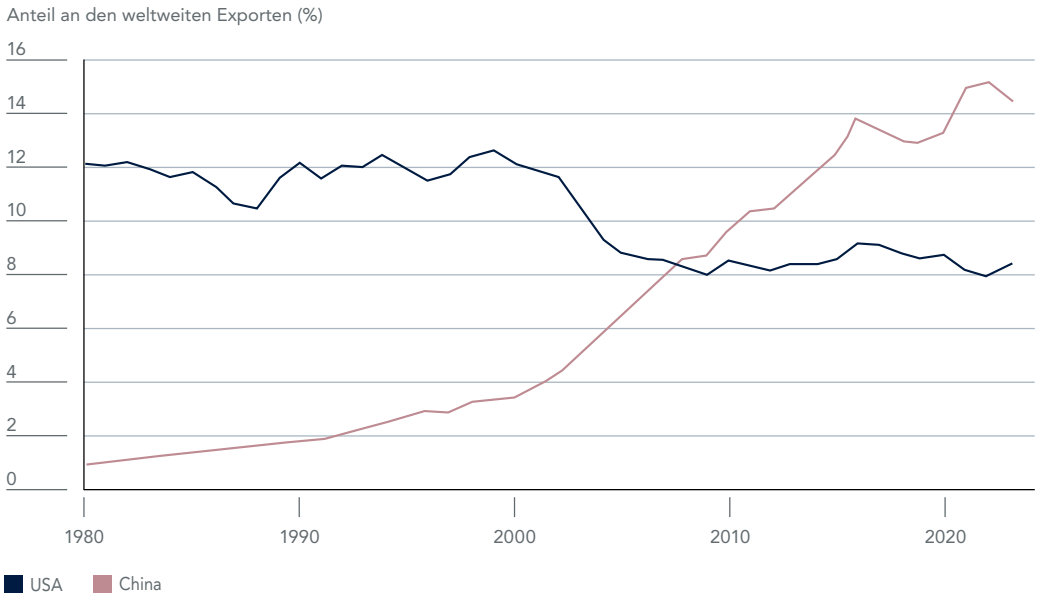
Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Ist die US-Präsidentschaftswahl 2024 für Investoren wichtig?

Die Hauptfrage der Wahl 2024 lautet, ob eine US-Anti-Establishment- oder Populisten-Politik eine tragfähige Wahlstrategie darstellen wird. Der Treiber des Populismus in den Vereinigten Staaten ist bekanntlich ein rascher sozioökonomischer Wandel in Form des starken Anstiegs der Ungleichheit.

Die USA haben unter Präsident Reagan die Laissez-faire-Ökonomie eingeführt, um die Sowjetunion in einem strategischen Wettlauf zu besiegen. Aber der mangelnde Schutz für die Mittelklasse im gesamten nachfolgenden globalen Angebotsschock der Globalisierung führte zu sozioökonomischen Störungen und die Ungleichheit nahm zu. Auch wenn die Globalisierung auf dem Rückzug ist, wird sie in vielen Bevölkerungsteilen für ihre wirtschaftlichen Probleme verantwortlich gemacht.

Der US-Mittelstand macht China für die eigene De-Industrialisierung verantwortlich



Quelle: BCA Research Inc., Stand: 23. Juni 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Daher werden alle Kandidaten bei den Wahlen 2024 einen protektionistischen Kurs einschlagen. Präsident Biden hat sich bereits Präsident Trumps Populismus in Bezug auf Handel, Produktion und China zu eigen gemacht, während er gleichzeitig linkspopulistische Sozialausgaben befürwortet.

Die Tatsache, dass beide einen populistischen Wahlkampf betreiben, ändert vom makroökonomischen Standpunkt aus gesehen nichts an den politischen Unterschieden zwischen den beiden Parteien. Wenn der Trumpismus gewinnt, was aus heutiger Sicht unwahrscheinlich ist, wird die Republikanische Partei weiterhin mit ihren Kandidaten im Jahr 2028 eine populistische Linie verfolgen. Die Hochphase der Polarisierung in der US-Politik könnte dann noch viel länger andauern. Ausländische Nationen und globale Investoren müssten sich auf die Erwartungen an die US-Politik für die abseh-

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

bare Zukunft anpassen. Die Auswirkungen wären unterschiedlich, aber die politische Unsicherheit würde zunehmen.

Wenn der Trumpismus scheitert, werden die Republikaner gezwungen sein, im Jahr 2028 eine neue Strategie zu verfolgen. Diese wird wahrscheinlich den Versuch beinhalten, die Basis der Partei zu verbreitern, indem sie Frauen und ethnische Minderheiten stärker als Wähler ansprechen. Wie sich diese „Modernisierung" der Republikanischen Partei auf den Kapitalmarkt auswirken wird, hängt vom Makrokontext im Jahr 2028 ab, aber die Unterschiede zwischen den beiden Parteien würden etwas abnehmen und die politische Unsicherheit würde eingedämmt werden. Die Republikaner würden demografische und generationsbedingte Veränderungen repräsentativer für die Bevölkerung vertreten. Der Höhepunkt der Polarisierung würde einer Entpolarisierung weichen.

Die Demokraten sorgen für politische Kontinuität und eine wahrscheinlich neutrale Steuerpolitik. All das ist positiv für Aktien in der Zeit zwischen dem Wahlergebnis bis zur Amtseinführung. Aber die Euphorie kann schnell verfliegen, wenn ein Präsident der ersten Amtszeit den „Flitterwochen"-Status verliert oder ein Präsident der zweiten Amtszeit in den Status der „lahmen Ente" gerät.

Im Gegensatz dazu stehen die Republikaner für Diskontinuität. Die Aktien würden kurzfristig fallen, bis der anfängliche Schock eingepreist ist, aber in eine Erleichterungsrallye nach den Wahlen münden.

Die Wahl 2024 wird darüber entscheiden, ob der Status quo in der Innen- und Außenpolitik bestehen bleibt oder eine populistische Politik, höhere Zölle, strengere Grenzkontrollen und eine unilaterale Außenpolitik auslöst. Damit ist die Wahl durchaus wichtig für die weitere Entwicklung der Kapitalmärkte und wird 2024 eine erhöhte Volatilität erzeugen.

Fazit

Die Frage, wer in der Welt mächtiger bleibt und wird – Staaten, die über Energie- und Rohstoffhandel herrschen und tendenziell autoritär geführt werden, oder Staaten mit höher entwickeltem Modernisierungspotenzial im Umfeld von liberalen Gesellschaftsformen – bleibt offen. In einer Welt, die nicht mehr von ökonomischen, sondern geopolitischen Überlegungen geleitet wird, ist Wirtschaft nicht mehr das Ziel, sondern wird das Mittel zum geostrategischen Zweck. Geoökonomische Krisen sind in ihrer Auswirkung schwer abzuschätzen. Es ist aber abzusehen, dass wir in einer geopolitischen Umbruchsituation stehen, die vergleichbare Ausmaße wie 1815 nach dem Wiener Kongress, 1919 und 1945 nach den zwei Weltkriegen und 1991 nach dem Zusammenbruch des sowjetischen Imperiums erreicht. Solange jede der konkurrierenden Seiten vom eigenen Sieg und der Niederlage des Gegners überzeugt ist und diesen Sieg als moralisch zwingend für sich erachtet, werden Abrüstung, Entspannung und neue Verflechtungen im Handel nicht funktionieren. Die ökonomischen Folgen sind in Summe negativ. Das Leben wird teurer. Der westliche Wohlstand wird bestenfalls stagnieren, Schulden werden für unproduktive Maßnahmen aufgenommen und Handelsverflechtungen werden instabiler. Dringliche Themen wie Klimaschutz und die Lösung der Ursachen der starken Migration werden bei Seite geschoben und erzeugen weiteren Sprengstoff.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Investieren in die Zukunft: Eine Einführung in Green Bonds

Laut des IPCC-Sonderberichts „Klimaanpassung 2022: Möglichkeiten, Grenzen und Entscheidungen" ist es noch möglich, die schlimmsten Auswirkungen des Klimawandels abzumildern, aber dafür sind dringende Maßnahmen erforderlich. Dabei liegt der globale Finanzierungsbedarf für die Anpassung an den Klimawandel bis 2030 zwischen 200 und 500 Milliarden US-Dollar pro Jahr. Dieser Betrag soll in den nächsten Jahrzehnten voraussichtlich weiter steigen, da sich die Auswirkungen des Klimawandels verstärken. Darüber hinaus wird geschätzt, dass für den Umbau der Wirtschaft in Richtung Klimaneutralität weltweit Investitionen in Höhe von 100 bis 500 Milliarden US-Dollar pro Jahr erforderlich sind. Der größte Teil der Investitionen wird in den Bereichen Energie, Verkehr und Gebäude anfallen. Im Energiesektor stehen die Umstellung auf erneuerbare Energien und die Steigerung der Energieeffizienz im Vordergrund. Im Verkehrssektor werden die Elektrifizierung von Fahrzeugen und die Entwicklung neuer Mobilitätskonzepte wie Carsharing gefördert. Im Gebäudebereich liegt der Fokus auf der Steigerung der Energieeffizienz und der Verwendung nachhaltiger Materialien. In Summe sind also bis zu einer Billion USD jährlich notwendig, damit die im Pariser Klimaabkommen genannten Ziele erreichbar sind. Angesichts dieser gigantischen Zahlen ist klar, dass staatliche Finanzierungen hier alleine nicht ausreichen. Ein wesentlicher Betrag muss über die Finanzbranche bzw. über privates Kapital bereitgestellt werden. Green Bonds stellen dabei ein wichtiges Instrument der (Re-)Finanzierung da. Doch was versteht man eigentlich genau unter Green Bonds?

Was sind Green Bonds eigentlich?

Green Bonds sind Anleihen, die von Unternehmen, Organisationen oder Staaten ausgegeben werden, um Geld für „grüne" Projekte zu sammeln. Grüne Projekte sind Projekte, die einen positiven Beitrag zum Umweltschutz leisten. Dazu gehören beispielsweise Investitionen in erneuerbare Energien, Energieeffizienz, nachhaltige Mobilität und Anpassungsmaßnahmen an den Klimawandel. Um die Sicherheit zu gewährleisten, dass die Mittel auch tatsächlich für entsprechende Projekte verwendet werden (und kein „Etikettenschwindel" betrieben wird), hat die ICMA im Jahr 2014 die „Green Bond Principles" (GBP) entwickelt, die sich seitdem als freiwilliger Marktstandard etabliert haben. Sie bieten Anlegern und Emittenten eine Orientierungshilfe für die Einhaltung von Umwelt- und Berichtsstandards. Die wichtigsten Bausteine der GBP sind:

1. Verwendungszweck (use-of-proceeds)

Die Gelder müssen der (Re-)Finanzierung von Projekten dienen, die einen klaren positiven Einfluss auf die Umwelt haben. Möglich sind Projekte aus 9 definierten Kategorien:

a. *Erneuerbare Energien:* Projekte zur Erzeugung von Strom, Wärme oder Kraft aus erneuerbaren Quellen, wie z. B. Wind, Sonne, Wasserkraft, Biomasse oder Erdwärme.

b. *Energieeffizienz:* Projekte zur Steigerung der Energieeffizienz in Gebäuden, Industrieanlagen oder Verkehrsmitteln.

c. *Nachhaltiger Verkehr:* Projekte zur Förderung nachhaltiger Mobilität, wie z. B. der Ausbau des öffentlichen Nahverkehrs oder die Förderung des Rad- und Fußverkehrs.

d. *Nachhaltige Wasser- und Abwasserwirtschaft:* Projekte zur Verbesserung der Wasserversorgung und Abwasserentsorgung, die mit einem geringeren Umwelteinfluss verbunden sind.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

e. *Nachhaltige Landnutzung:* Projekte zur Förderung nachhaltiger Landnutzung, wie z. B. die Wiederaufforstung oder die Entwicklung von nachhaltigen landwirtschaftlichen Anbaumethoden.

f. *Umweltverschmutzung und Abfallvermeidung:* Projekte zur Reduzierung von Umweltverschmutzung und Abfall, wie z. B. die Behandlung von Abwasser oder die Förderung der Kreislaufwirtschaft.

g. *Anpassung an den Klimawandel:* Projekte zur Anpassung an die Auswirkungen des Klimawandels, wie z. B. der Bau von Deichen oder die Entwicklung von Frühwarnsystemen.

h. *Forschung und Entwicklung:* Projekte zur Entwicklung neuer Technologien und Verfahren, die einen positiven Beitrag zum Umweltschutz leisten.

Um als „grün" zu gelten, müssen Projekte in mindestens einer dieser Kategorien einzuordnen sein und die Green Bond Principles erfüllen.

2. Auswahl und Bewertung

Es bedarf klarer, transparenter Auswahl- und Bewertungsverfahren zur Projektauswahl. Diese müssen entsprechend der o. g. Punkte kategorisiert werden. Daneben muss die Darstellung der Nachhaltigkeitsziele erfolgen.

3. Erlösmanagement

Die Erlöse der Emission müssen gesondert verwaltet sowie transparent und nachvollziehbar investiert werden.

4. Berichterstattung

Es muss mindestens jährlich eine Berichterstattung über die Entwicklung der finanzierten Projekte erfolgen. Dabei müssen die Fortschritte und die erzielte Wirkung dokumentiert werden.

Daneben ist in den GBP seit 2018 auch eine freiwillige Verpflichtung zur Second Party Opinion (SPO) enthalten. Eine SPO ist eine unabhängige Bewertung der Nachhaltigkeitsqualität einer grünen Anleihe bzw. des Emissionsprogramms für grüne Anleihen (Green Bond Framework). Sie wird von einer unabhängigen ESG-Ratingagentur – wie beispielsweise ISS ESG – durchgeführt. Im Normalfall holen Emittenten von grünen Anleihen eine SPO ein, bevor sie die Anleihe emittieren. Die SPO soll Investoren dabei helfen, die Nachhaltigkeitsqualität der Anleihe zu beurteilen.

Die SPO bewertet unter anderem die folgenden Aspekte der grünen Anleihe:
- Die Übereinstimmung der Anleihe mit den GBP
- Die Qualität der Nachhaltigkeitsstrategie des Emittenten
- Die Qualität der Projektauswahl
- Die Transparenz und Nachvollziehbarkeit der Anleihe.

Die SPO ist ein wichtiges Instrument zur Förderung der Transparenz und Glaubwürdigkeit des Marktes für grüne Anleihen. Sie hilft Investoren, fundierte Entscheidungen über grüne Anleihen zu treffen.

Aus den genannten Punkten wird klar, dass der Aufwand zur Begebung grüner Anleihen von Seiten des Emittenten signifikant ist, sowohl was finanzielle wie auch perso-

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

nelle Ressourcen betrifft. Doch warum nehmen die Emittenten diesen Aufwand auf sich, da zumindest bei der Emission zumeist keine niedrigeren Finanzierungskosten zu verzeichnen sind? Zum einen gelingt es den Unternehmen, so eine breitere Investorenschaft anzusprechen. So profitieren grüne Anleihen im Mittel von einem größeren Orderbuch – gemessen an der Cover Ratio – was für Emittenten Platzierungsrisiken reduziert und Unterstützung am Sekundärmarkt bieten dürfte. Zum anderen gibt es weitere Vorteile, auf die wir später noch eingehen.

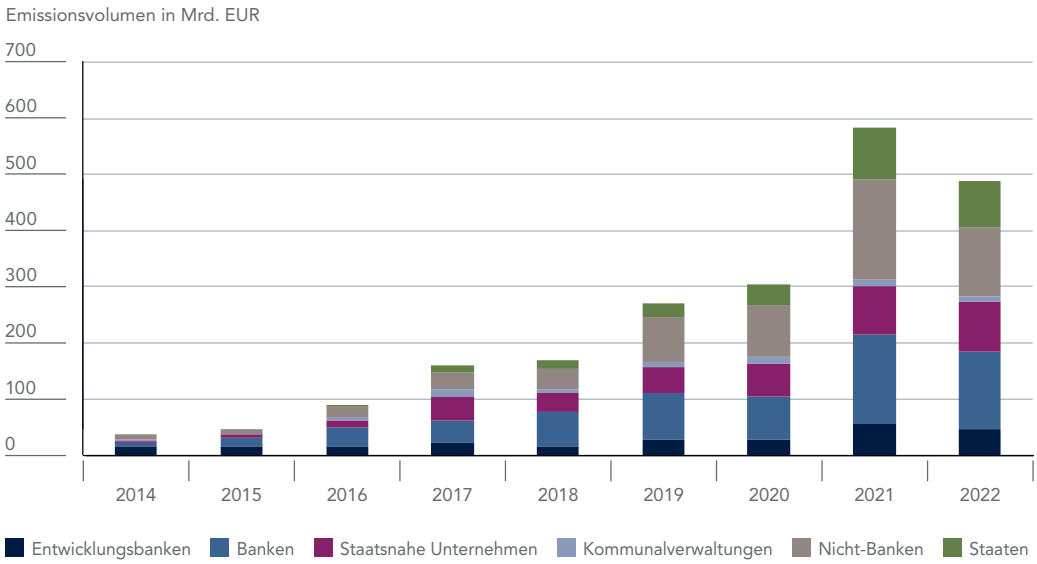
Seit wann existieren Green Bonds und wie hat sich der Markt entwickelt?

Im Jahr 2007 wurde die erste grüne Anleihe der Welt von der Europäischen Investitionsbank (EIB) emittiert: Der Climate Awareness Bond, dessen Erlöse ausschließlich für Projekte verwendet wurden, die einen positiven Beitrag zum Klimaschutz leisten.

Dies war ein wichtiger Schritt bei der Entwicklung des Marktes für grüne Anleihen. Die Anleihen (es folgten zunächst weitere der EIB und der Weltbank) zeigten, dass es möglich ist, Kapital für nachhaltige Investitionen zu mobilisieren und gleichzeitig Investoren eine marktübliche Rendite zu bieten. Weitere Meilensteine in der Marktentwicklung waren der erste grüne Pfandbrief (2014 durch die Münchner Hypothekenbank), die erste nachrangige grüne Anleihe (die chinesische Bank ICBC, ebenfalls 2014) sowie die erste deutsche grüne Bundesanleihe (2020). Der deutsche Staat war, was eine Emission grüner Anleihen betrifft, damit zwar relativ spät dran, dafür wurde diese aber im „Zwillingsformat" mit einer konventionellen Anleihe begeben. Dies führt zu einer direkten Vergleichbarkeit grüner und konventioneller Anleihen, sowohl was die Rendite, aber auch die Sekundärmarktperformance betrifft.

Spätestens mit dem „EU Green Deal", der in der EU im Jahre 2019 verabschiedet wurde, und dem „Inflation Reduction Act" der USA 2022 – beides Fiskal-Programme, die sich auf eine nachhaltigere Entwicklung der Wirtschaft konzentrieren – ist weiteres Wachstum des Marktes vorprogrammiert.

Green Bond-Emittenten



Quelle: Climate Bonds Initiative, eigene Darstellung, Stand: September 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Auch der Anteil der emittierten grünen Anleihen am Gesamtmarkt nimmt weiter zu. So sind 2023 bisher 17 % aller platzierten Staatsanleihen dem ESG-Bereich (grüne, soziale und nachhaltige Anleihen, wobei Green Bonds den dominanten Teil ausmachen) zuzuordnen. 2022 waren es noch 14 %. Und auch bei Unternehmensanleihen stieg der Anteil von 11 % auf 14 %. Beim noch recht kleinen Markt für ESG-Pfandbriefe (ca. 97 Mrd. EUR) lag das Wachstum gegenüber 2022 sogar bei 28 %. Dem Rekordemissionsjahr 2022 (19,1 Mrd. EUR) dürfte 2023 wahrscheinlich ein weiterer Rekord folgen.

Laut des Green Bond-Monitors der Deutschen Bundesbank betrug das umlaufende Volumen von Green Bonds am 31. Dezember 2022 rund 1.680 Milliarden EUR. Dies entspricht einer Steigerung von 25 %, für 2023 ist ein weiteres Wachstum zu erwarten.

Welche Vorteile bieten Green Bonds Investoren und Unternehmen?

Zunächst sei hier nochmals darauf hingewiesen, dass Green Bonds grundsätzlich dieselben Chancen und Risiken wie „konventionelle" Anleihen aufweisen. Sie sind also hauptsächlich von der Zinsentwicklung sowie der Bonität des Schuldners abhängig. Dies gilt auch für Pfandbriefe, für die die Mittelverwendung zwar mit grünen Projekten verbunden ist, nicht jedoch der Deckungsstock (= Sicherheit), welcher jede Art der zulässigen Sicherheiten beinhaltet. Bei einem Hypothekenpfandbrief sind beispielsweise energieeffiziente Immobilien und Altbauten als Sicherheiten für die ausgegebenen Hypotheken hinterlegt. Trotz des nicht unerheblichen Aufwands für die Emittenten bieten Green Bonds eine ähnliche Rendite wie herkömmliche Anleihen. Daneben ermöglichen sie es Investoren, in Projekte zu investieren, die einen positiven Beitrag zum Umweltschutz und zur nachhaltigen Entwicklung leisten. Außerdem kann über die höhere Transparenz (Reporting und SPO) zusätzliche Sicherheit bezüglich des Emittenten geschaffen werden.

Die Emittenten wiederum profitieren von der Möglichkeit, meist längerfristige Projekte zu finanzieren und erweitern ggf. ihre Investorenbasis. Daneben ist auch ein Reputationseffekt für das Unternehmen nicht zu unterschätzen. Durch die Arbeit am Green Bond Framework und die entsprechende Datenerhebung ist nicht zuletzt die Möglichkeit gegeben, Schwachstellen im eigenen Verhalten frühzeitig zu erkennen und gegenzusteuern, was wiederum ESG-Risiken reduziert bzw. wirtschaftliche Vorteile mit sich bringen kann.

Marktausblick

Neben dem bereits absehbaren weiteren Wachstum ist auch mit vermehrter Nachfrage zu rechnen. So hat beispielsweise die EZB im Januar 2023 durch das Präsidiumsmitglied Isabel Schnabel wiederholt, dass die EZB eine Dekarbonisierungsstrategie anstrebt. Im Bereich der Staatsanleihen bleiben hier nur Green Bonds als Instrument. Daneben wird auch die Regulierung weiter dafür sorgen, dass die Nachfrage nach den Produkten steigt. So müssen Finanzinstitute ab 2024 die nach der EU-Taxonomie nachhaltigen Assets im sog. Green Asset Ratio (GAR) veröffentlichen.

Mit dem EU-Green Bond-Standard wurde Ende Februar 2023 ein neuer (freiwilliger) europäischer Standard für grüne Anleihen endgültig verabschiedet. Hauptunterscheidungsmerkmal des EU-Standards gegenüber den ICMA-Richtlinien ist die direkte Verknüpfung der Mittelverwendung mit Taxonomie-konformen wirtschaftlichen Aktivitäten. Nach einer regulatorischen Umsetzungsfrist können erste EU-Green Bond-Emissionen voraussichtlich ab Herbst 2024 erfolgen. Der EU-Green Bond-Standard soll

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

dabei den neuen „Goldstandard" für grüne Anleihen darstellen. Leider ist die Regulierung der EU, wie in anderen Bereichen auch, nicht trivial und stellt die Emittenten vor größere Herausforderungen.[1]

Ein einheitlicher EU-Standard schafft für Investoren und Emittenten Transparenz, was zu einem weiteren Wachstum des Green Covered Bond-Marktes beitragen sollte. Bereits heute ist zu beobachten, dass Emittenten ihre Green Bond Frameworks im Hinblick auf Konformität mit der Taxonomie überarbeiten. Aufgrund des Fehlens einer kritischen Masse an Taxonomie-konformen Deckungswerten dürfte der erste EU-Green Covered Bond aus unserer Sicht jedoch noch etwas auf sich warten lassen. Bis dahin werden die bewährten ICMA-Standards weiterhin als Maßstab dienen.

Neben der Regulierung der Emittenten wird auch eine Regulierung für den fragmentierten Markt von ESG-Ratingagenturen angestrebt, um die Ratings vergleichbarer zu machen. Die bisherigen Vorschläge erinnern jedoch an die ESG-Vorgaben bei der Anlegerberatung, die den Anbietern viele Freiheiten bei der Methodik gewähren. Da unterschiedliche Anbieter unterschiedlich vorgehen können, wird eine Vergleichbarkeit kaum gegeben sein.

Aller Regulierung zum Trotz sind Green Bonds eines der wesentlichen Instrumente zur Finanzierung der zu Beginn genannten Herausforderungen der nächsten Jahre.[2] Die Emittenten sind hier bereits auf dem richtigen Weg, wie das Marktwachstum zeigt. Investoren haben die Möglichkeit, einerseits Renditen zu vereinnahmen, die dem breiten Anleihemarkt entsprechen und gleichzeitig einen positiven Beitrag zur Erreichung eines Umweltzieles zu leisten. Warum also warten?

1 *Unter anderem sind die Unternehmen erst 2024 verpflichtet, entsprechende Daten zu veröffentlichen, die als Datenlage dienen können. Daneben sind Kredite an Klein- und mittelständische Unternehmen ausgeschlossen, ebenso wie solche an nicht EU-Geschäftspartner.*

2 *Im nächsten Marktbericht werden wir Ihnen über ein weiteres Instrument berichten. Mehr wird an dieser Stelle jedoch nicht verraten. Seien Sie gespannt.*

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

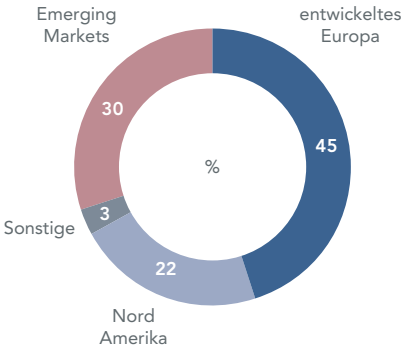
Verflechtung der europäischen und amerikanischen Unternehmen mit den Emerging Markets

Wer heute einen deutschen „Blue Chip" aus dem Dax kauft, investiert längst nicht mehr nur regional, sondern tätigt mit hoher Wahrscheinlichkeit eine Anlage, die auch von der Weltkonjunktur abhängig ist. Die Absatzmärkte vieler Unternehmen aus Europa befinden sich mittlerweile außerhalb des alten Kontinents und zu einem Drittel in den Emerging Markets. Europas börsennotierte Unternehmen verzeichnen mit 55 % auch den höchsten Anteil an Umsätzen außerhalb der eigenen Wirtschaftsregion. Das Gros der ausländischen Umsätze fällt auf die bereits zitierten Wachstumsregionen. Unternehmen haben hier in den vergangenen Dekaden im Zuge der Globalisierung aus verschiedenen Gründen investiert, Produktionsstätten errichtet und Absatzmärkte erschlossen.

Die US-Unternehmen weisen unter den Industrieländern das geringste Auslands-Exposure auf. Die Umsätze mit China liegen bei nur 4 % und somit bei der Hälfte von Europa.

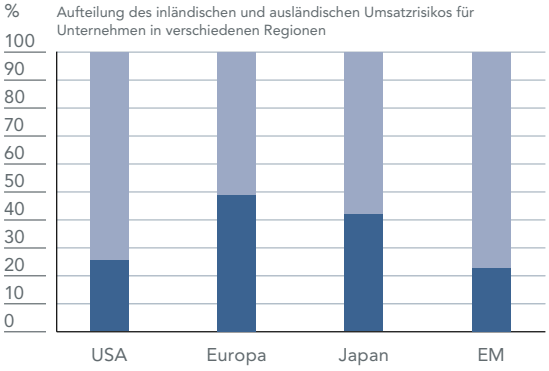
Auf Sektorenebene ist das Bild sowohl in Europa als auch in den USA sehr heterogen. Unternehmen aus dem Halbleiter-, Energie- und Grundstoffsektor (40 % bis 60 %) haben hier den höchsten globalen Footprint, während dieser im Bereich der Versorger und bei Immobilienunternehmen mit 5 % bis 10 % fast schon zu vernachlässigen ist.

Europäische Unternehmen erwirtschaften mehr als die Hälfte ihres Umsatzes außerhalb Europas



Bitte beachten: Als Schwellenländer werden hier die Welt ohne Industrieländer, Nordamerika, Japan und Australien definiert. Die Daten beziehen sich auf die Schätzungen unserer Analysten für 2023, basierend auf Unternehmensinformationen in Kombination mit ihren Schätzungen, bei denen die Offenlegung nicht detailliert genug ist.

Der europäische Aktienmarkt weist einen höheren Anteil an Auslandsumsätzen auf als andere Regionen



Bitte beachten: Inländisch für europäische Unternehmen bezieht sich auf das entwickelte Europa. Die Daten beziehen sich auf die Schätzungen unserer Analysten für 2023, die auf Unternehmensinformationen in Kombination mit ihren Schätzungen basieren, bei denen die Offenlegung nicht detailliert genug ist.

Ausland Inland

Quelle: Morgan Stanley AG Research; Stand: Juni 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Umdenken von Unternehmen und Staaten nach der Pandemie und im Zuge zunehmender geopolitischer Spannungen

Im Zuge der Pandemie mit den massiven Störungen der globalen Lieferketten insbesondere zu Beginn der Krise, fand ein Umdenken bei vielen Unternehmen und auch in der Politik statt. Viele Länder verhängten Lockdowns und in der Folge entstanden massive Einschränkungen für den globalen Handel und die Produktion, da beispielsweise Vorprodukte fehlten. Dies hat viele Unternehmen und auch die Politik umdenken lassen. „Reshoring", „Nearshoring" und „Deglobalisierung" sind die Schlagwörter – auch wenn es unwahrscheinlich ist, dass man die Globalisierung der letzten Jahrzehnte vollständig rückgängig macht. Vielmehr werden Unternehmen sich unabhängiger von einzelnen Lieferanten und Lieferketten machen. Dies zeigt auch eindrucksvoll die nachstehende Grafik. Kurz nach Beginn der Pandemie kündigten immer mehr US-Unternehmen die Rückverlagerung von Produktionsstätten an. Eine erste Welle dieser Aktivitäten ist auch dem Zeitraum der Präsidentschaft von Donald Trump in den Jahren 2017 bis 2020 zuzuordnen, womit wir bei der politischen Motivation angekommen sind.

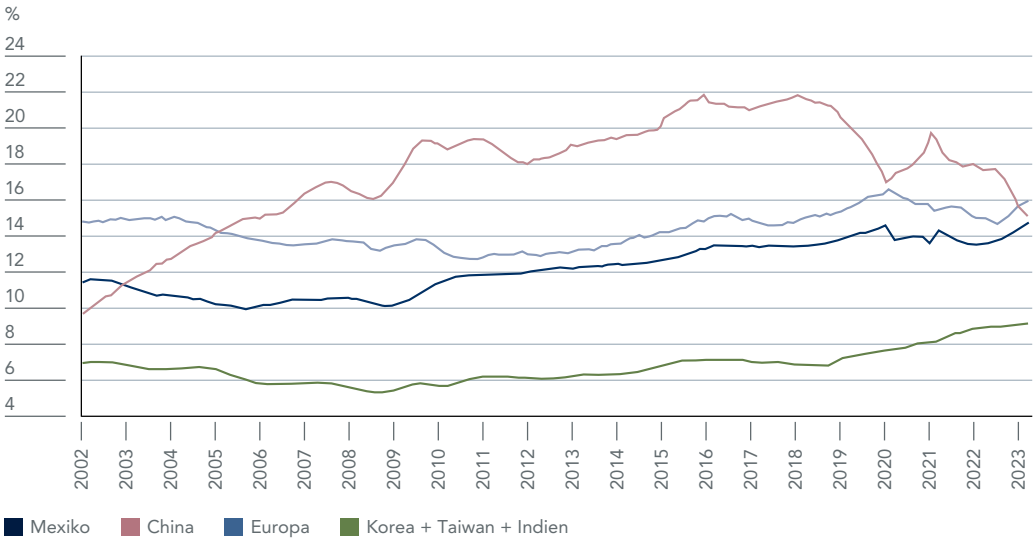
Ankündigungen zum Reshoring von US-Unternehmen (letzte 12-Monatssumme)

Quelle: UBS Group AG, Evidence Lab (>Access Dataset), Stand: Februar 2023

Im Zuge des „Nearshorings" haben sich die globalen Handelsströme in dem zurückliegenden Jahr bereits sichtbar verändert, wie anhand nachstehender Grafik zu US-Importen deutlich wird. Seit 2018 sind die US-Importe aus China um 6,5 % zurückgegangen, während Mexiko 1,3 % zulegte und nun für rund 15 % der US-Importe steht. Der Rückgang des Chinaanteils verteilte sich auf verschiedene Regionen. In Asien profitierten Korea / Taiwan / Indien zusammen mit Plus 2,2 % und Europa legte um 1,2 % zu.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Anteil US-Importe



Quelle: Goldman Sachs Group Inc., Economics Research, The EM Trader, Stand: 13. September 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die Politik ist bestrebt, zukünftig die Versorgungssicherheit für lebenswichtige Güter sicherzustellen, aber auch Schlüsseltechnologien im eigenen Land zu halten bzw. diese weiter auszubauen. Die Halbleiterbranche ist hier wohl das prominenteste Beispiel. Für Unternehmen aus diesem Bereich wurden im Zuge dessen in den Vereinigten Staaten und in Europa riesige Fördertöpfe für Investitionen von 52 Mrd. USD bzw. 30-45 Mrd. USD aufgelegt. Dies soll Unternehmen motivieren, neue Investitionen in diesen Regionen zu tätigen. Die Ankündigungen zum Bau von Halbleiterfabriken von namhaften Chipherstellern in diesen beiden Regionen ließen nicht lange auf sich warten und die Förderprogramme scheinen die beabsichtigte Wirkung zu entfalten.

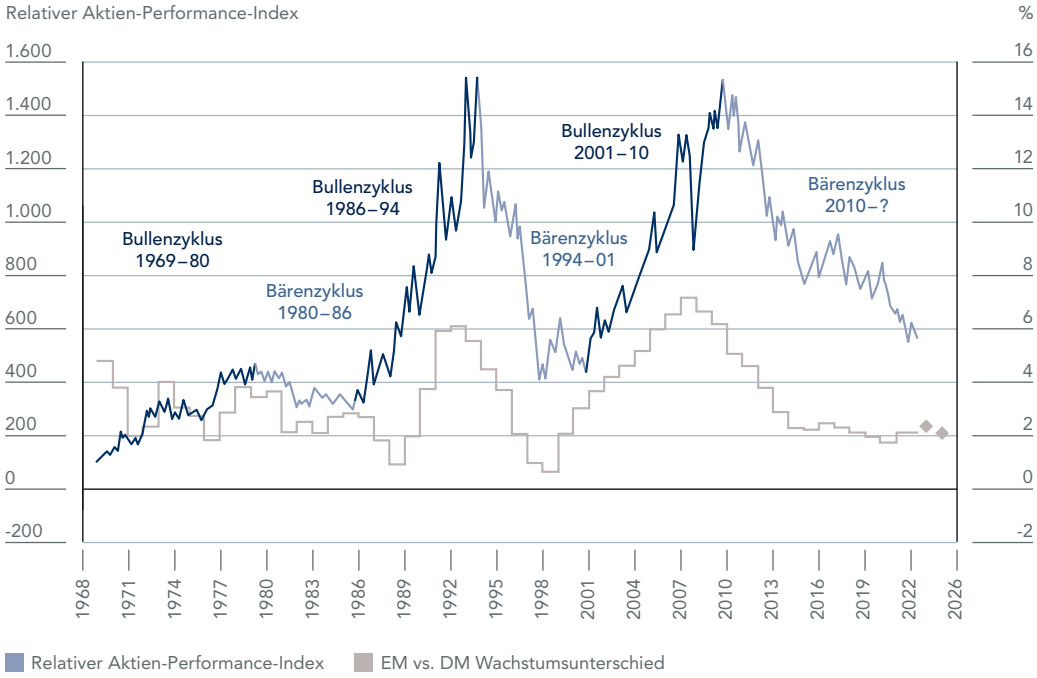
Auch in den Emerging Markets hat eine neue Zeitrechnung begonnen, welche wir nun näher beleuchten wollen.

Emerging Markets entwickeln sich weiter – die Dominanz Chinas nimmt ab

Seit Beginn des Jahrtausends haben sich EM zu einer eigenständigen Aktienregion entwickelt und sind mehr als nur eine Marketingstory von diversen Fondsanbietern. Dabei lässt sich der Zeitraum in zwei Superzyklen einteilen. Während im Bullenzyklus 2001 – 2010 EM-Aktien gegenüber den westlichen Aktienmärkten signifikant outperformten, drehte sich die relative Wertentwicklung von 2010 bis heute wieder stark zurück. Anhand der Entwicklung der Wachstumsdifferenz der Emerging Markets (EM) zu Developed Markets (DM), die als Haupttreiber für EM-Aktienzyklen gilt, lassen sich die verschiedenen langfristigen Zyklen seit 1969 gut erklären (siehe Grafik).

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

EM-DM-Wachstumsdifferenz vs. Aktienperformance

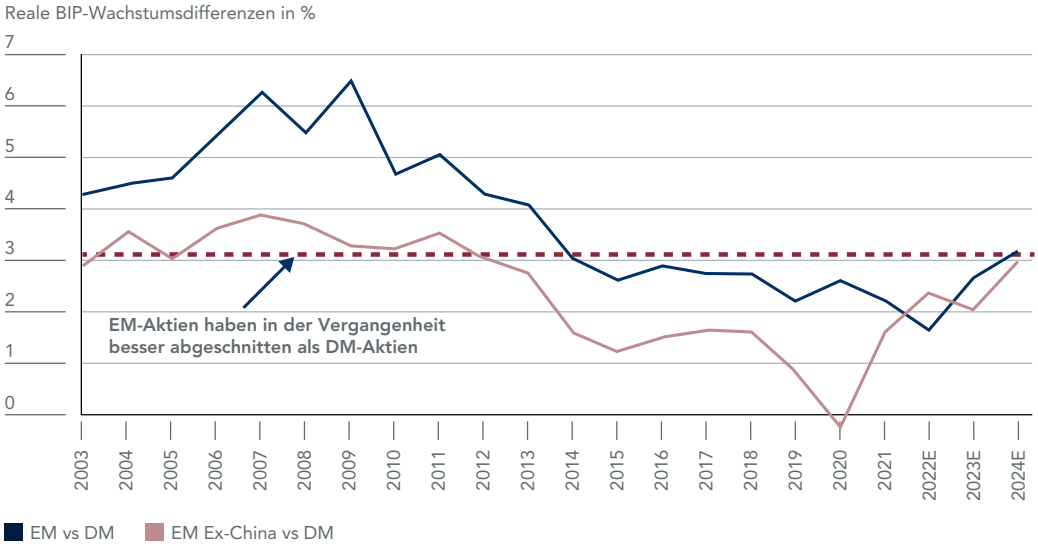


Quelle: Goldman Sachs Group Inc., Economics Research, Global Market Analyst, Stand: 13. Juni 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Wesentliche Treiber für den Bullenzyklus 2001 – 2010 waren die zunehmende Globalisierung mit steigendem Welthandel (China trat 2001 der Welthandelsorganisation bei) und der enorme wirtschaftliche Aufschwung getragen vom überdurchschnittlichen Wachstum Chinas als „Werkbank der Welt". Dagegen belasteten ab 2010 zunehmend die negativen Folgen des überdurchschnittlichen Wachstums in China, das nach der globalen Finanzmarktkrise stark getrieben war durch eine massive Ausweitung der Verschuldung zur Finanzierung von substanziellen Infrastrukturinvestitionen, gefolgt von einem staatlich initiierten Immobilienmarktboom. Unter den Spätfolgen dieser nicht nachhaltigen Wirtschaftspolitik leidet China derzeit immer noch. Exemplarisch dafür stehen die strukturellen Probleme, wie die seit Jahren bestehende Immobilienmarktkrise und die eingeschränkte Handlungsfähigkeit von stark verschuldeten Regionalregierungen. Die sehr restriktive Corona-Politik kostete im Zeitraum 2020 bis Anfang 2023 zusätzliches Wachstum. Zudem belasten in den letzten Jahren die eingetrübten Handelsbeziehungen zwischen China und dem Westen (insbesondere den USA), begleitet von zunehmenden geopolitischen Spannungen (z. B. Taiwan-Konflikt). Zukünftig wirkt auch eine ungünstigere demografische Entwicklung als Folge der Ein-Kind-Politik der letzten Jahrzehnte, die bis Ende 2015 verordnet war, wachstumsdämpfend. In Summe schwächt sich der Wachstumspfad für China auf ein niedrigeres Trendwachstum (2023-2025: 4 %, 2026-2030: 3,5 %) ab und verliert dadurch an Dominanz für die positive Wachstumsdifferenz der EM gegenüber der DM (siehe Grafik).

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

EM–DM Wachstumsdifferenz in %



Quelle: UBS Group AG, Securities India Private Ltd., EM Equity Strategy, Stand: 28. August 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Allerdings hat sich jüngst nach Überwinden der Corona-Pandemie die Wachstumsdifferenz wieder zugunsten der Schwellenländer entwickelt und sollte sich auch stabilisierend auf die relative Aktienmarktperformance auswirken. Betrachtet man die Vergangenheit, hat eine positive Wachstumsdifferenz ab 3,1 % die Chancen für eine Outperformance der EM-Aktien unterstützt.

Mittelfristig haben die EMs trotzdem überdurchschnittliches Wachstumspotenzial

Der generelle Trend der demografischen Entwicklung (abgesehen von China) und die Urbanisierung in Schwellenländern wirken sich langfristig positiv aus und sind Rückenwind, der das Wachstum der Region beschleunigen kann. Mit der wachsenden Mittelschicht stellen zunehmend jüngere Konsumenten mit mehr Kaufkraft eine wichtige Quelle für steigende Nachfrage dar. Da die Bevölkerung jünger als 50 Jahre ist, wird Indien voraussichtlich bis in die 2060er-Jahre deutlich wachsen. Auch die Wachstumsaussichten Indonesiens verbessern sich entlang der Metallwertschöpfungskette von Erzen bis hin zu verarbeiteten Metallen für Elektrofahrzeuge (EV), da es die Heimat vieler wichtiger Metalle (z. B. Nickel, Kupfer, Bauxit) für die EV-Produktion ist. Außerhalb Asiens haben sich die Aussichten in Lateinamerika, insbesondere in Brasilien und Mexiko, aufgrund von „Nearshoring"-Trends und einem Anstieg von ausländischen Direktinvestitionen, da Unternehmen ihre globalen Lieferkettenstrategien anpassen, erheblich verbessert. Sofern es nicht zu einer größeren weltweiten Rezession kommt, könnten die EMs in eine Phase der wirtschaftlichen Erholung eintreten.

Entkoppelt sich Asien langsam von China?

Asiens Exporte von Gütern nach China könnten sich weiterhin abschwächen, da sich der Trend zur Verlagerung der Lieferketten von China weg fortsetzen dürfte. China ist für den Rest Asiens immer noch von großer Bedeutung, aber Daten zeigen (siehe Grafik), dass Chinas Anteil an den asiatischen Exporten zurückgeht.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Marktanteil Chinas (Importe USA/Asien–Exporte Welt)

Quelle: UBS Group AG, Securities India Private Ltd., Q-Series Redux, Stand: 24. Juli 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Es wird immer Gewinner und Verlierer geben. Die Diversifizierung von Handel und Investitionen sollte mittelfristig Chancen für Indien und Südostasien schaffen. China ist für die meisten asiatischen Volkswirtschaften ein wichtiger Handelspartner, aber der Beitrag des Landes zu den asiatischen Exporten ist in den letzten zwei Jahren signifikant von 22 % im April 2021 auf 17,9 % im Juni 2023 gesunken, so stark wie seit zwei Jahrzehnten nicht mehr. Traditionell liefert Asien seit langem Waren nach China, damit das Land sie verarbeiten und wieder exportieren kann, um die Endnachfrage anderswo zu decken. Dies wird als Verarbeitungsgewerbe bezeichnet. Laut einer Analyse der japanischen Investmentbank Nomura sind die Verarbeitungsexporte Asiens nach China zurückgegangen, was sowohl auf eine Handelsdiversifizierung als auch auf eine Handelsumlenkung weg von China zurückzuführen ist. Der stärkste Rückgang des Anteils der Verarbeitungsexporte war in Volkswirtschaften zu verzeichnen, die eng mit China-zentrierten Lieferketten verflochten sind, wie Südkorea und Hongkong. Der Rückgang der gewöhnlichen Exporte Asiens nach China deutet darauf hin, dass sich die Nachfrage des Landes selbst abgeschwächt hat, was im Einklang mit dem starken Wachstumsrückgang der letzten zwei Jahre steht. Asiens Exporte nach China reagieren in der Regel empfindlicher auf die Investitionsnachfrage Chinas, insbesondere im Immobilienbau als auch beim Konsum und den Einzelhandelsumsätzen. Neben dem Gesamtrückgang verzeichneten die südostasiatischen Volkswirtschaften einen sichtbaren Anstieg oder einen geringeren Rückgang ihres Anteils an den Exporten nach China. Die Nickel-, Eisen- und Stahlexporte aus Indonesien sind gestiegen, da China eine wichtige Rolle im Rohstoff-Downstreaming Indonesiens spielt. Marktschätzungen gehen davon aus, dass sich Chinas BIP-Wachstum in den nächsten fünf Jahren auf 3,9 % weiter verlangsamen wird. Dadurch dürfte sich auch der Wachstumsimpuls der chinesischen Inlandsnachfrage für den Rest Asiens abschwächen und das Exportwachstum bremsen.

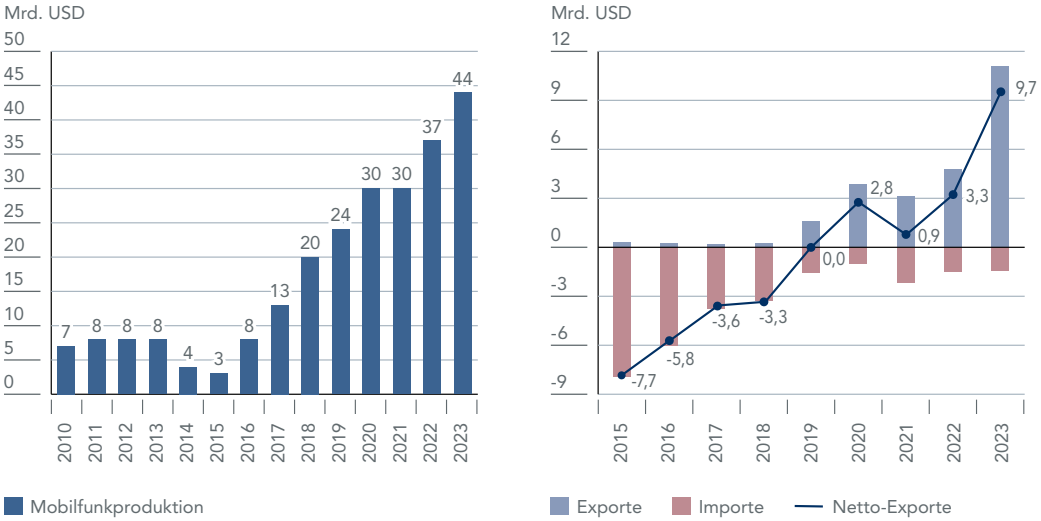
Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Drei positive Übertragungseffekte aus China

Die Erholung des Auslandstourismus aus China setzt sich in ganz Asien trotz eines schwächeren chinesischen Haushaltseinkommens, Visaproblemen und Flugplanstörungen mit unterschiedlichem Tempo fort. Hongkong erlebte den schnellsten Aufschwung: Die Zahl der chinesischen Touristenankünfte lag bei 71,5 % des Niveaus von 2019, gefolgt von Singapur mit 59,4 %. In anderen Regionen wie Thailand, Korea, Indonesien und Australien liegt die Erholung bei rund 45 %. Die Erholung des Tourismus wird den allgemeinen Wachstumsgegenwind nicht ausgleichen, ist aber dennoch positiv.

Die Diversifizierung des Handels weg von China kommt Indien und den ASEAN-Staaten zugute. Vietnam ist einer der Hauptnutznießer, da sich die Lieferketten in den letzten fünf bis sieben Jahren in den Bereichen Elektronik, Textilien und Spielzeug von China nach Vietnam verlagert haben. Indiens Elektronikexporte sind in den ersten sieben Monaten des Jahres kumuliert im Jahresvergleich um 42 % gestiegen, was einen steigenden globalen Marktanteil bei der Smartphone-Montage widerspiegelt. Die Mobilfunkproduktion und die Netto-Exporte sind in den letzten Jahren signifikant gestiegen (siehe nachstehende Grafiken).

Indien: Mobilfunkproduktion und Netto-Exporte



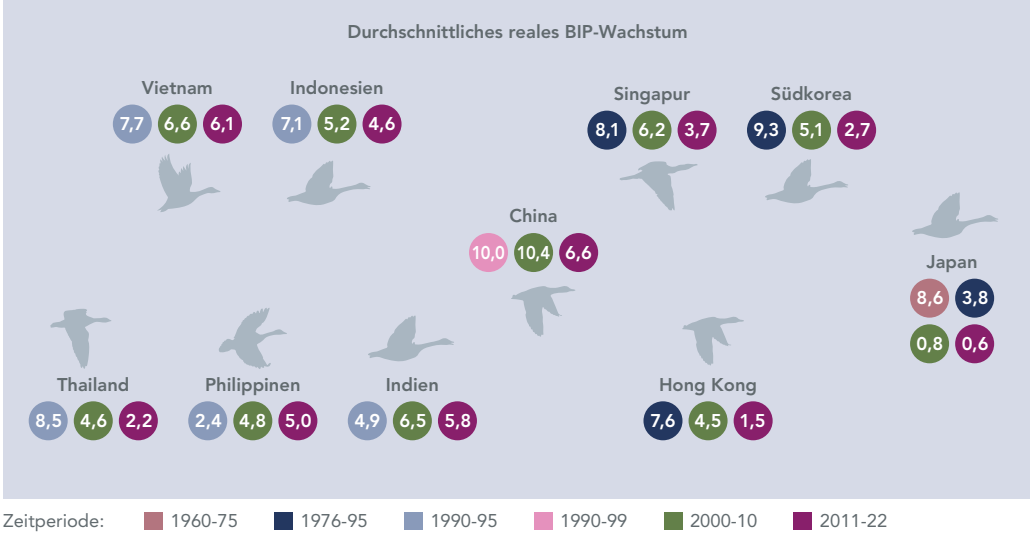
Quelle: UBS Group AG, Securities India Private Ltd., Q-Series Redux, Stand: 24. Juli 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für künftige Wertentwicklungen.

Die Neuausrichtung der Lieferketten aus China dürfte auch zu größeren ausländischen Direktinvestitionen in Indien und den ASEAN-Staaten führen. Neben höheren Staatsausgaben für die Infrastruktur könnte dies eine positive Spirale in Gang setzen, indem die Versorgungskapazität, die Wettbewerbsfähigkeit und die Produktivität gesteigert werden. Indien und die ASEAN-Staaten entwickeln sich zusehends zu Asiens neuen Wachstumstreibern. Indien ist heute die fünftgrößte Volkswirtschaft der Welt. Bis zum Jahr 2027 könnte das Land zur drittgrößten aufsteigen – hinter den USA und China

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

und vor Japan und Deutschland. Asien, die derzeit am schnellsten wachsende Wirtschaftsregion ist und bleibt eine Region der Möglichkeiten mit großem Potenzial für die wirtschaftliche Entwicklung.

Asiens neue Wachstumstreiber sind im Süden
„Paradigma der fliegenden Gänse“[3]



Quelle: Nomura Holdings Inc., Economics/Asia's time to shine, Stand: 6. Juni 2023

Vor allem Indien und Südostasien dürften in diesem Jahrzehnt die am schnellsten wachsenden Volkswirtschaften sein. Das „Paradigma der fliegenden Gänse“ lebt wieder auf. Dies bezieht sich auf die Hierarchie Asiens für die wirtschaftliche Entwicklung, in der das Nachkriegsjapan die führende Rolle spielte, aber aufgrund seiner schnellen Entwicklung und steigenden Kosten in den 1970er-Jahren sich die Produktion und Investitionen in die nächste Gänseherde verlagerte: Südkorea, Taiwan, Hongkong und Singapur. Dann, in den frühen 1990er-Jahren, als diese Volkswirtschaften schnell aufholten, halfen sie zusammen mit Japan dabei, die nächste Gänseherde, zu der auch China gehörte, in die Welt zu setzen. Allerdings hat China nun seinen komparativen Vorteil bei niedrigen Kosten verloren, was zusammen mit geopolitischen Gegenwinden die Voraussetzungen dafür geschaffen hat, dass Südostasien und Indien zu den

3 *Wikipedia: Das Fluggänsemodell (auch Gänseflugmodell) ist ein von Kaname Akamatsu (japanischer Ökonom) entwickeltes Erklärungsmodell aus der Wirtschaftsgeographie bzw. der Wirtschaftsgeschichte. Es dient zur Veranschaulichung der wirtschaftlichen Entwicklung am Beispiel einiger asiatischer Länder, besonders der Tigerstaaten. Gänse im Formationsflug gaben dem Modell den Namen. Es wurde in den 1930er-Jahren entwickelt und gewann jedoch in den 1960er-Jahren an Popularität, nachdem sein Autor Kaname Akamatsu seine Ideen im Journal of Developing Economies veröffentlicht hatte. Dieses Modell bezieht sich auf das Starten (Take Off) und In-Formation-Fliegen der Gänse. Dieses Verhalten ist auch typisch für diese Staaten. Wie die Gänse startete zunächst ein Land, Japan, mit dem Wirtschaftsaufschwung und die anderen folgten seinem Beispiel.*

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

neuen hochfliegenden Gänsen der Region werden und ihr volles Wachstumspotenzial freisetzen. Fairerweise muss man sagen, dass sich der Wandel in den globalen Lieferketten noch in einem frühen Stadium befindet, aber die zunehmenden Bemühungen der Regierungen in diesen Volkswirtschaften, Infrastrukturausgaben und -umsetzung zu beschleunigen, dürften in den nächsten drei bis fünf Jahren zu höheren Zuflüssen ausländischer Direktinvestitionen (FDI) führen.

Indien und Indonesien profitieren auch von anderen spezifischen Wachstumstreibern

Die Digitalisierung ermöglicht es Indien, sein dienstleistungsorientiertes Wachstumsmodell aufrechtzuerhalten. Es entwickelt sich zu einem beliebten Ziel für Offshore-Einheiten multinationaler Konzerne, die Unterstützung und erstklassige Beratung in den Bereichen Finanzen, IT und Datenanalyse bieten. Indonesien entwickelt sich weiter vom Exporteur unverarbeiteter Mineralien hin zur Downstream-Produktion von Metallerzen und erhöht dadurch die inländische Wertschöpfung bei Metallexporten, welche gerade im aufstrebenden Segment Elektrofahrzeuge (EV) enorm wichtig sind.

Der globale Boom der Künstlichen Intelligenz (KI) schafft Chancen für Taiwan und Korea, deren Komponentenhersteller die Hauptlieferanten einiger wichtiger Technologien und Produkte für die Hardwareplattformen sind, die weltweit für KI benötigt werden. Für die alternden Volkswirtschaften in Asien kann die KI-Technologie auch die nachlassende Produktivität überwinden und zur Lösung des Arbeitskräftemangels beitragen. China ist weltweit führend bei Technologien und Lieferketten für erneuerbare Energien, wie z. B. Elektrofahrzeugen, Lithiumbatterien und Solarstromerzeugung. Im Jahr 2023 dürfte es bei neuen Solaranlagen führend sein und 43 Prozent der weltweiten Installationen ausmachen. Elektrofahrzeuge sind mittlerweile zu einem unverzichtbaren Bestandteil des chinesischen Automobilsektors geworden. Ihr Anteil an der gesamten Automobilproduktion erreichte in diesem Jahr bisher fast 30 Prozent, was die höchste Verbreitung weltweit darstellt. Die Pläne der Industrieländer, ihre CO_2-Emissionen schneller zu reduzieren, dürften ein wesentlicher Treiber für Chinas Ausbau des erneuerbaren Sektors sein.

Wir machen uns keine Illusionen darüber, dass Chinas Wirtschaft mit strukturellen Herausforderungen und geopolitischen Gegenwinden belastet ist und dass sich ihr mittelfristiges Wachstum wohl weiter verlangsamen wird. Aber das Land wird seiner Größe nach ein wirtschaftlicher Gigant bleiben und mehr als ein Viertel zum globalen Wachstum beitragen. Mittelfristige Prognosen vom japanischen Investmenthaus Nomura (2024–2028) gehen beispielsweise davon aus, dass das Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts in Asien, trotz der Abschwächung in China, im Jahresvergleich bei 4,2 Prozent liegt und damit andere Schwellenländer – Lateinamerika (2,4 Prozent) sowie Mittel- und Osteuropa, Naher Osten und Afrika (CEEMEA 3,2 Prozent) und die USA (1,8 Prozent) – übertrifft.

Im vergangenen Jahr haben die Straffung der US-Notenbank und die Aufwertung des US-Dollars dazu geführt, dass Anleger, insbesondere ausländische Investoren, sich mit Engagements in Schwellenländern zurückhielten und Kapital aus Emerging Markets Aktien abgezogen haben. Da jedoch die Aussicht auf ein gedämpftes globales Wachstum und Zinssenkungen der Fed immer näher rücken, könnten Anleger der Region EM wieder mehr Beachtung schenken. Die Voraussetzungen für eine mittelfristige Outperformance Asiens sind zumindest geschaffen.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Trotz globaler Konjunkturängste – Rohölpreise im Höhenflug

Seit Jahresanfang hat der breit diversifizierte Rohstoffindex, Bloomberg Commodity Index, geringfügig nachgegeben. Angesichts der schwächeren globalen Konjunktur hätte man sich auch eine negativere Kursentwicklung vorstellen können.

Bloomberg Commodity Index Total Return, in USD

Quelle: Bloomberg Finance L. P., eigene Darstellung, September 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Doch während Industriemetalle die negative Marktstimmung am treffendsten beschreiben, erleben Energierohstoffe eine Art Sonderkonjunktur.

Die unterschiedliche Wertentwicklung zwischen Industrie- und Energierohstoffen hat viele Marktteilnehmer überrascht. Auch wir haben in der Vergangenheit wiederholt darauf hingewiesen, dass aufgrund von Sonderfaktoren wie z. B. Klimawandel, Energiewende, Energieinfrastruktur u. v. a. gerade der Industriemetallsektor mittel- bis langfristig die besten Perspektiven aller Rohstoffsektoren aufweist.

Diese Einschätzung teilen wir unverändert. Die intakten strukturellen Treiber gerieten jedoch angesichts der Immobilienkrise in China in den Hintergrund. Gerade bei Kupfer ist der Nachfrageanteil aus dem chinesischen Immobiliensektor unverändert sehr hoch und dominiert das Sentiment.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Relative Wertentwicklung Energierohstoffe vs. Industriemetalle seit Jahresanfang 2022

Quelle: Bloomberg Finance L. P., eigene Darstellung, September 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Im Moment fokussieren sich die Marktteilnehmer aber auf die Rallye bei den Energierohstoffen, die von zahlreichen Faktoren unterstützt wird.

Was treibt die Kursrallye bei Rohöl?

Die letzten Jahrzehnte des schwarzen Goldes sind angebrochen, so war die bislang einhellige Meinung. Wenig überraschend ist, dass rohstoffreiche Staaten in der verbleibenden Zeit versuchen, ihren Gewinn aus dem Verkauf fossiler Energieträger zu maximieren. Unverändert stark tritt seit Jahren das erweiterte OPEC+ Bündnis auf und stabilisiert regelmäßig mit seinen Kürzungen den Rohölpreis, falls dieser nach unten tendiert.

Anfang September hat Saudi-Arabien die Verlängerung seiner Ölförderkürzung um eine Million Barrel Rohöl täglich bis zum Ende des Jahres 2023 verkündet. Auch Russland teilte zeitgleich mit, es werde seine Ölfördermenge bis zum Ende des Jahres 2023 weiter um 300.000 Barrel täglich kürzen. Somit werden dem Rohölmarkt 1,3 Millionen Barrel täglich auf der Angebotsseite fehlen.

Seit mehreren Quartalen werden nun hohe Rohölpreise von den Mitgliedern der OPEC+ gezielt unterstützt. Vor kurzem war der World Petroleum Congress in Calgary. Hier wurde u. a. Prinz Abdulaziz Bin Salman mit den Worten zitiert: „Kürzungen waren notwendig, um den Ölmarkt zu stabilisieren". Vor allem in Bezug auf Europa und China bestehe weiterhin Unsicherheit in Bezug auf das Wachstum.

Man müsse sich daher auf Fakten und nicht auf Prognosen konzentrieren. Prinz Abdulaziz kritisierte auch die Internationale Energieagentur (IEA) und unterstellte der Behörde, sie sei zu einer „Praxis politischer Interessenvertretung" übergegangen. Der CEO von Aramco, derzeit die größte Erdölfördergesellschaft der Welt, sagte auf derselben Konferenz, er erwarte, dass die weltweite Ölnachfrage im Jahr 2030 110 Mio. Barrel pro Tag erreichen werde.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Aber auch die Angebotsseite gibt wenig Grund zur Hoffnung auf schnell sinkende Energiepreise. Denn die weltweiten Rohölvorräte sind nicht gut gefüllt. Marktbeobachter schauen u. a. auf die Vorräte der US-Regierung. Die Bestände der strategischen Petroleumreserve der USA notieren weiter auf niedrigem Niveau und werden nur langsam wieder aufgefüllt.

Die Internationale Energieagentur (IEA) wird trotzdem nicht müde, auf das vorzeitige Ende des fossilen Zeitalters hinzuweisen. Die globale Nachfrage nach Öl, Erdgas und Kohle wird früher nachlassen als bisher angenommen. Demnach erreicht sie ihren Höhepunkt noch vor dem Jahr 2030 und soll anschließend dauerhaft sinken. Hintergrund für diese Entwicklung ist der massiv wachsende Anteil erneuerbarer Energien am Energiemix sowie die künstliche Verteuerung von fossiler Energie durch z. B. CO_2-Zertifikate.

Rohölpreise dürften weiter hoch bleiben

Es ist aber u. E. nicht davon auszugehen, dass die Rohölpreise schnell wieder sinken werden.

Zum einen ist der globale Bedarf an fossiler Energie unverändert hoch. Eine wachsende Weltbevölkerung von mehr als 8 Mrd. Menschen führt zwangsläufig zu einer höheren Energienachfrage. Höherer Wohlstand und eine höherwertige, proteinreiche Ernährung erhöhen den globalen Energiebedarf zusätzlich. Dieser Bedarf kann – Stand heute – noch lange nicht mit nachhaltigen, erneuerbaren Energien gedeckt werden.

Marktbeobachter schauen ebenfalls mit Skepsis auf die Investitionen, die in den Jahren im Bereich fossiler Energieträger getätigt worden sind.

Der unverändert hohe Druck, insbesondere vom europäischen Kontinent nach einem energetischen Wandel ist nachvollziehbar und sinnvoll mit Blick auf die Klimakrise. Dennoch führte er auch dazu, dass besonders europäische Öl- und Gasunternehmen in den letzten Jahren (zu) wenig in neue Explorationsvorkommen investiert haben. Zwar haben einzelne Unternehmen aus dem Energiesektor wie z. B. Shell und BP die Investitionen in fossile Energieträger wie Öl und Gas zuletzt wieder erhöht. US-Energieunternehmen sind ihrem traditionellen Geschäftsmodell weitestgehend treu geblieben und haben in neue Vorkommen investiert. Doch die insgesamt globale Zurückhaltung der Energieunternehmen könnte sich nun rächen und für nachhaltig höhere Energiepreise in den nächsten Jahren sorgen.

Weil die Energiebranche seit Jahren nicht genug investiert, könnten die Preise sogar auf bis zu 150 Dollar pro Barrel in den kommenden Jahren steigen. Auch die Investmentbank Goldman Sachs hat ihre Ölpreis-Erwartungen angehoben. Hier wird für das kommende Jahr mit einem Rohölpreis für die Nordseesorte Brent i. H. v. 105 Dollar pro Barrel gerechnet.

Die Phase, in der Energiepreise ungewöhnlich lange steigen können, ist noch nicht beendet. Die Analysten der Investment Bank J. P. Morgan raten dazu, globale Energieunternehmen überzugewichten. Diese Entwicklung lässt sich bereits an den Kursverläufen der Energieunternehmen ablesen.

Werfen wir einen Blick auf die Kursentwicklung von klassischen Energieunternehmen im Vergleich zu Unternehmen aus dem erneuerbaren Segment:

Global tätige Energieunternehmen wie z. B. Exxon, Chevron, TotalEnergies haben seit mehr als 2,5 Jahren eine beeindruckende Wertentwicklung vorzuweisen. Die Euphorie

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

dagegen, die noch im Jahr 2020 Unternehmen aus dem erneuerbaren Segment regelrecht beflügelte und zu hohen Kursständen verhalf, ist verschwunden!

Wertentwicklung des MSCI World Energy Index vs. S&P Global Clean Energy Index seit Jahresanfang 2021

Quelle: Bloomberg Finance L. P., eigene Darstellung, September 2023
Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Investoren schauen auf Gewinnentwicklung und Rendite

Kommt der einstige Hype um erneuerbare Energien somit dauerhaft zum Erliegen?

Nein, wir glauben weiterhin an den strukturellen Wandel hin zu erneuerbaren Energien und den starken politischen Willen, diesen zu fördern.

Dennoch zeigt sich an diesem Beispiel eindrucksvoll, wie schnell die Euphorie um ein Thema wieder verschwinden kann. Investoren schauen früher oder später immer auf die Gewinnentwicklung.

In dem oben dargestellten „Global Clean Energy Index" befinden sich viele Pionierunternehmen. Gerade Unternehmen aus dem Bereich Wasserstoff oder Windkraft sind noch unverändert defizitär oder wachsen nicht in erwartetem Tempo. Besonders schwer wiegt jedoch die Erkenntnis, dass noch lange nicht eine ähnlich hohe Gewinnmarge mit erneuerbaren Energien erzielt werden kann wie mit den klassischen Energieträgern Rohöl und Gas. Daher kann man wohl mit Recht behaupten: Aller Unkenrufe zum Trotz – die Zeit der fossilen Energieträger ist scheinbar noch länger nicht vorbei.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Machine Learning in der Strategischen Asset-Allokation

Das Problem mit Markowitz

Harry Markowitz hat einst seine Portfoliotheorie damit beschrieben, dass Investoren nicht alle Eier in nur einem Korb tragen sollten. Dass ein effizientes Portfolio hinreichend diversifiziert sein sollte, ist heute Marktstandard. So revolutionär die Theorie von Markowitz zu seiner Zeit (1952) auch war, so veraltet sind heute die Annahmen, auf denen sie aufbaut.

Zum einen impliziert das Modell eine Normalverteilung für Renditen und unterschätzt somit systematisch Extremrisiken wie eine Finanzkrise 2008. Zum anderen wird ein linearer Zusammenhang zwischen Assetklassen postuliert, obwohl Kapitalmärkte hochgradig komplex und nichtlinear sind. Möchte ein Investor nun sein Portfolio langfristig im Rahmen der Strategischen Asset-Allokation (SAA) ausrichten, bedarf es anderer Methoden. Das Gute: Die Finanzakademie hat sich seit Markowitz deutlich weiterentwickelt.

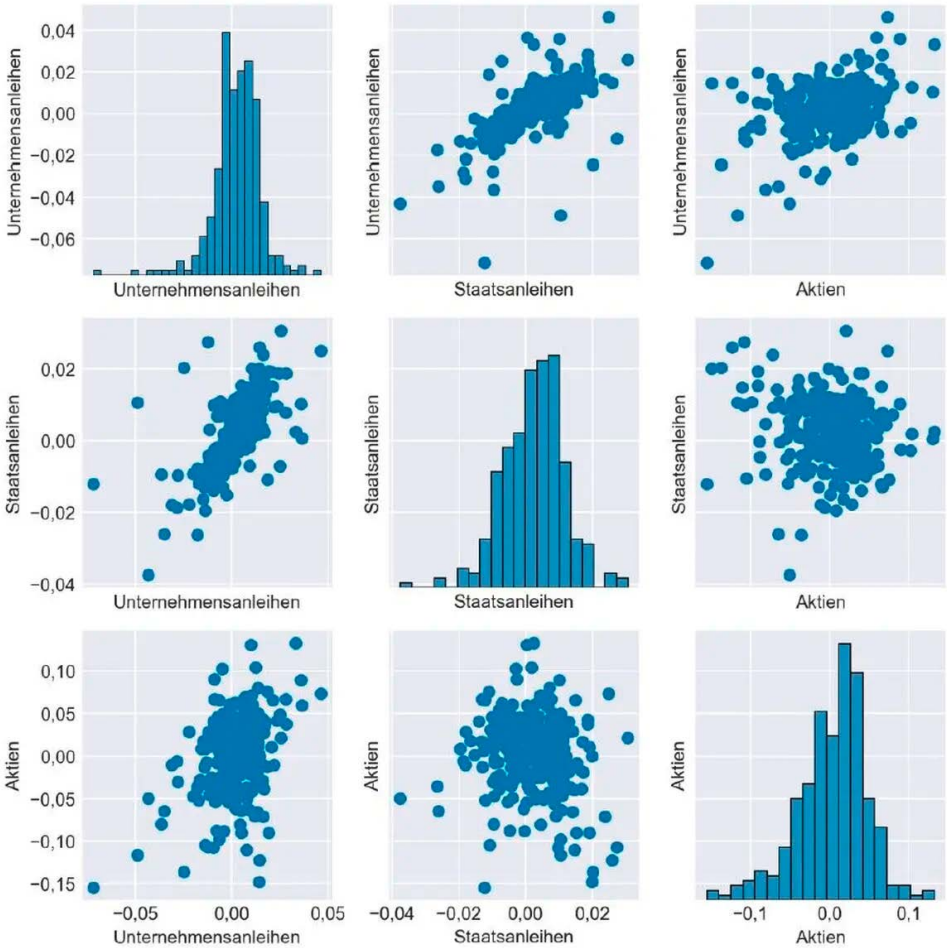
Wie Machine Learning helfen kann

Machine Learning ist ein breiter Begriff für mathematische Optimierungsprobleme. Typische Anwendungsbereiche finden sich in der Bilderkennung oder der Wortvorhersage in Sätzen wie bei ChatGPT. Auch in der Finanzakademie werden Machine Learning-Algorithmen seit Jahren erfolgreich angewendet, um (quadrierte) Renditen vorherzusagen oder Zusammenhänge in Kapitalmärkten zu beschreiben. Um den Nutzen von Machine Learning in der Portfoliokonstruktion zu demonstrieren, befassen wir uns beispielhaft mit der Frage, wie die Diversifikationseigenschaften von Unternehmensanleihen in der SAA aussehen. Lohnt es sich, Unternehmensanleihen strategisch im Portfolio beizumischen (wie es in einer Markowitz-Welt stets der Fall ist) oder gibt es bessere Alternativen? Diese Frage werden wir mittels Machine Learning beantworten.

Als Datensatz verwenden wir die monatlichen logarithmierten Renditen vom iBoxx Euro Corporates, Barclays Euro Treasuries und MSCI Europe. Die klassische Theorie besagt, dass Unternehmensanleihen ein Hybrid aus Zins- und Aktienrisiko darstellen. Je schlechter die Bonität, desto ausgeprägter das Aktienrisiko, das die Risikoprämie von Unternehmens- gegenüber Staatsanleihen erklärt. Ceteris paribus sollte sich der iBoxx Euro Corporates durch den Barclays Euro Treasuries (Zinsrisiko) und MSCI Europe (Aktienrisiko) erklären lassen. Die Verteilungen der monatlichen log-Renditen werden in der folgenden Grafik zusammengefasst:

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Verteilungen empirischer monatlicher log-Renditen



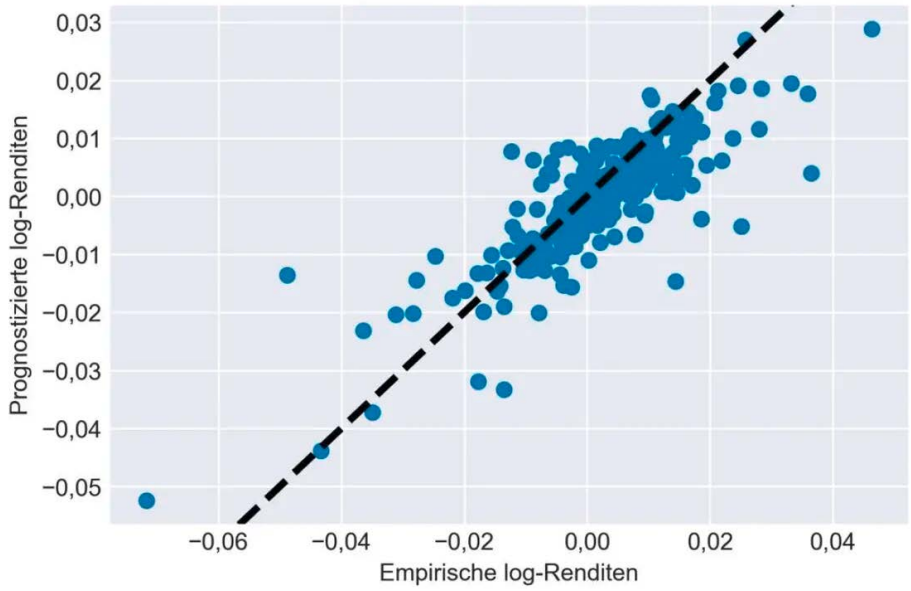
Quelle: Bloomberg Finance L.P., eigene Darstellung, Stand: August 2023
Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine geeigneten Indikatoren für die zukünftige Wertentwicklung.

Während wir noch mit dem bloßen Auge erkennen können, dass zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen ein positiver Zusammenhang besteht (obere mittlere bzw. mittlere linke Grafik), ist die Beziehung zu Aktien und die Interaktion zwischen Staatsanleihen und Aktien weniger trivial. Machine Learning-Algorithmen bringen den entscheidenden Vorteil mit sich, dass sie völlig befreit von Annahmen und Prognosen sind. Stattdessen lassen sie den Datensatz für sich sprechen, um aus diesem direkt Strukturen und Zusammenhänge abzuleiten.

In der Machine Learning-Literatur existieren verschiedene Algorithmen, um Datensätze zu analysieren. Eine der populärsten Methoden ist hierbei das neuronale Netzwerk, das wir im Folgenden trainieren, um Unternehmensanleihen in Abhängigkeit von Staatsanleihen und Aktien zu beschreiben. In der unteren Grafik wird das Ergebnis dargestellt. Die schwarze Linie symbolisiert einen perfekten Zusammenhang und wir erkennen, dass die vom Netzwerk prognostizierten log-Renditen sich nahe der Linie befinden.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Neuronales Netzwerk: Modellgüte für Unternehmensanleihen



Quelle: Deutsche Oppenheim Family Office AG, Stand: August 2023

Entgegen der Intuition wäre es tatsächlich problematisch, wenn alle Punkte genau auf der Linie landen würden. Dies wäre ein starkes Indiz dafür, dass unser Algorithmus den Datensatz auswendig gelernt hätte („Overfitting"), worunter die Prognosekraft bei neuen Datenpunkten erheblich leiden würde. Um Overfitting auszuschließen, ist deshalb eine gewisse Streuung wünschenswert. Mit einer durchschnittlichen absoluten Abweichung zwischen empirischer und prognostizierter log-Rendite von rund 40 Basispunkten liefert das neuronale Netzwerk gute Ergebnisse.

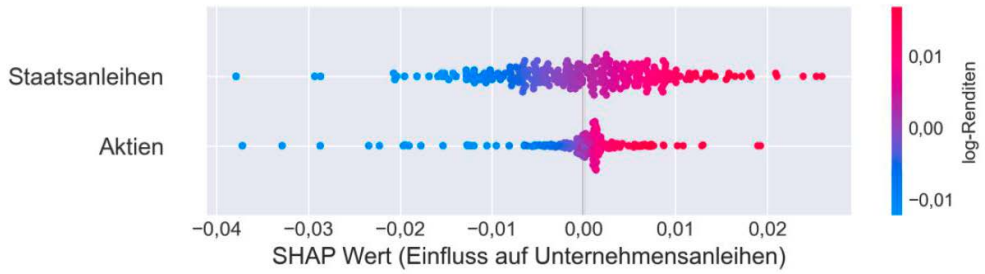
Der Mythos der Black Box

An dieser Stelle stellt sich die Frage, wie vertrauenswürdig die Ergebnisse sind. Immer wieder werden Machine Learning-Algorithmen mit dem Vorwurf konfrontiert, es handele sich um eine „Black Box", deren Entscheidungsfindung für Menschen intransparent ist. Wer Algorithmen einfach nur blind vertraut, ohne sie im Kern zu verstehen, nimmt versteckte Risiken in Kauf. Im schlimmsten Fall kann dies im Totalverlust enden, wie mancher Quant-Fonds am eigenen Leib erfahren musste. Aus diesem Grund ist es notwendig, eine Black Box in eine „White Box" umzuwandeln. Hierzu bedienen wir uns der kooperativen Spieltheorie, dem sogenannten SHAP-Wert.

Benannt nach seinem Erfinder Lloyd Shapley (1953) handelt es sich beim SHAP-Wert um eine Kennzahl, die den Beitrag einzelner Spieler zum Teamerfolg misst. Je höher der SHAP-Wert eines Spielers, desto größer sein Beitrag zum Gesamtergebnis. In unserem Fall ist das Ergebnis die vom neuronalen Netzwerk prognostizierte log-Rendite von Unternehmensanleihen. Bei den Spielern handelt es sich um die log-Renditen von Staatsanleihen und Aktien. Die SHAP-Werte für unser neuronales Netzwerk entnehmen wir der folgenden Grafik.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Einfluss von Staatsanleihen und Aktien auf Unternehmensanleihen

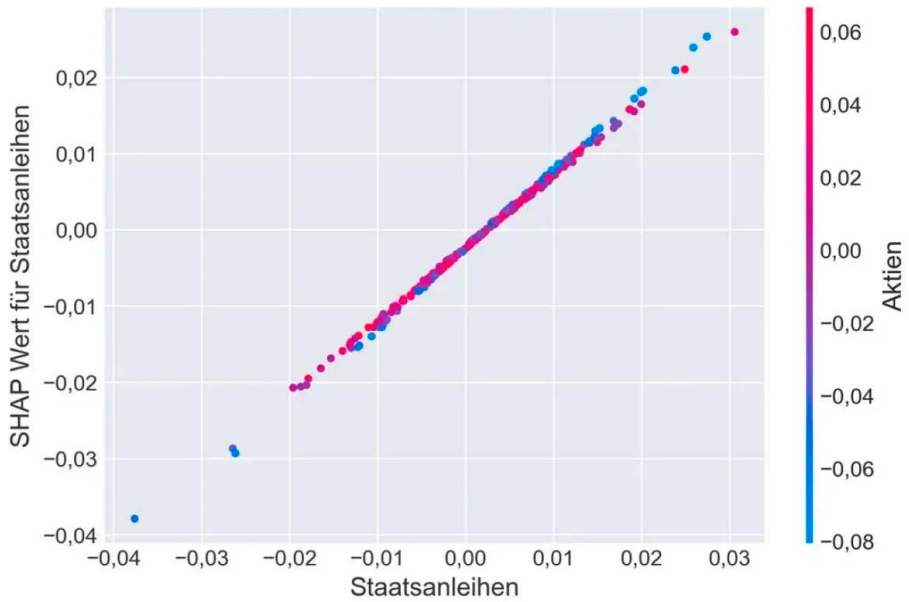


Quelle: Deutsche Oppenheim Family Office AG, Stand: August 2023

Zunächst sei angemerkt, dass die Spieler bzw. in unserem Fall Faktoren nach ihrer Wichtigkeit geordnet sind. Das bedeutet, dass laut unserem Netzwerk Staatsanleihen einen höheren Erklärungsgrad für Unternehmensanleihen aufweisen als Aktien. Weiterhin existiert ein positiver Zusammenhang: hohe/niedrige log-Renditen bei Staatsanleihen und Aktien gehen mit hohen/niedrigen log-Renditen bei Unternehmensanleihen einher. Wie sieht der direkte Zusammenhang aus?

Zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen unterstellt unser Netzwerk eine lineare Beziehung. Dies impliziert, dass Änderungen in der Zinsstrukturkurve denselben Effekt auf Unternehmens- wie auf Staatsanleihen aufweisen.

Zusammenhang zwischen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen

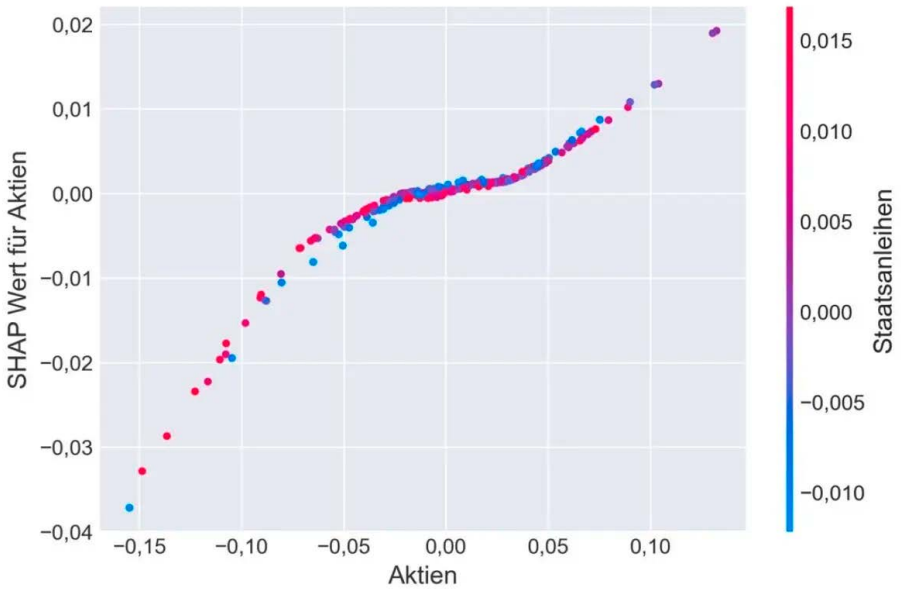


Quelle: Deutsche Oppenheim Family Office AG, Stand: August 2023

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Interessanter ist der Zusammenhang zwischen Unternehmensanleihen und Aktien. Hier erkennen wir ein klares, nichtlineares Verhältnis. Insbesondere in negativen Aktienmarktverläufen steigt das Aktienrisiko von Unternehmensanleihen – genau dann, wenn wir kein Aktienrisiko haben wollen.

Zusammenhang zwischen Unternehmensanleihen und Staatsanleihen



Quelle: Deutsche Oppenheim Family Office AG, Stand: August 2023

Erkenntnisse für die SAA

Welche Schlussfolgerungen ergeben sich nun für die Portfoliokonstruktion? Unser Machine Learning-Algorithmus lehrt uns, dass Unternehmensanleihen sich nur bedingt als Diversifikator im Portfolio eignen, weil die Korrelation zu Aktien in negativen Kapitalmarktverläufen ansteigt. In anderen Worten: Für ein effizientes Portfolio ist eine Beimischung von Unternehmensanleihen nicht zwingend notwendig.

Wer der ganzen Mathematik immer noch misstraut, kann die obige Kernaussage mit einem simplen Experiment testen. Unser Netzwerk schlussfolgert aus den Daten, dass Unternehmensanleihen ein nichtlineares Aktienrisiko aufweisen, das insbesondere in Stressphasen zunimmt. Angenommen diese Aussage stimmt, dann erwarten wir, dass ein Portfolio mit linearem Aktienrisiko ein besseres Rendite-Risiko-Profil aufweist. Vergleichen wir deshalb nun die historische Wertentwicklung von Unternehmensanleihen mit einem Portfolio bestehend aus 90% Staatsanleihen und 10% Aktien. Wie in der folgenden Grafik zu erkennen ist, hat sich das Portfolio mit linearem Aktienrisiko (orangene Linie) über die letzten 25 Jahre besser entwickelt. Gleichzeitig hat das Portfolio in Krisenphasen geringere Verluste als ein breit diversifizierter Index aus Unternehmensanleihen erlitten. Somit bestätigt der historische Vergleich die Ergebnisse des neuronalen Netzwerks.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Historische Wertentwicklung im Vergleich

Quelle: Bloomberg Finance L.P., eigene Darstellung, Stand: August 2023
Wertentwicklungen der Vergangenheit sind keine geeigneten Indikatoren für die zukünftige Wertentwicklung.

Heißt das nun, Unternehmensanleihen sind als Assetklasse für jeden Anleger redundant? Keineswegs. Zum einen sind manche Investoren durch Anlagerichtlinien oder interne/externe Kriterien in ihrer maximalen Aktienquote begrenzt. In diesen Fällen kann eine strategische Beimischung von Unternehmensanleihen durchaus sinnvoll sein, um indirekt Aktienrisiko aufzubauen. Zum anderen können Unternehmensanleihen aus taktischer Sicht interessante Opportunitäten bieten. So erkennen wir in der oberen Grafik, dass in den Stressphasen 2008 und März 2020 mit Unternehmensanleihen taktisch hohe Renditen erzielbar gewesen wären.

Fazit

In dieser Studie haben wir gelernt, wie Machine Learning-Algorithmen uns dabei unterstützen können, die Komplexität von Kapitalmärkten greifbar zu machen. Assetklassen stehen in nichtlinearen Beziehungen zueinander und mittels Machine Learning können wir diese Beziehungen eruieren. Unternehmensanleihen stellen hierbei nur eine von vielen Assetklassen dar. Um langfristig effizient investiert zu sein, bedarf es einer Gesamtvermögensanalyse, die in der SAA erfolgt.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Aktien	Europa:	untergewichten
	USA:	untergewichten
	Asien:	neutral
Anleihen	EUR-Anleihen:	übergewichten
	EUR-Duration:	neutral
Alternative Investments		übergewichten
Rohstoffe		untergewichten
Liquidität		neutral
US-Dollar		neutral

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Alternative Investments	Kapitalanlagen, die nicht zu den traditionellen Finanzprodukten (z. B. Bankeinlagen, Rentenpapiere oder Aktien) gehören. Es handelt sich um spezialisierte Anlagestrategien und -konzepte, die einer besseren Diversifizierung sowie Optimierung der Rendite- und Risikostruktur eines Investmentvermögens dienen sollen.
ASEAN	Internationale Organisation südostasiatischer Staaten nach Vorbild der Europäischen Union. Mitgliedstaaten: Brunei, Kambodscha, Indonesien, Laos, Malaysia, Myanmar, Philippinen, Singapur, Thailand und Vietnam.
Asset	Vermögen
Avg.	Average (EN) = Durchschnitt, Mittelwert
Bärenzyklus/ Bärenmarkt	Ein Bärenmarkt beschreibt eine Marktphase mit einer negativen Wertentwicklung.
Basispunkt (Bp.)	Ein Basispunkt entspricht 1/100 Prozent.
BIP	Bruttoinlandsprodukt
Bloomberg Commodity Index (BCOM)	Rohstoffindex, der Future-Kontrakte auf 22 physische Rohstoffe abbildet.
Bloomberg Commodity Total Return Index	Der Bloomberg Commodity Total Return Index setzt sich aus Future-Kontrakten zusammen und spiegelt die Renditen einer vollständig besicherten Anlage in den BCOM wider.
Bloomberg Barclays Treasury Bond	Anleiheindex, der auf Euro lautende Staatsanleihen mit Euro Investment-Grade-Rating abbildet.
Blue Chips	Blue Chips (auch Standardwerte genannt) sind umsatzstarke Aktien von großen, internationalen und soliden Unternehmen mit hoher Marktkapitalisierung. Deutsche Blue Chips sind im DAX 30® gelistet.
Bn	Billion (EN) = Milliarde
Bond	Englische Bezeichnung für festverzinsliche Anleihen
BRIC	Abkürzung für die vier großen Schwellenländer Brasilien, Russland, Indien und China
Bullenmarkt/ Bullenzyklus	Ein Bullenmarkt beschreibt eine Marktphase mit einer positiven Werteentwicklung.
Ceteris paribus	Lateinische Phrase, die sinngemäß „unter solch gleichen Bedingungen" bedeutet. Sie ist von großer Bedeutung bei Analysen, Aussagen, Experimenten oder Theorien, wenn deren Gültigkeit vom unveränderten Fortbestehen der Randbedingungen abhängig gemacht wird.
ChatGPT	GPT ist die Abkürzung für „Generative Pre-trained Transformer". Sehr vereinfacht gesagt, ist ChatGPT ein künstliches neuronales Netz, das sehr viel Text gelesen hat und über ein Chatfenster mit Menschen interagieren kann.
Climate Awareness	Klimabewusstsein
Cover Ratio	Die Cover Ratio bezeichnet das Verhältnis von eingegangenen Orders im Verhältnis zur emittierten Nominaler.
Coverd Bonds	Ein Pfandbrief (englisch Covered Bonds) ist ein von einer Pfandbriefbank oder Hypothekenbank ausgegebenes verzinsliches Wertpapier, das mit einer gesetzlich vorgeschriebenen Art der Besicherung ausgestattet ist.
Decoupeling	Entkoppeln

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Developed Markets (DM)	Märkte der Industrieländer
Diversifikation	Unter Diversifikation versteht man die Verteilung von Risiken auf mehrere isikoträger mit möglichst geringem Gleichlauf untereinander. In einem Portfolio wird im Zuge dessen das Vermögen auf unterschiedliche Investments und Anlageklassen wie z. B. Anleihen, Aktien, Währungen, Immobilien, Edelmetalle und Alternative Investments verteilt.
Downstream	Nachgelagerte Einrichtung oder Nutzer von Infrastrukturbetriebsanlagen. Z. B. ein Zulieferer, welcher Mautstraßen benutzt.
Duration	Duration ist die durchschnittliche Kapitalbindungsdauer einer Geldanlage in einem festverzinslichen Wertpapier.
Emittent	Ein Emittent ist ein Herausgeber von Wertpapieren. Bei Aktien handelt es sich dabei um Unternehmen. Bei Anleihen kann es sich um Unternehmen, öffentliche Körperschaften, den Staat und andere Institutionen handeln.
Emerging Markets	Aufstrebende Märkte der Schwellenländer
Entwicklungs-länder	Als Entwicklungsland wird ein Land bezeichnet, bei dem die Mehrzahl seiner Bewohner hinsichtlich der wirtschaftlichen und sozialen Bedingungen einen messbar relativ niedrigen Lebensstandard haben. Dies äußert sich vor allem durch eine schlechte Versorgungslage mit Nahrungsmitteln und Konsumgütern, Armut, Unterernährung und Hunger, Einschränkungen bei der Gesundheitsversorgung, eine hohe Kindersterblichkeitsrate und eine geringe Lebenserwartung, mangelhafte Bildungsmöglichkeiten, eine hohe Analphabeten- und Arbeitslosenquote.
ESG (Umwelt, Soziales, Unternehmensführung)	Englische Abkürzung für „Environment, Social, Governance", Betrachtung ökologischer und sozial-gesellschaftlicher Kriterien sowie der Art der Unternehmensführung
ESG Rating	Das ESG-Rating gibt Auskunft darüber, wie nachhaltig ein Emittent (z. B. Unternehmen) oder Finanzprodukt (z. B. Anleihe) ist, bzw. inwiefern die ESG-Kriterien innerhalb eines Unternehmens umgesetzt werden. Basierend auf dem ESG-Rating können Investoren somit feststellen, ob ein potenzielles Investment die eigenen Anforderungen an ein nachhaltiges Anlagemanagement erfüllt.
Exposure	Engagement einer Anlage, d.h. das Risiko (Chance) eines Kursverlusts (-gewinns)
EU-Taxonomie	Die EU-Taxonomie ist ein Klassifizierungssystem, das eine Liste ökologisch nachhaltiger Wirtschaftstätigkeiten erstellt. Die EU-Taxonomie ist eine wichtige Grundlage für die Ausweitung nachhaltiger Investitionen und die Umsetzung des Europäischen Green Deal.
Fragmentierung	Fragmentierung bedeutet, dass etwas in Teilbereiche untergliedert oder zerlegt wird. Im Kontext der Theorie der fragmentierten Entwicklung bedeutet Fragmentierung, dass der Entwicklungsstand und Wohlstand auf der Welt unterschiedlich verteilt ist. Dabei begrenzt sich die Theorie nicht nur auf zusammenhängende Nationalstaaten, sondern unterscheidet auch zwischen Städten.
FO	Family Office
Footprint	Fußabdruck
Framework	Rahmen
G7	Gruppe der sieben größten Industrienationen der Welt. Hierzu gehören: Deutschland, Frankreich, Großbritannien, Italien, Japan, Kanada und die USA.
G20	Gruppe der 20 größten Industrienationen und Schwellenländer der Welt. Hierzu gehören neben den G8-Staaten und der EU: Argentinien, Australien, Brasilien, China, Indien, Indonesien, Mexiko, Saudi-Arabien, Südafrika, Südkorea und die Türkei.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Green Asset Ratio (GAR)	Die Green Asset Ratio ist eine Kennziffer, die den Anteil der ökologisch nachhaltigen Vermögenswerte der Banken an ihren Gesamtvermögenswerten angibt.
Green Deal	Der European Green Deal = ‚Europäischer Grüner Deal' ist ein von der Europäischen Kommission unter Ursula von der Leyen am 11. Dezember 2019 vorgestelltes Konzept mit dem Ziel, bis 2050 in der Europäischen Union die Netto-Emissionen von Treibhausgasen auf null zu reduzieren und somit als erster „Kontinent" klimaneutral zu werden. Der European Green Deal ist eine der sechs Prioritäten der Kommission von der Leyen. Der Green Deal soll zentraler Bestandteil der Klimapolitik der Europäischen Union werden.
International Energy Agency (IEA)	Die internationale Energieagentur ist eine Kooperationsplattform im Bereich der Erforschung, Entwicklung, Markteinführung und Anwendung von Energietechnologien. Außerdem verfügt die Agentur über strategische Ölreserven, mit denen sie in den Ölmarkt eingreifen kann.
Industrieländer	Als Industrieland bezeichnet man technisch und wirtschaftlich hoch entwickelte Staaten (Länder) mit einer bedeutenden industriellen Produktion. In ihnen besteht eine durch hochspezialisierte Arbeitsteilung gekennzeichnete Industriegesellschaft.
Inflation Reduction Act	Ein kürzlich beschlossenes Gesetzespaket der US-Regierung, der „Inflation Reduction Act 2022", zielt darauf ab, die hohe Inflation in den USA einzudämmen, vor allem aber die Klimatransformation der US-amerikanischen Wirtschaft erheblich zu forcieren.
Infrastruktur	Als Infrastruktur bezeichnet man alle Anlagen, Institutionen, Strukturen, Systeme und nicht-materielle Gegebenheiten, die der Daseinsvorsorge und der Wirtschaftsstruktur eines Staates oder seiner Regionen dienen.
Intergovernmental Panel on Climate Change (IPCC)	Der IPCC ist ein international wissenschaftliches Gremium, das den aktuellen Konsens der weltweiten Forschung zum Klimawandel zusammenfasst und bewertet. Der IPCC wurde 1988 von der Weltorganisation für Meteorologie (WMO) und dem Umweltprogramm der Vereinten Nationen (UNEP) eingerichtet.
International Capital Markets Association (ICMA)	Die ICMA ist ein internationaler Branchenverband für Kapitalmarktteilnehmer mit Sitz in Zürich. Der Schwerpunkt der Mitglieder bilden europäische Banken und Finanzdienstleister. Der Verband arbeitet an der Entwicklung und Förderung von Standards und Praktiken für den internationalen Kapitalmarkt.
Künstliche neuronale Netzwerke	sind Netze aus künstlichen Neuronen. Sie sind Forschungsgegenstand der Neuroinformatik und stellen einen Zweig der Künstlichen Intelligenz dar.
Kohärent	zusammenhängend
Korrelation	Statistische Kennzahl, die die Abhängigkeit zweier Zufallsvariablen misst.
Laissez-faire	ist ein französischsprachiger Phraseologismus. Er dient insbesondere als Schlagwort des Wirtschaftsliberalismus des 19. Jahrhunderts für eine von staatlichen Eingriffen freie Wirtschaft sowie als Schlagwort für das Gewährenlassen, der damit bewusst auf den Verzicht von Regulation, Grenzen oder Vorgaben setzt.
Log-Rendite	Die logarithmierte Rendite (auch stetige Rendite genannt) ist eine finanzmathematische Größe, die vor allem im Risikomanagement bei der Berechnung von Volatilitäten (z. B. im klassischen Black-Schole-Modell der Optionspreisbewertung) eine Rolle spielt.
Market iBoxx Euro Corporates	Anleiheindex, der auf Euro lautende Unternehmensanleihen der Eurozone abbildet.
Machine Learning	maschinelles Lernen
MSCI Europa	Aktienindex, der große und mittelgroße notierte Unternehmen aus den entwickelten Aktienmärkten Europas abbildet.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

MSCI World Energy Index	Der MCSI World Energy Index ist darauf ausgelegt, die Large- und Mid-Cap-Segmente in 23 entwickelten Märkten (DM) zu erfassen. Alle Wertpapiere im Index sind gemäß dem Global Industry Classification Standard im Energiesektor klassifiziert.
N/A	englische Abkürzung für not available – nicht verfügbar
Nachranganleihen	Höherverzinste festverzinsliche Wertpapiere, die aus Fremd- und Eigenkapital bestehen. Investoren werden am Ertrag des Emittenten beteiligt, Rückzahlungsansprüche werden aber im Fall einer Insolvenz mit Nachrang gegenüber anderen Gläubigern berücksichtigt.
NATO (engl. North Atlantic Treaty Organization)	Die NATO ist ein Verteidigungsbündnis von 30 europäischen und nordamerikanischen Mitgliedstaaten, das dem gemeinsamen Schutz der eigenen Territorien dient und darüber hinaus das Ziel weltweiter politischer Sicherheit und Stabilität verfolgt.
Nearshoring	Verlagerung betrieblicher Aktivitäten ins nahegelegene bzw. nahestehende Ausland
Normalverteilung	Die Normalverteilung ist eine wichtige Wahrscheinlichkeitsverteilung in der Statistik und Wahrscheinlichkeitstheorie. Sie beschreibt ein Phänomen mit einer symmetrischen, glockenförmigen Kurve um den Mittelwert, wobei die Streuung durch die Standardabweichung bestimmt wird. Die Normalverteilung findet breite Anwendung in verschiedenen Bereichen, da sie viele natürliche Phänomene und Zufallsprozesse annähernd beschreibt.
Offshore-Einheit/-Firma	Ein Unternehmen, eine Gruppe oder manchmal auch ein Geschäftsbereich davon, der Geschäftsprozesse ins Ausland verlagert.
Organisation erdölexportierender Länder (OPEC)	Organisation zur Festlegung von Förderquoten für die einzelnen Mitglieder und zur Absicherung der Erdölproduktion.
Outperformance	bessere Wertentwicklung als eine Vergleichsgröße
Overfitting	Überanpassung
Pariser Abkommen	Das „Übereinkommen von Paris“ wurde am 12. Dezember 2015 auf der Weltklimakonferenz in der französischen Hauptstadt beschlossen. Im Sinne der kurz zuvor verabschiedeten Agenda 2030 für nachhaltige Entwicklung verpflichteten sich mit diesem Übereinkommen 195 Staaten, den Klimawandel einzudämmen und die Weltwirtschaft klimafreundlich umzugestalten. Konkret heißt es in dem Abkommen, dass der weltweite Temperaturanstieg möglichst auf 1,5 Grad Celsius, auf jeden Fall aber auf deutlich unter zwei Grad Celsius im Vergleich zum vorindustriellen Zeitalter beschränkt werden soll. Nur so könne eine gegenüber den Folgen des Klimawandels widerstandsfähige Entwicklung gewährleistet werden.
Performance	Wertentwicklung
Pfandbrief	Anleihen, die ähnlich Forderungsbesicherten Wertpapieren u. a. durch Hypothekenpfandbriefe und öffentliche Pfandbriefe abgesichert sind.
Prognose	Eine Prognose stellt eine Aussage über zukünftige Entwicklungen dar. Sie ist in der Regel verbunden mit der Vorstellung eines kausalen Zusammenhangs zwischen Zukunft und Vergangenheit. Im Finanzbereich werden häufig Punktprognosen zu zukünftigen Kursentwicklungen getroffen (z. B. Indexstand DAX in einem Jahr). In einzelnen Fällen werden Prognosen in Form eines Intervalls formuliert. Entscheidend in diesem Zusammenhang ist, dass sich die Prognose auf das Ereignis selbst (z. B. der Kursentwicklung des DAX) bezieht. Zur Erstellung von Prognosen können qualitative oder quantitative (auch statistische) Techniken genutzt werden.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Quant-Fonds	Ein Quant-Fonds ist ein Investmentfonds, dessen Wertpapiere auf der Grundlage von numerischen Daten ausgewählt werden, die durch quantitative Analysen zusammengestellt werden. Diese Fonds gelten als nicht-traditionell und passiv.
Rallye	umgangssprachlich für eine Phase schnell steigender Kurse
Rating	Standardisierte Beurteilung der Bonität des Emittenten und seiner Schuldtitel durch spezialisierte Agenturen.
Raw Material Act	Rohstoffgesetz
Rendite	Die Rendite ist eine Kennzahl zur Verdeutlichung des Erfolges einer Kapitalanlage. Sie gibt den Ertrag einer Vermögensanlage für ein Jahr wieder und wird in Prozent ausgedrückt.
Renminbi	Währung der Volksrepublik China; die internationale Abkürzung lautet Yuan.
Reshoring	Rückverlagerung von Produktionsstätten aus Schwellenländern zurück in Industriestaaten.
RHS	right-hand-side = rechte Seite
S&P Global Clean Energy Index	Der S&P Global Clean Energy Index soll die Leistungen von Unternehmen in globalen Geschäftsbereichen im Zusammenhang mit sauberer Energie sowohl in entwickelten als auch in aufstrebenden Märkten mit einer Zielwertzahl von 100 messen.
Schwellenländer	Als Schwellenländer werden die Länder angesehen, die zum Zeitpunkt der Anlage seitens des Fonds vom Internationalen Währungsfonds, der Weltbank, der International Finance Corporation (IFC) oder einer der großen international tätigen Investmentbanken als nicht entwickelte Industrieländer betrachtet werden.
SWIFT	Die Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication – abgekürzt SWIFT – ist eine 1973 gegründete, in Belgien ansässige Organisation, die ein besonders sicheres Telekommunikationsnetz (das SWIFTNet) betreibt, welches insbesondere von mehr als 11.000 Banken weltweit genutzt wird. SWIFT leitet Transaktionen zwischen den Banken, Brokerhäusern, Börsen und anderen Finanzinstituten in etwa 200 Ländern über SWIFT-Nachrichten weiter und wickelt damit den gesicherten Nachrichten- und Zahlungsverkehr der angeschlossenen Firmen und Institutionen ab.
Strategische Asset-Allokation (SAA)	Mit der Strategischen Asset-Allokation wird die langfristige Aufteilung der apitalanlagen auf die einzelnen Assetklassen festgelegt. Dabei dienen die zuvor definierten Anlageziele, der Anlagehorizont sowie die Risikotragfähigkeit und die Risikoneigung als begrenzende Parameter.
Volatilität	Standardabweichung einer Kursveränderung vom Mittelwert der Kursveränderungen in einem Zeitintervall; gibt die Schwankungsintensität eines Wertpapiers an und wird daher als volatil bezeichnet.
YR	Year = Jahr
Year-over-year (YOY;Y/Y; Y-Y)	Der Jahresvergleich vergleicht einen für ein bestimmtes Jahr ermittelten Wert mit dem entsprechenden Wert eines oder mehrerer Vorjahre.

Es kann keine Zusicherung gegeben werden, dass eine Prognose oder ein Ziel erreicht wird. Alle Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Meinungen und hypothetischen Modellen, die sich als unzutreffend erweisen können. Wertentwicklungen in der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für zukünftige Wertentwicklungen. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Es besteht ein Kapitalverlustrisiko. Dieses Dokument wurde im September 2023 erstellt.

Rechtliche Hinweise

Prognosen und Werturteile

Die in diesem Dokument wiedergegebenen Meinungen des Verfassers/der Verfasser sowie Dritter stellen nicht notwendig die Meinung der Deutsche Oppenheim Family Office AG dar. Die in diesem Dokument zum Ausdruck gebrachten Meinungen sind Einschätzungen aufgrund der jeweils aktuellen Informationen und können sich ändern, ohne dass dies zuvor oder später bekannt gemacht wird.

Kein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten, keine Anlageberatung

Dieses Dokument dient lediglich zu Informationszwecken und stellt weder ein Angebot zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Aufforderung zur Abgabe eines solchen Angebots dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen stellen weder eine Anlageberatung noch eine sonstige Wertpapierdienstleistung dar. Diese Informationen können eine auf die persönlichen Kenntnisse und Erfahrungen, Anlageziele und finanziellen Verhältnisse des Anlegers zugeschnittene Aufklärung über die mit Finanzinstrumenten und Anlagestrategien verbundenen Risiken und Beratung nicht ersetzen.

Steuerliche Hinweise

Die steuerliche Behandlung eines Finanzinstruments hängt von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Anlegers ab und kann künftig Änderungen unterworfen sein.

Weitere Hinweise zu den in diesem Dokument enthaltenen Aussagen zur Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Finanzindexes oder einer Wertpapierdienstleistung

1. Bei Anlagen in anderen Währungen als Euro kann die Rendite infolge von Währungsschwankungen steigen oder fallen.
2. Falls nicht abweichend angegeben, wird auf die Bruttowertentwicklung ohne Berücksichtigung von Provisionen, Gebühren und anderen Entgelten Bezug genommen, die – je nach Haltedauer – zu einer geringeren Nettorendite führen.
3. Frühere Wertentwicklungen, Simulationen oder Prognosen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung.

Urheberrechtsschutz

Der Inhalt dieses Dokuments ist urheberrechtlich geschützt. Die Vervielfältigung von Informationen oder Daten, insbesondere die Verwendung von Texten, Textteilen oder Bildmaterial, bedarf der vorherigen Zustimmung der Deutsche Oppenheim Family Office AG.

Nachhaltigkeit

Derzeit fehlt es an einheitlichen Kriterien und einem einheitlichen Marktstandard zur Bewertung und Einordnung von Finanzdienstleistungen und Finanzprodukten als nachhaltig. Dies kann dazu führen, dass verschiedene Anbieter die Nachhaltigkeit von Finanzdienstleistungen und Finanzprodukten unterschiedlich bewerten. Zudem gibt es aktuell neue Regulierungen zum Thema ESG (Environment = Umwelt, Social = Soziales, Governance = Unternehmensführung) und Sustainable Finance (nachhaltige Finanzwirtschaft), die noch konkretisiert werden müssen, sowie noch nicht finalisierte Regulierungsvorhaben, die dazu führen können, dass gegenwärtig als nachhaltig bezeichnete Finanzdienstleistungen und Finanzprodukte die künftigen gesetzlichen Anforderungen an die Qualifikation als nachhaltig nicht erfüllen.

DEUTSCHE OPPENHEIM
Family Office

Deutsche Oppenheim Family Office AG
Oppenheimstraße 11
50668 Köln
Telefon +49 221 57772 0
info@deutsche-oppenheim.de
www.deutsche-oppenheim.de