

INVEST!



DAS MAGAZIN VON IQAM INVEST.

NR. 2 / 2024

Marktausblick für das zweite Halbjahr 2024

Aktienrallye sollte
sich fortsetzen

Man muss bei KI dabei sein

Wie KI die Finanzbranche
revolutioniert

Überzeugendes

Risiko-/Ertragsprofil

Gutes Umfeld für IQAM
ShortTerm EUR

Produktivitätstreiber Künstliche Intelligenz

Wolfgang Maaß im Interview



04

Interview

Produktivitätstreiber Künstliche Intelligenz Interview mit Wolfgang Maaß

Professor Wolfgang Maaß, Wissenschaftlicher Direktor des Deutschen Forschungszentrum für Künstliche Intelligenz (DFKI), sieht den Einsatz von Künstlicher Intelligenz erst am Anfang. Das große Produktivitätswachstum mit KI steht uns noch bevor. Europa muss aufpassen, dass es bei den Gewinnern dabei ist.

08

Märkte

Marktausblick und Anlagestrategie Szenario-Update für das zweite Halbjahr 2024

Unser Basis-Szenario beinhaltet eine leichte Konvergenz der Wachstumsraten zwischen den USA und dem Rest der Industrieländer. In den USA sollte es von hohem Niveau aus zu einer leichten konjunkturellen Abkühlung und Entspannung am Arbeitsmarkt kommen, während das Wachstum in Europa sich ein wenig erhöhen sollte.

14

Asset Management & Research

Man muss bei KI dabei sein Interview mit Ulrich Neugebauer

„Ohne Künstliche Intelligenz wird es auch in der Finanzbranche schwieriger“, betont Dr. Ulrich Neugebauer, Sprecher der Geschäftsführung bei Deka Investment und Vorsitzender des Aufsichtsrats bei IQAM Invest. Das Fondsmanagement und insbesondere das Verständnis für kausale Zusammenhänge könne die KI aber nicht ersetzen.

18

Produkte

Attraktives Verhältnis zwischen Zinsrisiko und Rendite

Bei möglichst geringer Volatilität und unter ESG-Berücksichtigung in den IQAM ShortTerm EUR investieren

Die Zinskurve ist noch invers, und dürfte es noch einige Zeit bleiben, das macht eine Investition am kurzen Ende durchaus weiterhin attraktiv. In diesem Umfeld hat der IQAM ShortTerm EUR gute Chancen auch weiterhin erfolgreich seine Benchmark zu schlagen.

Impressum

Medieninhaber und Herausgeber: IQAM Invest GmbH, Franz-Josef-Straße 22, 5020 Salzburg
Druck: Druckerei Janetschek GmbH, Brunfeldstraße 2, 3860 Heidenreichstein
Redaktion: Mag. Veronika Flandera, CPM; Univ.-Prof. DDr. Michael Halling; Isolde Lindorfer, CEFA; Dr. Ulrich Neugebauer;
Mag. Franz Schardax, MSc; Holger Wern. Bildnachweise: S. 3 © www.studiohuger.at; S. 4-7 © Oliver Dietze; S. 8, 12, 19 © Shutterstock
Die Angaben nach § 25 MedienG (Offenlegung) finden Sie auf www.iqam.com/impressum

News

Alles Wichtige im Überblick

Zwischen digitaler Transformation und US-Wahl Hochkarätige Vortragende beim investmentforum

Vor welchen Herausforderungen die Wirtschaft durch die digitale Transformation und die USA – sechs Monate vor der Wahl – stehen, waren zentrale Themen des diesjährigen investmentforums von IQAM Invest und IQAM Research Center. Darüber hinaus wurden die aktuellen Entwicklungen in den Emerging Markets, im Speziellen China, Indien und Südostasien, sowie Aktuelles aus dem Asset Management rund um Staats- und Unternehmensanleihen näher beleuchtet.

Digitale Transformation als Herausforderung in der Wirtschaft

Digitalisierung, Demographie und Ökologisierung der Wirtschaft stellen zentrale Herausforderungen für Wirtschaft und Gesellschaft dar. „Das Finanz- und Versicherungswesen ist mehrfach gefordert, nicht nur wegen der Alterszusammensetzung, sondern auch, weil es vom Einsatz digitaler Technologien profitiert und zugleich dadurch auch unter Druck gerät“, sagt Mag. Julia Bock-Schappelwein, Senior Economist, Österreichisches Institut für Wirtschaftsforschung (WIFO). Deka-Chefvolkswirt Dr. Ulrich Kater über Kapitalmärkte in unruhigen Zeiten: „Trotz der unruhigen Umgebung mit weltweiten Konflikten und Inflation wächst die Weltwirtschaft stetig und kräftig.“

Emerging Markets – zwischen Wachstum und Findung

Aktuelle Entwicklungen in China: Was wird auf Europa zukommen? Steht Indien vor einem anhaltenden wirtschaftlichen Höhenflug? „Der indische Subkontinent entwickelt sich zu einem Pol der internationalen Wirtschaftsbeziehungen und wird bis zum 100. Jahrestag der Unabhängigkeit im Jahr 2047 eine führende Wirtschaftsmacht werden“, prognostiziert Prof. Dr. Heribert Dieter, Senior Fellow in der Forschungsgruppe Globale Fragen bei der Stiftung Wissenschaft und Politik (SWP) in Berlin und Gastprofessor am National Institute of Advanced Studies in Bengaluru, Indien.

USA – sechs Monate vor der Wahl

Die wirtschaftlichen Auswirkungen der US-Präsidentschaftswahl sind aufgrund der bislang wenig konkreten Programme sehr unsicher, können aber erheblich sein. „Sorgen macht insbesondere die angekündigte protektionistische Handelspolitik. Sie droht die



v.l.n.r. Dr. Klaus-Jürgen Gern, Head of Global Economic Outlook am Kiel Institut für Weltwirtschaft (IfW); Cathryn Clüver Ashbrook, Senior Advisor bei der Bertelsmann Stiftung; Mag. Hannelore Veit, M.A., ehemalige Leiterin des ORF-Korrespondentenbüros in Washington; Holger Wern, Sprecher der Geschäftsführung, IQAM Invest

multilaterale Welthandelsordnung irreparabel zu beschädigen und bestehende Handelskonflikte massiv zu verschärfen“, so Dr. Klaus-Jürgen Gern, Head of Global Economic Outlook am Kiel Institut für Weltwirtschaft (IfW).

Aktuelles aus dem Asset Management

Bei der Anlage in Unternehmensanleihen stellen sich viele operative Fragen: Soll ein Index abgebildet werden oder lieber eine Buy-and-Maintain-Strategie? Welche Anleihen sollen konkret erworben werden und welche Downgrades – eventuell sogar Ausfälle – kann und will ich mir leisten? „Ein Fokus auf die Qualität der Unternehmen kann die Lösung sein“, sagt Jörg Bungeroth, Senior Portfoliomanager und Produktspezialist bei der Deka Investment. Mit der Bewertung und Allokation internationaler Staatsanleihen-Portfolios beschäftigte sich Univ.-Prof. Dr. Dr.h.c. Josef Zechner, Wissenschaftliche Leitung, IQAM Research Center, in seinem Vortrag

FinPro war voller Erfolg Der Preis des Klima-Risikos

Zum elften Mal hat die FinPro® im Juni auf Schloss Bensberg bei Köln stattgefunden. IQAM Invest und Deka haben sich wieder gemeinsam mit einem Messestand präsentiert. Univ.-Prof. DDr. Thomas Dangl, Wissenschaftliche Leitung des IQAM Research Centers und Dr. Stefan Salbrechter, Portfoliomanager (Quant) bei Deka Investment sprachen zum Thema „Der Preis des Klima-Risikos: Identifikation in Echtzeit durch Textanalyse und Künstliche Intelligenz“. Die beiden haben einen auf Künstlicher Intelligenz basierenden Ansatz präsentiert, um firmen-spezifisches Klimarisiko aus Nachrichtentexten zu bestimmen. Nachrichtenarchive haben eine viel längere Historie als ESG-Datenbanken, das stellt einen großen Vorteil beim Backtesten dar.

Produktivitätstreiber Künstliche Intelligenz

Um vom Produktivitäts-Booster Nummer Eins, der generativen Künstlichen Intelligenz ausreichend zu profitieren, müsse Europa jetzt mehr Euphorie gegenüber der KI an den Tag legen, appelliert Professor Wolfgang Maaß, Wissenschaftlicher Direktor des Deutschen Forschungszentrum für Künstliche Intelligenz (DFKI).



Herr Professor Maaß, was verstehen Sie eigentlich unter Künstlicher Intelligenz?

Heutzutage versteht man darunter vor allen Dingen Maschinelles Lernen, das heißt also, das Erkennen von Mustern aus Daten. Die Forschung der Künstlichen Intelligenz ist aber deutlich breiter. Es gehören dazu auch KI-gestützte Planungssysteme für Unternehmensprozesse oder auch Logik-basierte Systeme wie Prädikatenlogik, vor allem auch Constraint-basierte Programmierungen. Das alles fasst man dann unter der symbolischen Künstlichen Intelligenz zusammen, die man auch als GOFAI bezeichnet: Good old fashionend artificial intelligence. Jetzt geht es darum, dass KI ihr Wissen auch selbstständig durch Training großer Datenmengen gewinnt.



Künstliche Intelligenz gibt es länger als man glaubt. In welchem Zyklus befindet sich KI gerade?

Zyklus ist ein guter Begriff, denn die KI durchlebt seit der Gründungskonferenz 1956 in Dartmouth in New Hampshire in den USA immer wieder Auf und Abs, da stets gewisse Erwartungen erzeugt worden sind, die deutlich über die Leistungsfähigkeit der Technologien hinausgingen. Das waren in den 60er-, 70er- und 80er-Jahren Sprachverarbeitungssysteme. Dann gab es eine gewisse Abkühlung, weil die Experten-Systeme nicht entsprachen, und das sieht man momentan auch wieder. Die Systeme sind sehr leistungsfähig, aber nicht fehlerfrei. Einiges muss noch überarbeitet werden, aber wir sehen gerade den iPhone-Moment bei jenen, die nicht in der Forschung sind und jetzt für sich die Large Language Modelle wie ChatGPT oder Gemini entdecken. Tatsächlich befinden wir uns eher in der Anfangsphase dessen, was wir mit Hilfe von Künstlicher Intelligenz machen können.

Wo ist die Künstliche Intelligenz längst ein Gamechanger?

Es gab zu den 2000er-Jahren noch relativ wenige Unternehmen, die sich dem KI-Thema genähert haben. Dann gab es eine Phase des Marketings, wo man überall KI darauf geschrieben hat. Diese

Phase durchleben wir jetzt aktuell immer noch. Aber es gibt immer mehr Unternehmen in den Bereichen Maschinenbau, Chemie oder Pharma, die ein gewisses Grundverständnis und Grundwissen für die Anwendbarkeit dieser Technologie haben. Daraus entstehen dann innovative Produkte und Dienstleistungen, die KI-unterstützt sind. Schon in wenigen Jahren ist damit zu rechnen, dass fast alle Produkte – irgendwie – mit KI unterstützt werden, sodass man in vier bis fünf Jahren vielleicht gar nicht mehr darüber spricht, so wie man heute nicht mehr über Datenbanken spricht.

Haben wir ausreichend cloudbasierte Infrastruktur, um KI auch zu befeuern?

Das ist die heiß diskutierte Frage, wo steht Europa da. Es gibt die Hyperscaler, sprich große Cloud-Serviceanbieter wie Microsoft Azure, Amazon, Google, Alibaba, Facebook oder auch Anthropic mit großen Datenzentrumsleistungen. Europa ist doch sehr weit zurückgefallen. Das Rennen für Cloud-Infrastrukturen und auch für KI-Datenzentren ist gelaufen, wenn man schaut, was Facebook und Microsoft weiterhin investieren. 2023 haben beide jeweils geschätzte fünf Milliarden Euro nur für Grafikprozessoren ausgegeben – Tendenz stark steigend. Dazu fehlt europäischen Unternehmen der Mut.

Wo und wie kann Europa bei KI da noch mitmischen?

Europa sollte gegenüber der KI mehr Euphorie an den Tag legen wie einst bei der Elektrizität im 19. Jahrhundert. Mitmischen kann man noch im Algorithmus-Wettbewerb, der momentan in extremer Weise in den USA läuft. Von China wissen wir wenig, aber Publikationen lassen darauf schließen, dass man auch hier – staatlich gelenkt – massiv investiert. In Europa können allenfalls Mistral AI in Frankreich und Aleph Alpha in Deutschland mithalten, die aber beide finanztechnisch einem Giganten wie Microsoft weit unterlegen sind. In Europa geht man daher weiter in der Wertungskette nach oben auf die Serviceebene, um zu schauen, was man mit KI-Algorithmen machen kann. Es werden in vielen Dienstleistungsbereichen durch Künstliche Intelligenz basierte Services unterstützt oder gar ersetzt.

Wann werden sich die Milliardeninvestitionen in KI amortisieren?

Dass es sich rechnet, sehen Sie allein schon in den Aktienkursen. Microsoft ist momentan bei über drei Billionen US-Dollar Marktkapitalisierung, Nvidia bei ebenfalls über drei Billionen US-Dollar. Das, was der Markt derzeit an Wert zuordnet, mag vielleicht übertrieben sein. Der Hype-Faktor ist aber verständlich, weil man aus der Dotcom-Zeit gelernt hat, dass nur zwei bis drei Player überleben. Und wer sich durchsetzt wird gigantische Gewinne einfahren.

Welche Folgen hat KI für Wohlstand und Verteilungsgerechtigkeit?

Wohlstand entwickelt sich aus Produktivitätsgewinnen und KI ist ein Treiber für Produktivitätsgewinne. Ließen sich in der Pharmazie früher nur wenige Wirkstoffkombinationen gleichzeitig

testen, sind es jetzt Millionen, die durch Simulationen auf Wirksamkeit analysiert werden können. Selbst wenn man die Produktivitätsgewinne konservativ auf fünf bis zehn Prozent schätzt, wäre das schon in Summe sehr hoch. Verteilungsgerechtigkeit? Künstliche Intelligenz ist ein Technologietreiber, der die Schere zwischen Entwicklungsländern und entwickelten Ökonomien weiter auseinander gehen lässt. Wir in Europa müssen schauen, dass wir nicht aus Bequemlichkeit oder anderen Gründen auf die falsche Seite geraten und dass wir den Zugang zu solchen Technologien haben.

„Europäische Unternehmen müssen mehr Mut beim Investment in KI zeigen.“

Wird KI nicht ohnedies menschliche Fachkräfte ersetzen?

Es wird sicherlich dazu kommen, dass sich Fachkräfte in bestimmten Bereichen neu orientieren müssen. Seit Erfindung der Dampfmaschine wurden immer nur die klassischen Arbeiter durch Maschinen ersetzt. Jetzt trifft es erstmals auch höherwertige Arbeiten, weswegen der Aufschrei momentan sehr groß ist. Das wird ein Stück weit den Fachkräftemangel kompensieren – ein wesentlicher Antrieb, in KI zu investieren.

Darf man KI dem Markt überlassen? Braucht es den EU AI Act?

Der EU AI Act läuft der technologischen Entwicklung ein Stück weit hinterher. Es ist eine offene Frage, ob der EU AI Act ein Innovationsmotor oder eine Bremse ist. Meine Meinung ist, dass man mit dem Regulatorium den Bürger schützen möchte und somit eine sehr starke Konsumentensicht einnimmt, während in den USA eher eine wirtschaftliche Perspektive vertreten wird. Es zeichnet sich ab, dass auch in den USA die Datenschutzperspektive zunehmend an Bedeutung gewinnt, jedoch wird dort viel stärker auf eine Balance mit der innovativen und wirtschaftlichen Perspektive geachtet. Diese Balance fehlt mir ein Stück weit in Europa.

Wie nutzen Sie persönlich schon Künstliche Intelligenz?

Persönlich nutze ich KI vor allem bei der Programmierung. Mit dem Onlinedienst zur Softwareentwicklung GitHub und mit dem KI-unterstützten Microsoft-Tool Copilot bin ich viel schneller bei Programmierleistungen, die ich früher Studenten oder Doktoranden übergeben hätte. In unserer Forschung haben wir zudem gerade zwei Paper zu den neuesten KI-Algorithmen zur Bekämpfung von Doping und zur Vorhersage von Erdbeben geschrieben, die es ohne KI gar nicht geben würde.

Wo sehen Sie auch die Gefahren bei der Anwendung von KI?

Sollte es tatsächlich Unternehmen geben, die ihre Kerndaten in ChatGPT einspeisen, muss nach Handelsrecht der Geschäfts-

fürer dafür Sorge tragen, dass er nicht gegen sein Geschäft handelt. Umgekehrt sind ChatGPT und OpenAI mit eigentumsrechtlichen Klagen in Bezug auf Bild- und Textdaten konfrontiert. Betroffen sind ebenso Amazon und Google. Für andere Unternehmen ist die Komplexität im Umgang mit Daten und KI nicht zu unterschätzen. Einerseits dürfen Unternehmen den Zug nicht verpassen, andererseits kann Naivität dazu führen, dass man zu viel offenlegt und an prosperierende KI-Unternehmen abgibt.



Kann man in Large Language-Modelle eingespeiste Daten noch zurückrufen?

Die Daten sind für ChatGPT, Gemini und Co nur so lange etwas wert, solange sie diese noch nicht fürs Training genutzt haben. Ergebnisdaten eines KI-Modells sind unabhängig von Daten, mit denen es trainiert wurde – diese Ergebnisdaten haben nach europäischem Recht keine Verbindung mit dem Urheber der Trainingsdaten. Man schätzt grob, dass das Training des ChatGPT 3.5-Modell zehn bis zwanzig Millionen US-Dollar gekostet hat. Beim ChatGPT 4.0-Modell kann man vermutlich eine Größenordnung hinzufügen. Interessant ist, dass den neuen KI-Modellen die Daten zum Training ausgehen, d. h. die Daten der Menschheit reichen nicht mehr. Man experimentiert bereits mit synthetischen Daten, die selbst von KI-Modellen erzeugt werden. Daher geben KI-Unternehmen aktuell ihre Dienste häufig kostenfrei an, um an die Daten der Konsumenten zu gelangen.

UNIV.-PROF. DR.-ING. HABIL. OEC. WOLFGANG MAASS

ist *BWL- und Informatik-Professor an der Universität des Saarlandes, Wissenschaftlicher Direktor am Deutschen Forschungszentrum für Künstliche Intelligenz (DFKI) und ist Senior Data Scientist am National Cancer Institute (NCI/NIH), USA. Zuvor war er Gastprofessor am Department of Bioinformatics & Computational Biology, MD Anderson an der University of Texas und Biomedical Informatics an der Stony Brook University, New York. Sein Forschungsfeld ist der Einsatz von KI für die Entscheidungsunterstützung, insbesondere im Gesundheitswesen und in der Produktionsindustrie.*

Bildnachweise: © Oliver Dietze

Marktausblick und Anlagestrategie

Szenario-Update für das zweite Halbjahr 2024

Vor dem Hintergrund der weiterhin starken US-Wirtschaft sorgten überraschend hohe US-Inflationsdaten zu Jahresbeginn für eine massive Korrektur bei den allzu optimistischen Zinssenkungserwartungen. Gegen Ende des ersten Halbjahres rechnet der Markt nun mit wesentlich realistischeren ein bis zwei Zinsschritten. Die EZB läutete im Juni den Zinssenkungszyklus mit einem ersten 25 BP-Schritt ein, allerdings machten die Ratsmitglieder deutlich, dass frühestens im September ein weiterer Schritt folgen könnte. Die relativ stärkere Korrektur bei den Zinserwartungen sorgte für einen stärkeren US-Dollar. Zuletzt profitierte der US-Dollar außerdem von der Verunsicherung aufgrund der vorgezogenen Parlamentswahlen in Frankreich. Der Yen verzeichnete dagegen trotz der Beendigung der Negativzins-Ära in Japan weitere Verluste und veranlasste die japanischen Behörden sogar zu Deviseninterventionen zugunsten des Yen. Mit einer Beruhigung der Situation in Frankreich sollte der US-Dollar im weiteren Jahresverlauf zum Euro tendenziell etwas an Wert einbüßen.

Euro-Anleihen nach der Korrektur im ersten Halbjahr wieder attraktiv

Im Rentenbereich lagen im bisherigen Jahresverlauf Spread-Produkte mit kürzeren Laufzeiten voran, bevor mit der angespannten Situation in Frankreich die Top-Qualitäten einen Teil der Verluste aufholen konnten. Mit dem sich abzeichnenden Sieg von politischen Kräften in Frankreich, die keinen Wert auf Fiskalkonsolidierung legen, erscheint eine rasche Rückkehr der Eurozone-Spreads zu den Ausgangsniveaus unwahrscheinlich. Allerdings besteht eine gute Chance, dass das warnende britische Beispiel

und die Institutionen der Eurozone die neue französische Regierung von fiskalpolitischen Abenteuern abhalten, sodass es im Verlauf des zweiten Halbjahres zu einer Stabilisierung kommen sollte. Damit besteht auch für Spread-Produkte wieder Potenzial für leichte Einengungen vom aktuellen Niveau aus. Unternehmensanleihen – mit Ausnahme von französischen Emittenten und Banken – haben zwar relativ wenig auf die Turbulenzen in Frankreich reagiert, aber sollten die saisonal typische Einengungstendenz im Sommer zeigen. Im hochqualitativen Bereich stellen Covered Bonds unserer Ansicht nach weiterhin eine attraktive Alternative zu Staatsanleihen dar. Emerging Markets-Anleihen in Lokalwährung, insbesondere LATAM, litten zuletzt unter politischer Unsicherheit und den anhaltend hohen US-Dollar-Zinsen. Mit der Aussicht auf US-Leitzinssenkungen sollten sich auch die Aussichten für diese Assetklasse verbessern.

Aktienrallye sollte sich fortsetzen

Nach der relativ verhaltenen Gewinndynamik 2023/24 verbessern sich die Aussichten für die Unternehmensgewinne in den USA und Europa mit stabilem Wachstum und sinkender Inflation. Trotz der starken Gewinne in der ersten Jahreshälfte sollten die Aktienkurse also auch in der zweiten Jahreshälfte weiter zulegen können. Historisch betrachtet dominiert bei US-Aktien im Vorfeld der Präsidentenwahlen Unsicherheit – die temporär unterdurchschnittliche Entwicklung wird allerdings in den meisten Fällen durch umso kräftigere Rallyes nach der Wahlentscheidung bis zum Jahresende aufgeholt. Somit könnten im Vorfeld der US-Wahlen europäische Aktien, die aufgrund der Situation in Frankreich eine sehr markante Underperformance relativ zu den USA verzeichnet haben, aufholen.

Szenario-Analyse für das zweite Halbjahr 2024

1

Zwei Geschwindigkeiten

- Starkes US-Wachstum konvergiert mit konjunktureller Erholung der restlichen entwickelten Welt
- Kerninflationen sinken im zweiten Halbjahr weiter ab und ermöglichen Zinssenkungszyklus in Europa und USA
- Staatliche Nachfrage und Investitionen stabil
- Unternehmen verzeichnen solides Gewinnwachstum

2

Tribut der Zinsen

- Arbeitsmarkt und konjunkturelle Dynamik trüben sich ein
- Hohes Zinsniveau führt zu Friktionen bei Refinanzierung schwacher Schuldner
- Banken schränken die Kreditvergabe ein
- Zentralbanken reagieren mit geldpolitischer Lockerung

3

Inflation 2.0

- Feste Konjunktur, enger Arbeitsmarkt, Dekarbonisierung & Nearshoring erzeugen Inflationsdruck
- Zinssenkungen werden ausgepreist, Notenbanken evaluieren weitere Zinsanhebungen und signalisieren langfristig hohes Zinsniveau
- Hohe Neuverschuldung und Zinsbelastung löst Debatte um Schuldentragfähigkeit (v. a. USA) aus

4

Back to „normal“

- Disinflation verbreitet sich – neben Rohstoffen und Gütern – auch auf den Dienstleistungssektor
- Notenbanken zufrieden mit Entwicklungen in Richtung langfristiger Ziele, Markt preist zügigen Zinssenkungszyklus ein
- Vollbeschäftigung und wirtschaftliche Stabilität halten Gewinnmargen und Investitionen auf hohem Niveau

Zwei Geschwindigkeiten

Das Szenario der „Zwei Geschwindigkeiten“ beinhaltet eine leichte Konvergenz der Wachstumsraten zwischen den USA und dem Rest der Industrieländer. In den USA sollte es von hohem Niveau aus zu einer leichten konjunkturellen Abkühlung und Entspannung am Arbeitsmarkt kommen, während das Wachstum in Europa sich ein wenig erhöhen sollte. Bei der Inflation wird von einer leichten Verlangsamung ausgegangen, die den Zentralbanken in den USA und der Eurozone ein bis zwei Zinssenkungen ermöglichen sollte. Für Anleihen werden leichte Gewinne über Geldmarkt erwartet – insbesondere bei kurzen und mittleren Laufzeiten. Stabiles Wachstum in Kombination mit weniger Gegenwind durch steigende Renditen (wie im ersten Halbjahr 2024) bedeutet ein positives Aktienumfeld. In Kombination mit steigenden Gewinnen könnten somit hohe einstellige Kursgewinne bzw. niedrige zweistellige Erträge im zweiten Halbjahr möglich sein. Die Kreditaufschläge – insbesondere saisonal im Sommer – sollten sich daher ebenfalls noch leicht einengen können. Beim US-Dollar sollte es zu einer leichten Abschwächung kommen.

Tribut der Zinsen

Im Szenario „Tribut der Zinsen“ führt die geldpolitische Straffung durch die OECD-Notenbanken zu größeren Problemen bei der Refinanzierung schwacher Schuldner. Im Fokus stehen vor allem der bereits jetzt sehr schwache Immobiliensektor und der Sektor der verarbeitenden Industrie, aber auch das Abschmelzen der aufgeblähten Zentralbankbilanzen könnte bei schwächeren Finanzinstituten zu Verwerfungen führen. Der daraus resultierende Stellenabbau könnte zu einer Beschleunigung des zuletzt verzeichneten leichten Anstiegs der US-Arbeitslosenquote führen und somit in eine Rezession münden. Auch die Unternehmensgewinne brechen deutlich ein und die Notenbanken müssen rasch Zinssenkungen einleiten. In diesem Szenario erwarten wir einen deutlichen Rückgang der Aktienmärkte und der Rohstoffpreise. Staatsanleihen könnten in einem solchen Szenario annähernd zweistellige Renditen erreichen. Sofern nicht die USA im Epizentrum der Turbulenzen liegen, sollte der US-Dollar profitieren. Unternehmensanleihen performen knapp positiv und auch die Total Return Indizes von Emerging Markets-Anleihen sollten sich sowohl in Hartwährung als auch in Lokalwährung auf Sicht des zweiten Halbjahres relativ wertstabil entwickeln.

Inflation 2.0

Nachdem sich bereits im ersten Halbjahr 2024 die US-Wirtschaft als wesentlich resilienter als erwartet erwiesen hat, ist auch in der zweiten Jahreshälfte eine höher als erwartete Wirtschaftsdynamik, insbesondere in den USA, nicht auszuschließen. Sollte sich dadurch die von der Fed erwartete leichte Abkühlung am Arbeitsmarkt nicht materialisieren und der Lohndruck in der US-Wirtschaft zunehmen und die Märkte von längerfristig erhöhten Inflationsniveaus ausgehen, müsste die Fed von den bereits signalisierten Zinssenkungen Abstand nehmen und die Leitzinsen zumindest unverändert belassen. Ein von den Auslösern her unterschiedliches, aber in den Konsequenzen für die Märkte ähnliches Sub-Szenario würde sich ergeben, falls es zu einem nachhaltigen Hinterfragen der US-Budgetpolitik durch die Märkte kommt. Schwierigkeiten bei der Finanzierung des nach wie vor sehr hohen US-Budgetdefizits würden vor allem die Renditen für längere Laufzeiten nach oben treiben. Das Risiko dieses Sub-Szenarios dürfte nach den US-Wahlen steigen, falls keine Aussicht auf eine glaubwürdige Budgetkonsolidierung besteht. Trotz der erhöhten Renditelevels wären leichte absolute Verluste bei den meisten Anleihekategorien die Folge, da sich auch die Spreads in einem solchen Szenario etwas ausweiten dürften. Aktien und Rohstoffe würden ebenfalls aufgrund der stärkeren Abdiskontierung zukünftiger Gewinne Kursverluste erleiden. Nur der US-Dollar würde aufgrund des durch die höheren Renditen angezogenen Kapitals aufwerten.

Back to „Normal“

Neben diesen beiden Risikoszenarien ist für das zweite Halbjahr 2024 aber auch ein deutlich optimistischeres Szenario aus unserer Sicht relevant. Aufgrund der weniger stark ausgelasteten Arbeitsmärkte kommt es nach den Güterpreisen auch zu einem stärker als erwarteten Rückgang der Preisdynamik bei den Dienstleistungspreisen. Fed und EZB könnten die Leitzinsen zwei bis dreimal senken und einen beschleunigten Zinssenkungszyklus für 2025 in Aussicht stellen, da die Notwendigkeit für eine restriktive Geldpolitik stark abnimmt. Die Aussicht auf rascher sinkende Zinsen, bei stabilem bzw. nicht nennenswert niedrigerem Wachstum, dürfte die Märkte enorm befeuern. Anleihen sollten deutlich höhere Erträge als Geldmarktinvestments abwerfen und bei Aktien sollten zweistellige Erträge erzielbar sein. Nur der US-Dollar dürfte in diesem Szenario aufgrund des rasch schwindenden Zinsvorteils und dem positiven Risikosentiment an Wert einbüßen.

Szenario-Wahrscheinlichkeiten und Portfoliogewichtung

Die Abbildung zeigt die erwarteten Wahrscheinlichkeiten der zuvor beschriebenen Szenarien unter deren Berücksichtigung es nun möglich ist, für jede Assetklasse Ertragsersparungen zu definieren und in Verbindung mit der aktuellen Kovarianz der Erträge der Assetklassen eine mathematische Portfolio-Optimierung durchzuführen. Dem dafür eingesetzten Black-Litterman-Ansatz liegt ein langfristiges Anker- oder Benchmark-Portfolio zu Grunde, welches das Aktienexposure mit insgesamt 30 % gewichtet. Euro-Staatsanleihen haben ein deutlich größeres Gewicht von 50 %, nicht in Euro denominierte Staatsanleihen und Unternehmensanleihen kommen zusammen auf 14 % und Rohstoffe sind mit 6 % gewichtet.

Zwei Geschwindigkeiten ¹

52%

Tribut der Zinsen ²

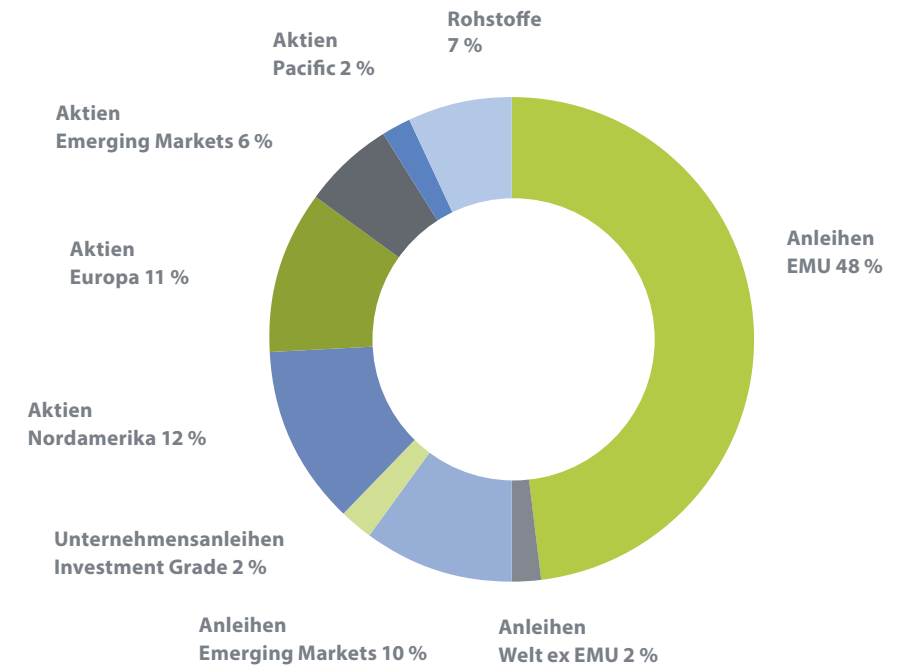
15%

Inflation 2.0 ³

13%

Back to „normal“ ⁴

20%



Strategisches Total Return Portfolio für das zweite Halbjahr 2024

Aktien (Fokus auf Europa) moderat übergewichtet

Deutlich höhere Ertragsersparungen für Aktien schlagen sich im optimierten Portfolio in einer Erhöhung der Aktienquote von 26 % auf 31 % im Vergleich zur ersten Jahreshälfte nieder. Gegenüber dem Ankerportfolio ist die Aktienquote damit leicht übergewichtet. Die Erhöhung der Aktienquote erfolgt regional relativ proportional, wobei Europa mit einem absoluten Gewicht von 11 % vergleichsweise stark gewichtet wird. Mit 12 % weisen die USA das absolut höchste Gewicht auf. Emerging Markets-Aktien sind im Portfolio mit 6 % vertreten. Neben den Aktien wird auch die Rohstoffgewichtung leicht auf 7 % erhöht, womit die Gewichtung der Assetklasse ebenfalls leicht über den langfristigen strategischen Gewichten liegt.

Umgekehrt liegt die Quote für EMU-Staatsanleihen mit 48 % leicht unter der langfristigen strategischen Gewichtung. Trotz

der grundsätzlich konstruktiven Aussichten auch für Unternehmensanleihen werden Investment Grade- (2 %) und High Yield- (0%) Unternehmensanleihen derzeit aufgrund der Korrelation mit Aktien kaum gewichtet, da die Verbesserung der Ertragsersparungen bei den Aktien ausgeprägter war. Die Gewichtung von Staatsanleihen in Fremdwährung sinkt deutlich auf 2 % des Portfolios aufgrund der verhaltenen Aussichten für eine weitere US-Dollar-Aufwertung.

Die wahrscheinlichkeitsgewichtete Ertragsersparung für dieses strategische Total Return Portfolio für das zweite Halbjahr 2024 liegt aktuell bei +7,9 % p.a..

MAG. FRANZ SCHARDAX, MSC
 Asset Management
 CIO, Executive und Prokurist bei IQAM Invest



Wie Künstliche Intelligenz die Finanzbranche revolutioniert



„Ohne Künstliche Intelligenz wird es auch in der Finanzbranche schwieriger. Man muss sich ernsthaft damit beschäftigen – nicht erst seit ChatGPT“, betont Dr. Ulrich Neugebauer, Sprecher der Geschäftsführung bei Deka Investment und Vorsitzender des Aufsichtsrats bei IQAM Invest. Es braucht aber weiterhin noch das tiefe Verständnis des Fondsmanagements, z. B. für kausale Zusammenhänge.

Herr Dr. Neugebauer, was ist eigentlich Künstliche Intelligenz?

Der Begriff Künstliche Intelligenz, kurz KI, steht für Computer und Maschinen, die viel von dem zeigen, was der Mensch von Natur aus kann: hören, sehen, sprechen, lernen und Probleme lösen – alles in gewissem Umfang. Künstliche Intelligenz beschreibt die Nachahmung kognitiver Funktionen wie Lernen und Problemlösung durch Maschinen. Dies kann z. B. erfolgen auf der Grundlage der Interpretation unstrukturierter und komplexer Datensätze oder visueller Eingaben. KI-Systeme basieren beispielsweise auf statistischen Methoden oder auch auf Computational Intelligence. Also auf verschiedene Berechnungsmethoden, die zur Lösung von Problemen dienen, die mit klassischen Methoden schon aufgrund der Datenmengen nicht oder nur schwierig zu lösen sind. KI umfasst auch Knowledge Engineering, die Abbildung von Wissen in wissensbasierten Systemen. Jener Teilbereich der KI, der momentan das große Thema ist, ist das maschinelle Lernen. Hier lernen IT-Systeme automatisch Muster und Zusammenhänge aus eingegebenen Daten und verbessern sich selbstständig, ohne hierfür explizit programmiert zu werden.

ChatGPT und Gemini haben maschinelles Lernen erst so richtig populär gemacht. Kann man den aktuellen Rückenwind nutzen?

Mit so einem schnellen Erfolg und den beeindruckenden Ergebnissen haben wohl die wenigsten gerechnet. Auch nicht mit der einfachen und spielerischen Handhabung, mit der man beispielsweise Texte mit diesen Large Language Modellen erstellen kann.

Wofür nutzt die Finanzbranche schon Künstliche Intelligenz?

Angesichts der rasant wachsenden Datenmengen, die den Marktteilnehmenden tagtäglich zur Verfügung stehen, ist eine Erfassung und Verarbeitung ohne KI-Unterstützung in diesem Umfang de facto kaum mehr möglich. Die daraus gewonnenen Informationen über Unternehmen liefern wertvolle Erkenntnisse

zur Optimierung von Anlageentscheidungen. Aktuell beschäftigen sich viele Marktteilnehmer in der Finanzbranche intensiv damit, wie neue Informationen für Investmentprozesse gefunden und verfügbar gemacht werden können – unabhängig davon, gewiss auch mit der Frage, wie verfügbare Informationen besser ausgewertet werden können. Ziel ist, durch die Nutzung neuer oder die bessere Auswertung bestehender Datenquellen, die Qualität der Produkte zu optimieren, sei es durch angepasstes Risikomanagement oder zielgenauere Prognosen. Davon unabhängig ist ein breiteres Anwendungsfeld gewiss in Operation und Supportfunktionen im IT-Umfeld, Rechtsabteilungen und vielen anderen – und spannend ist, wieviel KI hält in vielen gewöhnlichen Tätigkeiten im Office Einzug und welche wird alltäglich werden.





Sie forschen bei Deka und IQAM Invest seit Jahren daran, mit KI textbasierte Investitionssignale zu generieren und diese auch zu nutzen. Funktioniert das?

Wir beschäftigen uns tatsächlich schon lange mit dem Thema Sinn entnehmendes, automatisiertes Lesen von Texten. Durch Kooperationen mit Universitäten – auch im Rahmen unseres Forschungsinstituts – haben wir uns bei Large Language Modellen frühzeitig eine gewisse Kompetenz aufbauen können. Diesen Weg wollen wir auch weiter beschreiten, aber hier auch den Fokus auf die Kombination mit eigenem Content legen.

Wofür setzen Sie diese LLMs und KI im Allgemeinen genau ein?

Wir nutzen Künstliche Intelligenz zur Generierung von Prognosen zu Kursentwicklungen und Risiken unterschiedlicher Assetklassen im globalen Kontext. Aber natürlich ist das nur einer von vielen Bausteinen, Finanzmärkte sind sehr komplex und deren Entwicklung ist von vielen Faktoren abhängig.

Für Ihre Prognosen werten Sie auch Textdaten aus. Welche Zusatznutzen liefern sie Ihnen?

Wir setzen Künstliche Intelligenz auch schon länger für das automatisierte Auswerten und Bewerten von Textdaten wie Finanznachrichten oder Earnings-Calls ein, um daraus Informationen abzuleiten. Viele Textdaten sind ohne Verzögerung verfügbar, das kann Vorteile haben – Stichwort Nowcasting. Ein anderes Beispiel sind Ad hoc-Meldungen, die direkt in Echtzeit analysiert werden. Wir filtern, welche Nachrichten tatsächlich kursrelevant sind und welche nicht, und können so sehr schnell eine erste Einschätzung generieren, die dann durch Analysten geprüft werden kann. Eine sicherlich erwartbarere Anwendung ist die Auswertung von Nachrichten. Durch KI kann man mehrere 1.000 solcher Texte schnell auswerten und Informationen ableiten. Das ist aber nicht einfach, weil sich einerseits viel Noise in den Daten befindet und auch, weil zur Auswertung dezidierte und spezifische Content-Informationen wichtig sind.

Wie unterstützt Sie Künstliche Intelligenz beim ESG-Screening?

Hier haben wir in der Forschung – IQAM Research – eine interessante Arbeit: Mittels Textanalyse werden für Unternehmen solche Risiken quantifiziert, die bestimmten regulatorischen wie physischen Klimarisiken in besonderem Maß ausgesetzt sind bzw. solche enthalten. Aus Millionen von Nachrichtenartikeln lassen sich so sehr firmenspezifische Umweltrisiken ableiten. Das hat Vorteile, da Nachrichtenarchive eine viel längere Historie als ESG-Datenbanken haben. Unser News-Ansatz ist hier eine interessante Ergänzung zu ESG-Score-Ansätzen. Ein weiteres Anwendungsgebiet hat viel mit den statistischen Verfahren zu tun, die in LLMs verwendet werden, Ähnlichkeit ist hier das Stichwort. IQAM Research nutzt KI auch für Relevanz-basierte Prognosen. Wir erfassen den aktuellen makroökonomischen Zustand, vergleichen diesen mit historischen Zuständen und errechnen daraus ein Ähnlichkeitsmaß. Die zugrunde liegende Hypothese ist, dass Beobachtungen mit hoher Ähnlichkeit zur aktuellen Marktlage auch relevanter sind und damit eine höhere Prognosegüte aufweisen. Im Gegensatz zum klassischen Fall, in dem jede Beobachtung gleichgewichtet wird, werden Modelle anschließend trainiert, indem Beobachtungen durch dieses Ähnlichkeits- bzw. Relevanzmaß höher oder niedriger gewichtet werden. Ergebnisse zeigen einen durchaus positiven Effekt dieser Methodik.

„Nur Maschinen allein reichen nicht aus, um bestmögliche Prognosen zu machen.“

Wie verknüpfen Sie die vortrainierten LLMs konkret mit Ihren eigenen Daten? Was darf man preisgeben?

Wir befinden uns hier in einem regulatorischen Umfeld. Wir nutzen vortrainierte LLMs, trainieren sie aber weiter auf unseren proprietären Daten, um ein unterscheidbares Modell zu generieren, das ein besseres Verständnis liefert. Es geht darum Daten zu finden und zu nutzen, die echte Information über Risiko und Erträge enthalten, diese möglichst zügig auszuwerten und daraus mittels eines guten Verständnisses eine Prognose zu erstellen.

Wie stellen Sie sicher, dass die Informationen, die Ihr weiter trainiertes LLM generiert auch richtig sind?

Das weiß man nie, das ist ja AI! Sie wissen auch nicht, ob ChatGPT Ihnen die richtigen Antworten liefert. Aber konsistent sollten die Antworten sein. Grundsätzlich arbeiten wir in einem regulierten Umfeld und müssen dem durch Prozesse u. ä. Rechnung tragen. Diese Entwicklung ist noch im Fluss. Am Ende sollten wir uns nicht blind auf Ergebnisse verlassen.

KI unterstützt seit Jahren Ihr quantitatives Fondsmanagement. Macht Künstliche Intelligenz das Fondsmanagement künftig vollends überflüssig?

Das fragt man sich immer wieder bei neuen Themen in der einen oder anderen Weise. Nein, das macht das Fondsmanagement nicht überflüssig, es sind die Kreativität des Menschen und seine Ideen erforderlich, die ja genau diese Innovation vorantreiben. Nur Maschinen allein reichen nicht aus, um bestmögliche Ergebnisse zu liefern. Dazu ist die Welt zu komplex. Meines Ermessens braucht es ein tieferes, menschliches Verständnis, um Entwicklungen interpretieren zu können. So erzeugt man erst durch den Austausch in einem hochprofessionellen und spezialisierten Team aus den Bereichen der Mathematik, Volks- und Finanzwissenschaft etc. Kreativität, die man für gute Prognosen und Investmentideen braucht.

Was heißt das für den Investor? Bleibt KI in den nächsten Jahren der Megatrend?

Es ist schwierig einen Megatrend über mehrere Jahre vorherzusagen. Ich bin aber überzeugt, KI wird im Alltag nicht mehr wegzudenken sein. Die Folgen muss man analysieren, werden aber signifikant sein. Jeder ist mit dieser neuen Welt konfrontiert und man kann sich dem nicht entziehen.

Wie verändert die KI die Finanzbranche?

Daten werden mehr und wichtiger und können schneller ausgewertet werden. Die Branche wird sich noch stärker auf die Kundenbedürfnisse einstellen können und dem auch Rechnung tragen. Der gezielte und clevere Einsatz von KI wird auch in der Finanzbranche zunehmend zu einem wichtigen Wettbewerbsvorteil.

DR. ULRICH NEUGEBAUER

ist seit 1998 für die Deka Investment tätig, seit 2008 als Mitglied der Geschäftsführung. Anfangs entwickelte und implementierte er quantitative Investmentstrategien und strukturierte Anlagerlösungen. Er gründete IQ-KAP (heute IQAM Research), das private Institut für quantitative Kapitalmarktforschung der DekaBank. Er promovierte in Theoretischer Physik und war wissenschaftlicher Mitarbeiter am Institut für Theoretische Physik in Hannover.

Attraktives Verhältnis zwischen Zinsrisiko und Rendite

Bei möglichst geringer Volatilität und unter ESG-Berücksichtigung in den IQAM ShortTerm EUR investieren

Am 6. Juni 2024 erfolgte die erste Zinssenkung um 25 Basispunkte der EZB, doch wird der weitere Zinssenkungszyklus deutlich weniger dynamisch erwartet als die Anhebungsserie 2022/23. Für die Sitzung im Juli wird keine weitere Zinssenkung prognostiziert und da die EZB die Erwartung für die Inflationsentwicklung für 2025 sogar leicht nach oben revidiert hat, wird es wohl ein vorsichtiges Herantasten an ein nur etwas tieferes Zinsniveau sein.

Wie wirkt sich das auf geldmarktnahe Fonds aus?

In diesem Umfeld hat der IQAM ShortTerm EUR gute Chancen auch weiterhin erfolgreich seine Benchmark zu schlagen. Durch die Zinssenkungen profitieren besonders die 2 bis 3-jährigen Anleihen, weshalb wir sehr optimistisch sind, auch im Jahr 2024 wieder einen höheren Ertrag als eine direkte Geldmarktveranlagung erwirtschaften zu können.

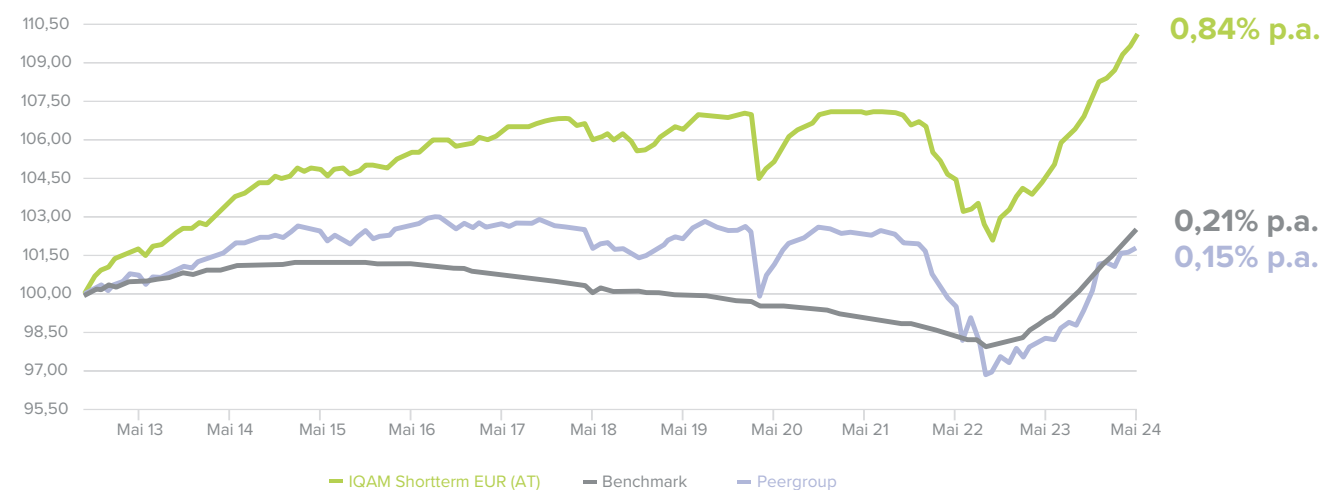
Da die Zinssenkungs-Euphorie aber nicht so groß ist, dass von einem wahren Kursfeuerwerk an den Rentenmärkten auszugehen wäre, muss man das attraktive Risiko-/Ertragsverhältnis unseres geldmarktnahen Fonds genauer unter die Lupe nehmen.

Überzeugendes Risiko-/Ertragsprofil

Durch das optimale Risiko-/Ertragsprofil ist es uns schon in der Vergangenheit gelungen, immer wieder neue Performance-Höchststände zu erreichen – beispielsweise in den Jahren 2018, 2020, 2022, 2023 und auch 2024. Das ergibt im Durchschnitt rund 70 BP mehr Ertrag gegenüber unseren Mitbewerbern pro Jahr, und das bei einer niedrigeren Volatilität.

Die Zinskurve ist noch invers, und dürfte es noch einige Zeit bleiben, das macht eine Investition am kurzen Ende durchaus weiterhin attraktiv, denn erst stärkere Zinssenkungen gleichen durch höhere Kursgewinne den aktuellen Renditenachteil bei längerfristigen Veranlagungen aus.

Ziel des Fonds ist es, bei kurz- bis mittelfristigem Anlagehorizont eine höhere Verzinsung als am Geldmarkt zu erreichen. Übrigens: Bei der Auswahl der Anleihen werden auch ökologische, soziale und ethische Kriterien berücksichtigt. (SFDR-Klassifizierung Artikel 8)



Beginn Performance: Tranchen-Start 25.10.2012
 Quellen: Depotbank, IQAM Invest | Stand: Ultimo 05/2024

Wichtige Informationen zur Marketingmitteilung

Dieses Dokument stellt kein Angebot und keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf von Finanzprodukten dar und enthält auch keine Aufforderung, ein solches Angebot zu stellen. Die Angaben sind keine Finanzanalyse und unterliegen daher weder den gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen noch dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die Angaben basieren auf den zum Erstellungszeitpunkt aktuell verfügbaren Daten. Performance-Ergebnisse der Vergangenheit lassen keine Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Fonds zu. Die Performance-Berechnung des Fonds basiert auf Daten der Depotbank und entspricht der OeKB-Methode. Ausgabe- und Rücknahmespesen wurden dabei nicht berücksichtigt. Der Fonds wird nach dem österreichischen Investmentfondsgesetz verwaltet und in Österreich vertrieben. Der Prospekt sowie allfällige Änderungen wurden gem. § 136 InvFG 2011 veröffentlicht. Die geltende Fassung des Prospekts sowie der Basisinformationsblätter (= BiB) liegen in deutscher Sprache bei der IQAM Invest GmbH und der Depotbank des Fonds auf und sind auf www.iqam.com verfügbar. Für Anleger in Deutschland sind der Prospekt sowie die Basisinformationsblätter bei der Zahl- und Informationsstelle, der State Street Bank International GmbH, München, erhältlich. Eine Zusammenfassung der Anlegerrechte in deutscher Sprache sowie Informationen zu im Falle etwaiger Rechtsstreitigkeiten zugänglichen Instrumenten der kollektiven Rechtsdurchsetzung auf nationaler und Unionsebene ist unter www.iqam.com/de/downloads verfügbar. Für Richtigkeit und Vollständigkeit der Inhalte kann trotz sorgfältiger Recherche und Erfassung sowie verlässlicher Quellen keine Haftung übernommen werden.

Aktuell gültige Peergroup-Kriterien für den IQAM ShortTerm EUR:
 Morningstar-Kategorie: EUR DiversifiedBond –Short Term
 Historie: mind. 3 Jahre
 Anteilsklasse: älteste
 Zulassung: in A und/oder D
 Fondsvolumen: ≥ EUR 10 Mio.
 Volatilität: ≥ 1,00 und ≤ 2,50

Zuständige Aufsichtsbehörde der IQAM Invest GmbH:
 Finanzmarktaufsicht, Otto-Wagner-Platz 5, 1090 Wien

Aus Gründen der einfacheren Lesbarkeit wird auf die geschlechtsneutrale Differenzierung verzichtet. Entsprechende Begriffe gelten im Sinne der Gleichbehandlung grundsätzlich für beide Geschlechter.

Die Angaben nach § 25 MedienG (Offenlegung) finden Sie auf: www.iqam.com/impressum

IQAM Invest GmbH

Standort Salzburg
 Franz-Josef-Straße 22 | 5020 Salzburg
 T +43 505 8686-0
 F +43 505 8686-869

Standort Wien
 Wollzeile 36-38 | 1010 Wien
 T +43 505 8686-0
 F +43 505 8686-869

office@iqam.com
www.iqam.com



IQAM

ShortTerm EUR

- Geldmarktnaher Anleihefonds
- Optimales Risiko-/Ertragsverhältnis
- Nachhaltigkeitsansatz

IQAM INVEST

+43 505 8686-0

✉ office@iqam.com

🌐 www.iqam.com