

PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 11-12/2021





Lieber Leser/-in,

die letzte Ausgabe dieses Jahres liegt etwas verspätet vor Ihnen. Nachdem wochenlang die Diskussion über die weitere Entwicklung der Kerninflation die Märkte beschäftigte, erlebt nun „Corona“ eine überraschende Neuauflage an den Kapitalmärkten. Schuld an der Renaissance ist eine neue Variation namens Omikron, die neue Angst in die Köpfe bringt. Das hatte man zumindest in den Kursverlusten am Black Friday gesehen. Erneut wurde durchsortiert zwischen Corona-Gewinnern und Verlierern. Und so hurtig es im Oktober an den Börsen nach oben gegangen war, so panikartig ging es Ende November wieder nach unten.

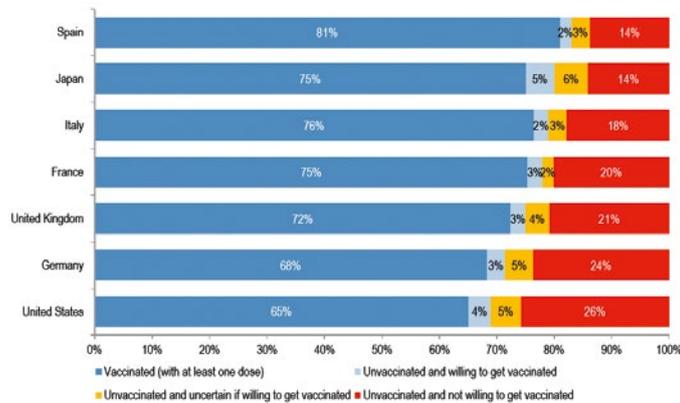
Über die neue Variante des Corona-Virus aus Südafrika ist zwar noch nicht viel bekannt. Sollten aber die bekannten Impfstoffe nicht so wirksam sein, was derzeit nicht ausgeschlossen werden kann, erscheint die Mutation wie ein neues Virus und könnte die Wirtschaft daher wieder stark belasten. Erinnerungen an den Winter vor einem Jahr werden wach und führen an den Börsen zu den für diesen Umstand typischen Verhaltensmustern. Nur eines ist anders: es gibt bereits für die anderen COVID-19-Varianten mehrere Impfstoffe, so dass gegebenenfalls nötige Anpassungen möglicherweise schnell erfolgen können. Ansonsten spricht die derzeitige Impfquote für einen mehrheitlich milden Verlauf, sollte man sich doch damit infizieren.

In Europa tobt derzeit die vierte Infektionswelle, die zuletzt zu Mobilitätseinschränkungen allenthalben geführt hat. Dennoch dürften die Einschränkungen in der Mobilität der Bevölkerung gemessen mit minus 6 % im Moment nicht mit dem letzten Winter von 50 % vergleichbar sein. Vor allem aber könnte es der letzte Winter sein, in dem Krankenhausaufenthalte aufgrund von COVID-19 signifikant genug sind, um Mobilitätseinschränkungen zu verursachen. Die ersten Ergebnisse der Pillen der US-Pharmariesen Merck und Pfizer zur Behandlung von COVID-19 sind ermutigend und könnten die Situation grundlegend verändern. Diese werden zwar für die aktuelle Welle nicht relevant sein, dürften aber ab März/April in größerem Umfang zur Verfügung stehen.

Auf mögliche weitere Mobilitätseinschränkungen werden die Aktienmärkte nach unserer Auffassung weniger ausgeprägt reagieren als in der Vergangenheit. Daher bleiben wir bei unserer konstruktiven Haltung. Wie wir in den vergangenen Quartalen in den Industrie- und Schwellenländern gesehen haben, wird die negative Reaktion auf diese Ankündigungen immer geringer, und der Durchbruch bei der Behandlung sollte den Anlegern helfen, über die potenziell schlechten kurzfristigen Auswirkungen hinwegzusehen. Schließlich ist es bemerkenswert, dass die Infektionstrends in den USA und im Vereinigten Königreich bisher besser aussehen als in Teilen Europas. In den USA hat sich die Zahl der Krankenhausaufenthalte seit dem Höchststand im September verbessert, doch es besteht die Gefahr einer Trendwende. Im Vereinigten –Königreich ist die Entwicklung auf einem hohen Niveau eher flach und keine weitere Verschlechterung zu erwarten.

JPM Impfstatus Europa, USA und Japan

Grafik 1



Source: OurWorldInData

Herzlichst,
Ihr

Norbert Hagen



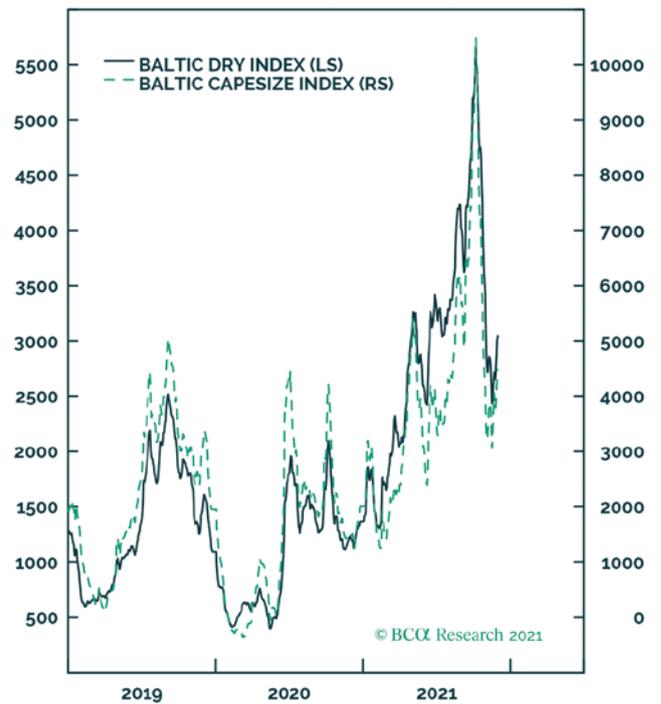
Was bringt 2022 ?

Die in 2020 gestartete globale Expansion befindet sich inmitten ihrer ersten Belastungsprobe, an deren Ende eine erneute Wachstumsbeschleunigung stehen wird. Angebotsseitige Probleme haben sich verstärkt, während eine neue massive COVID-Welle auf die Mobilität in Europa drückt und zu einer Abwärtskorrektur in den Wachstumsprognosen für den Euroraum geführt hat. Trotz dieses Härte-tests beschleunigt sich das globale Wachstum in diesem Quartal.

Am Ende dürfte das Wachstum im nächsten Jahr über dem Potenzialwachstum liegen. Asien wird sich wahrscheinlich erholen, da dort Mobilität und Impfzraten deutlich zugenommen haben. Zusätzlich zu dem immer noch beträchtlichen globalen Wachstumsimpuls, der aus der Normalisierung des Dienstleistungssektors kommen wird, dürfte auch das globale verarbeitende Gewerbe profitieren, da die asiatischen Lieferengpässe weiter abnehmen werden. Das ist bereits heute an den fallenden Frachtraten abzulesen. Zu erwarten sind zusätzliche fiskalische Impulse aus Japan und ein starker Rückgang der Sparquote hin zu mehr Investitionen und Konsum in den USA, der den bisherigen Kaufkraftverlust ausgleichen wird. Versorgungsengpässe im Gütersektor werden wieder verschwinden und ein neues Problem am Horizont aufsteigen: Arbeitskräfte. Die Nachfrage nach Arbeitskräften dürfte zu einer weiteren Senkung der Arbeitslosenquote bei gleichzeitig steigenden Löhnen führen. Zumindest in den Vereinigten Staaten könnte daher der Zusammenhang zwischen Arbeitslosenquote und Inflation – gemeinhin als Phillipskurve bekannt – zu einem nicht vorübergehenden Inflationsdruck führen. Daher ist die Bedingung des Federal Open Market Komitees (FOMC) für eine erste Anhebung des Fed-Funds-Zinssatzes – Vollbeschäftigung –

Baltic Dry Index (Schüttgut ie. Kohle, Eisenerz, Getreide)

Grafik 2



möglicherweise schon bis Mitte nächsten Jahres erfüllt. Wie würde sich eine langfristig bei 3 % liegende Kerninflation auf die verschiedenen Anlagen auswirken? Im „The Bank Credit Analyst“ wurde hierzu eine kleine Tabelle veröffentlicht, die die Jahresrenditen der vergangenen 30 Jahre der für die nächsten 10 Jahre gegenüberstellt. Resultat: das Gesamtergebnis halbiert sich vor Inflation und sechstelt sich nach Abzug der Inflationsrate von 3 % (Angaben dollarbasiert).

Langzeit-Renditeerwartungen bei 3% Inflation

Grafik 3

	COMPOUND % RETURNS P.A.		
	THE PAST 1990-2021	THE FUTURE 2022-2032	PORTFOLIO WEIGHT
US EQUITIES	11.1	3.7	30
OTHER DEVELOPED EQUITIES	5.5	4.9	15
EM EQUITIES	8.2	6.1	5
10-YEAR TREASURIES	5.9	1.2	20
CORPORATE BONDS*	7.0	2.9	10
ALTERNATIVES**	10.5	6.6	20
TOTAL PORTFOLIO***	8.5	4.0	
US INFLATION	2.1	3.0	
TOTAL PORTFOLIO REAL RETURN	6.5	1.0	

* BASED ON MARKET CAP WEIGHTED AVERAGE OF INVESTMENT GRADE & HIGH YIELD RETURNS.
 ** BASED EQUALLY-WEIGHTED AVERAGE OF PE, VC, HEDGE FUNDS, DIRECT REAL ESTATE, US REITS, COMMODITIES, FARMLAND AND TIMBERLAND. PAST COMPOUND % RETURNS STARTING 1992.
 *** BASED ON WEIGHTS IN FINAL COLUMN.



Völlig ignoriert wird derzeit die mögliche Lockerung der US-China-Zölle, die während der Präsidentschaft Trumps i.H.v. 350 – 370 Mrd. US-\$ verhängt worden waren. Das wäre ein nicht eingepreister Rückenwind für US- und chinesische Aktien gleichermaßen, insbesondere für zyklische Werte und Small Caps. Während die meisten Anleger negativ gegenüber dem Handel zwischen den USA und China eingestellt sind, bestehen bestehende Argumente für eine Lockerung der Zölle. In der Tat könnte auf dem Weg zu den Zwischenwahlen 2022 in den USA mit der Lockerung der Zölle Biden ein Wahlkampfversprechen einlösen, die Wahlstrategie der Partei unterstützen und Vorbehalte der Unternehmen zerstreuen. Niedrigere Zölle könnten auch die Verbraucher in einer Zeit entlasten, in der die staatlichen Leistungen bei einer immer noch hohen Inflationsrate voraussichtlich zurückgehen. Während der Handelsgespräche zwischen den USA und China zwischen April 2018 und Januar 2020 stiegen chinesische Aktien jedes Mal, wenn die Spannungen nachließen und korrigierten, als die Spannungen eskalierten.

Die Handelszölle haben Verbraucher und Unternehmen insgesamt rund 128 Mrd. \$ gekostet, darunter allein in diesem Jahr bisher 44 Mrd. Dollar. Bei den S&P 500-Unternehmen haben die Zölle der Phasen I und II den Gewinn pro Aktie um 7-8 % durch direkte und indirekte Effekte reduziert. Somit wäre selbst eine teilweise Rücknahme der Zölle ausreichend für eine Margen- und Gewinnsteigerung. Da produzierende Unternehmen im Kreuzfeuer des Handels gefangen waren (z. B. Industriebranchen, Werkstoffe, technische Hardware, zyklische Konsumgüter), werden diese Sektoren nun am meisten profitieren.

Wir gehen davon aus, dass die Zentralbanken weiterhin zurückhaltend bleiben und nicht auf hohe Inflation bremsend reagieren. Dies dürfte eine doppelte Wirkung haben: eine Versteilerung der Zinsstrukturkurve und ein erneuter Anstieg der Zinsen am langen Ende, da die Zentralbanken der Schwel-

lenländer ebenfalls nicht wesentlich restriktiver auf das Wachstum einwirken werden. Das Entscheidende ist, dass der Wachstumszyklus dauerhafter als zuvor erscheint. Es gibt wieder mehr positive Überraschungen an der Konjunkturfront nach der kontinuierlichen Verlangsamung seit März. Zu erwarten ist auch eine deutliche Beschleunigung der asiatischen Wachstumsdynamik im vierten Quartal um 6 Prozentpunkte. Die Abschwächung des Kreditimpulses in China ist wahrscheinlich abgeschlossen, wie die Stabilisierung von Geldmenge M2 zeigt.

Für das erste Quartal 2022 gehen die Analysten in der Euroregion, in Kanada, Australien und in China von einer Wachstumsbeschleunigung aus, der eine generelle Verlangsamung in den restlichen Quartalen folgt. Generell liegen die erwarteten 2022er Wachstumsraten aber weltweit über dem langfristigen Mittelwert der jeweiligen Volkswirtschaften.

Wachstum verlangsamt sich, aber von sehr hohem Niveau

Grafik 4

BLOOMBERG SURVEY OF ECONOMISTS GDP GROWTH EXPECTATIONS												
	2021*				2022*				2023*	2021**	2022**	2023**
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1			
US	6.3%	6.7%	2.1%	4.9%	4.5%	4.0%	3.2%	2.6%	2.4%	5.5%	3.9%	2.5%
EURO AREA	-1.2%	8.7%	9.1%	2.8%	3.2%	3.2%	2.8%	2.4%	2.0%	5.1%	4.2%	2.3%
UK	-5.5%	23.9%	5.3%	4.5%	4.1%	3.2%	2.4%	2.4%	2.0%	7.0%	5.0%	2.1%
JAPAN	-4.1%	1.5%	-3.0%	5.3%	4.5%	3.1%	2.0%	1.3%	1.2%	2.0%	2.6%	1.3%
CANADA	4.9%	-3.2%	5.5%	4.7%	5.0%	4.5%	3.8%	2.8%	2.7%	5.0%	4.1%	2.6%
AUSTRALIA	7.4%	2.8%	-7.4%	7.4%	8.0%	5.7%	4.1%	3.2%	2.8%	3.9%	3.8%	3.0%
BRAZIL	4.9%	-0.4%	0.9%	1.9%	0.6%	0.3%	0.5%	1.2%	1.5%	5.0%	1.3%	2.2%
CHINA	0.8%	4.9%	0.8%	4.9%	5.7%	6.1%	5.7%	5.3%	4.7%	8.0%	5.3%	5.3%
INDIA***	...	...	...	...	...	...	...	...	...	9.2%	7.5%	...
RUSSIA	...	...	...	...	...	...	...	...	...	4.2%	2.5%	2.1%
G7****	1.8%	7.2%	3.6%	4.5%	4.1%	3.6%	2.9%	2.3%	2.1%	5.0%	3.9%	2.2%
G7**** EX. US	-2.9%	7.6%	5.3%	4.1%	3.8%	3.3%	2.6%	2.1%	1.8%	4.4%	3.9%	1.9%

* QUARTERLY RATE OF CHANGE, ANNUALIZED.

** ANNUAL RATE OF CHANGE.

*** THE 2021 FORECAST FOR INDIA REFERS TO THE APRIL 2021-MARCH 2022 PERIOD, WHILE THE 2022 FORECAST REFERS TO APRIL 2022-MARCH 2023.

**** INCLUDES US, CANADA, JAPAN, GERMANY, FRANCE, ITALY, AND THE UK.

SOURCE: BLOOMBERG FINANCE L.P.

NOTE: ACTUAL VALUES FOR Q1 AND Q2 OF 2021 ARE USED FOR ALL COUNTRIES. FOR G7 COUNTRIES, THE EURO AREA, AUSTRALIA, AND CHINA, ACTUAL VALUES ARE USED FOR Q3 AS WELL.



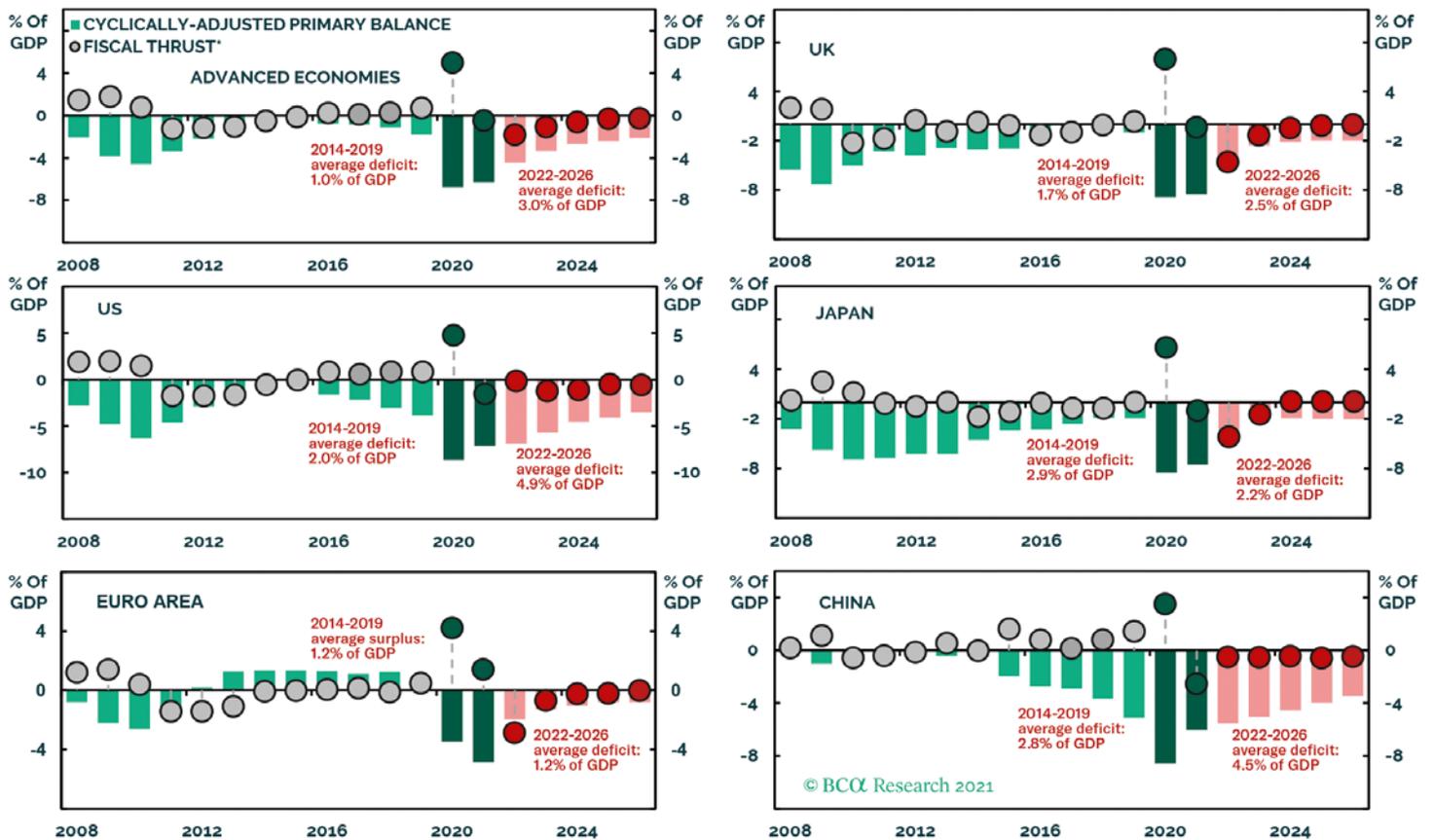
Sowohl in den USA, als auch in Europa werden im kommenden Jahr Anlageinvestitionen der Unternehmen steigen. Mehr Automatisierung angesichts eines angespannten Arbeitsmarkts und geringer Lagerbestände treiben die Ausgaben auf Rekordhöhen. Andererseits wird die öffentliche Hand ihre pandemiebezogene Ausgabenpolitik zurückschrauben. So sieht der IMF in den USA ein Primärdefizit im Haushalt für die nächsten fünf Jahre bei durchschnittlich 4,9 % des Bruttoinlandsprodukts, in der

Eurozone sind es nur 1,2 %. Die Tabelle zeigt sowohl die Primärbilanz (ohne Zinszahlungen), als auch fiskalische Stimuli bzw. Bremsungen (mit Punkten dargestellt). Man erkennt sofort, dass 2022 mit Ausnahme von USA überall die öffentlichen Haushalte mehr oder weniger auf der Bremse stehen werden, was nach den Ausgaben der letzten 20 Monate logisch erscheint. In den Jahren danach sollte sich das jährliche Haushaltsdefizit wieder auf bekannte Niveaus von vor der Corona-Krise normalisieren. Der Staat

fällt damit mit für die nächsten Jahre als Treiber eines Nachfrageschubs je nach Region mehr oder weniger aus. Das dürften nun die privaten Haushalte und Unternehmen ausgleichen, die ihre Nachfrage seit Beginn der Pandemie aufgeschoben haben.

Fiskalpolitik: Strenger, aber nicht streng

Grafik 5



* NEGATIVE OF THE ANNUAL CHANGE IN THE GENERAL GOVERNMENT CYCLICALLY-ADJUSTED PRIMARY DEFICIT AS A PERCENTAGE OF POTENTIAL GDP.
 NOTE: A POSITIVE FISCAL THRUST DENOTES EXPANSIONARY FISCAL POLICY.
 RED BARS AND DOTS REPRESENT FORECASTS. 2021 IS AN ESTIMATE.
 SOURCE: IMF FISCAL MONITOR (OCTOBER 2021).

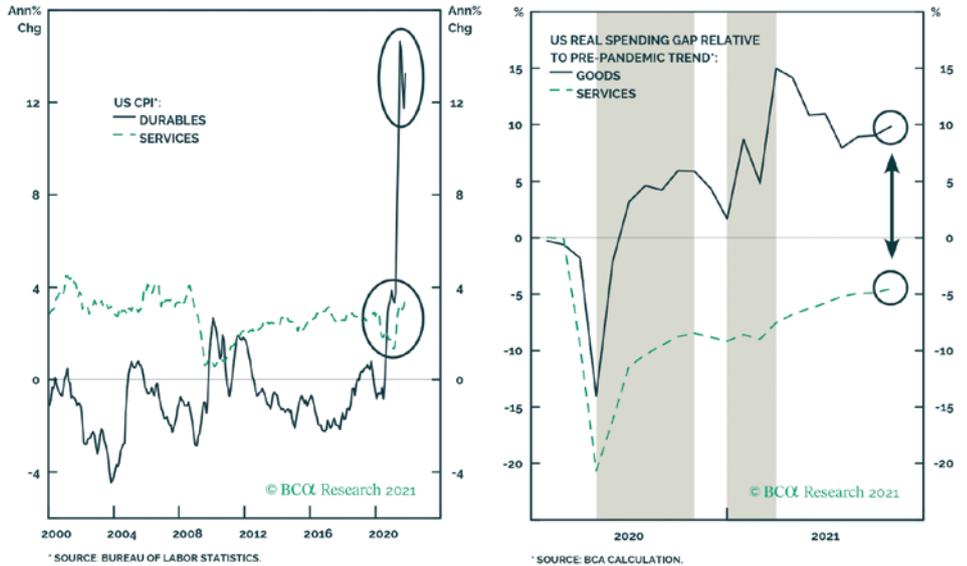


Zuletzt markierten die Aussagen von US-Notenbankchef Jerome Powell während seiner Anhörung vor dem Kongress Ende November eine Wende in der Fed-Politik. Das FOMC hat drei Bedingungen hervorgehoben, die erfüllt sein müssen, damit eine Anhebung der Zinssätze in Betracht gezogen werden kann: eine Inflation von 2 %, zudem eine Inflation, die für einige Zeit über 2 % liegen wird, und ein Arbeitsmarkt mit maximaler Beschäftigung. Die jüngsten Äußerungen von Powell deuten jedoch darauf hin, dass die Fed von diesen Kriterien abweichen könnte. Stattdessen hängt der Zeitpunkt der Zinserhöhung nun hauptsächlich davon ab, wie sich allein die Inflation und die Inflationserwartungen in den kommenden Monaten entwickeln. Wir gehen davon aus, dass es im Jahresverlauf zu einer Halbierung kommen wird.

Der diesjährige Anstieg der Verbraucherpreise, der in den USA mit über 6 % besonders hoch ausgefallen war, hat mehrere Ursachen. Grundsätzlich ist jede Preisänderung auf Veränderungen von Angebot und Nachfrage zurückzuführen. Die Grafik zeigt den eindeutig. Dass im aktuellen Fall die Preisrunden von der Nachfrageseite herrühren. Die fiskalische Reaktion der USA auf die Pandemie war energischer als im Euroraum, daher sind die US-Kernverbraucherpreise viel stärker angestiegen als in Europa. Darunter waren die Preise für langlebige Wirtschaftsgüter für einen größeren Teil des Preisanstiegs in diesem Jahr verantwortlich als die Preise bei den Dienstleistungen, was die starke Nachfrage der US-Verbraucher nach Gütern widerspiegelt (linke Grafik).

2. US Reale-Ausgaben Lücke gegenüber Vor-Pandemie Niveau

Grafik 6



Die rechte Grafik zeigt, dass die realen US-Ausgaben für Güter um 9,8 % über dem Trend vor der Pandemie liegen und bei den Dienstleistungen um 4,5 % darunter. Die extrem starke Güternachfrage spiegelt teilweise die Auswirkungen der fiskalischen und monetären Impulse, aber auch eine Verlagerung der Ausgaben von Dienstleistungen hin zu Gütern aufgrund der Art der Pandemie und der Art der Aktivitäten, die sie eingeschränkt hat. Das sollte sich 2022 in die entgegengesetzte Richtung zugunsten von Dienstleistungen entwickeln, sofern die Pandemie durch Omicron nicht neue Restriktionen erzwingt.

Die Dienstleistungspreise waren in den USA trotz eines Nachfrageeinbruchs gestiegen, was darauf hindeutet, dass angebotsseitige Effekte die wichtigste treibende Kraft für höhere Preise waren. Ein erheblicher Rückgang der Erwerbsbeteiligung hatte einen Arbeitskräftemangel verursacht, der die Löhne für das erste Quartil der Lohnempfänger - also die, die am schlechtesten bezahlt werden und die häufig in Dienstleistungsbranchen arbeiten - nach oben getrieben hatte. Konfrontiert mit höheren Lohnkosten bei gleichzeitig niedrigeren Bruttomargen und der Erwartung, dass sich die Nachfrage weiter erholen wird, haben die Dienstleister die Preise erhöht, um sich über Wasser zu halten.



Asset Allocation

Die am 1.12. publizierte Allokation des taktischen MacroQuant-Modells unseres kanadischen Partners BCA Research, das auch die Allokation des Flaggschiff-Fonds Leonardo UI (WKN A0MYG1) steuert, zeigt eine leichte Reduzierung der Aktienquote im Vergleich zur letzten Ausgabe unseres Perspektiven-Hefts um 2,5 % auf nun 66,4 %. Sie geht – offensichtlich dem Pandemiegeschehen folgend – nahezu komplett zu Lasten des europäischen Anteils und sogar darüber hinaus, denn die ohnehin bestehende Übergewichtung des Anteils der USA wurde von + 6 % auf + 9,5 % erhöht. Damit besteht mit 46,7 % derzeit fast die Hälfte des Gesamtportfolios aus US-Aktien. Parallel wurde die Untergewichtung bei den US-Staatsanleihen und den Staatsanleihen der Euroregion abgebaut. Die Cashquote blieb mit 2,5 % gleich.

BCA's Modell-Allokation zum 01.12.

Grafik 7

	Equities**			Bonds***			Cash****		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	37.2	46.7	+9.5	11.7	9.5	-2.2			
EURO AREA	4.8	4.1	-0.7	9.9	5.9	-4.0	0.4	-0.4	+0.0
CORE	4.1	3.6	-0.5	6.1	4.0	-2.1			
PERIPHERY	0.7	0.6	-0.2	3.8	2.0	-1.8			
U.K.	2.1	2.0	-0.1	2.8	3.0	+0.2	0.4	-0.4	+0.0
JAPAN	3.4	2.3	-1.1	9.5	9.8	+0.4	0.4	-0.4	+0.0
CANADA	1.7	2.3	+0.6	0.7	0.3	-0.4	0.4	0.4	+0.0
AUSTRALIA	1.0	0.5	-0.5	0.6	0.7	+0.1	0.4	-0.4	+0.0
OTHER DM	3.2	3.3	+0.0	0.6	0.6	-0.0	0.4	-0.4	+0.0
EMERGING ASIA	5.3	4.3	-1.1	1.3	0.9	-0.4			
LATIN AMERICA	0.5	0.4	-0.1	0.2	0.1	-0.1			
OTHER EM	0.7	0.5	-0.1	0.4	0.2	-0.1			
TOTAL	60.0	66.4	+6.4	37.5	31.1	-6.4	2.5	2.5	+0.0

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

** IN USD TERMS.

*** CURRENCY-HEDGED.

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

NOTE: NUMBERS MAY NOT ADD UP DUE TO ROUNDING.



Gäbe es nicht die modellspezifischen Gewichtungsrestriktionen bei Aktien mit einem Minimum von 50 % des Portfolios und einem Maximum von 70 %, hätte die länderspezifische Gewichtung gegenüber der im MSCI Welt wie in der nachfolgenden Tabelle ausgesehen: USA und Kanada sind die Favoriten, ansonsten nimmt das Modell bei allen grün unterlegten Feldern eine positivere Haltung ein als im Vormonat. Am uninteressantesten findet das Modell schon seit September chinesische und australische Aktien.

Länder - Allokation zum 01.12.

Grafik 8

	2021-AUG	2021-SEP	2021-OCT	2021-NOV	2021-DEC	LEGEND
CANADA	5.4% (2.0%)	5.2% (1.9%)	4.4% (1.1%)	4.7% (1.3%)	3.9% (0.6%)	++
US	67.3% (-1.8%)	69.7% (0.4%)	74.1% (5.0%)	74.2% (4.5%)	79.0% (8.1%)	
RUSSIA	0.7% (0.2%)	0.6% (0.1%)	0.6% (0.1%)	0.7% (0.1%)	0.5% (-0.0%)	+
GERMANY	4.1% (1.3%)	3.8% (1.1%)	3.2% (0.5%)	2.9% (0.3%)	2.3% (-0.2%)	
UK	5.6% (1.3%)	4.9% (0.7%)	3.8% (-0.4%)	5.0% (0.8%)	3.4% (-0.6%)	=
ITALY	1.1% (0.4%)	1.1% (0.4%)	0.9% (0.2%)	0.8% (0.1%)	0.6% (-0.1%)	
INDIA	1.6% (0.1%)	1.9% (0.3%)	1.3% (-0.4%)	1.0% (-0.6%)	1.0% (-0.6%)	-
JAPAN	3.9% (-2.8%)	3.8% (-3.0%)	3.9% (-3.3%)	3.9% (-2.7%)	3.9% (-2.6%)	
BRAZIL	0.9% (0.1%)	0.9% (0.2%)	0.6% (-0.0%)	0.4% (-0.2%)	0.3% (-0.2%)	--
FRANCE	4.4% (1.0%)	4.1% (0.7%)	3.1% (-0.2%)	2.8% (-0.5%)	1.8% (-1.4%)	
CHINA	2.8% (-2.0%)	2.6% (-2.1%)	3.0% (-1.6%)	2.7% (-1.9%)	2.4% (-2.0%)	--
AUSTRALIA	2.2% (0.1%)	1.4% (-0.6%)	0.9% (-1.1%)	1.0% (-1.1%)	0.9% (-1.1%)	

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

Das ergänzende Sektorenmodell bei den Aktien berücksichtigt im Vergleich zum Referenzindex MSCI Welt die relative Volatilität des Sektors (Beta), die Dynamik, das Bonitätsrisiko und die jeweilige fundamentale Bewertung. Ebenso fließen Signale von der Währungsseite, den Anleihemärkten und den Rohstoffen – im Speziellen die Entwicklung des Ölpreises ein. Seit August ist der Energiesektor durchgängig auf dem ersten Platz, gefolgt vom Rohstoffsektor, der aber an Attraktivität seit September leicht eingebüßt hat. Am Ende der Liste stehen Versorger und Industrietitel. Alle grün unterlegten Sektoren haben in der Allokation zugelegt, weil das Modell optimistischer geworden ist. Die Werte in Klammern beziehen sich auf die Abweichung zur Gewichtung des Sektors im MSCI Welt.

Sektor - Allokation zum 01.12.

Grafik 9

	2021-AUG	2021-SEP	2021-OCT	2021-NOV	2021-DEC	LEGEND
ENERGY	4.6% (1.7%)	4.5% (1.7%)	5.3% (2.1%)	5.6% (2.3%)	5.1% (2.0%)	++
BASE MATERIALS	5.4% (0.9%)	5.8% (1.5%)	4.2% (0.1%)	5.0% (0.9%)	4.9% (0.8%)	
REAL ESTATE	2.7% (-0.1%)	2.6% (-0.2%)	3.1% (0.4%)	3.0% (0.2%)	2.8% (0.1%)	+
HEALTH CARE	11.0% (-1.7%)	11.9% (-0.9%)	12.0% (-0.6%)	13.7% (1.3%)	12.6% (0.4%)	
CON. STAPLES	6.3% (-0.7%)	6.2% (-0.7%)	6.8% (-0.1%)	7.8% (1.0%)	6.8% (0.0%)	=
TECHNOLOGY	19.5% (-3.0%)	18.5% (-4.3%)	22.2% (-0.2%)	20.0% (-2.8%)	24.1% (0.1%)	
FINANCIALS	15.9% (2.6%)	16.2% (2.8%)	14.1% (0.4%)	13.8% (-0.1%)	13.2% (-0.0%)	-
COMM. SERV.	9.5% (0.4%)	10.6% (1.3%)	9.3% (0.2%)	9.0% (0.2%)	8.5% (-0.1%)	
CON. DISC.	12.6% (0.7%)	11.4% (-0.3%)	12.3% (0.1%)	11.7% (-0.7%)	12.0% (-0.6%)	--
UTILITIES	1.7% (-1.1%)	1.8% (-1.0%)	2.2% (-0.5%)	2.6% (-0.1%)	2.3% (-0.4%)	
INDUSTRIALS	11.0% (0.4%)	10.5% (0.0%)	8.5% (-1.9%)	7.9% (-2.3%)	7.6% (-2.4%)	

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

Das in Anlehnung an verschiedene BCA-Strategien investierende hauseigene ETF-Portfolio, das wir seit April 2008 umsetzen, hat zum 30.11.2021 immerhin einen Jahresgewinn von 17,25 % aus und hat sich seit September allerdings nur leicht erhöht. Veränderungen gab es seit Ende September nicht.



Bei der ausgewiesenen Performance handelt es sich um eine Performance ohne Gebühren und Steuern. Die tatsächliche Performance kann durch abweichende Ausführungskurse, Steuern und Gebühren auf Portfolioebene von der ausgewiesenen Performance abweichen.

06.12.21										15.55									
Referenz-Portfolio Fonds und ETFs																			
Stückzahl Gewicht	NAME WKN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzte Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in €	Risiko - Klasse (RK)	Stückzahl Gewicht	NAME WKN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzte Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in €	Risiko - Klasse (RK)
313,97	7,42% ISHARES MSCI AUSTRALIA A0Y180	MSCI Australien	32,850 €	38,27 €	16,48%	10.313,91 € 11.11.20	12.014,06 €	16,48% 1.700,15 €	B	339,37	7,56% ISHARES MSCI EMI ACC A0RPWJ	MSCI Emerging Markets Index	36,122 €	36,07 €	-0,15%	12.258,96 € 24.09.21	12.240,53 €	-0,15% -18,43 €	C
436,00	11,23% ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	41,74 €	23,22%	14.769,50 € 28.02.20	18.198,64 €	23,22% 3.429,14 €	C	740,13	12,47% X MSCI WORLD ENERGY A113FF	MSCI World Energy (Nachkauf am 27.04.20)	20,946 €	27,30 €	30,34%	15.502,81 € 07.04.16 / 09.04.18	20.205,61 €	30,34% 4.702,80 €	D
621,36	5,95% KRANESHARES CSI CHINA IT EUR A2QE7P	CSI China Internet UCITS ETF	19,440 €	15,52 €	-20,16%	12.079,24 € 18.10.21	9.643,51 €	-20,16% -2.435,73 €	C	176,16	6,48% LYXOR IBEX35 DR LY0A6	IBEX35 (Nachkauf am 23.11.2020)	86,549 €	83,20 €	-3,87%	10.919,08 € 04.07.19	10.496,51 €	-3,87% -422,57 €	E
90,18	8,17% ISHARES CORE FTSE 100 ACC A0YEDM	FTSE 100	135,920 €	146,74 €	7,96%	12.257,27 € 07.04.21	13.233,01 €	7,96% 975,75 €	E	141,57	9,23% ISHARES FTSE MIB ACC A0YEDP	Italien	84,08 €	105,66 €	25,66%	11.903,94 € 09.03.20 / 18.10.21	14.958,61 €	25,66% 3.054,67 €	C
525,98	13,83% XWORLD HEALTH A113FD	MSCI World Health Care	28,156 €	42,58 €	51,23%	14.809,68 € 20.14./20.15./20.21	22.396,23 €	51,23% 7.586,55 €	B	667,77	9,12% X MSCI WORLD FINANCIALS A113FE	MSCI World Financials	16,516 €	22,14 €	34,02%	11.028,89 € 05.02.18	14.781,09 €	34,02% 3.752,20 €	C
1.152,48	8,54% IHR GOLD PROD A1L1QJ	iShares Gold Producers UCITS ETF USD	12,734 €	12,00 €	-5,76%	14.675,70 € 03.12.20 / 08.02.21	13.829,79 €	-5,76% -845,90 €	B	Benchmarks: Kurs am 31.12.20 2.690,04 USD 2.200,45 EUR MSCI WORLD Performance Benchmark 3.086,44 USD 2.733,78 EUR									
ETF										ETF									
Performance seit Start am 25.04.08										Performance seit Start p.a.									
MSCI in €										MSCI in \$									
-39,24%										9,01%									
23,63%										5,36%									
17,46%										7,90%									
-4,72%																			
11,15%																			
18,77%																			
17,29%																			
8,30%																			
5,32%																			
20,11%																			
-10,44%																			
25,19%																			
14,06%																			
14,74%																			
5,36%																			
-32,00%																			
23,63%																			
17,46%																			
-4,72%																			
11,15%																			
18,77%																			
17,29%																			
8,30%																			
5,32%																			
20,11%																			
-10,44%																			
25,19%																			
14,06%																			
14,74%																			
5,36%																			
Aktueller Portfoliowert in EURO: 161.997,59 €										Aktueller Portfoliowert in EURO: 161.997,59 €									
Portfoliostartwert in EURO: 137.357,09 €										Portfoliostartwert in EURO: 137.357,09 €									
Gewinn / Verlust absolut: 24.640,50										Gewinn / Verlust absolut: 24.640,50									
Gewinn / Verlust in Prozent: 17,94%										Gewinn / Verlust in Prozent: 17,94%									
Datenlänge der historischen Simulation: 260										Datenlänge der historischen Simulation: 260									
Datum der historischen Simulation: 06.12.21										Datum der historischen Simulation: 06.12.21									
EUR in USD										EUR in USD									
1,1290										1,1290									
DAX30										DAX30									
15.316,86										15.316,86									
S&P 500										S&P 500									
4.540,51										4.540,51									

Die in diesem Dokument enthaltenen Zahlen, Daten und sonstige Informationen sind nach Auffassung der ICM InvestmentBank AG verlässlich und/oder wurden aus verlässlichen Quellen bezogen. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt allerdings keine Gewähr.



Aktien: Globales Wachstum wird Aktien stützen

Rezessionen und Aktienbaissen überschneiden sich zeitlich regelmäßig. Da keine Rezession auf absehbare Zeit vor der Tür steht, sollten Aktien daher steigen können. Kurskorrekturen wie die aktuell erlebte können natürlich auch außerhalb von Rezessionsperioden auftreten. Da jedoch der Prozentsatz der pessimistisch eingestellten Anleger in der letzten Umfrage den höchsten Stand seit über 12 Monaten erreicht hat, stehen die Chancen gut, dass die Korrektur nicht mehr lange anhalten wird. Ein anhaltender Rückgang der Aktienkurse setzt zudem einen anhaltenden Rückgang der Unternehmensgewinne voraus, was eher für Zeiten des wirtschaftlichen Abschwungs steht. Zugabebeinaßen könnte auch eine neue Pandemie das Wachstum in den kommen-

den Monaten deutlich verlangsamen. Doch selbst in diesem Fall ist es unwahrscheinlich, dass die Weltwirtschaft einen plötzlichen Stillstand erlebt, wie er im vergangenen März eingetreten ist. Bekanntlich verfügen die Pharmaunternehmen über die Mittel, um die Impfstoffe zu verbessern, und die meisten Experten sind der Ansicht, dass die in Kürze auf den Markt kommenden Impfstoffe gegen den neuen Stamm wirksam sein werden.

Solange das Wirtschaftswachstum weiterhin über dem Trend liegt, werden die Unternehmensgewinne zulegen können. Die Unternehmen im US-Aktienindex S&P 500 erwirtschafteten im 3. Quartal einen aggregierten Gewinn von 53,82 US-\$. Der

Bottom-up-Konsens geht heute davon aus, dass diese Unternehmen im Index zusammen zwischen Q4 2021 und Q3 2022 im Durchschnitt 54,01 US-\$ an Quartalsgewinn erzielen werden, was effektiv kein Wachstum gegenüber Q3 2021 bedeutet. Das ist eine sehr niedrige Messlatte, die es von den Unternehmen zu überspringen gilt. Global gehen Analysten davon aus, dass Aktien im nächsten Jahr Gewinnzuwächse im hohen einstelligen Bereich erzielen werden. Die Investmentbank JP Morgan sieht sogar zweistellige Gewinnwachstumsraten, wovon die höchsten Zuwächse in der Eurozone und in China verortet werden.

Regionale Preis- & Gewinnerwartung

Grafik 11

Price upside as of as of 11/29/2021

	US	Eurozone	UK	JP	EM	China	ASEAN	CEEMEA	LatAm
Analyst	Lakos	Matejka	Matejka	Sakagami	Marfins	Liu	Batra	Aserkoff	Shayo
Index	S&P 500	MSCI Eurozone	FTSE100	TOPIX	MSCI EM	MSCI China	MSCI AC ASEAN	MSCI EMEA	MSCI LATAM
2022 Price Target	5050	307	8150	2200	1500	116	875	360	2600
<i>% upside</i>	~9%	~17%	~15%	~13%	~23%	~32%	~24%	~34%	~27%
2021									
JPM EPS	\$210	€ 16.30	£576	¥133.7	\$95	HK\$6.05	\$42	\$30	\$253
Consensus EPS	\$206	€ 16.30	£576	¥133.5	\$95	HK\$6.13	\$43	\$30	\$270
JPM EPS	\$240	€ 19.60	£651	¥148.3	\$111	HK\$7.20	\$49	\$33	\$295
<i>YoY Growth</i>	~14%	~20%	~13%	~11%	~17%	~19%	~17%	~10%	~17%
2022									
Consensus EPS	\$222	€ 17.60	£600	¥144.9	\$101	HK\$7.11	\$46	\$32	\$236
<i>YoY Growth</i>	~8%	~8%	~4%	~9%	~6%	~16%	~7%	~7%	~13%
JPM EPS	\$250	€ 21.20	£690	¥158.8	\$122	HK\$8.30	\$54	\$34	\$236
<i>YoY Growth</i>	~4%	~8%	~6%	~7%	~10%	~15%	~10%	~3%	~20%
2023									
Consensus EPS	\$243	€ 19.20	£620	¥155.9	\$110	HK\$8.27	\$52	\$33	\$247
<i>YoY Growth</i>	~9%	~9%	~3%	~8%	~9%	~16%	~13%	~3%	~5%

Source: J.P. Morgan Equity Macro Research

Note: As for Japan, last month of each FY is March in the next calendar year. (2021 EPS refers to, EPS at 2022/3/31)



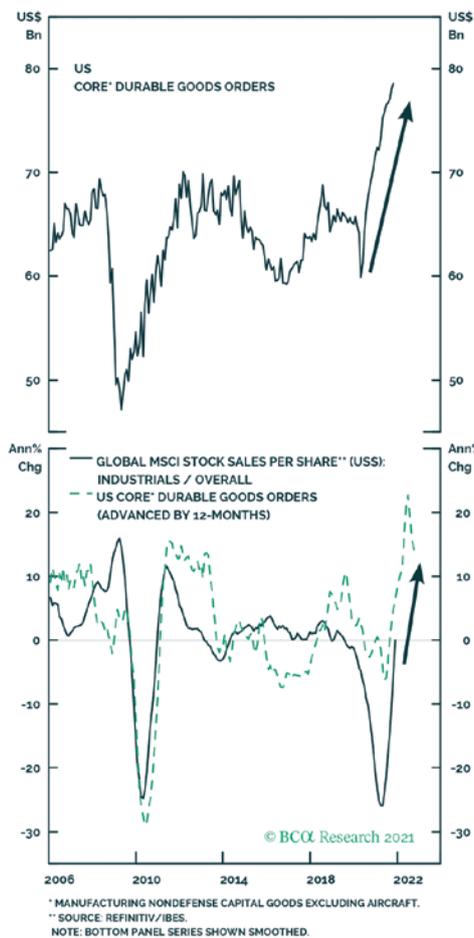
Sogar für 2023 rechnet die Bank weltweit noch mit Wachstum in den Unternehmensgewinnen. Ob das auch in weitere Kursgewinne umgemünzt werden kann, hängt vom Zinsniveau ab, das zu diesem Zeitpunkt an den Märkten regiert. Etwa Mitte 2023 könnte die Fed zu der Ansicht gelangen, dass der neutrale Zinssatz höher ist als ursprünglich angenommen. Leider wird es dann zu spät sein; eine Lohn-Preis-Spirale wird sich bereits entwickelt haben. Es wird zu einer unangenehmen Abflachung der Renditekurve kommen: Die langfristigen Anleiherenditen werden steigen, aber die kurzfristigen Zinserwartungen werden noch mehr zunehmen. In diesem Fall könnten die Jahre 2024 und/oder 2025 von einem Abschwung geprägt sein. Sollte sich also eine US-Inflationsrate über 3 % verfestigen, ohne z.B. Energiepreise dafür in die Verantwortung nehmen zu können, dürfte die Fed in ihrer Geldpolitik die Bremsfallschirme ausfahren.

Vorerst ist eine prozyklische Haltung gegenüber Aktiensektoren, -stilen und der regionalen Aktienallokation gerechtfertigt. Die relative Performance von Value- gegenüber Growth-Aktien folgte in diesem Jahr weitgehend dem Verlauf der 30-jährigen Treasury-Rendite. Steigende Renditen dürften Value-Titel begünstigen, wobei Banken die größten Nutznießer sind. Im Gegensatz dazu werden steigende Renditen die Technologiewerte belasten. Gute Nachrichten von der Pandemiefront dürften dabei überproportional helfen. Die relative Performance von Value- gegenüber Growth-Aktien hatte sich immer an der Zahl der neuen Covid-Fälle weltweit orientiert. Die Korrelation zwischen neuen Fällen und der relativen Performance von IT- und Energietiteln war besonders stark. Die Bevorzugung von Nicht-US-Aktienmärkten war in den letzten 12 Jahren ein relatives Verlustgeschäft. Die US-Gewinne sind in diesem Zeitraum viel schneller gewachsen als die Gewinne im

Ausland. Die US-Aktienrenditen haben auch von den steigenden relativen Bewertungen profitiert. Derzeit werden US-Aktien jedoch mit einem erheblichen Aufschlag gegenüber ihren ausländischen Konkurrenten gehandelt, unabhängig davon, ob das Kurs-Gewinn-Verhältnis, das Kurs-Buchwert-Verhältnis oder das Kurs-Umsatz-Verhältnis zugrunde gelegt wird. Auch die Gewinnspannen sind in den USA höher als anderswo.

Industriesektor möglicher Favorit im kommenden Jahr

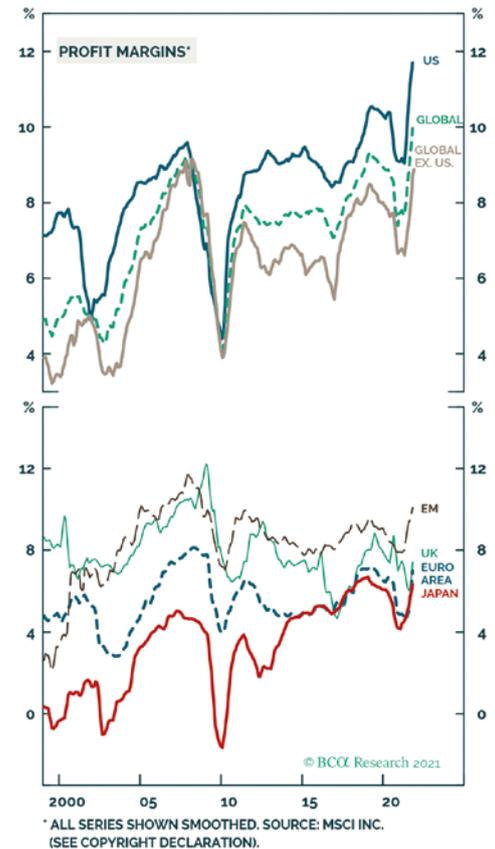
Grafik 12



Der US-Dollar könnte letztlich darüber entscheiden, ob sich die amerikanischen oder die internationalen Aktienmärkte im Jahr 2022 besser entwickeln. In der Vergangenheit gab es eine enge Korrelation zwischen dem handelsgewichteten Dollar und der relativen Performance von US-Aktien gegenüber Nicht-US-Aktien. Im Allgemeinen schneiden Nicht-US-Aktien am besten ab, wenn der Dollar schwächelt. Die übliche Beziehung zwischen dem Dollar und der relativen Wertentwicklung von US- und Nicht-US-Aktien brach im Jahr 2020 zusammen, als der Dollar schwächer wurde, der technologielastige US-Aktienmarkt aber dennoch eine bessere Performance erzielte. Wenn nun im Jahr 2022 die „Wiedereröffnungstendenzen“ die Oberhand über die Pandemie gewinnen, wird sich die historische Beziehung zwischen dem Dollar und den Renditen in den USA und außerhalb der USA wieder bestätigen.

US Gewinnmargen relativ ausgereizt

Grafik 13





Wie wir später erörtern, wird der Dollar zwar kurzfristig begünstigt, aber auf 12-Monats-Sicht dürfte der Greenback schwächer werden. Dies legt nahe, dass Anleger in ein oder zwei Monaten ihr Engagement in Nicht-US-Aktien erhöhen sollten. Zu diesem Zeitpunkt wird sich die Energiemangel in Europa allmählich abschwächen, China wird mehr Konjunkturmaßnahmen ergreifen, und die Anleger werden sich mehr auf höhere US-Körperschaftssteuern konzentrieren.

Angesichts unserer Vorliebe für zyklische und Substanzwerte im Jahr 2022 liegt es auf der Hand, dass wir auch Märkte außerhalb der USA bevorzugen sollten. Gerade in der Eurozone haben Unternehmen im Gegensatz zu denen der USA noch Nachholbedarf zu ihren Durchschnittsgewinnen der vergangenen sechs Jahre.

ICM 15er-Aktienportfolio

Im Depot befinden sich zurzeit weiterhin dreizehn Titel. Wir setzen unverändert auf Pharma-, Energie- (Öl), Tech- und Finanzwerte.

Bereits zuvor im Portfolio waren die folgenden Titel:

AbbVie hat die Schwächephase im September überwunden und bewegt sich in Richtung alte Höchststände. Zur Zeit läuft ein Zulassungsverfahren für das Morbus-Crohn-Medikament „Risankizumab (Skyrizi)“ bei der Europäischen Arzneimittelbehörde. Die Aktie gewinnt seit Jahresbeginn ca. 10% und bleibt weiterhin mit einer Dividendenrendite von 4,83% auf dem aktuellen Kursniveau eine Kaufempfehlung. Weiter unter Druck stand Alibaba mit einem Minus von nun ca. 50% YTD. Die Regulierungsmaßnahmen der chinesischen Aufsichtsbehörden gegenüber der Technologiebranche und das bevorstehende Delisting des chinesischen Fahrdienstleistungs- und UBER-Konkurrenten DIDI von der New Yorker Börse drücken auf die Stimmung der Anleger. Positiv mit einem Ergebnis von +13% YTD behauptet sich Bausch Health. Das weltweit mitführende Unternehmen für Augenheilkunde bleibt bei den aktuellen Kursen eine Kaufempfehlung. Nachdem der Ölpreis nach Entdeckung der Omicron-Virusvariante ca. 10\$ von seinem Jahreshöchstkurs eingebüßt hatte, sind auch die Ölk Aktien kurzfristig unter Druck geraten, nun aber wieder deutlich oberhalb Ihrer Widerstände. BP Plc. sieht ein Plus von ca. 32% YTD und bleibt mit der englischen Tullow Oil und der brasilianischen Petrobras unser Favorit im Energiesektor. Tullow ist mit einem Plus von ca. 42% YTD noch deutlicher Outperformer. Nachholbedarf hat weiterhin Petrobras mit einer Performance von ca. -7% YTD, aber auf dieser Basis mit einer Dividendenrendite von fast 20%. Aussagen des brasilianischen Finanzministers Paulo Guedes zu einer möglichen Privatisierung

des Ölkonzerns könnten jetzt für neue Kursphantasien sorgen. Weiter gut behauptet sich China Everbright. Trotz der allgemeinen Vorsicht internationaler Anleger vor chinesischen Investments gewinnt die Aktie ca. 23% YTD und hat eine Dividendenrendite von 6,52%. Die Situation beim chinesischen Versicherungskonzern Ping An entspannt sich langsam. Die drohende Pleite des Immobilienkonzerns China Evergrande Group belastete den Aktienkurs, der sich seit Anfang Oktober in einer Bodenbildung befindet. Der Verlust von 40% seit Anfang des Jahres ist trotzdem erheblich, da kann auch eine Dividendenrendite von 4,93% kaum trösten. Ähnlich sieht es bei der niederländische Beteiligungsgesellschaft Prosus NV mit Ihrem großen Anteil an chinesischen Techwerten (u.a. Tencent) aus. Die Aktie befindet sich seit Ende Juli in einer Bodenbildung und bleibt bei einer Performance von -18% YTD. Unverändert ist die Situation bei Tencent Music. Der Druck der chinesischen Behörden auf die heimischen Techwerte verschreckt die Anleger. Die Aktie befindet sich im Fahrwasser von Alibaba und verharrt bei einem Jahresverlust von ca. 60%. Die deutsche SAP SE kam nach Bekanntwerden von Omicron etwas unter die Räder und hat z.Zt. nur noch eine Performance von +6,5% YTD zu vermelden. Trotzdem ein Lichtblick. Teck Resources profitieren immer noch von der positiven Preisentwicklung bei Rohstoffen wie Kupfer, Zink und Kohle. Das sorgt trotz der aktuellen Konjunkturrängste für ein Plus von jetzt 46,3% YTD. Ein erfreuliches Bild zeigt auch weiter die italienische Bank UniCredit SpA dieses Jahr. Im Hinblick auf mögliche höhere Zinsen und trotz der gescheiterten Übernahme der Krisenbank Monte dei Paschi di Siena ist die Aktie mit einem Kursplus von nun 44% YTD einer der Jahregewinner.



Abbvie wurde 2013 als Abspaltung von Abbott Laboratories gegründet. Tätig ist das in North Chicago im US-Bundesstaat Illinois ansässige Unternehmen unter anderem in den Bereichen Immunologie, Onkologie und Virologie. Es beschäftigt sich mit der Entdeckung, Entwicklung, Herstellung und dem Verkauf einer Reihe von pharmazeutischen Produkten. Die Produkte konzentrieren sich auf die Behandlung von Erkrankungen, wie chronische Autoimmunerkrankungen in der Rheumatologie, Gastroenterologie und Dermatologie; Onkologie, einschließlich Blutkrebs; Virologie, einschließlich Hepatitis-C und HIV. Der weltweite Umsatz betrug 2020 45,8 Milliarden US-Dollar.

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

Bausch Health Companies Inc, ist ein in Kanada ansässiges Pharma-Unternehmen, das eine Reihe von Marken- und Generika, Medizinprodukten und rezeptfreien Produkten entwickelt, herstellt und vermarktet. Es entwickelt hauptsächlich Produkte in den therapeutischen Bereichen Augengesundheit, Gastroenterologie und Dermatologie. Im Gespräch ist seit längerem eine Aufspaltung in zwei börsennotierte Gesellschaften, um die dominante Sparte Augengesundheit – weltweit bekannt unter der Marke Bausch&Lomb – auszugliedern. Das würde zu einer Neubewertung der ohnehin günstigen Aktie führen.

BP p.l.c. ist im globalen Energiegeschäft tätig. Das Unternehmen produziert Treibstoff für den Transport, Energie für die Industrie und petrochemischen Produkten,

aus denen Alltagsgegenstände wie Farben, Kleidung und Verpackungen hergestellt werden. BP profitiert vom wieder erstarken Ölpreis.

China Everbright Environment Group Ltd ist eine Investmentholding, die in China hauptsächlich im Energie- und Infrastrukturgeschäft tätig ist. Das Unternehmen betreibt seine Geschäfte in 4 Segmenten:

1. Bau und Betrieb von Abfallverbrennungsanlagen
2. integrierte Biomasse
3. Umweltwasserprojekte
4. allg. Umweltschutztechnologie.

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

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

Prosus NV ist eine Beteiligungsgesellschaft, die 2019 von der südafrikanischen Naspers gegründet wurde und auf Unternehmensbeteiligungen im Technologiesektor spezialisiert ist (u.a. TENCENT). Der über 100 Jahre alte Naspers-Konzern mit Sitz in Kapstadt ist das mit Abstand größte Medienunternehmen in ganz Afrika und ist hauptsächlich in den Bereichen Fernsehen, Internet, Telekommunikation und Printmedien tätig.

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

TECK RESOURCES LTD ist ein in Kanada ansässiges Minenunternehmen, das die Segmente Stahl, Kohle, Kupfer, Zink und Energie umfasst. Das Unternehmen verfügt über ungefähr vier in Betrieb befindliche Minen in Kanada, Chile und Peru sowie Kupferentwicklungsprojekte in Nord- und Südamerika. Zusätzlich produziert es Zink mit ungefähr drei in Betrieb befindlichen Minen in den USA und Peru.

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

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

UniCredit SpA ist eine in Italien ansässige Finanzholding und bietet Bank- und Finanzdienstleistungen für Privatpersonen und Firmenkunden an, darunter Konten, Kredite, Hypotheken, Vermögensverwaltung sowie Finanzberatungs- und Versicherungsprodukte (in Italien, Deutschland, Österreich und CEE).



15er Aktienportfolio										Auslastung: 87%		06.12.21	
No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2021 YTD	P/L total	ESG Grade	
1	ABBV.K	ABBVIE/d	Healthcare	US00287Y1091	USD	NYQ	17.02.21	106,20	118,85	10,92%	11,91%	A-	
2	BABA.N	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	USD	NYSE	26.01.21	264,00	111,96	-51,89%	-57,59%	C-	
3	BHC	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	NYSE	18.07.18	23,10	23,73	14,09%	2,73%	B	
4	BP.L	BP/d	Energy	GB0007980591	GBP	LSE	02.06.20	326,30	340,85	33,77%	4,46%	A	
5	0257.HK	EB ENVIRONMENT/d	Utilities	HK0257001336	HKD	HKG	13.12.19	6,19	5,31	21,23%	-14,23%	B-	
6	PBR	PETROLEO BRASI/d	Energy	US71654V4086	USD	NYSE	05.02.21	11,27	10,63	-5,34%	-5,68%	A-	
7	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	55,5	-41,63%	-41,08%	C+	
8	PRX.AS	PROSUS/d	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14.07.20	85,10	70,26	-20,34%	-17,44%	B-	
9	SAPG.DE	SAP SE	Technology	DE0007164600	EUR	GER	26.10.20	103,00	114,16	6,47%	10,83%	A+	
10	TECK.K	TECK RECS B/d	Basic Materials	CA8787422044	USD	NYSE	05.05.21	23,95	25,76	41,93%	7,55%	A	
11	TME	TENCENT MUSIC/d	Technology	US88034P1093	USD	NYSE	06.04.21	20,07	6,05	-68,56%	-69,86%	D+	
12	TLW.L	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	GBP	LSE	27.09.19	83,59	41,11	38,98%	-50,82%	B	
13	CRDI.MI	UNICREDIT/d	Financials	IT0005239360	EUR	MIL	10.03.20	8,75	11,13	45,53%	27,15%	A	
14													
15													

Aktiendeport in €		MSCI in €	
Performance in 2017	24,84%	5,50%	
Performance in 2018	-9,56%	-9,92%	
Performance in 2019	16,53%	27,49%	
Performance in 2020	-3,15%	11,86%	
Performance in 2021 (YTD)	4,62%	25,24%	

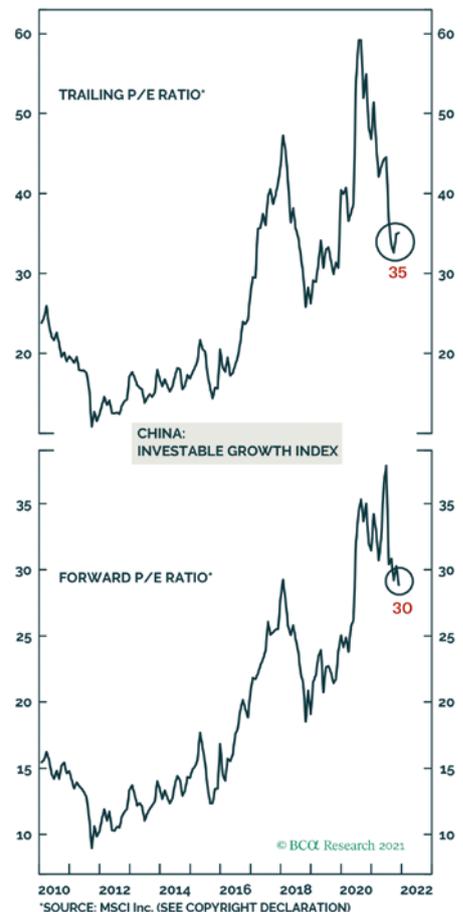
Mit fünf chinesischen Titeln im Portfolio kam das Portfolio im laufenden Jahr schlecht vom Fleck. Daher gehen wir auf die Situation nachfolgend genauer ein.

China rumort: Chinesische Internet-Aktien und der Immobiliensektor

Die Aussichten für chinesische TMT-Aktien sind nach wie vor belastet von regulatorischen Änderungen, die eher struktureller als zyklischer Natur sind. Es könnte Phasen geben, in denen das Tempo der Regulierungsmaßnahmen nachlässt, aber diese Vorschriften dürften kaum in nennenswertem Umfang zurückgenommen werden.

Auch wenn die Aktienbewertungen chinesischer Plattformunternehmen bereits gesunken sind, sind diese Aktien mit einigen Ausnahmen wie z.B. Alibaba und Tencent Music Entertainment nicht billig: das rollierende KGV und das erwartete 2022er KGV sind für den Sektor mit dem 35- bzw. 30-fachen Gewinn noch relativ hoch.

Chinesische Internetaktien sind nicht günstig Grafik 15





Die Multiplikatoren werden aus den folgenden Gründen weiter sinken: Ihre Geschäftsmodelle müssen sich aufgrund regulatorischer Anforderungen ändern. Die größere Unsicherheit über ihre künftigen Geschäftsmodelle führt derzeit zu einer höheren Risikoprämie für diese Aktien. Die Behörden werden die Rentabilität begrenzen, wie sie es bei Monopolen und Oligopolen tun, was eine niedrigere Eigenkapitalrendite zur Folge hat. Darüber hinaus werden diese Unternehmen im Einklang mit der gemeinsamen Wohlstandspolitik soziale Pflichten erfüllen müssen, d.h. die Gewinne von den Aktionären an die Gemeinschaft umverteilen. All dies wird die Rentabilität senken und dauerhaft niedrigere Multiplikatoren als in den letzten 10 Jahren rechtfertigen.

Aus sehr unterschiedlichen Gründen wollen die amerikanischen und chinesischen Behörden nicht, dass chinesische Unternehmen in den USA notiert werden. Und wenn die chinesischen und amerikanischen Behörden nicht wollen, dass einige dieser Aktien in den USA notiert werden, werden sie es auch nicht. Die Chancen steigen, dass einige von ihnen in den kommenden Jahren von der Liste gestrichen werden könnten. In einem solchen Szenario werden die institutionellen US-Anleger ihre Bestände an diesen Unternehmen abstoßen.

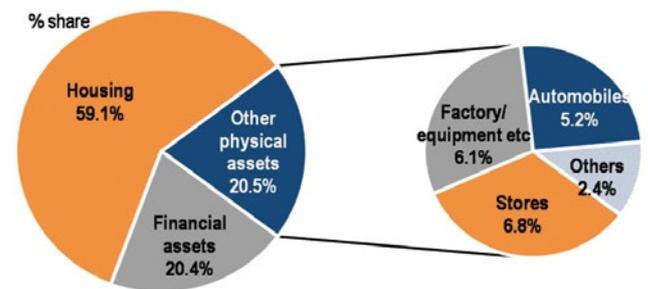
Neben dem Risiko für die Multiplikatoren sind auch die Gewinne dieser Internetunternehmen in Gefahr. Der Online-Einzelhandelsumsatz mit Waren und Dienstleistungen ist im Vergleich zu seinem rasanten Anstieg in den letzten 10 Jahren zuletzt nur mäßig gestiegen ist. Das offenbart schon die letzten Quartalszahlen von Alibaba. Die Einmischung Pekings in die Unternehmensführung und die Bevorzugung nationaler und geopolitischer Ziele gegenüber den Interessen der Aktionäre werden ausländische Investoren dazu veranlassen, nicht mehr in diese Unternehmen zu investieren. Bei einigen großen Unternehmen besteht daher das nicht unerhebliche Risiko, dass sie in den USA von der Börse genommen werden. Ende November forderte Peking Berichten zufolge Didi auf, seine Börsennotierung in den USA zu beenden, weil es Bedenken hinsichtlich der Datensicherheit hatte. Didi hat Anfang Dezember eingelenkt und strebt nun eine Börsennotiz in Hongkong an.

Noch mehr bewegt der Abschwung auf dem chinesischen Immobilienmarkt das Geschehen. Die Wohnungsnachfrage hat wohl vorerst ihren Höhepunkt erreicht, weil der Wohnungsbau nicht mehr als antizyklisches politisches Instrument eingesetzt wird. Investitionen in wünschenswerte Bereiche wie die Modernisierung des verarbeitenden Gewerbes, in grüne Sektoren, in KMUs und in den ländlichen Raum sind die neuen Favoriten.

In China sind rund 40% der gesamten Bankkredite immobilienbezogen. Die chinesischen Behörden begannen bereits im August 2020 Beschränkungen für Bauträger einzuführen, als die „drei roten Linien“-Regeln eingeführt wurden. Sie begrenzen das bereinigte Verhältnis von Verbindlichkeiten zu Vermögenswerten, den Nettoverschuldungsgrad und die Deckung der kurzfristigen Schulden durch Liquidität. Im Dezember 2020 kamen zwei weitere rote Linien für Banken hinzu, die Obergrenzen für Immobilienrisiko und Hypothekarkreditrisiko definieren (Loan to Value Ratio). Im Juli 2021, vor Beginn der Evergrande-Krise, gab die Zentralregierung Regierung Leitlinien für die Immobilienüberwachung heraus, die Verschärfung der Verwaltung von Vorauszahlungen. Im Gefolge der Evergrande-Krise hat der Nationale Volkskongress im Oktober den Staatsrat ermächtigt, das Grundsteuer-Pilotprojekt auf weitere 10 Städte auszuweiten. Aber die Behörden werden sich nur langsam bewegen und die Gesetzgebung um fünf Jahre bis nach 2026 verzögern.

JPM Vermögen Privathaushalte

Grafik 16



Source PBoC, J.P. Morgan

Die Immobilienpreise sind seit 2003 im Aufwärtstrend, eine größere Preiskorrektur bleibt aber unwahrscheinlich, da Immobilien der wichtigste Vermögenswert der privaten Haushalte sind, der fast 60 % des Haushaltsvermögens ausmacht (gegenüber 30 % in den der PBoC-Erhebung 2019). Ein Preisverfall würde ein viel größeres sozialpolitisches Problem als ein Preisanstieg bei Wohnimmobilien auslösen. Immobilienpreise gelten als Indikator für Wohlstand, zumal der Anteil von Wohneigentum in der Bevölkerung mit rund 90 % relativ hoch ist. Das Immobilienvermögen gilt zunehmend als eine Abfederung des immer noch schwachen Sozialversicherungssystems in China. Ein Rückgang der Immobilienpreise um 1 % würde den Konsum der Haushalte um 0,2 % fallen lassen. Die Analysten von JP Morgan schätzen, dass die Wohnungsnachfrage von einem Höchststand von 20,2 Millionen Einheiten im Jahr 2017 auf 16,4 Millionen Einheiten im Jahr 2020 gesunken ist und bis 2030 aufgrund niedrigerer Geburtenzahlen weiter auf 12,7 Millionen Einheiten pro



Jahr zurückgeht. Grund sind weniger Eheschließungen, die Verlangsamung der Urbanisierung, das Ende der Finanzhilfen für die Renovierung von Barackenstädten und das Durchgreifen bei spekulativen Wohnungsgeschäften.

Vorerst bleibt es also bei einer breit angelegten Abschwächung der Wohnungsbautätigkeit, die bis ins zweite Halbjahr 2022 andauern wird. Es gibt allerdings bereits Anzeichen für eine Stabilisierung der Immobilienpreise, sowie für eine Lockerung der Kreditrestriktionen, einschließlich der Lockerung einiger Beschränkungen der PBoC bei Hypothekengenehmigungen. Die Lockerung bei den Hypotheken zeigt sich auch durch den beschleunigten Nettoanstieg der Hypotheken im Oktober (plus 41% M/M). Einige Kommunen haben sich ebenfalls bemüht, die schwache Wohnungsnachfrage anzukurbeln. So hat beispielsweise Wuhan kürzlich die Beschränkungen für den Erwerb von Wohneigentum für nicht ortsansässige Führungskräfte aufgehoben.

Immobilienpreise weltweit gefährlich hoch ?

Die Preissteigerungen bei Wohnimmobilien werden weltweit mit Argwohn betrachtet. Außerhalb Chinas hatten kürzlich Indien, Neuseeland und Australien erste Maßnahmen gegen eine Überspekulation ihrer Immobilienmärkte beschlossen. Die Reserve Bank of New Zealand war die erste Zentralbank, die im Oktober die Zinssätze anhob, vor allem als Reaktion auf die steigenden Immobilienpreise. In Indien wurden die Loan-to-Value-Ratios verschärft. Dort boomen die Wohnungskäufe mit einem Wachstum von 30-40% und dem Potenzial, sich innerhalb von vier Jahren zu verdoppeln. Die nachfolgende Tabelle ist daher von besonderer Relevanz, da sie anhand eines Modells die Wahrscheinlichkeit eines 20%igen Preisrückgangs bei Immobilien binnen 5 Jahren abbildet. Bezeichnend für die Aussagen sind verschiedene historische Preisveränderungen sowie der Grad der Haushaltsverschuldung zum BIP und die Veränderungs-raten derselben. Die nachstehende „Heatmap“ ist allerdings nur in Neuseeland und Kanada mit roten Feldern durchsetzt.

Wahrscheinlichkeit eines 20%igen Preisrückgangs bei Immobilien binnen 5 Jahren

Grafik 17

Predictor	AUSTRALIA	BELGIUM	CANADA	DENMARK	FINLAND	FRANCE	GERMANY	IRELAND	ITALY	JAPAN	NETHERLANDS	NEWZEALAND	NORWAY	SPAIN	SWEDEN	SWITZERLAND	UK	US
Price growth over last 5 years	9%	9%	12%	11%	7%	9%	12%	10%	6%	8%	13%	14%	9%	10%	11%	9%	8%	12%
Price growth over last 10 years	10%	7%	12%	10%	6%	6%	11%	9%	4%	7%	8%	16%	9%	5%	11%	10%	9%	12%
Price growth over last 20 years	13%	10%	15%	11%	9%	11%	9%	8%	7%	7%	9%	17%	12%	9%	14%	11%	11%	10%
Price/income change over 5 years	14%	11%	19%	14%	9%	13%	16%	10%	8%	10%	19%	22%	12%	17%	17%	14%	13%	14%
Price/income change over 10 years	15%	9%	19%	12%	7%	8%	14%	10%	3%	9%	12%	24%	11%	8%	16%	14%	13%	13%
Price/income change over 20 years	14%	13%	18%	11%	8%	13%	9%	6%	8%	5%	10%	20%	11%	13%	15%	13%	13%	8%
Price/rent change over 5 years	17%	13%	23%	15%	9%	14%	15%	10%	8%	10%	15%	25%	14%	13%	20%	12%	13%	14%
Price/rent change over 10 years	15%	9%	22%	11%	4%	8%	12%	9%	2%	8%	7%	25%	13%	6%	18%	10%	11%	11%
Price/rent change over 20 years	15%	11%	23%	10%	7%	12%	8%	5%	5%	4%	6%	25%	14%	9%	18%	10%	12%	8%
Household debt / GDP ratio	16%	10%	14%	14%	10%	10%	9%	6%	8%	10%	14%	13%	15%	9%	13%	17%	12%	11%
HH debt/GDP change over 5 years	6%	11%	12%	0%	10%	13%	9%	0%	8%	10%	0%	11%	17%	2%	13%	13%	9%	7%
HH debt/GDP change over 10 years	9%	9%	10%	0%	9%	9%	5%	0%	6%	7%	1%	8%	15%	0%	11%	13%	5%	2%
HH debt/GDP change over 20 years	13%	9%	13%	9%	11%	10%	4%	NA	9%	5%	8%	11%	14%	8%	13%	10%	9%	7%
Unweighted average	13%	10%	16%	10%	8%	10%	10%	7%	6%	8%	9%	18%	13%	8%	15%	12%	11%	10%

Source: J.P. Morgan. Based on models described in [Quantifying housing correction risk in Canada and the US](#), Jesse Edgerton, 25 July 2017. Models updated as of November 16, 2021.



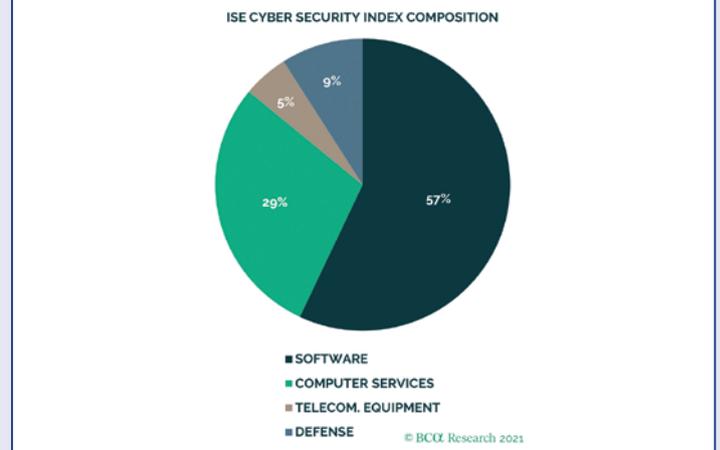
Cybersicherheit – ohne sie wäre die Welt schnell am Ende.

Cybersicherheit konzentriert sich auf den Schutz von Computern, Netzwerken, Programmen und Daten vor unbefugtem und/oder unbeabsichtigtem Zugriff. Unter den Begriff Cyberkriminalität fällt eine Vielzahl böswilliger Aktivitäten: Diebstahl und Beschädigung von persönlichen und finanziellen Daten, Diebstahl von Geld, Veruntreuung, Lösegeldforderungen, Diebstahl von geistigem Eigentum sowie die unerlaubte und illegale Nutzung der Rechenleistung von Computern oder von Cloud-Speichern. Die Methoden der Hacker sind Einbrüche, Phishing, Missbrauch von Zugangsberechtigungen und Angriffe auf die Sicherheit an den Zugangspunkten. Dass es sich hier auch um ein äußerst interessantes Anlagethema handelt, liegt auf der Hand. Der ISE Cyber Security Index (HXR) ist ein 2010 eingeführter NASDAQ-Index, der börsennotierte Unternehmen umfasst, die im Bereich der Cybersicherheit tätig sind - sei es durch die Bereitstellung von Infrastruktur oder Dienstleistungen. Das Angebot von Cybersicherheit erstreckt sich über mehrere Branchen: Es wird naturgemäß von Software (57 %) und Computerdienstleistungen (29 %) dominiert. Die restlichen 14 % verteilen sich auf Telekommunikationsausrüstung und Verteidigung. In diesem Bereich gibt es sowohl alteingesessene Anbieter als auch aggressive Newcomer, die ausschließlich auf die Cloud setzen. Der S&P 500 Software and Services Industry Group Index (Software and Services) ist der beste Proxy für den HXR - die Korrelation der monatlichen Renditen beträgt immerhin 65 %. Im Vergleich zu Software und Dienstleistungen war die Performance des HXR-Index mit großen Schwankungen durchsetzt und in jüngster Zeit wenig überzeugend. Der Bereich Cybersecurity schnitt in den letzten sechs Monaten sogar unterdurchschnittlich ab.

Es gibt mehrere Gründe dafür, dass Cybersecurity hinter Software und Dienstleistungen zurückblieb. Erstens sind die Unternehmen im HXR viel jünger und kleiner als im HXR, so dass der Größeneffekt zum Tragen kam. Zweitens ist die Branchenzusammensetzung der beiden Indizes unterschiedlich, wobei die Allokation des HXR in den Sektoren Telekommunikation und Verteidigung etwas defensiver ist. Und schließlich, und das ist das Wichtigste, verzeichneten Cybersicherheitstitel zu Beginn der Pandemie aufgrund von Schließungen und einer allgegenwärtigen Umstellung auf Telearbeit einen starken Anstieg, so dass ein Teil der Performance und des Gewinnwachstums der Zukunft „entlehnt“, also bereits in den Kursen diskontiert wurde.

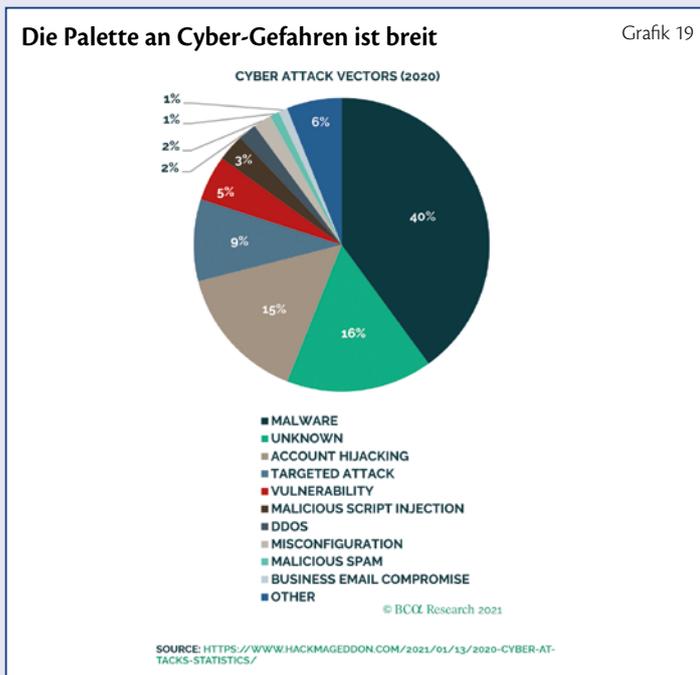
Cybersicherheit wird dominiert von Software und Computer Services

Grafik 18



Die Statistiken zur Cyberkriminalität sind ernüchternd: Die Zahl der Vorfälle nimmt schnell zu, und der finanzielle Schaden erreicht katastrophale Ausmaße. Cyberkriminalität wird die Welt im Jahr 2021 ungläubliche 6 Billionen Dollar und bis 2025 werden es jährlich bereits 10,5 Billionen Dollar sein, was einen der größten Vermögensstransfers der Geschichte darstellt. Durchschnittlich kosten Datenschutzverletzungen im Jahr 2021 4,24 Millionen Dollar gegenüber 3,86 Millionen Dollar im Jahr 2020. Angriffe mit Erpressungs-Trojern (sog. ransomware) in den USA kosteten im Jahr 2020 schätzungsweise 915 Millionen Dollar. 93 % der Unternehmen haben mit der Nutzung unseriöser Cloud-Apps zu kämpfen. 86,2 % der befragten Unternehmen waren von einem erfolgreichen Cyberangriff betroffen. Die Kosten und Schäden von Cyberangriffen sind der Grund dafür, dass die Cybersicherheit von einem Accessoire zu einem „Muss“ für das Überleben von Unternehmen geworden ist.

Die Cybersicherheit hat sich im Laufe der Zeit weiterentwickelt. Alte, nicht cloudbasierte Anbieter von Antivirensoftware wie NortonLifeLock, die früher vor Ort installiert waren, wandeln sich zu cloudbasierten Lösungen und Software-as-a-Service (SaaS)-Anbietern oder machen diesen Platz frei. Diese hochmodernen Sicherheitsanbieter nutzen künstliche Intelligenz (KI) und maschinelles Lernen (ML), um Bedrohungen vorzubeugen, anstatt auf sie zu reagieren. Der Vorteil der Cloud-basierten Lösungen ist außerdem, dass keine Hardware gekauft oder verwaltet werden muss.



Das Universum der Cybersicherheit kann in drei große Kategorien unterteilt werden: Physische Netzwerkinfrastruktur, digitale Netzwerkinfrastruktur und Cloud- und Datensicherheit.

Unternehmen im Segment „Physische Netzwerkinfrastruktur“ bieten eine Mischung aus digitalen und physischen Lösungen, einschließlich der Bereitstellung von Kommunikationsgeräten wie Routern und anderer Netzwerkhardware. In diesem Segment gibt es zwei etablierte Unternehmen: **Cisco Systems (CSCO)** und **Juniper Networks (JNPR)**.

Im Bereich „Digitale Netzwerkinfrastruktur“ konzentrieren sich auf die Bereitstellung einer umfassenden Server- und Netzwerksicherheit gegen eine Vielzahl von Angriffen. Das Produktangebot kann auch Firewalls und Bedrohungserkennung via künstlicher Intelligenz umfassen. **A10 Networks (ATEN)** und **Akamai Technologies (AKAM)** sind in diesem Segment tätig.

Die wichtigsten vertikalen Bereiche der Cloud- und Datensicherheit sind Endpunktschutz, sichere Web-Gateways, Identitätszugangsmanagement sowie Erkennung und Blockierung bössartiger E-Mails. Die meisten Unternehmen in diesem Bereich bieten cloudbasierte Lösungen und SaaS an und verfügen über Produkte in jeder der vier Datensicherheitskategorien. Unternehmen, die eine Vielzahl von Sicherheitssoftwarefunktionen in einem cloudbasierten Dienst zusammenfassen, bilden ein breites Segment, das als Secure Access Service Edge (SASE) bezeichnet wird. **Fortinet (FTNT)**, **Check Point Software (CHKP)**, **Palo Alto Networks (PANW)** und **Zscaler (ZS)** sind alle in Sachen SASE tätig. Diese Unternehmen ersetzen bestehende Gateways, virtuelle private Netzwerke (VPN),

Edge-Router und Firewalls. Es wird erwartet, dass die Ausgaben für SASE im Jahr 2021 um 57 % und bis 2024 um 40 % steigen werden.

Endpoint Protection-Plattformen helfen Kunden, Endgeräte wie mobile Geräte, Laptops und Server zu schützen. Um Cyberangriffen einen Schritt voraus zu sein, bieten diese cloudbasierten Unternehmen SaaS an, die KI- und ML-Algorithmen einsetzen, um Bedrohungen auf der Grundlage der Analyse der über die gesamte Plattform gesammelten umfangreichen Daten zu erkennen und vorherzusagen. **CrowdStrike**, **Check Point** und **SentinelOne** sind die Marktführer in diesem Segment.

Secure Web Gateways verhindern, dass ungesicherter Datenverkehr über externe Webanwendungen in ein internes Netzwerk gelangt. Die Anbieter fungieren dabei als Vermittler, so dass die Benutzer ihre internen Netzwerke umgehen können, um sich mit den Anwendungen zu verbinden, indem sie die Datenwolke der Anbieter nutzen. Die SaaS- und Firewall-as-a-Service-Angebote dieser reinen Cloud-Unternehmen sichern den Kundenzugang zu intern und extern verwalteten Anwendungen wie E-Mail oder Customer Relationship Management. **Fortinet**, **Zscaler**, **Palo Alto Networks (PANW)**, **AvePoint (AVE)** und **Cloudflare (NET)** sind die besten Anbieter in diesem Bereich.

Identity Access Management (IAM) konzentriert sich darauf, den Zugang zu Netzwerken nur für autorisierte Benutzer zu ermöglichen. Multi-Faktor-Authentifizierung, API-Zugangsmanagement und Single Sign-On (SSO) sind einige der Identitätslösungen, die in diesen Bereich fallen. **Okta (OCTA)** und **Ping Identity (PING)** sind die führenden Anbieter in diesem Bereich. Ihre Cloud-nativen Lösungen bieten Zugang zu allen Anwendungen innerhalb eines einzigen Portals unter Verwendung der gleichen Authentifizierung.

Zuletzt noch zur Erkennung und Blockierung bössartiger E-Mails: Unternehmen in diesem Segment erkennen und blockieren E-Mails, die bekannte oder unbekannte Malware, bössartige URLs und die Nachahmung legitimer Kontakte enthalten. Massen- und Spear-Phishing wird zu einem bevorzugten Einfallstor für Cyberkriminelle und nimmt inzwischen epidemische Ausmaße an - 95 % der Cyberangriffe erfolgen per E-Mail. Diese Anbieter ergänzen herkömmliche Erkennungstechniken mit künstlicher Intelligenz, um gefälschte Logos zu identifizieren und anomale E-Mail-Muster und hochriskante Links zu erkennen. **Mimecast (MIME)** und **Check Point (CHKP)** sind in diesem Segment aktiv.



Digitalisierung, Telearbeit und die Verlagerung in die Cloud erhöhen derzeit die Nachfrage nach Cybersicherheit. Die pandemiebedingte Verlagerung der Arbeit in die Ferne, die breite Umstellung auf Cloud Computing, die Entwicklung des Internet-of-Things - jeder neue digitale Prozess und jedes neue Asset schaffen neue potenzielle Ziele für Hacker. Auch die Raffinesse der Angriffe nimmt zu, wobei KI, ML und 5G zum Einsatz kommen. Es scheint offensichtlich auch eine Zusammenarbeit zwischen verschiedenen Hackergruppen zu geben. Allein in diesem Jahr waren Universitäten, Verteidigungsunternehmen, S&P-500-Unternehmen und Regierungsbehörden von aufsehenerregenden Datenschutzverletzungen betroffen, z. B. Kaseya, Accellion, Pulse Secure und Solar Winds. Diese Entwicklungen, so beunruhigend sie auch sind, sind natürlich ein Segen für Cybersicherheitsunternehmen. Cybersicherheit wird damit immer geschäftskritischer. Trotz ihres Prominentenstatus befindet sich diese Branche noch in den Kinderschuhen, und die allgegenwärtige Digitalisierung erfordert eine immer komplexere Cyberabwehr.

Grafik 20

01.12.21		14:14:43		CYBERSECURITY				Kurs	P/L
Basket									
	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Last	2021 YTD	
1	ATEN.K	A10 NETWORKS I/d	Software & IT Services	US0021211018	USD	NYQ	15,42	56,39%	
2	ACN	ACCENTURE PLC/d	Software & IT Services	IE0084BNMY34	USD	NYQ	357,40	36,82%	
3	AKAM.O	AKAMAI TECH IN/d	Software & IT Services	US00971T1016	USD	NSQ	112,70	7,34%	
4	AVPT.O	AVEPNT INC A O/d	Software & IT Services	US0536041041	USD	NSQ	6,91	-53,96%	
5	CHKP.O	CHECK PT SFTWR/d	Software & IT Services	IL0010824113	USD	NSQ	111,31	-16,25%	
6	CSCO.O	CISCO SYSTEMS/d	Technology Equipment	US17275R1023	USD	NSQ	54,84	22,55%	
7	NET	CLOUDFLARE INC/d	Software & IT Services	US18915M1071	USD	NYQ	188	147,72%	
8	CRWD.O	CRWDSTRK HLD I/d	Software & IT Services	US22788C1053	USD	NSQ	217,14	2,51%	
9	JNPR.K	JUNIPER NETWRK/d	Technology Equipment	US48203R1041	USD	NYQ	31,13	38,29%	
10	MIME.O	MIMECAST LIMIT/d	Software & IT Services	GB00BYT5JK65	USD	NSQ	81,00	42,51%	
11	PANW.O	PALO AL NTWK O/d	Software & IT Services	US6974351057	USD	NSQ	546,94	53,90%	
12	PING.K	PING IDENITY H/d	Software & IT Services	US72341T1034	USD	NYQ	23,81	-16,86%	
13	S	SENTINELONE OR/d	Software & IT Services	US81730H1095	USD	NYQ	53,97	↓	
14	SPLK.O	SPLUNK INC/d	Software & IT Services	US8486371045	USD	NSQ	121,00	-28,78%	
15	TENB.O	TENABLE HOLDIN/d	Software & IT Services	US88025T1025	USD	NSQ	49,40	-5,47%	
16	ZS.O	ZSCALER INC/d	Software & IT Services	US98980G1022	USD	NSQ	346,97	73,74%	

Ein neuer Aspekt des (geo-)politischen Konflikts ist das Risiko eines großen exogenen Schocks, der die globalen Märkte durch einen Cybervorfall beeinträchtigt. Die Welt ist von Natur aus ein anarchischer Ort, da die Nationen souverän sind und es keine einzige Weltregierung gibt, die internationales Recht durchsetzen könnte. Dennoch arbeiten die Nationen regelmäßig Verhaltenskodizes und -normen aus, um Konflikte und Chaos zu begrenzen. Eine einigermaßen funktionierende internationale Ordnung ist für den weltweiten Han-

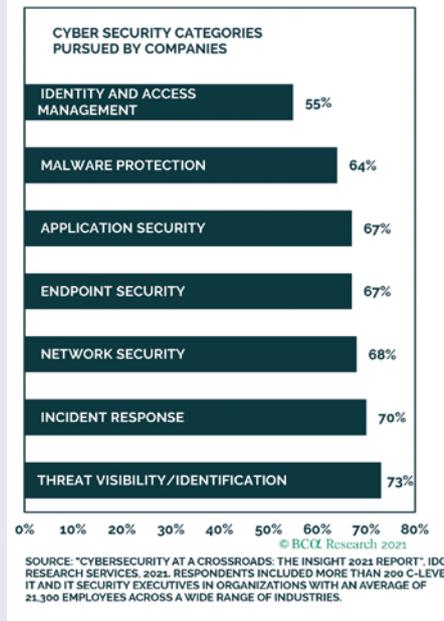
del und die Investitionsströme von Vorteil. Zunehmend werden internationale Regeln und Normen aber in Frage gestellt. Der Rückgang des wirtschaftlichen, technologischen und militärischen Gewichts der USA und Europas – im Vergleich zum Rest der Welt – hat zu einer „multipolaren“ Machtverteilung geführt, bei der die Spielregeln umstritten sind. Seit mehr als einem Jahrzehnt eskalieren in den Gebieten um Russland, China und den Mittelmeerraum die Streitigkeiten um Souveränität, Territorium, Seerechte und Luftraum.



Der Cyberspace ist ein neuer Bereich oder eine neue Domäne für menschliche Aktivitäten. Da er international ist, ist er von Natur aus unregierbar, und da er neu ist, hatten die Nationen keine Jahrzehnte Zeit, um grundlegende Regeln oder Normen festzulegen. Er kommt der reinen Anarchie sehr nahe. Da der geopolitische Wettbewerb im Kontext der Multipolarität insgesamt zunimmt, ist der Cyberspace für die Staaten ein attraktiver Schauplatz für die Verfolgung ihrer Ziele, da er weniger Beschränkungen unterliegt - die Staaten können unabhängiger und aggressiver handeln und sind nur begrenzt rechenschaftspflichtig. Der Cyberspace bietet Nationalstaaten (und ihren Stellvertretern) mehr Anonymität und eine einfach zu plausibilisierende Abstreitbarkeit. So kann Russland durch staatlich unterstützte Cyber-Agenten direkt in das gesellschaftliche und politische Leben der USA eingreifen oder die Aktionen krimineller Gruppen, die Ransomware-Angriffe durchführen, dulden. Staaten können Cyber-Instrumente auch einsetzen, um staatliche Wirtschaftsziele zu verfolgen, die mit umfassenderen strategischen Zielen übereinstimmen. So kann China beispielsweise durch Cyberdiebstahl technologische Verbesserungen für die staatlich unterstützte Industrie anstreben.

Der Trend für die absehbare Zukunft ist, dass Regierungen in Cybersicherheit und Cyberfähigkeiten investieren, um diesen neuen und gesetzlosen Bereich des Wettbewerbs zu stärken. Russland und China haben versucht, ihren Cyber-Raum abzuschotten, um Einmischungen ausländischer Mächte zu verhindern. Außerdem haben sie Cyberfähigkeiten eingesetzt, um sich den relativ unregulierten Cyber-Raum der liberalen Demokratien zunutze zu machen. Die Demokratien versuchen nun, die Kontrolle über ihre eigenen Cyber-Domänen zu erhöhen. Sie müssen kritische Infrastrukturen schützen, konzentrieren sich aber auch zunehmend auf die Überwachung des ideologi-

Unternehmen erweitern ihre Cyber-Abwehr Grafik 21



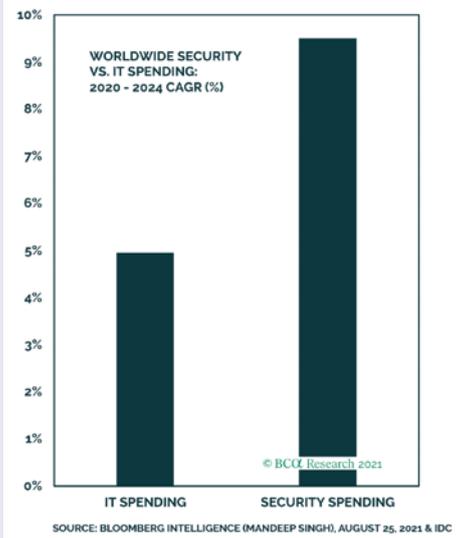
schen Raums. Während konventionelle Streitkräfte die Staaten oft von Aggressionen abhalten, bietet der Cyberspace die Möglichkeit, Interessen aggressiv und mit minimalem Risiko eines physischen Konflikts zu verfolgen. Die USA und Israel werden weiterhin das iranische Atomprogramm sabotieren. Russland wird weiterhin Cyber-Tools einsetzen, um die Vorherrschaft in der ehemaligen Sowjetunion zurückzuerobern. Und China könnte auf Cyberangriffe gegen Taiwan zurückgreifen, wenn es noch nicht bereit ist, eine extrem schwierige und riskante amphibische Invasion durchzuführen.

Regierungen und Unternehmen werden in diesem Umfeld mit extremer Unsicherheit konfrontiert sein. Sie werden in die Cybersicherheit investieren müssen. Sie werden aber auch das Risiko eingehen, dass Cybermanipulationen irgendwann zu weit gehen und reale Vergeltungsmaßnahmen nach sich ziehen. Präsident Biden spiegelte die Stimmung des politischen Establishments der USA in einer Rede im Juli vor dem Büro des Direktors der Nationalen Nachrichten-

dienste wider: „Ich denke, es ist wahrscheinlicher, dass wir in einem Krieg enden - einem echten Schießkrieg mit einer Großmacht - als Folge eines Cyberangriffs von großer Tragweite, und die Fähigkeiten nehmen exponentiell zu“.

Dieses Risiko wird die Notwendigkeit einer robusteren Cyberabwehr verstärken, um physische Schäden für die Bevölkerung und den Wohlstand eines Landes zu verhindern. Daher werden Regierungen nicht in der Lage sein, ihre Cybersecurity-Unternehmen zu bestrafen oder zu zerschlagen. Cyber-Firmen werden eine starke öffentliche und private Nachfrage erleben, ohne den regulatorischen Druck, dem andere Tech-Unternehmen (insbesondere soziale Medien) ausgesetzt sein werden.

Zuwachs in Ausgaben für Cyber-Sicherheit übersteigt den für allgemeine IT-Ausgaben Grafik 22



Laut IDC wird erwartet, dass der globale Markt für Cybersicherheit von 125 Milliarden Dollar im Jahr 2020 bis 20248 mit einer durchschnittlichen Wachstumsrate von 8,8 % auf 175 Milliarden Dollar anwächst. Immerhin können Unternehmen, die automatisierte Sicherheitsfunktionen in ihren Unternehmen erworben oder implementiert haben, potenzielle Verluste durch Cyberangriffe um mehr als 50 % reduzieren, was eine lohnende Investition darstellt.



Sowohl große als auch kleine Unternehmen müssen Cybersecurity-Schutzmaßnahmen noch vollständig implementieren. Laut einer IDG-Cybersicherheitsumfrage werden 91 % der Unternehmen ihre Cybersicherheitsbudgets im Jahr 2021 erhöhen (gegenüber 96 % im Jahr 2020). Unternehmen investieren, um böswillige Angriffe zu verhindern, eine zunehmend verteilte IT-Umgebung zu schützen und ihre externen Mitarbeiter sicher zu vernetzen (Abbildung 6). Laut einer IBM-Sicherheitsumfrage gaben nur 25 % der Befragten an, dass sie automatisierte Sicherheit vollständig implementiert haben. Es liegt auf der Hand, dass die Nachfrage nach Cyber-Abwehrsystemen stark ansteigen wird.

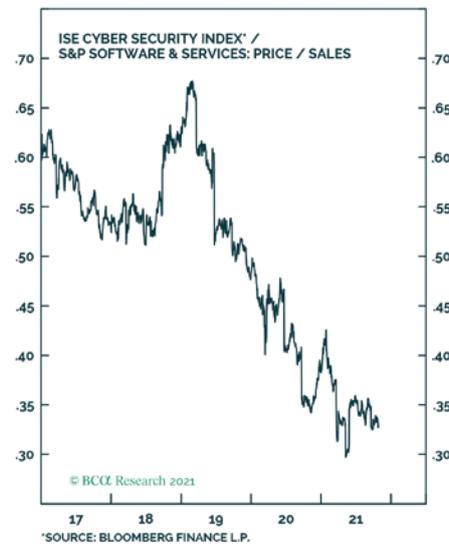
Als Reaktion auf die zahlreichen Sicherheitsverletzungen räumt die derzeitige US-Regierung defensiven Cyber-Programmen eine hohe Priorität ein. Im Rahmen des 6 Billionen Dollar umfassenden Haushaltsantrags von Biden an den Kongress werden 10 Milliarden Dollar für die Cybersicherheit der Zivilregierung im Jahr 2022 bereitgestellt (Abbildung 7), womit sich die gesamten IT-Ausgaben des Bundes auf knapp über 58 Milliarden Dollar belaufen. Seit 2017 ist der Anteil der Cybersicherheit an der Grundfinanzierung der US-Regierung kontinuierlich von 1,38 % auf 1,73 % gestiegen. Die breitere gesetzgeberische Agenda der Biden-Regierung umfasst den Ausbau des Breitband-Internets, den Aufbau der Infrastruktur und die Neuausrichtung des US-Energienetzes. Es werden neue Cyberschwachstellen entstehen, und sowohl öffentliche als auch private Einrichtungen werden in die Sicherheit investieren müssen.

Gutes Timing

Das jährliche Umsatzwachstum im Bereich Cybersicherheit steigt in diesem Jahr um 40 % und übertrifft damit die Wachstumsrate von Software und Dienstleistungen (Grafik 9). Dies deckt sich mit einer gemein-

Cyber-Sicherheit ist günstig

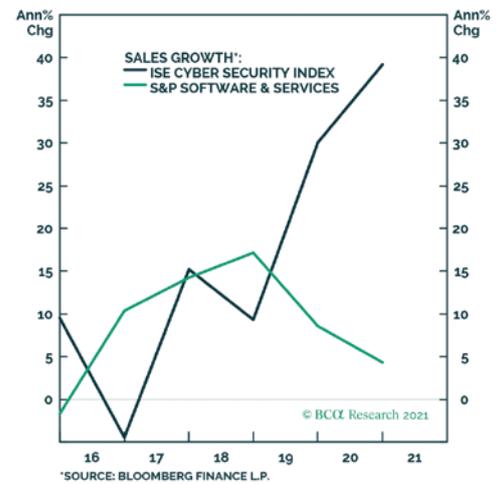
Grafik 23



Ausgaben für

Cyber-Sicherheit steigen stark

Grafik 24



samen Studie von IDC und Bloomberg Intelligence Services, die herausfand, dass die weltweiten Ausgaben für Cybersicherheit die allgemeinen Softwareausgaben von 2020 bis 2024 um jährlich fast 4,9 % übertreffen werden.

Cybersicherheitsunternehmen haben schon vor der Pandemie aggressiv in F&E investiert. Geistiges Eigentum ist ein Wettbewerbsvorteil in diesem Bereich, und die F&E wurde wahrscheinlich in einem „Wettrüsten“ erhöht, bei dem verschiedene Branchenakteure ihre Wettbewerbsgräben ausbauten. In letzter Zeit haben die Ausgaben für F&E nachgelassen. Wir glauben, dass diese Verlangsamung nur vorübergehend ist, da die Unternehmen wettbewerbsfähig bleiben und die Bedrohungen durch Cyber-Kriminelle abwehren müssen.

Trotz des robusten Umsatzwachstums hat sich das jährliche Gewinnwachstum in letzter Zeit verlangsamt (Abbildung 12). Die Verlagerung zur Telearbeit im Jahr 2020 hat zu einem Nachfrageschub geführt, der die Gewinne nach oben gezogen hat. Doch trotz der wirtschaftlichen Normalisierung und der Rückkehr zu den Trends vor der

Pandemie werden die strukturellen Verschiebungen in Richtung Cloud und Telearbeit anhalten, während die Cyberkriminellen immer kreativer und aggressiver werden. Infolgedessen wird sich das Gewinnwachstum in Zukunft sicherlich beschleunigen.

Derzeit wird HXR-Index mit dem 37-fachen des voraussichtlichen Gewinns und dem 104-fachen des nachlaufenden Gewinns gehandelt, was einem Aufschlag von 13 % gegenüber Software und Dienstleistungen entspricht. Diese Bewertungsprämie erscheint zwar hoch, ist aber im Vergleich zu historischen Werten niedrig. Die ehemals hohe Prämie wurde durch die jüngste Underperformance (18 %) geschmälert. Ein deutlicher Abschlag gegenüber Software und Dienstleistungen ergibt sich auch beim Kurs-Umsatz-Verhältnis, das wohl der beste Maßstab für den Wert von wachstumsstarken Unternehmen ist.

Vom reinen Bewertungsstandpunkt aus gesehen sind Cybersecurity-Aktien exorbitant teuer. Es bleibt jedoch das Argument, dass sie im Vergleich zu ihrer eigenen Geschichte attraktiv sind, und diese Niveaus eine Gelegenheit zum Einstieg darstellen.



ICM Green Strategy – aktuelle Entwicklungen

Das Bewusstsein für das Thema Nachhaltigkeit nimmt aktuell spürbar zu. Das gilt für die Bevölkerung, genauso für die Politik und für die Weltwirtschaft. Die massiven negativen Auswirkungen durch den Klimawandel und dadurch entstehende Katastrophen haben für eine aktuelle Alarmstimmung gesorgt.

Allen Beteiligten ist klar, dass die bisher unternommenen Maßnahmen auf keinen Fall ausreichen. Wir stehen vor einer globalen Haltungsänderung.

Sowohl in Deutschland als auch weltweit sind die Energiewirtschaft und die verarbeitende Industrie für CO₂-Emissionen im erheblichen Maße verantwortlich. Mehr als 40 Prozent des weltweiten CO₂-Ausstoßes verursachen hierbei China und die USA.

Da die verarbeitende Industrie und die Energiewirtschaft die Hauptverursacher sind, ist es besonders wichtig Unternehmen zu identifizieren, die durch gezielte Technologien, Recycling und die Wiedereinführung in den Rohstoffkreislauf zu einer Verringerung des CO₂ Ausstoß beitragen. Ebenfalls existentiell wichtig ist die Eigenverantwortung der Konzerne ihre eigene CO₂ Bilanz kurzfristig deutlich zu verbessern.

Eine ökologische Ökonomie bietet, wenn ernsthaft umgesetzt, nicht nur Verbesserungen für das Klima, sondern eröffnet Chancen für bessere Arbeitsbedingungen und redlich geführte Unternehmen. Dies führt zu mehr Vertrauen in die Dienstleistungen oder zu den Produkten eines solchen Unternehmens. Die positive Identifikation hat geringe Werbeausgaben und die Vermeidung von Rechtsrisiken zufolge.

Neuvorstellungen aus dem ICM Green Strategy Universum

Shimano

SHIMANO INC. ist ein in Japan ansässiges Unternehmen, das sich hauptsächlich mit der Herstellung und dem Verkauf von Fahrradteilen und Angelausrüstung beschäftigt. Das Unternehmen ist in drei Geschäftsfeldern tätig. Das Segment Fahrradkomponenten befasst sich mit der Herstellung und dem Vertrieb von Freiläufen, Vorderrädern, Getrieben, Bremsen und anderen Fahrradteilen. Das Segment Fischereimaschinen befasst sich mit der Herstellung und dem Verkauf von Rollen, Ruten und Fanggeräten. Das Segment Sonstiges beschäftigt sich mit der Herstellung und dem Vertrieb von Produkten rund um das Thema Rudern.

Das Unternehmen ist der weltweit größte Hersteller von Fahrradkomponenten. Abgesehen von der Herstellung dieser umweltfreundlichen Fortbewegungsmittel, fährt das Unternehmen auch eine klare Linie bei der Wasseraufbereitung, Vermeidung von CO₂ Belastungen und dem Recycling. Auch sozial ist der Konzern aktiv und beteiligt sich an unterschiedlichen Aufforstungsprojekten in verschiedenen Regionen. Die Aktie wird im Natur Aktien Index (NAI) geführt.

Kommentar NAI Index: Im Vergleich zu motorisierten Fahrzeugen sind Fahrräder individuelle und umweltfreundliche Fortbewegungsmittel. Nach Angaben des Instituts für Energie- und Umweltforschung (IFEU) in Heidelberg werden bei jedem mit dem Fahrrad zurückgelegten Kilometer im Vergleich zum Auto 245 Gramm weniger CO₂ emittiert.

Grafik 25





Medtronic

Medtronic Inc. gehört zu den weltweiten Marktführern im Bereich der Medizintechnik. Die Gesellschaft konzentriert sich primär auf die Entwicklung und Herstellung von Produkten für den Einsatz in der Kardiologie, Kardiochirurgie, HNO-Chirurgie, Diabetologie, Neurologie, Neurochirurgie, Wirbelsäulenchirurgie, Anästhesie, Gastroenterologie, Urologie, Orthopädie und Notfallmedizin. Zum breit gefächerten Angebot zählen Herzschrittmacher, Herzmonitore, Katheter, Medikamentenpumpensysteme oder Programmiergeräte. Die Produkte des Unternehmens werden in rund 150 Länder vertrieben.

Abgesehen davon dass die Produkte des Unternehmens Menschenleben retten, engagiert sich Medtronic auch in vielen nachhaltig und ethisch wichtigen Bereichen. Die Mitarbeiter werden vom Unternehmen in jeder Hinsicht unterstützt, geschult und auch die Inklusion wird vorangetrieben. Der Konzern hat eine eigene Stiftung die Menschen und Regionen in Not unterstützt. Nach Katastrophen hilft Medtronic den betroffenen beim Wiederaufbau und auch die eigenen Mitarbeiter sind im Spendenbereich stark eingebunden. Allein 2019 haben Medtronic Mitarbeiter über 60.000 soziale Stunden geleistet und fast 9 Millionen USD gespendet. Insgesamt beläuft sich die Spendensumme der Medtronic Stiftung seit Gründung bereits auf über eine Milliarde USD.

ICM GREEN STRATEGY										Auslastung: 100%		06.12.21			
No.	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2021 YTD	P/L total					
1	ADSKO AUTODESK INC/d	Technology	US9527691069	USD	NSQ	06.09.21	288,75	259,02	-15,17%	-10,30%					
2	BCE.TO BCE INC/d	Technology	CA0553487604	CAD	TOR	05.10.21	63,09	65,84	20,96%	4,36%					
3	BFSA.DE BEFESA	Industrials	LU1704650164	EUR	GER	05.10.21	61	59,70	15,47%	-2,13%					
4	CERNO CERNER CORP/d	Healthcare	US1567821046	USD	NSQ	02.07.21	78,94	71,67	-8,68%	-9,21%					
5	CMG CHIPOTLE MX GR/d	Consumer Cyclical	US1696561059	USD	NYSE	03.11.21	1799,64	1592,10	14,81%	-11,53%					
6	INTC.O INTEL CORP/d	Technology	US4581401001	USD	NYSE	03.11.21	49,86	49,25	-1,14%	-1,22%					
7	KEMIRA.HE KEMIRA OY/d	Basic Materials	FI0009004824	EUR	HEX	01.03.21	13,43	13,24	2,32%	-1,41%					
8	MMKV.VI MAYR MELNHOF/d	Basic Materials	AT0000938204	EUR	VIE	01.03.21	146,2	173,20	4,97%	18,47%					
9	MDT MEDTRONIC PLC/d	Healthcare	IE00BTN1Y115	USD	NYSE	03.11.21	121,3	106,87	-8,77%	-11,90%					
10	MOH MOLINA HLTHCAR/d	Healthcare	US60855R1005	USD	NYSE	04.05.21	256,23	285,95	34,45%	11,60%					
11	6752.T PANASONIC/d	Technology	JP3866800000	JPY	TYO	01.03.21	1373,89	1242,00	4,33%	-9,60%					
12	PCH.O POTLATCHDLTC C/d	Real Estate	US7376301039	USD	NYSE	01.03.21	50,85	56,82	13,59%	11,74%					
13	PG PROCTER & GAMB/d	Consumer Non-Cyclicals	US7427181091	USD	NYSE	01.12.21	144,5	149,88	7,72%	3,72%					
14	SCAB.ST SCA B/d	Basic Materials	SE0000112724	SEK	STO	06.04.21	157,25	149,70	4,47%	-4,80%					
15	CCHP.PA SECHE ENVIRONN/d	Industrials	FR0000039109	EUR	PAR	01.03.21	43,4	64,40	61,81%	48,39%					
16	SVK STRYKER/d	Healthcare	US8636671013	USD	NYSE	01.12.21	236,63	246,87	0,75%	4,33%					
17	UNH UNITEDHEALTH G/d	Healthcare	US91324P1021	USD	NYSE	07.07.21	410,2	449,32	28,13%	9,54%					
18	VZ VERIZON COMMS/d	Technology	US92343V1044	USD	NYSE	06.04.21	58,87	51,42	-12,48%	-12,66%					
19	WM WASTE MANAGEMN/d	Industrials	US94106L1098	USD	NYSE	01.06.21	140,68	163,22	38,40%	16,02%					
20	ZTS ZOETIS INC/d	Healthcare	US98978V1035	USD	NYSE	05.10.21	194,69	223,33	34,94%	14,71%					
										Aktiendeopot in €		MSCI in €			
										18,70%		11,86%			
										16,60%		25,24%			
										Performance in 2020		Performance in 2021 (YTD)			



Aktienindices aus technischer Sicht

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

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

- 1) ADX:** Der ADX (Average Directional Movement) zeigt ausschließlich die Stärke eines Trends und nicht die Richtung. So deutet ein steigender ADX auf eine Trendphase und ein fallender ADX auf eine trendlose Phase hin. Werte über 15 zeigen das Vorhandensein einer Trendphase, darunter spricht man von einer trendlosen Periode.
- 2) Money Flow Index:** Dieser Volumenindex zeigt in einer Skala von 0 bis 100, ob der Zufluss oder Abfluss von Geldern am Markt stattfindet.
- 3) Commodity Channel Index:** Der „CCI“ misst den Abstand der Kurse von ihrem „gleitenden Durchschnitt“ und erlaubt damit ein Messen der Trendstärke bzw. Trendintensität. Zwischen Werten von +100 bis -100 ist der Markt trendlos, darüber und darunter gibt es entsprechende Signale.
- 4) MACD:** Der Moving Average Convergence/Divergence Indikator zeigt das Zusammen- bzw. Auseinanderlaufen zweier unterschiedlich langer gleitender
- 5) Williams %R:** Der Williams %R gehört zu den Oszillatoren, mittels denen man ermitteln kann, ob Märkte überverkauft oder überkauft sind. Das Ergebnis schwankt von 0 bis -100 Punkte. Bei Werten von 0 bis -20 entsteht ein Verkaufssignal, bei -80 bis -100 ein Kaufsignal.

Grafik 27

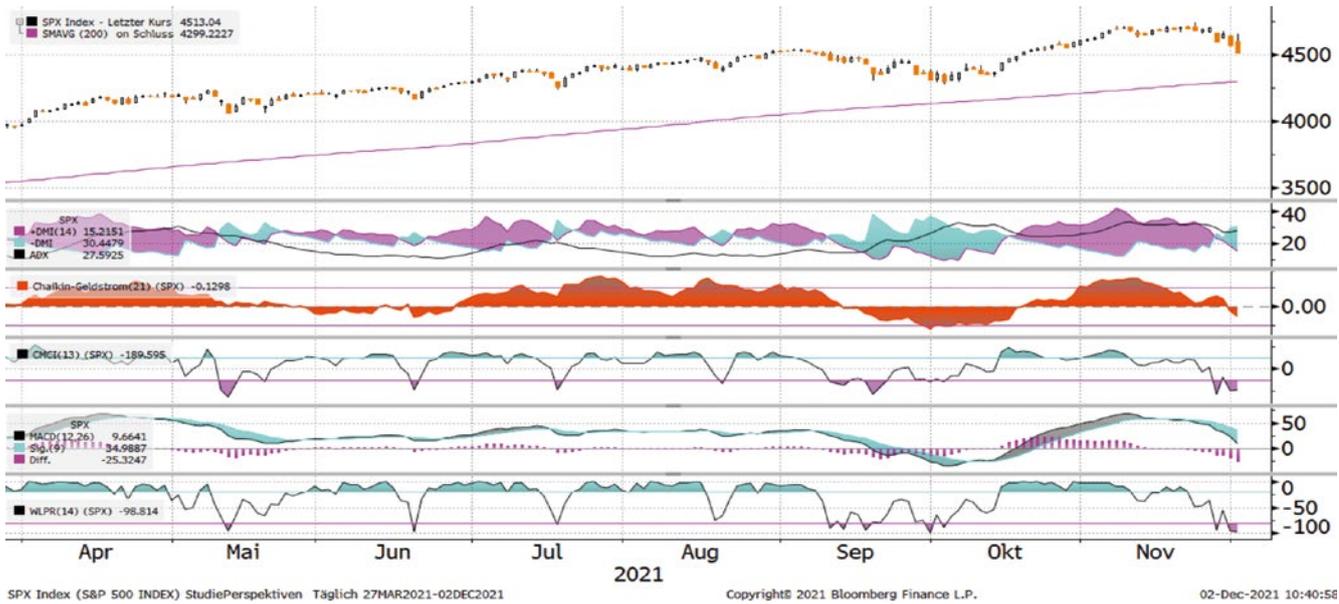
Indikatoren	AKTIENINDICES				
	S&P500	EuroStoxx50	DAX30	Nikkei225	Hang Seng
ADX	negativ	negativ	negativ	neutral	neutral
MFI - Money Flow Index	neutral	neutral	neutral	neutral	positiv
Ci - Commodity Channel Index	positiv	positiv	positiv	positiv	positiv
MACD	negativ	negativ	negativ	neutral	neutral
Williams %R	positiv	positiv	positiv	positiv	positiv
Gesamttendenz	neutral/positiv	neutral/positiv	neutral/positiv	positiv	positiv

Das Auftauchen der neuen Corona-Variante und damit einhergehender neuer Restriktionen sorgten für fallende Ölpreise und Ernüchterung an den internationalen Aktienmärkten. Die erwartete Jahresendrally ist also infrage gestellt und hängt natürlich von der weiteren Entwicklung in Fall Omicron ab.



S&P500 Aktienindex

Grafik 28



Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S+P 500 Index erreichte Mitte November erneut neue Höchststände und kam nach dem Bekanntwerden von Omicron unter Druck und testete seinen Supportbereich bei ca. 4.500 Punkten. Der ADX Indikator hat ein Signal für eine Trendwende gegeben und ist negativ. Der Geldstromindex zeigt natürlich seit Anfang November Mittelabflüsse, könnte aber bald wieder drehen. Der Commodity-Channel-Index gab ein Kaufsignal aus dem überverkauften Bereich. Der MACD hat aus der überkauften Zone ein klares Verkaufssignal gegeben und bleibt noch negativ. Der William %R Oszillator ist schon im sehr negativen Bereich und gibt damit ein Kaufsignal. **Ergebnis: neutral/positiv**

EuroStoxx50-Aktienindex

Grafik 29



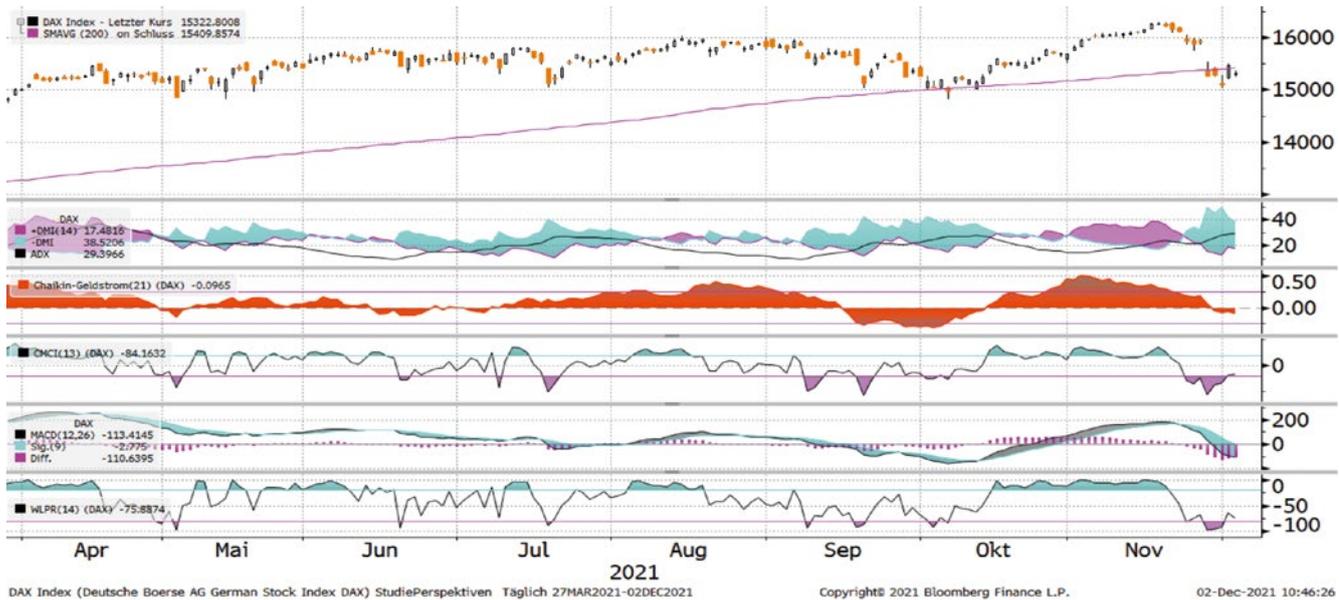
EuroStoxx 50 - Kursindex

Ähnlich dem US-Leitindex S&P500 erreichte der EuroStoxx50-Index Mitte November neue Höchststände und korrigierte auf seine 200 Tagelinie. Der ADX Indikator deutet auf eine Fortsetzung des aktuellen Abwärtstrends. Der Geldstromindex zeigt auch Mittelabflüsse im November und ist jetzt neutral. Der Commodity-Channel-Index gab ein Kaufsignal aus der überverkauften Zone. Der MACD ist nach dem Verkaufssignal auf dem Weg nach unten und zeigt noch keine Wende. Der William %R Oszillator hat ein überverkauftes Niveau und gibt leicht positive Signale. **Ergebnis: neutral / positiv**



DAX40-Kursindex

Grafik 30

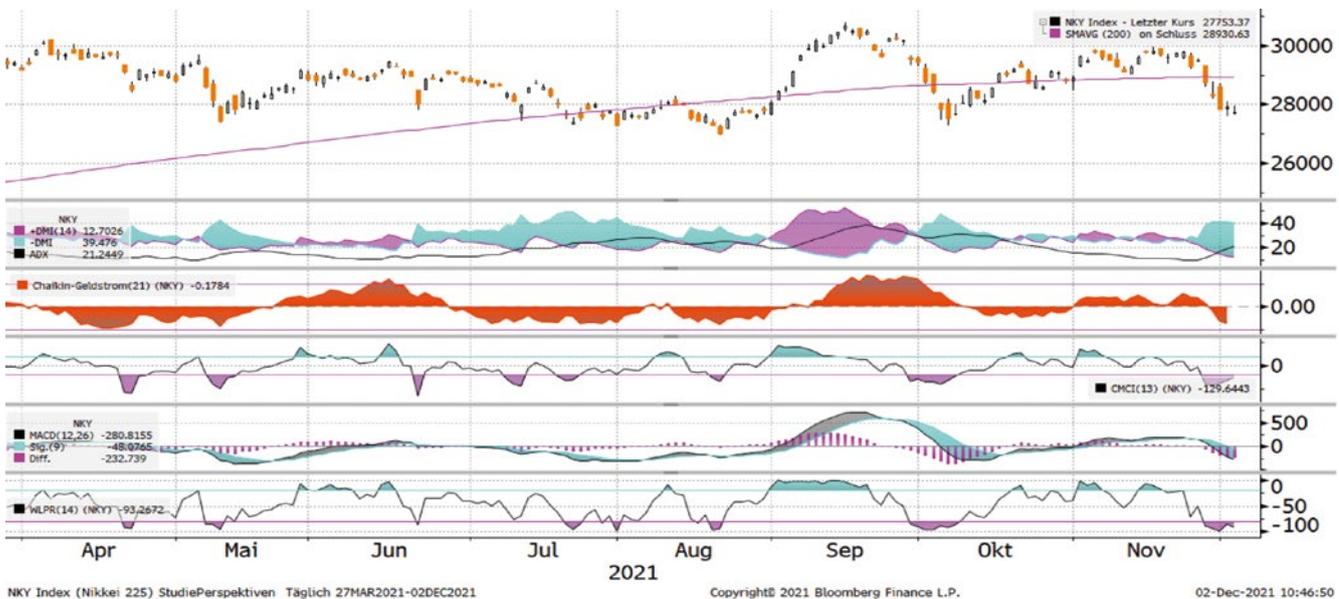


DAX40 - Kursindex

Der deutsche Leitindex hat seine Höchststände von Mitte November verlassen und testet den Support-Bereich bei 15.000 Punkten. Der ADX Indikator zeigt eine Fortsetzung des negativen Trends an. Nach neuen Höchstständen sieht der DAX40 jetzt deutliche Mittelabflüsse. Der Commodity-Channel-Index gab nach der Korrektur ein Kaufsignal. Der MACD bleibt nach dem Verkaufssignal noch negativ. Der William %R Oszillator zeigt ein überverkauftes Niveau an. **Ergebnis: neutral / positiv**

Nikkei225-Kursindex

Grafik 31



Nikkei 225 - Kursindex

Tokio hat die Indexhöchststände vom November verlassen, hält aber den Bereich oberhalb von 27.000 Punkten. Der ADX Indikator steigt und bestätigt den leichten Abwärtstrend. Der Money-Flow-Index zeigt erst Ende November leichte Mittelabflüsse. Der MACD ist zwar in der neutralen Zone, gibt aber noch kein Kaufsignal. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator haben sich aber aus der überverkauften Zone bewegt und sind jetzt positiv. **Ergebnis: positiv**



Hang Seng - Kursindex

Grafik 32



Hang Seng - Kursindex

Hongkong bewegt sich seit Ende Juni in einem Abwärtstrend und kämpft um den Supportbereich bei 24.000 Punkten. Der ADX Indikator steigt langsam, ist aber noch neutral. Der Money-Flow-Index zeigt bis Ende November leichte Mittelzuflüsse. Der MACD bewegt sich zwar nach unten, ist aber immer noch neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator bewegen sich aus der überverkauften Zone nach oben und geben positive Signale. **Ergebnis: positiv**



Anleihen: Unternehmensbilanzen in bester Verfassung

Die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen hatten sich bereits seit Ende September auszuweiten begonnen, bevor die Nachrichten vom Black Friday sie noch weiter in die Höhe trieben. Vor Freitag war der wahrscheinlichste Grund für die Ausweitung der Renditeaufschläge die Sorge über eine schnellere Straffung der Fed. Tatsächlich schnitten Investment-Grade-Unternehmensanleihen bis zu diesem Tag schlechter ab als Hochzinsanleihen, was darauf hindeutet, dass die Ausweitung mehr mit der Wahrnehmung einer akkommodierenden Geldpolitik als mit der Wahrnehmung des Ausfallrisikos zu tun hatte.

Am Black Friday weiteten sich die Spreads dann stark aus und hochverzinsliche Anleihen schnitten schlechter ab als Investment-Grade-Anleihen. Dies ist darauf zurückzuführen, dass der Markt einen Anstieg des erwarteten Ausfallrisikos aufgrund des Auftretens der Omicron-Variante nun einpreist.

Das sollte aber nicht lange so bleiben. Die Spreads werden sich wieder auf ihre jüngsten Tiefststände zurückbewegen, was den Anlegern die Möglichkeit gibt, ihr Engagement irgendwann im nächsten Jahr zu reduzieren.

Derzeit werden drei mögliche Szenarien gehandelt:

Im ersten Szenario erweist sich die Omicron-COVID-Variante als weniger wirtschaftlich wirksam als die jüngste Delta-Belastung. In diesem Fall wird sich der jüngste Anstieg der Ausfallerwartungen (Spread-Anstieg) umkehren. Auch die Inflation wird sich in den nächsten sechs Monaten abschwächen, da die Angst vor einer Pande-

mie zurückgeht. In diesem Szenario kann die Fed mit einer Zinserhöhung bis September oder Dezember 2022 warten, wenn ihr Ziel der „maximalen Beschäftigung“ erreicht sein wird. Die Spreads werden sich in Erwartung einer akkommodierenden Geldpolitik verringern – die Kurse des Anleihen steigen.

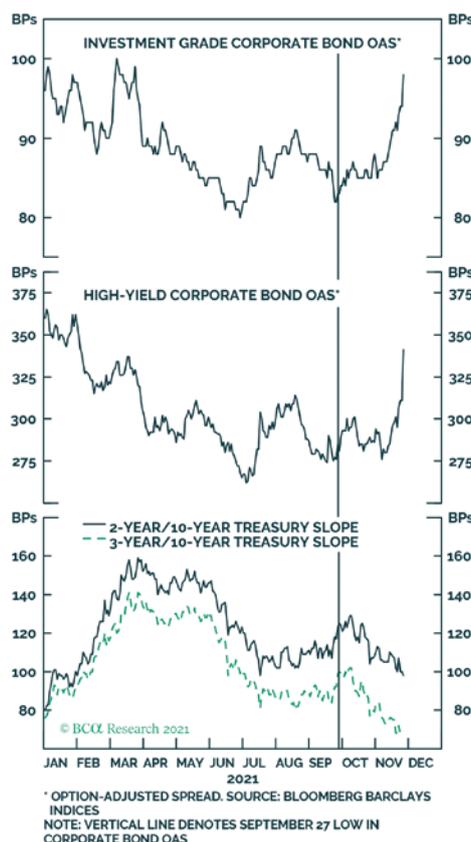
Im zweiten Szenario entpuppt sich die omicron COVID-Variante als inflationär. Die Verbrauchernachfrage in den USA und anderswo wird nicht nennenswert gedämpft, aber die Lieferketten bleiben unter Druck und die Arbeitskräfte sind weiterhin knapp.

Dies wird die Fed dazu veranlassen, schneller zu handeln und die Zinsen möglicherweise schon im Juni anzuheben. Doch selbst in diesem Szenario würde der Renditeabstand der 3-jährigen zur 10-jährigen Treasury erst im März nächsten Jahres unter 50 Basispunkte sinken. Selbst in diesem Worst-Case-Szenario für die Renditen von Unternehmensanleihen würden wir wahrscheinlich eine weitere Phase der Spreadeinengung zwischen jetzt und März erleben.

Das letzte mögliche Szenario ist ein Szenario, bei dem sich die omicron COVID-Variante als deflationär erweist. Sowohl das Wachstum als auch die Inflation verlangsamen sich und die Fed verzögert die Straffung erheblich, möglicherweise bis ins Jahr 2023. Angesichts der robusten Gesundheit der Unternehmensbilanzen wäre dieses Szenario hervorragend für die Renditen von Unternehmensanleihen. Der deflationäre Schock müsste sehr schwerwiegend sein, viel schlimmer als die Deltawelle, um die Ausfallrate deutlich in die Höhe zu treiben. Darüber hinaus würde ein Wechsel zu einer akkommodierenden Fed-Politik die Zeitspanne für hohe Renditen bei Unternehmensanleihen verlängern. Das heißt, es würde noch einige Zeit dauern, bis der Renditeabstand von 3- zu 10-jährigen Laufzeiten der Treasuries unter 50 Basispunkte fällt.

Auch der derzeitige Zustand der Unternehmensbilanzen rechtfertigt keinen Verkaufsdruck und damit höhere Renditen. Der Bruttoverschuldungsgrad der Unternehmen – das Verhältnis der Gesamtverschuldung der Unternehmen zu den Gewinnen vor Steuern – ist in den letzten Quartalen stark

Investment Grade Unternehmensanleihen Spread im September gestiegen Grafik 33





gesunken. Dieser Indikator als solches erklärt, warum es in diesem Jahr so wenige Unternehmensausfälle gab. Bei näherer Betrachtung zeigt sich, dass der Rückgang des Verschuldungsgrads zu einem großen Teil auf das rasante Gewinnwachstum zurückzuführen ist, aber auch ein starker Rückgang der Neuverschuldung ist dafür mitverantwortlich. Der sog. Corporate Health Monitor unseres Partners BCA Research - ein zusammengesetzter Indikator, der sich aus sechs verschiedenen Bilanzkennzahlen zusammensetzt - befindet sich tief im Bereich einer „verbesserten Gesundheit“, unterstützt durch extrem hohe Werte für das Verhältnis von freiem Cashflow zu Gesamtverschuldung und Zinsdeckungsgrad.

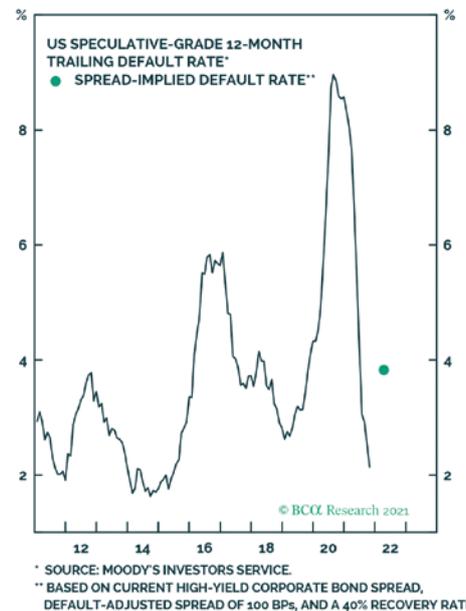
Sicher werden die Unternehmensgewinne 2022 kein weiteres Mal um mehr als 50 % steigen, wie es in den letzten vier Quartalen der Fall war. Daher sollte man denjenigen Bilanzkennzahlen, die direkt mit dem Gewinnwachstum verbunden sind, nicht zu viel Bedeutung beizumessen. Doch selbst unter Betrachtung verschiedener Maßstäbe für die Höhe der Verschuldung gegenüber dem Eigenkapital ändert sich am Schluss, dass die Bilanzen äußerst gesund sind, nichts.

Das Verhältnis zwischen der Gesamtverschuldung der Unternehmen und dem Börsenwert ist so niedrig wie nie zuvor, aber man könnte argumentieren, dass es durch die hohen Aktienbewertungen unangemessen geschmeichelt wird. Betrachtet man das Verhältnis der Gesamtverschuldung zum Nettovermögen, wobei das Nettovermögen

die Differenz zwischen Vermögenswerten und Verbindlichkeiten ist und das Immobilienvermögen zum Marktwert, das Nicht-Immobilienvermögen zum Wiederbeschaffungswert bewertet wird, so zeigt sich ebenfalls eine deutliche Verbesserung und das niedrigste Verhältnis seit 2010.

Mit anderen Worten: Die Botschaft ist klar. Die Unternehmensbilanzen haben sich seit der Pandemie erheblich erholt, und die Verschuldungsquoten sind so niedrig wie seit Jahren nicht mehr. Diese Tatsache ist auch den Rating-Agenturen nicht entgangen, die in diesem Jahr bisher weit mehr Heraufstufungen als Herabstufungen bekannt gegeben haben.

High-Yield Spreads preisen eine Ausfallrate von fast 4% ein Grafik 34



Wie sieht es mit der Zukunft der Bilanzen aus? Die Gesundheit der Bilanzen lässt sich nicht weiter verbessern, aber es liegt noch ein langer Weg vor uns, bevor sie ein Risiko für Zahlungsausfälle oder die Spreads von Unternehmensanleihen darstellen. Der jüngste Anstieg des Gewinnwachstums wird sich in den kommenden Quartalen abschwächen. Diese Art großer Gewinnssprünge im Anschluss an eine Rezession ist ziemlich typisch, aber in der Regel auch nur von kurzer Dauer. Auch wenn das Wachstum der Unternehmensverschuldung im nächsten Jahr wahrscheinlich nicht sprunghaft ansteigen wird, ist es doch wahrscheinlich, dass es zuzunehmen beginnt. Derzeit erklärt sich das langsame Wachstum der Unternehmensverschuldung durch die Tatsache, dass die Unternehmensgewinne den Investitionsbedarf bei weitem übersteigen. Dies liegt zum einen daran, dass die Gewinne hoch sind, und zum anderen daran, dass der Investitionsbedarf niedrig ist. Dies wird sich nun ändern. Das Verhältnis von Vorräten zu Umsätzen befindet sich auf einem Rekordtief, und bei den Aufträgen für langlebige Wirtschaftsgüter ist bereits ein sprunghafter Anstieg zu verzeichnen. All dies deutet auf einen erneuten Anstieg der Investitionen im Jahr 2022 hin, der zum Teil durch eine steigende Verschuldung der Unternehmen finanziert werden wird.

In diesem Jahr konnten unsere verschiedenen mit Unternehmensanleihen bestückten Portfolio-Bausteine je nach Zusammensetzung bislang zwischen gut 4 und knapp 13 % zulegen.

Kennzahlen ICM Anleiheportfolios

Grafik 35

KENNZAHLEN												06.12.21
Portfolios	Währungen	Rating	99%- VaR	YTM	Kupon	ASW	Duration	ASW/Duration	YTD	Anzahl der Positionen	aktuelle Mindestanlagesumme*	
Short Duration EUR 10	EUR	keine Einschränkung	0,51%	0,18%	1,73%	87	0,7	128	1,40%	5	ca. 51.091,55 €	
All Grade All Currencies 20	EUR, USD	keine Einschränkung	3,15%	6,23%	4,86%	492	1,9	264	15,26%	18	ca. 258.774,50 €	
All Grade All Currencies 30	EUR, USD	keine Einschränkung	2,35%	6,44%	5,00%	534	2,1	252	11,85%	25	ca. 325.962,50 €	
All Grade EUR 20	EUR	keine Einschränkung	3,41%	4,89%	3,98%	447	2,2	199	10,53%	17	ca. 249.778,25 €	
All Grade EUR 30	EUR	keine Einschränkung	2,33%	4,34%	3,90%	407	2,2	184	7,47%	23	ca. 310.896,05 €	
Mid Grade All Currencies 10	EUR, USD	AAA bis BB-	3,29%	5,57%	4,53%	420	1,6	262	9,87%	9	ca. 89.784,10 €	
Mid Grade All Currencies 20	EUR, USD	AAA bis BB-	1,95%	12,42%	4,49%	998	1,7	581	8,00%	18	ca. 256.594,70 €	
Mid Grade All Currencies 30	EUR, USD	AAA bis BB-	1,48%	10,05%	4,46%	809	2,1	387	6,00%	25	ca. 327.307,60 €	
Mid Grade EUR 10	EUR	AAA bis BB-	3,14%	4,47%	4,14%	437	1,8	240	6,17%	9	ca. 89.644,40 €	
Mid Grade EUR 20	EUR	AAA bis BB-	2,00%	4,55%	4,03%	420	2,2	191	3,97%	17	ca. 171.072,65 €	

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



Rohstoffe: Wie billig ist Öl?

Die Ölpreise haben in den letzten Monaten eine wilde Fahrt hinter sich. Die Energiekrisenrallye, die die Brent-Preise im September und Oktober um 15,6 % in die Höhe getrieben hatte, verlor im November an Fahrt, als die Anleger darauf spekulierten, dass die Regierung Biden einen Teil der US-Erdölreserven freigeben würde. Die Ölpreise erlebten eine kurze Verschnaufpause, als die Freigabe von 50 Millionen Barrel Rohöl nicht überzeugend war. Der Brent-Preis fiel jedoch nach dieser Nachricht mit einem Knall zurück. Die Entscheidung der OPEC vom Donnerstag, dem Markt im Januar 400 Tausend Barrel pro Tag zusätzlich zur Verfügung zu stellen, kam zum Teil unerwartet. Sie kommt zu einer Zeit, in der die Ölnachfrage - und damit die Preise - durch das Auftauchen der Omicron-Variante erneut gefährdet sind. Die Entscheidung zur Erhöhung der Fördermenge - nach dem Besuch einer US-Delegation im Golf-Kooperationsrat - ist jedoch auch mit

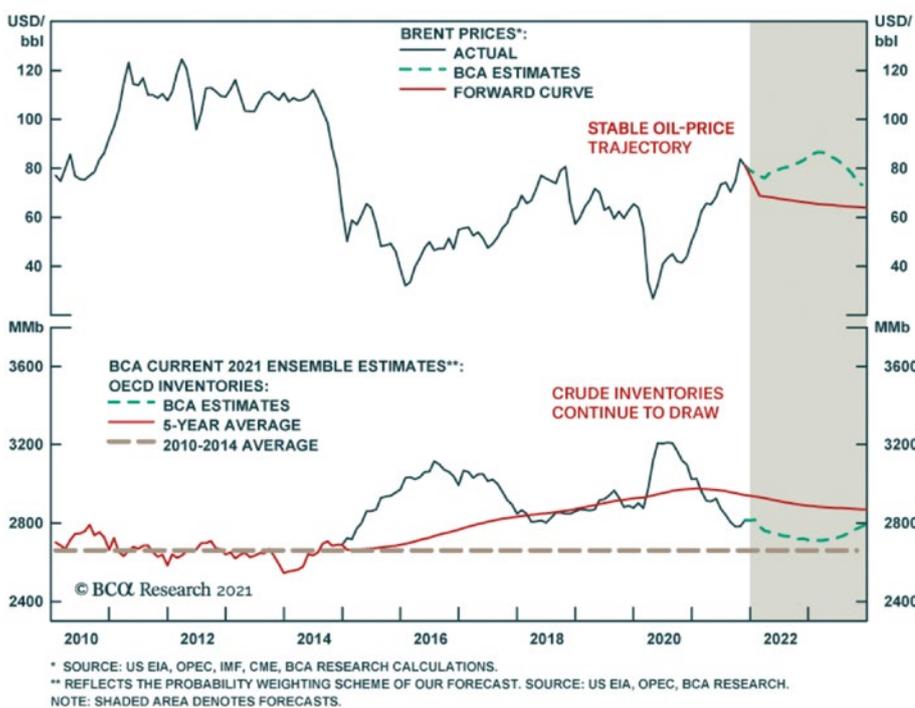
einer Ausstiegsklausel für die OPEC-Ölproduzenten verbunden. Sollten sich die Marktbedingungen verschlechtern, könnte das Kartell seine Entscheidung, vor seiner Sitzung am 4. Januar ohne Vorwarnung mehr Öl auf den Markt zu bringen, rückgängig machen. Die Ölpreise, die danach zunächst fielen, stiegen später wieder an.

Wir gehen davon aus, dass die Kernölproduzenten der OPEC-Koalition die Kontrolle über die globalen Ölmärkte durch ihre Produktionsmanagementstrategie aktiv aufrechterhalten werden. So werden sie ihre Fördermenge entsprechend den Marktdaten kalibrieren. Rohstoff- und Energiestrategen gehen davon aus, dass diese Dynamik im nächsten Jahr zu einem Rückgang der Ölvorräte führen wird. Daher dürfte der Brent-Preis schnell wieder den Wert von 80 \$/Barrel erreichen.

In letzter Zeit ist eine Debatte darüber entbrannt, wie billig oder teuer die aktuellen Ölpreise sind. Die Ölpreise werden durch die Nachfrage der sich wieder öffnenden und wachsenden Volkswirtschaften, durch Versorgungsprobleme aufgrund unzureichender Investitionen in die Energieinfrastruktur und in Kapitalströme (z. B. ESG), durch eine erhöhte Geldbasis und eine allgemeine Inflation usw. angetrieben. Doch wie steht der Ölpreis heute im Vergleich zu anderen Vermögenswerten da, die von ähnlichen makroökonomischen Kräften beeinflusst werden? Vergleicht man den Ölpreis mit anderen wichtigen Anlageklassen in den letzten 20 Jahren (Verhältnis des Ölpreises zu anderen Vermögenswerten), so erscheint Öl sehr günstig. Insbesondere liegt Öl nur im 12. Perzentil im Vergleich zu globalen Aktien (und im 7. Perzentil im Vergleich zu US-Aktien), im 10. Perzentil im Vergleich zu Kupfer, im 20. Perzentil im Vergleich zu Gold, im 40. Perzentil im Vergleich zu Anleihen und im 8. Perzentil im Vergleich zu Immobilien. Um auf den Median (50. Perzentil) des historischen relativen Niveaus anzusteigen, müsste Öl bei ca. 115 \$/Barrel gehandelt werden (wir sagen, dass dies konservativ ist, weil wir „teure Vermögenswerte“ wie die Bilanzen der Zentralbanken und den Nasdaq ausgeschlossen haben, was einen Median des Ölpreises im Bereich von 300 bis 500 \$/Barrel bedeuten würde). Zusammenfassend lässt sich sagen, dass der Ölpreis im Vergleich zu den Preisen verschiedener Vermögenswerte und der Geldbasis bemerkenswert günstig erscheint. Man könnte sagen, dass die ölproduzierenden Länder (oft Entwicklungsländer) die ölimportierenden Länder (oft Industrieländer) subventioniert haben, wenn man die allgemeine Geld- und Vermögensinflation in den Industrieländern in den letzten 20 Jahren betrachtet. Bitte beachten Sie, dass dies nur eine Möglichkeit ist, die Preise von

Ölpreis - Schätzung

Grafik 36





Vermögenswerten zu betrachten und nicht unsere kurzfristigen Preisziele darstellt.

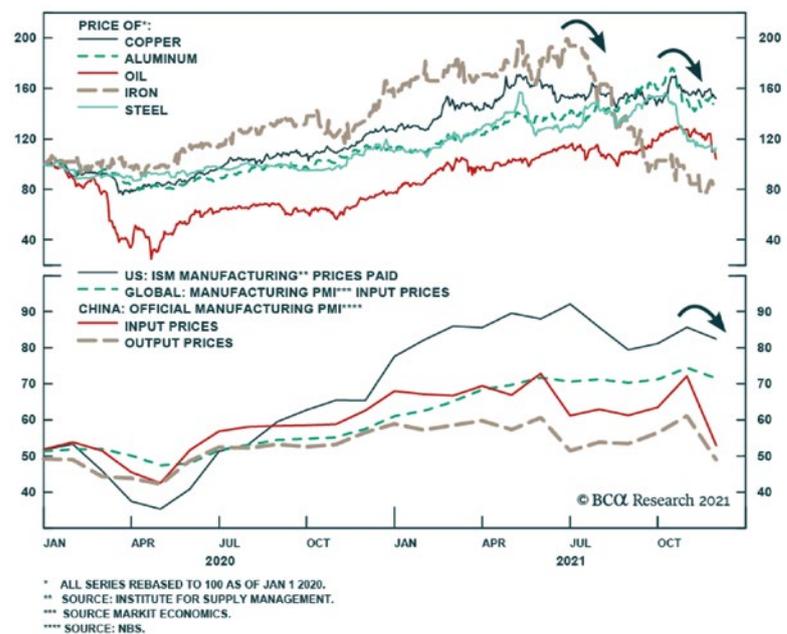
Nicht nur Öl hatte zuletzt zweistellig abgegeben, auch andere Rohstoffe erlebten eine spektakuläre Preisrallye, die – zumindest bei den Industrierohstoffen – nun im Sande zu verlaufen. Eisenerz – das Paradebeispiel für dieses Phänomen – ist zwischen Januar 2020 und seinem Höchststand im Juni 2021 um 99,5 % gestiegen. Seitdem ist er jedoch eingebrochen und liegt nun 13,7 % unter dem Stand von Anfang letzten Jahres. Diese Dynamik vollzieht sich verzögert - und in weniger dramatischer Weise - bei anderen Rohstoffen. Die Preisreihen der PMI-Umfragen für das verarbeitende Gewerbe vom November deuten ebenfalls darauf hin, dass der Preisdruck seinen Höhepunkt erreicht hat. Die ISM-Preisreihe des verarbeitenden Gewerbes verlor im vergangenen Monat 3,3 Punkte, während der globale PMI für das verarbeitende Gewerbe sowohl bei den Input- als auch bei den Outputpreisen einen Rückgang verzeichnete. Dieser Trend war in der offiziellen Veröffentlichung des chinesischen PMIs ebenfalls nachzuvollziehen. Dass weniger Nachfrage – gerade aus China – auf den

Preis drücken muss, ist nachvollziehbar. Jedoch liegt die Nachfrage bei einer Reihe von Metallen noch immer über der Produktion, und das bei ohnehin rückläufigen Lagerbeständen. Am extremsten lässt sich die bei Kupfer nachvollziehen. Eisenerz ist vielleicht die Ausnahme unter den den China-empfindlichen Rohstoffen. Eisenerz leidet weiter durch die Verschärfung der Produktions-

kürzungen bei Stahl, die sich aus der Kohlenstoffemissionspolitik in China ergeben. Obwohl diese Stahlproduktionskürzungen wahrscheinlich vor den Olympischen Winterspielen in China nicht nachlassen werden, ist der aktuelle Eisenpreis von 81 \$/Tonne deutlich unter seinem fairen Wert von 100 bis \$110. Dort sollte der Preisdurchschnitt für 2022 wieder liegen.

Rohstoffpreise

Grafik 37



Disclaimer

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

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

- Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkauf-

oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die ICM InvestmentBank AG Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die ICM InvestmentBank AG sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

- Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Bronzin Premium Income Fonds (A14XNT). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: keine



Hauptniederlassung Berlin

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

Niederlassung Dresden

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

Niederlassung Düsseldorf

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

Niederlassung Nürnberg

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

E-Mail: info@i-c-m.de

www.i-c-m.de

Herausgeber:
ICM InvestmentBank AG
Erscheinungsdatum:
06.12.2021

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht
Instituts-Nr. 117 810

Vorstand:
Dr. Norbert Hagen,
Tobias Zenker
Vorsitzender des
Aufsichtsrats:
Dr. Dieter Wenzl

Sitz der Gesellschaft ist Berlin.