

PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 01-02/2022





Lieber Leser/-in,

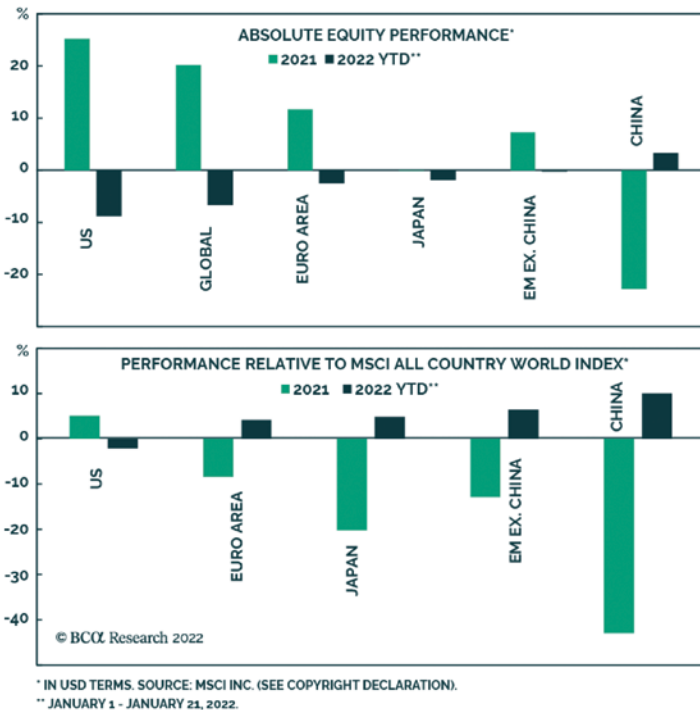
„Bleiben Sie zuversichtlich!“ So verabschiedet sich seit Beginn der Pandemie Ingo Zamperoni, Moderator bei den Tagesthemen im Fernsehsender ARD¹ von den Zuschauerinnen und Zuschauern. Diese Aufforderung dehnen wir aktuell auch auf die internationalen Kapitalmärkte aus, die bislang einen der schlechtesten Jahresstarts hingelegt haben.

Zum einen wurde der Absturz durch den Ukraine-Russland-Konflikt befördert, zum anderen muss man konstatieren, dass die hohe Inflationsrate und der angespannte Arbeitsmarkt gerade in den Vereinigten Staaten eine weiter expansive Geldpolitik nicht mehr zulassen.

Der daraufhin schnelle Anstieg der Anleiherenditen hatte dann vor allem zinssensitive Sektoren wie Immobilienaktien und Technologietitel getroffen. Wie nach Lehrbuch schnitten bislang Value-Titel besser ab als Wachstumswerte. Die nebenstehende Grafik zeigt auch, dass die Börsen, die 2021 die höchsten Renditen erzielten, nun seit Jahresanfang die größten Verluste erlitten haben. Dabei haben Transaktionen rund um den Optionsauslauf am 21. Januar noch Öl ins Feuer gegossen. Völlig außer Acht gelassen wurde dabei aber das gesunde wirtschaftliche Umfeld, das steigende Unternehmensgewinne generell stützt. Zudem liegen die Prognosen der Analysten für die laufende Berichtssaison über das vierte Quartal 2021 relativ niedrig und müssten mehrheitlich übertroffen werden können. Auch der überbordende Anstieg der Inflationsrate wird schon im ersten Halbjahr der Vergangenheit angehören. Dieser Mix sollte höhere Aktienkurse trotz restriktiverer Maßnahmen der Notenbanken auf jeden Fall rechtfertigen.

2022 als Spiegel von 2021?

Grafik 1



Herzlichst,
Ihr

Norbert Hagen

1) Arbeitsgemeinschaft der öffentlich-rechtlichen Rundfunkanstalten der Bundesrepublik Deutschland.



Die Fed beginnt.

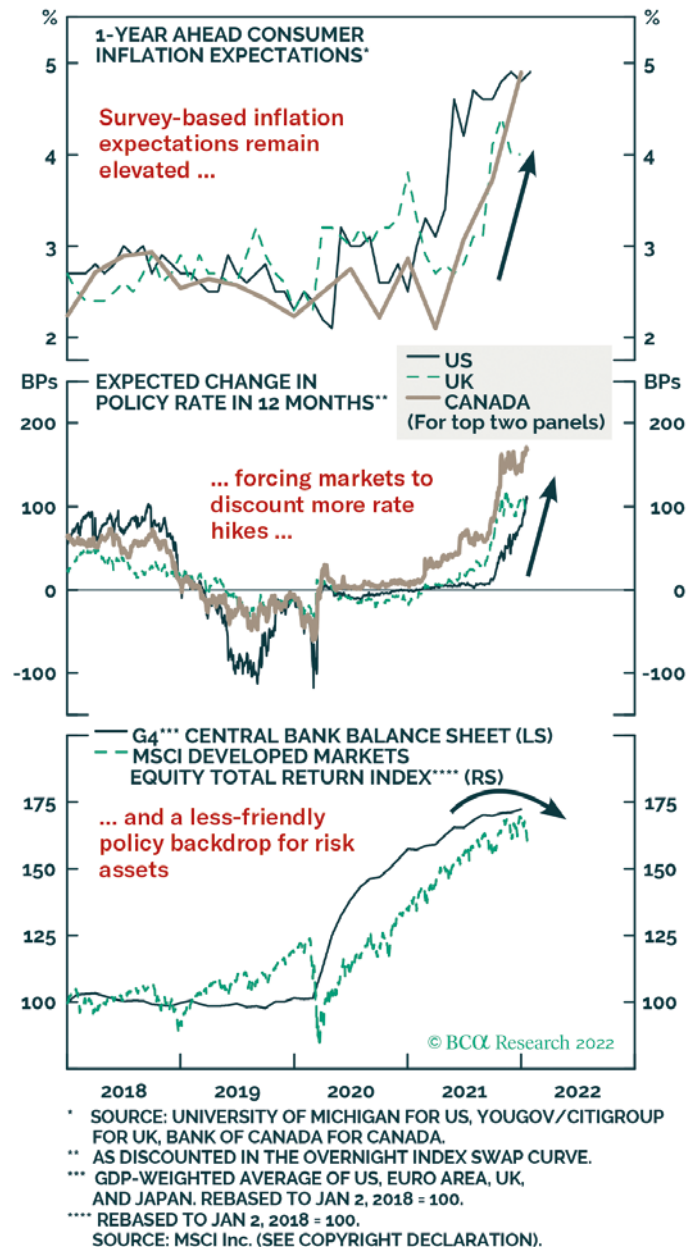
Seit der FOMC-Sitzung am 15. Dezember 2021 haben die Fed-Vertreter ihre Haltung als Reaktion auf den erneuten Anstieg der Inflation und der Anspannung auf dem Arbeitsmarkt verschärft. Nach unserer Einschätzung tendieren alle Präsidenten der regionalen Notenbanken, die 2022 stimmberechtigt sind, zu einer ersten Anhebung des Leitzinses um 0,25 % ab März. Neben der Dringlichkeit, die Ankäufe von Vermögenswerten zu beenden und aus der Nullzinspolitik auszusteigen, scheint die Fed ebenso sehr daran interessiert zu sein, mit dem Abbau ihrer Anleihebestände zu beginnen. Um dies zu erreichen, wird die Fed ihre Wertpapiere nicht vollständig verkaufen, sondern eine Obergrenze für die Reinvestition in fällige Vermögenswerte festlegen. Es ist wahrscheinlich, dass der Pfad für Leitzinserhöhungen nun steiler ist als im Dezember 2021. Die Märkte haben ihre Erwartungen hinsichtlich einer Zinsstraffung erhöht und rechnen nun mit mindestens vier Zinserhöhungen um je 25 Basispunkte im Jahr 2022.

Die eigentliche Überraschung bestand aber in der Entwicklung der Inflationserwartungen. Der drastische Rückgang der marktbasierten Messgrößen für die Inflationserwartungen deutet darauf hin, dass die Anleger ihre langfristigen Inflationserwartungen nach dem restriktiven Schwenk der Fed Ende 2021 nach unten korrigiert haben. Diese Dynamik zeigt, dass es der Fed gelingt, die langfristigen Inflationserwartungen zu verankern. Dies ist wichtig, denn solange die Glaubwürdigkeit der Fed intakt ist, d. h. die Marktteilnehmer davon ausgehen, dass sie in der Lage sein wird, ihr Inflationsmandat zu erfüllen, besteht für die Fed möglicherweise keine Notwendigkeit, die akkommodierende Politik schneller als von den Anlegern bereits erwartet zu beenden und so negative Effekte zu vermeiden.

Der nächste Test für die Glaubwürdigkeit der Fed wird möglicherweise nicht mehr in diesem Jahr stattfinden. In den kommenden 12 Monaten wird sich die Inflation wieder abschwächen, da sich das Konsumverhalten normalisiert und die Lieferketten wiederhergestellt werden. Dies sollte Verbrauchern, Unternehmen und Marktteilnehmern die Gewissheit geben, dass die Inflation unter Kontrolle kommt. Abgeleitet hiervon sollte daher die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen das Jahr bei etwa 2,25 % beenden. Diese Entwicklung der Treasury-Renditen dürfte es den Aktien ermöglichen, positive Renditen zu erzielen. Und was für die USA gilt, gilt für den Rest der Welt gleichermaßen.

Hohe Inflationserwartungen = mehr Zinsschritte

Grafik 2



So bleibt es bei der „goldenen Regel“ bei Aktien optimistisch zu bleiben, solange keine Rezession vor der Tür steht. Dieser Rahmen ist für die Bewertung des aktuellen Umfelds sehr aufschlussreich. Die Frage, die sich den Anlegern stellt, ist, ob sich der derzeitige Ausverkauf an den Aktienmärkten irgendwann umkehren wird oder ob er weitere deutliche Rückgänge ankündigt. Einige der zuverlässigen Frühindikatoren für eine Rezession deuten darauf hin, dass es sich um das erste, harmlosere Szenario handelt.



Obwohl die jährliche Veränderung des vorlaufenden Wirtschaftsindicators (LEI) des Conference Board seinen Höchststand erreicht hat, bleibt er extrem hoch und liegt deutlich über dem Niveau, das er in der Vergangenheit im Vorfeld von Rezessionen hatte. Ein weiterer zuverlässiger Rezessionsindikator ist die Ausrichtung der Renditekurve, definiert als Differenz zwischen der Rendite 10-jähriger Staatsanleihen und dem 3-Monats-Satz. In der Vergangenheit war eine umgekehrte Renditekurve - wenn der 3-Monats-Satz über dem 10-Jahres-Satz liegt - ein Vorbote einer Rezession. Heute flacht sich die Renditekurve zwar ab, ist aber immer noch positiv geneigt. Das Risiko einer Rezession in den nächsten drei bis sechs Monaten liegt bei unter 1%. Das ist weit entfernt von dem Wert von über 20%, der normalerweise eine Rezession anzeigt.

Zugegebenermaßen befinden wir uns in einer weniger lukrativen Phase für Aktien als zu Beginn der Pandemie, dennoch rechnen wir in den nächsten 12 Monaten mit steigenden Aktienkursen.

Welche negativen Überraschungen sind nicht eingepreist?

Der ehemalige Optionshändler Nassim Nicholas Taleb veröffentlichte 2007 sein Buch über die Macht höchst unwahrscheinlicher Ereignisse, die er „Black Swan“ nannte, und deren extremen Auswirkungen.

Wir haben nachfolgend einige schwarze Schwäne aufgegriffen.

Schwarzer Schwan Nr. 1: Ausbruch großer sozialer Unruhen in China

Die Finanzprobleme Chinas sind in diesem Jahr ein Hauptrisiko für Anleger. Sie sind eher als „Graues Nashorn“, denn als „Schwarzer Schwan“ einzustufen. Es ist durchaus wahrscheinlich, dass sich die Probleme im chinesischen Finanz- und Immobiliensektor im Jahr 2022 negativ auf die chinesischen und globalen Finanzmärkte auswirken werden. Was die Anleger derzeit nicht erwarten, ist ein Ausbruch sozialer Unruhen in China, der den zwanzigsten nationalen Parteikongress im Herbst stört und die offizielle Darstellung der Kommunistischen Partei in Frage stellt, dass sie die Pandemie und den zugrunde liegenden wirtschaftlichen Übergang reibungslos bewältigt.

Soziale Unruhen sind angesichts der neuen Inflationswelle ein großes Risiko in der ganzen Welt. Die meisten Demokratien haben seit Beginn der Pandemie bereits in den Regierungen gewechselt und ihre politischen Systeme adjustiert, doch die großen Schwellenländer - Russland, Indien, die Türkei und Brasilien - haben dies nicht getan. In diesen Ländern haben sowohl die politischen Führer, als auch die Regierungsparteien stark an Rückhalt in der Bevölkerung verloren.

In China gibt es kaum Meinungsumfragen, die Befragten können nicht offen sprechen. Es ist möglich, dass die Unterstützung für die Regierung zugenommen hat, weil sie die Zahl der Todesfälle durch die Pandemie heruntergespielt hat. Es ist aber auch möglich, dass

Krisenherde und ihr möglicher ökonomischer Einfluss

Grafik 3



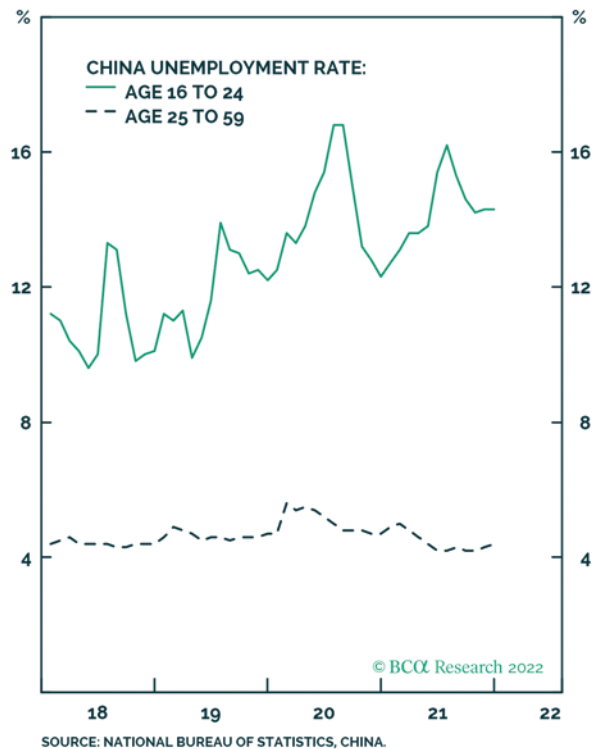


dies nicht der Fall ist. Die Politik Pekings hat sich in den letzten Jahren negativ auf die Wirtschaftselite des Landes und die Außenbeziehungen ausgewirkt. Es gibt unzufriedene Fraktionen in China, obwohl die derzeitige Regierung die wichtigsten Machtorgane fest im Griff hat. Da Präsident Xi in diesem Herbst versucht, seine persönliche Herrschaft zu festigen und China auf den Weg der Autokratie zu schicken, der sich unter dem Vorsitzenden Mao Zedong als katastrophal erwiesen hat, ist es möglich, dass er auf überraschenden Widerstand stoßen wird. Chinas Wirtschaftswachstum verlangsamt sich und lag Ende letzten Jahres bei 4,0 % im Vergleich zum Vorquartal. Die Behörden lockern zwar ihre Politik, um den Aufschwung zu sichern, aber es besteht die Gefahr, dass die Unterstützung nicht ausreicht. Die Stimmung im privaten Sektor wird sich weiterhin eintönen, was sich in der schwachen Geldumlaufgeschwindigkeit und der geringen Ausgabenbereitschaft von Unternehmen und Haushalten widerspiegelt. Die Regierung wird im Vorfeld der politischen Umbildung weiterhin repressiv vorgehen. Zumindest in der ersten Jahreshälfte wird die Wirtschaft unruhig bleiben. Strukturell ist China reif für soziale Unruhen. Das Land leidet unter großer Einkommensungleichheit und geringer sozialer Mobilität, vergleichbar mit den USA und Brasilien, die beide mit politischen Umwälzungen zu kämpfen haben. Darüber hinaus hält Covid-19 China im Würgegriff. Diese „Null-Covid“-Politik minimiert die Zahl der Todesfälle, unterdrückt aber die Wirtschaftstätigkeit. Die strenge Politik hat auch dazu geführt, dass die Bevölkerung nur über eine sehr geringe natürliche Immunität verfügt, und die neue Omicron-Variante ist noch ansteckender als andere Varianten. Daher ist es sehr wahrscheinlich, dass das Regime die Maßnahmen verdoppeln wird, um einen explosiven Ausbruch zu verhindern. Der Dienstleistungssektor der Wirtschaft wird weiter leiden, wenn die strengen Abriegelungen aufrechterhalten werden, was die finanziellen Schwierigkeiten der Haushalte und Unternehmen noch verschärft. In anderen Ländern der Welt haben Regierungsbeschlüsse zur Wiedereinführung von Ausgangssperren bereits Unruhen ausgelöst. Chinas „Elendsindex“ (Arbeitslosigkeit plus Inflation) steigt drastisch an. Zwar ist das Elend angeblich geringer als in anderen Schwellenländern, doch sind die chinesischen Arbeitslosenzahlen bekanntermaßen unzuverlässig. Wenn wir ein Worst-Case-Szenario annehmen und die Jugendarbeitslosigkeit und die Kraftstoffpreise betrachten, ist das Elend noch viel größer. Die Jugendlichen, die es am schwersten haben, einen Arbeitsplatz zu finden, sind auch am ehesten bereit zu protestieren, wenn die Bedingungen unerträglich werden (Schaubild 6). Wenn sich die sozialen Unruhen auf die Studenten beschränken, werden sie natürlich von der breiten Bevölkerung nicht unterstützt. Der Grund für die Besorgnis der chinesischen Behörden ist jedoch die Inflation und nicht der Aktivismus der Jugend, denn die Inflation ist ein allgemeines Problem, das sowohl die Arbeiter als auch die Studenten betrifft.

Warum sollten die Demonstranten ihren Hals riskieren, wenn sie wissen, dass die Kommunistische Partei auf jedes Anzeichen von Instabilität während der politischen Umbildung durch Präsident Xi Jinping heftig reagieren wird?

Arbeitslosenquote in China

Grafik 4



Es stimmt, dass Festlandchinesen nicht zu politischem Aktivismus neigen, wie er in den letzten Jahren bei Protesten in Hongkong aufflammte. Auch der Polizeistaat wird schnell handeln, um jegliche Unruhen zu unterdrücken.

Doch der gesamte Fokus der Regierung Xi Jinping liegt seit 2012 auf der Wiederherstellung der politischen Legitimität und der Verhinderung von Unzufriedenheit in der Bevölkerung. Xi ist hart gegen Korruption, Umweltverschmutzung, Wohnungspreise und Bildungspreise vorgegangen und hat seine Agenda „Gemeinsamer Wohlstand“ angekündigt, um die unteren und mittleren Bevölkerungsschichten zu beschwichtigen. Das Regime ist auch hart gegen die Medien, die sozialen Medien, die Zivilgesellschaft und ideologische Meinungsverschiedenheiten vorgegangen, um zu verhindern, dass die politische Opposition Fuß fasst. Wäre die Regierung nicht um die soziale Instabilität besorgt, hätte sie diese Maßnahmen nicht ergriffen. Krankheiten, die oft mit Hungersnöten oder Unruhen einhergehen, haben beim Sturz von sechs von zehn Dynastien eine Rolle gespielt, so dass Peking die Risiken nicht auf die leichte Schulter nehmen wird.



Schwarzer Schwan Nr. 2: Russland besetzt die Rest-Ukraine.

Die Beziehungen zwischen den USA und Russland stehen kurz vor dem völligen Zusammenbruch, und russische Aktien haben entsprechend unseren rückläufigen Empfehlungen in den Berichten der letzten zwei Jahre abverkauft. Russlands Drohung mit einer erneuten Invasion in der Ukraine ist glaubwürdig. Nach den jüngsten Äußerungen des deutschen Bundeskanzlers Olaf Scholz zu urteilen, sind die westlichen Staaten immer noch unentschlossen, was die Gegendrohung von Wirtschaftssanktionen angeht, und keiner behauptet, dass er zur Verteidigung der Ukraine in den Krieg ziehen würde.

Russland ist bestrebt, die drohende militärische und wirtschaftliche Integration der Ukraine in den Westen zu verhindern. Die USA und das Vereinigte Königreich beliefern die Ukraine mit Verteidigungswaffen, obwohl Russland sie ausdrücklich auffordert, dies einzustellen. Präsident Putin könnte kurzfristigen wirtschaftlichen Schmerz dem langfristigen Sicherheitsgewinn vorziehen. Wenn Russland einmarschiert, so die einhellige Meinung, wird es eine begrenzte Invasion durchführen. Was aber, wenn Russland in der gesamten Ukraine einmarschiert? Um es klar zu sagen: Eine vollständige Invasion ist unwahrscheinlich, weil sie für Russland viel schwieriger und kostspieliger wäre. Sie würde Putins Strategie des kalkulierten Risikos und des begrenzten Konflikts zuwiderlaufen.

Die Tabelle vergleicht die Größe und Stärke Russlands und der Ukraine mit einem Vergleich zwischen den USA und dem Irak im Jahr 2002. Dies ist kein schlechter Vergleich, wenn man bedenkt, dass die Landfläche und das aktive Militärpersonal der Ukraine und Iraks vergleichbar sind. Russland hätte eine viel größere Herausforderung zu bewältigen als die USA. Die ukrainische Bevölkerung im Haupterwerbsalter ist 2,5 Mal so groß wie die des Irak im Jahr 2002, und die Militärausgaben sind dreimal so hoch. Das BIP und die Militärausgaben der USA waren 150- bzw. 250-mal größer als das des Irak, während das BIP und die Militärausgaben Russlands etwa zehnmal größer sind als die der Ukraine heute. Der Irak war für die nationale Sicherheit der USA nicht lebenswichtig, während die Ukraine für Russland lebenswichtig ist; für Russland steht mehr auf dem Spiel und es ist bereit, größere Risiken einzugehen. Aber die Ukraine ist in einer besseren Verfassung, um der russischen Besatzung zu widerstehen, als es der Irak war, um der amerikanischen zu widerstehen. Der Punkt ist, dass die US-Invasion zunächst reibungslos verlief, sich dann in den Aufständen verzettelte und schließlich sowohl politisch

als auch geopolitisch nach hinten losging. Russland würde einen enormen Aufwand an Blut und Schätzen betreiben, der in keinem Verhältnis zu seinem Ziel steht, das Potenzial der Ukraine zu neutralisieren, ein westlicher Verteidigungsbündnispartner und Standort für eine „militärische Infrastruktur“ zu werden.

Eine Teilinvasion hat jedoch auch Nachteile. Der Rest des ukrainischen Staates wäre geeint und mobilisiert, fähig, sich in die westliche Welt zu integrieren, und bereit, einen permanenten Aufstand gegen die russischen Truppen in der Ostukraine zu unterstützen. Russland verfügt über Streitkräfte in Weißrussland, auf der Krim und am Schwarzen Meer sowie an der Ostgrenze der Ukraine, was die Befürchtung aufkommen lässt, dass Russland eine Invasion des gesamten Landes in drei Richtungen versuchen könnte. Kurzum, es ist denkbar, dass die russische Führung den sowjetischen Fehler begeht, bei den militärischen Zielen zu weit zu gehen, oder dass sich ein Krieg in der Ostukraine ungewollt auf den Westen ausweitet. Sollte Russland versuchen, die gesamte Ukraine zu erobern, wären die globalen Auswirkungen enorm. Zum ersten Mal seit dem Zweiten Weltkrieg würde ein Krieg dieser Größenordnung auf dem europäischen Kontinent Regierungen und Bevölkerungen bis in die Knochen erschüttern. Die Grenzen zu Polen, Rumänien, den baltischen Staaten, der Slowakei, Ungarn, Finnland und dem Schwarzmeerraum würden militarisiert werden. Die Maßnahmen der NATO zur Sicherung ihrer Mitglieder und zur Verstärkung ihrer Grenzen würden die Spannungen mit Russland verschärfen und die Angst vor einem größeren Krieg schüren. Die Handelsströme würden zerstört, was selbst neutrale Staaten, auch im Schwarzmeerraum, in Mitleidenschaft ziehen würde. Die Energieversorgung würde sich weiter verknappten und Russland und wahrscheinlich auch Europa in eine Rezession stürzen. Die Beeinträchtigung des Geschäfts- und Reiseverkehrs in Osteuropa wäre tiefgreifend und dauerhaft, nicht nur aufgrund der Sanktionen, sondern auch aufgrund einer tiefgreifenden Risikoscheu, die ausländische Investoren in der ehemaligen Sowjetunion und dem ehemaligen Warschauer Pakt treffen würde. Deutschland wäre gezwungen, seine Unentschlossenheit aufzugeben, da es von den USA und dem übrigen Europa unter Druck gesetzt würde, angesichts einer solchen Aggression den Schulterschluss zu suchen. Die Wahrscheinlichkeit, dass Finnland und Schweden der NATO beitreten, würde erheblich steigen, was die Sicherheitsbedenken Russlands noch verstärken würde. Russland würde drastische Handelseinbußen erleiden, was zu einer Rezession führen würde, und der Zusammenbruch seiner Währung würde die Inflation anheizen.



Russland-Ukraine Konflikt im Vergleich zum Irak-Krieg

Grafik 5

	IRAQ (2002)	UKRAINE
PHYSICAL ENVIRONMENT		
Land Area (sq km)*	437,370	579,400
Population*	24,931,922	44,134,693
Population Density (per sq km)*	57.0	76.2
Urbanization Rate (Urban Population as % of Total)*	68.6	69.6
RESISTANCE		
Prime Age Population (18-69 Years Old)**	12,098,687	30,733,879
Military Personnel (Active)***	389,000	209,000
Reserves***	650,000	900,000
Military Expenditure (Mn USD)****	2093	5995
Oil Production (Th BBL/Day)*****	2345	33
GDP (Bn USD)*	95.2	97.9
Allies	-	NATO?
RESOURCE		
	US (2002)	RUSSIA
Prime Age Population (18-69 Years Old)**	187,629,506	100,556,031
Military Personnel (Active)***	1,414,000	900,000
Reserves***	1,259,300	2,000,000
Military Expenditure (Mn USD)****	537912	66838
Oil Production (Th BBL/Day)*****	5721	10312
GDP (Bn USD)*	14117	1416
Allies	Poland, Australia, UK	-
RESOURCE DIFFERENTIALS		
	US VS. IRAQ	RUSSIA VS. UKRAINE
Prime Age Population	15.5	3.3
Military Personnel	2.6	2.6
Military Expenditure	257.0	11.1
Oil Production	2.4	312.5
GDP	148.3	14.5
RESISTANCE DIFFERENTIALS		
	UKRAINE VS. IRAQ	
Prime Age Population	2.5	
Military Personnel	1.1	
Military Expenditure	2.9	
Oil Production	0.0	
GDP	1.0	

* SOURCE: WORLD BANK.
 ** SOURCE: UN.
 *** SOURCE: THE MILITARY BALANCE.
 **** DATA FOR IRAQ IS FROM 2004. SOURCE: SIPRI.
 ***** SOURCE: EIA.

NOTE: WHILE GULF WAR 2.0 HAPPENED FROM 2003 TILL 2011, THE ECONOMIC AND MILITARY CAPACITIES FOR THE US AND IRAQ WERE TAKEN FROM 2002 BECAUSE THE START OF THE WAR IN 2003 WOULD HAVE DETERIORATED OR CRIPPLED THEIR RESPECTIVE CAPABILITIES. 2002 REPRESENTS PEAK HEALTH OF US/IRAQ MILITARY AND ECONOMIC MIGHT (EX-9/11 AND GULF WAR 1.0 SANCTIONS AND NO FLY ZONES).

Letztlich wären die Folgen für das Putin-Regime und Russland aufgrund der Rezession und der internationalen Isolation negativ. Kurzfristig würde sich die russische Bevölkerung jedoch hinter der Flagge versammeln und einen Krieg unterstützen, der die NATO daran hindern soll, Raketen vor ihrer Haustür zu stationieren. Und ihre Isolation wäre nicht vollständig, da sie ihre Beziehungen zu China verstärken und den Handel über Stellvertreterstaaten in der ehemaligen Sowjetunion abwickeln würden.

Eine umfassende Invasion der gesamten Ukraine ist höchst unwahrscheinlich, da sie für Russland militärisch, wirtschaftlich und politisch sehr kostspielig wäre. Die Wahrscheinlichkeit ist jedoch nicht gleich null, zumal eine partielle erneute Invasion zu einem größeren Krieg führen könnte. Während die weltweiten Anleger auf einen begrenzten Krieg in der Ostukraine mit einer moderaten Risikoreduzierung reagieren würden, würde ein umfassender Krieg eine massive weltweite Flucht in Sicherheit auslösen, da er die gesamte Friedensordnung in Europa nach dem Zweiten Weltkrieg in Frage stellen würde.



Schwarzer Schwan Nr. 3: Cyberangriffe greifen auf die reale Welt über.

Die Anleger sind sich der Risiken der Cybersicherheit sehr bewusst - sie nehmen einen respektablen, wenn auch nicht beherrschenden Platz in der Rangliste der wahrscheinlichen Krisenereignisse ein. Daher hatten wir in früheren Ausgaben der Publikation dieses Thema bereits beleuchtet. Unsere Sorge ist, dass ein Cyberangriff auf die reale Welt übergreifen und kritische Infrastrukturen und Lieferketten beeinträchtigen und/oder militärische Vergeltungsmaßnahmen auslösen könnte.

Russische Angriffe auf kritische US-Infrastrukturen durch Ransomware-Banden legten 2021 eine US-Kraftstoffpipeline, eine Fleischfabrik und andere kritische Infrastrukturen lahm. Seitdem haben die beiden Länder Verhandlungen über Cybersicherheit geführt. Das russische Föderale Sicherheitsbüro ist gegen eine der bekanntesten Banden, REvil, vorgegangen - ein Zeichen dafür, dass die USA und Russland trotz der Auseinandersetzung um die Ukraine weiter verhandeln.

Eine erneute Invasion in der Ukraine würde jedoch jede Hoffnung auf eine Zusammenarbeit im Cyberbereich oder anderswo zunichtemachen. Russland setzt bereits Cyberangriffe gegen die Ukraine ein, und diese Aktivitäten könnten sich auf die Partner der Ukraine ausdehnen, wenn sich der militärische Konflikt ausweitet. Sollten die USA und die EU umfassende Sanktionen verhängen, die der russischen Wirtschaft schaden, könnte Russland Vergeltung üben, und zwar nicht nur durch eine Verknappung der Energieversorgung, sondern auch durch Cyberangriffe. Alle NATO-Partner und Verbündeten wären verwundbar, auch wenn einige Staaten schneller reagieren werden als andere. Eine Einmischung in die französischen Wahlen zum Beispiel wäre ein Brandbeschleuniger.

Die Schlüsselfrage lautet: Wenn Russland die NATO-Staaten mit schädlichen Cyberangriffen angreift, wann würde dann Artikel V, die Klausel zur gegenseitigen Verteidigung, ausgelöst? Es gibt keine festgelegten Verhaltensregeln oder rote Linien im Cyberspace, so dass die Welt die Grenzen der einzelnen Nationen durch Konfrontation und Vergeltung kennen lernen muss.

Ähnliche Cyber-Risiken könnten sich aus anderen Konflikten ergeben. So ist China wahrscheinlich nicht bereit, in Taiwan einzumarschieren, aber es hat ein Interesse daran, der Insel im Vorfeld der Zwischenwahlen im Herbst wirtschaftliche Kosten aufzuerlegen. Taiwans entscheidende Rolle in der Halbleiterlieferkette bedeutet, dass eine Unterbrechung der Produktion weltweite Auswirkungen hätte.

Israel und die USA haben bereits Cyberfähigkeiten eingesetzt, um den Iran anzugreifen und sein Atomprogramm zu stoppen. Diese Fähigkeiten werden notwendig sein, wenn der Iran sich der Breakout-Kapazität nähert. Dennoch könnte der Iran Vergeltungsmaßnahmen ergreifen, die zu einer Unterbrechung der Öllieferungen führen.

Nordkorea hat im September letzten Jahres einen neuen Zyklus von Provokationen begonnen und in den letzten vier Monaten seine Raketestests beschleunigt, und es ist unzufrieden mit den unvollendeten diplomatischen Bemühungen der Trump-Regierung. Im Zuge der letzten globalen Krise im Jahr 2010 führte Nordkorea mehrere militärische Angriffe gegen Südkorea durch. Südkorea könnte aufgrund der Präsidentschaftswahlen im Mai verwundbar sein. Die Halbleiter- oder Elektroniklieferkette könnte hier wie auch in Taiwan unterbrochen werden.

Cybersecurity immer wichtiger

Grafik 6

	CYBERSECURITY EVENTS RANK IN TOP GLOBAL RISKS	
	BLACKSTONE*	WORLD ECONOMIC FORUM**
2022		7
2021	11	9
2020		6
2019		4
2018	14	3
2017		5
2016		8
2015	2	9
2014		5
2013		6
2012	6	4

* RANKING RANGES FROM 1 TO 15, WITH HIGHER RANK SIGNIFYING EITHER HIGHER LIKELIHOOD OF HAPPENING OR HIGHER RISKS TO INVESTORS.

** RANKING RANGES FROM 1 TO 10, WITH HIGHER RANK SIGNIFYING EITHER HIGHER LIKELIHOOD OF HAPPENING OR HIGHER RISKS TO INVESTORS.

SOURCE: BLACKSTONE AND WORLD ECONOMIC FORUM.

Leider gibt es keinen Verhaltenskodex für den Cyberspace. Da die geopolitischen Spannungen zunehmen und die Nationen die Grenzen ihrer Cyberfähigkeiten austesten, besteht die Gefahr, dass kritische Infrastrukturen beeinträchtigt werden. Dies könnte zu einer Verschärfung von Lieferkettenproblemen führen oder kinetische Reaktionen der Opferstaaten hervorrufen.



Asset Allokation

Als die Januar-Allokation am 04.01. auf dem Tisch lag, war die Welt an den Börsen noch von Optimismus geprägt. Tags zuvor hatte der S+P 500 Index die Marke von 4.800 Punkten und damit ein neues Allzeithoch erreicht. Die Übergewichtung der US-Aktien war seit Anfang Dezember von 46,7 % auf 46,2 % leicht gesunken. Erhöht wurden Positionen in Europa inkl. Großbritannien. Insgesamt stieg der Anteil der Aktien von 66,4 % auf 68,9 % wieder an. Demgegenüber wurde die Untergewichtung bei den US-Staatsanleihen abgebaut und gerade im Vereinigten Königreich und Japan weiter ausgebaut. Insgesamt ging der Anteil der Anleihen von 31,1 % auf 28,7 % zurück.

BCA Research Macro Quant, Stand 1. 2. 2022

Grafik 7

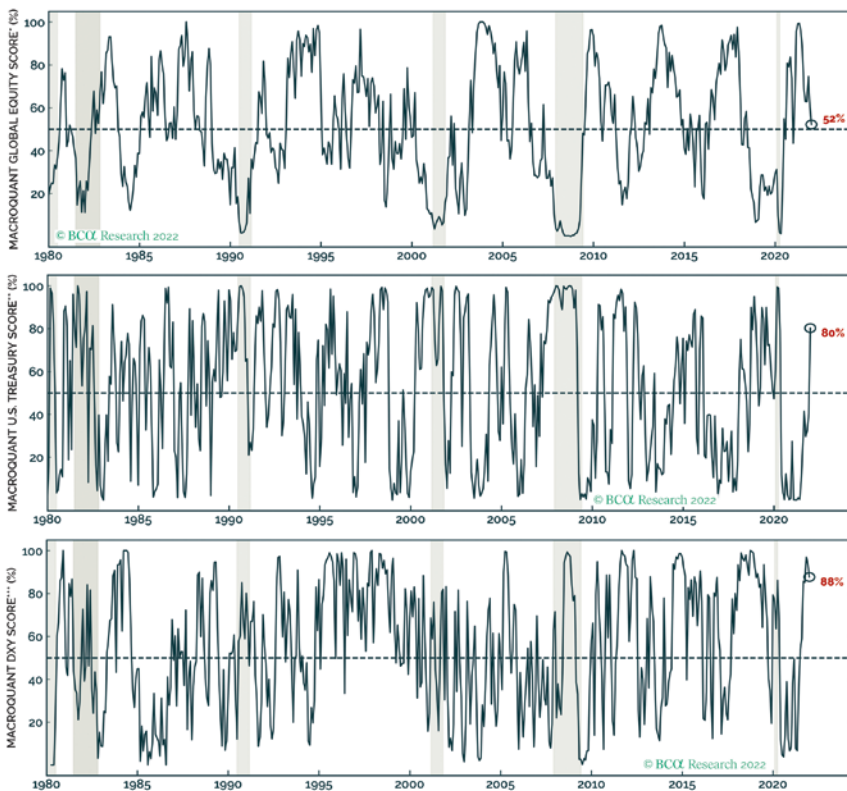
	Equities**			Bonds***			Cash****		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	37,1	46,2	+9,1	11,7	10,6	-1,1			
EURO AREA	4,9	5,1	+0,1	10,0	5,9	-4,1	0,4	0,4	-0,0
CORE	4,2	4,4	+0,2	6,1	4,5	-1,7			
PERIPHERY	0,7	0,7	-0,0	3,8	1,4	-2,4			
U.K.	2,2	2,7	+0,5	2,8	2,3	-0,5	0,4	0,4	-0,0
JAPAN	3,3	1,9	-1,5	9,3	7,5	-1,8	0,4	0,4	-0,0
CANADA	1,7	2,7	+0,9	0,7	0,3	-0,4	0,4	0,4	-0,0
AUSTRALIA	1,0	0,8	-0,3	0,6	0,6	+0,0	0,4	-0,4	-0,0
OTHER DM	3,3	3,9	+0,5	0,6	0,4	-0,1	0,4	-0,4	-0,0
EMERGING ASIA	5,2	4,8	-0,4	1,3	0,8	-0,5			
LATIN AMERICA	0,4	0,4	-0,0	0,2	0,1	-0,1			
OTHER EM	0,7	0,6	-0,1	0,4	0,2	-0,2			
TOTAL	60,0	68,9	+8,9	37,5	28,7	-8,8	2,5	2,4	-0,1

* MODEL RECOMMENDATIONS ARE BASED ON OUR MACROQUANT MODEL AND OTHER PROPRIETARY QUANTITATIVE INDICATORS.
 ** IN US\$ TERMS.
 *** CURRENCY-HEDGED.
 **** NEGATIVE ALLOCATIONS ARE SHORT THE CURRENCY VERSUS THE US DOLLAR.
 NOTE: NUMBERS MAY NOT ADD UP DUE TO ROUNDING.

Betrachtet man die einzelnen Assetklassen für sich selbst, ergab sich am Tag des Optionsauslaufs, dem 21.01.22, ein anderes Bild. Unter Zugrundelegung einer bis zu 100 %igen Gewichtung der Assetklassen sanken Aktien auf 52 % (neutral), während Staatsanleihen auf sagenhafte 80 % anstiegen. In gleichem Ausmaß hat das System eine Kassenhaltung in Dollar zu Lasten anderer Währungen nahegelegt (88 %).

Macro Quant: Gewichtungen von Aktien, Staatsanleihen und US-\$

Grafik 8



Unter den Sektoren gab es unterhalb der Top-Position "Energie" einige Verschiebungen. So stiegen die Güter des täglichen Bedarfs (Consumer Staples) auf den zweiten Platz, Health Care, Rohstoffe, Immobilien und Finanztitel sind nur neutral bewertet.

In unserem Portfolio aus ETFs (Exchange Traded Funds) hat sich seit der letzten Perspektiven-Ausgabe nichts geändert. Schwerpunkte bleiben die europäischen Aktienindices. Für das Jahr 2021 konnte das seit 2008 bestehende Portfolio mit einer Performance von 21,75% glänzen und lag damit über der von Benchmark MSCI Welt in Euro (28,99 %). Seit Jahresbeginn liegt das Portfolio leicht im Minus, bleibt aber damit besser als die Benchmark.

* THE MACROQUANT GLOBAL EQUITY SCORE IS A MARKET-WEIGHTED SUM OF ALL MACROQUANT REGIONAL EQUITY SCORES.
 ** THE MACROQUANT BOND MODEL IS BASED ON 76 BUSINESS CYCLE, MONETARY/FINANCIAL, SENTIMENT/TECHNICAL, AND VALUATION METRICS.
 *** THE MACROQUANT DXY MODEL COMPUTES THE DXY SCORE BASED ON THE DEVIATION OF THE DXY FROM ITS FAIR VALUE AND VARIOUS SENTIMENT AND TECHNICAL VARIABLES, INCLUDING MOMENTUM, FUND FLOWS, AND POSITIONING.
 NOTE: SHADED AREAS REPRESENT NBER-DESIGNATED RECESSIONS.
 SOURCE: MACROQUANT VERSION 2.0.
 FOR MORE INFORMATION ON THE MACROQUANT MODEL PLEASE REFER TO: GLOBAL INVESTMENT STRATEGY TACTICAL GLOBAL ASSET ALLOCATION MONTHLY UPDATE BASED ON BCA RESEARCH'S MACROQUANT MODEL.

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.



Referenz-Portfolio-Fonds und ETFs										10:18
Stückzahl Gewicht.	NAME WRN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Gewinn in % / Verlust in €	Risiko-Klasse (RK)		
313,97	ISHARES MSCI AUSTRALIA A0YJ80	MSCI Australien	32,850 €	36,98 €	12,56%	10.313,91 € 11.11.20	12,56% 1.295,13 €	B		
339,37	ISHARES MSCI EM ACC A0RPNWJ	MSCI Emerging Markets Index	36,122 €	36,34 €	0,61%	12.258,96 € 24.09.21	0,61% 75,24 €	C		
436,00	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	42,13 €	24,37%	14.769,50 € 28.02.20	24,37% 3.599,18 €	C		
740,13	X MSCI WORLD ENERGY A113FF	MSCI World Energy (Nachkauf am 27.04.20)	20,946 €	32,17 €	53,59%	15.502,81 € 07.04.16 / 09.04.18	53,59% 8.307,24 €	B		
621,36	KRANESHARES CSI CHINA IT EUR A2QETP	CSI China Internet UCITS ETF (Nachkauf am 23.11.2020)	19,440 €	14,19 €	-27,00%	12.079,24 € 18.10.21	-27,00% -3.261,52 €	C		
126,16	LYXOR IBERX5 DR LYX0A6	IBEX5	86,549 €	85,60 €	-1,10%	10.919,08 € 04.07.19	-1,10% -119,79 €	E		
90,18	ISHARES CORE FTSE 100 ACC A0VEDM	FTSE 100	135,920 €	157,02 €	15,52%	12.257,27 € 07.04.21	15,52% 1.902,80 €	C		
141,57	ISHARES FTSE MIB ACC A0VEDP	Italien	84,08 €	109,30 €	29,99%	11.903,94 € 09.03.20 / 18.10.21	29,99% 3.569,99 €	B		
525,98	XWORLD HEALTH A113FD	MSCI World Health Care	28,156 €	42,36 €	50,45%	14.809,68 € 2014/2015/2021	50,45% 7.470,84 €	C		
667,77	X MSCI WORLD FINANCIALS A113FE	MSCI World Financials	16,516 €	22,92 €	38,77%	11.028,89 € 05.02.18	38,77% 4.276,40 €	B		
1.152,48	ISHR GOLD PROD A11KQJ	Ishares Gold Producers UCITS ETF USD	12,734 €	11,72 €	-7,93%	14.675,70 € 03.12.20 / 08.02.21	-7,93% -1.163,99 €	B		
Benchmark:			Kurs am	3.231,73 USD	letzter Schlusskurs	3.005,63 USD	-7,00%			
MSCI WORLD			31.12.21	2.838,33 EUR		2.691,53 EUR	-5,17%			
		Performance seit Start p.a.		ETF	MSCI in €					
		Performance seit Start p.a.		232,94%	177,50%					
		Performance seit Start p.a.		9,12%	7,69%					
Portfolioentwicklung mit Absicherung										
Aktueller Portfoliowert in EURO: 31.01.22										
Portfoliostartwert in EURO: 31.12.21										
Gewinn / Verlust absolut: -761,34										
Gewinn / Verlust in Prozent: -0,46%										
Datenlänge der historischen Simulation: 260										
Datum der historischen Simulation: 31.01.22										
		EUR in USD		1,1167	DAX30	15.538,69	4.431,85			
Jahre		ETF Portfolio	MSCI in \$	MSCI in €						
2008 (ab 25.04.08)		-15,70%	-39,24%	-32,00%						
2009		52,06%	26,98%	23,63%						
2010		17,34%	9,55%	17,46%						
2011		-12,03%	-7,62%	-4,72%						
2012		4,41%	13,18%	11,15%						
2013		18,81%	24,10%	18,77%						
2014		12,70%	2,93%	17,29%						
2015		8,65%	-2,74%	8,30%						
2016		8,03%	5,32%	8,50%						
2017		7,07%	20,11%	5,38%						
2018		-7,68%	-10,44%	-5,98%						
2019		24,95%	25,19%	27,68%						
2020		2,43%	14,06%	4,77%						
2021		21,75%	20,14%	28,99%						
2022 (YTD)		-0,46%	-7,00%	-5,17%						
p.a. (ab 25.04.08)		9,12%	5,10%	7,69%						

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.



Macro Quant nach Sektoren

Grafik 10

	2021-OCT	2021-NOV	2021-DEC	2022-JAN	2022-FEB	LEGEND
ENERGY	5.3% (2.1%)	5.6% (2.3%)	5.1% (2.0%)	5.0% (1.9%)	6.8% (2.8%)	++
CON. STAPLES	6.8% (-0.1%)	7.8% (1.0%)	6.8% (0.0%)	8.1% (1.2%)	9.9% (2.6%)	
HEALTH CARE	12.0% (-0.6%)	13.7% (1.3%)	12.6% (0.4%)	11.9% (-0.8%)	15.4% (2.9%)	+
BASE MATERIALS	4.2% (0.1%)	5.0% (0.9%)	4.9% (0.8%)	4.6% (0.4%)	5.3% (1.0%)	
REAL ESTATE	3.1% (0.4%)	3.0% (0.2%)	2.8% (0.1%)	2.6% (-0.2%)	3.2% (0.4%)	=
UTILITIES	2.2% (-0.5%)	2.6% (-0.1%)	2.3% (-0.4%)	2.1% (-0.6%)	3.0% (0.2%)	
FINANCIALS	14.1% (0.4%)	13.8% (-0.1%)	13.2% (-0.0%)	14.9% (1.8%)	15.0% (0.7%)	-
COMM. SERV.	9.3% (0.2%)	9.0% (0.2%)	8.5% (-0.1%)	9.8% (1.4%)	7.1% (-1.0%)	
INDUSTRIALS	8.5% (-1.9%)	7.9% (-2.3%)	7.6% (-2.4%)	6.8% (-3.3%)	8.2% (-2.0%)	--
TECHNOLOGY	22.2% (-0.2%)	20.0% (-2.8%)	24.1% (0.1%)	22.6% (-1.2%)	17.2% (-4.9%)	
CON. DISC.	12.3% (0.1%)	11.7% (-0.7%)	12.0% (-0.6%)	11.6% (-0.6%)	8.9% (-2.7%)	

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.

Copyright ©2022 BCA Research Inc. All Rights Reserved. Refer to last page for an important disclaimer.

In der Betrachtung nach Ländern behält Kanada die Favoritenposition. Neu an der Spitze nun auch das Vereinigte Königreich, gefolgt von Deutschland, Russland und den USA. Italien wird nur noch neutral eingestuft.

Macro Quant nach Ländern

Grafik 11

	2021-OCT	2021-NOV	2021-DEC	2022-JAN	2022-FEB	LEGEND
CANADA	4.4% (1.1%)	4.7% (1.3%)	3.9% (0.6%)	4.4% (1.1%)	4.8% (1.4%)	++
UK	3.8% (-0.4%)	5.0% (0.8%)	3.4% (-0.6%)	4.4% (0.3%)	6.3% (1.8%)	
GERMANY	3.2% (0.5%)	2.9% (0.3%)	2.3% (-0.2%)	2.6% (0.1%)	2.8% (0.2%)	+
RUSSIA	0.6% (0.1%)	0.7% (0.1%)	0.5% (-0.0%)	0.4% (-0.0%)	0.5% (0.0%)	
US	74.1% (5.0%)	74.2% (4.5%)	79.0% (8.1%)	76.6% (5.6%)	73.2% (3.2%)	=
ITALY	0.9% (0.2%)	0.8% (0.1%)	0.6% (-0.1%)	0.8% (0.1%)	0.7% (0.0%)	
BRAZIL	0.6% (-0.0%)	0.4% (-0.2%)	0.3% (-0.2%)	0.3% (-0.2%)	0.5% (-0.1%)	-
FRANCE	3.1% (-0.2%)	2.8% (-0.5%)	1.8% (-1.4%)	2.3% (-1.0%)	2.8% (-0.6%)	
INDIA	1.3% (-0.4%)	1.0% (-0.6%)	1.0% (-0.6%)	1.4% (-0.2%)	1.2% (-0.4%)	--
AUSTRALIA	0.9% (-1.1%)	1.0% (-1.1%)	0.9% (-1.1%)	1.3% (-0.7%)	1.3% (-0.6%)	
JAPAN	3.9% (-3.3%)	3.9% (-2.7%)	3.9% (-2.6%)	3.1% (-3.3%)	3.9% (-2.6%)	
CHINA	3.0% (-1.6%)	2.7% (-1.9%)	2.4% (-2.0%)	2.4% (-1.7%)	2.0% (-2.3%)	

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.

Vorab: Der zurückliegende Ausverkauf an den Aktienmärkten ist unseres Erachtens eine Korrekturbewegung und nicht der Beginn einer Baisse, denn der schnelle Anstieg der Anleiherenditen brachte erst einmal ein gehöriges Maß an Verunsicherung. Diese dürfte weichen, soweit die Zinsen nicht auf ein wirtschaftlich restriktives Niveau steigen. Daher sollten mit einer Beruhigung an der Zinsfront auch die Aktienkurse zu einer Erholung zurückfinden.

Die Sorgen der Märkte um die Zinsen und die Gewinnspannen der Unternehmen sind jedenfalls übertrieben. Aus technischer Sicht hat die Korrektur zu einer überverkauften Lage geführt und könnte bereits an ihrem Ende stehen. Während der Markt damit kämpft, die durch die durch den Zinsanstieg erzwungene Rotation zu verdauen,

erwarten wir, dass der weitere Verlauf der Berichtssaison zu einer Beruhigung führen wird.

Dennoch gibt es Risiken. Der Preisdruck des Lebensmittel- und Energiesektors stellt ein neues Inflationsrisiko dar. Die geopolitischen Spannungen rund um den Russland-Ukraine-Konflikt bergen das Risiko neuer Sanktionen gegen Russland in sich, die die Rohölpreise in die Höhe treiben und das Angebot verknapfen könnten. Wir schätzen, dass ein wesentlicher Angebotsschock bei Öl, der die Rohölpreise in diesem Quartal verdoppelt, das Wachstum erheblich schwächen würde. Hinzu kommen stark steigende Agrarpreise. Das könnten bereits erheblich den Inflationsdruck verstärken, der sich besonders auf die Schwellenländer konzentriert.



Für die Unternehmensgewinne des vierten Quartals 2021 sind die Basiseffekte immer noch sehr hoch, die Dynamik hat sich im Vergleich zum dritten Quartal erhöht. Viele fragen sich, wie lange der Gewinnaufschwung anhalten kann, wobei das Hauptaugenmerk auf den als zu hoch angesehenen Gewinnspannen und dem steigenden Druck auf die Inputkosten liegt. Wir bleiben sehr positiv in Bezug auf die Gewinnaussichten für 2022 und rechnen mit einem weiteren Jahr mit deutlichen Gewinnsteigerungen. Im vierten Quartal hat sich die Aktivität gegenüber dem Sommer gefestigt, mit höheren globalen Einkaufsmanager-Indices, einem Aufschwung in Asien und einer Entspannung bei bestimmten Engpässen. Auf der anderen Seite sind die Konsenserwartungen für die Unternehmensgewinne und für das Gewinnwachstum niedriger als im dritten Quartal, was ein günstiges Gegengewicht darstellt. 19 % Zuwachs für das dritte Quartal in den USA (IBES) und 12 % in der Eurozone – im dritten Quartal waren 40 % Gewinnwachstum zum Vorjahr erwartet worden. Ohne Energie liegt die Schwelle mit 8-10% noch niedriger. Das ist mit hoher Wahrscheinlichkeit zu konservativ, weil in der Q4-Berichtssaison ein weiteres Quartal mit überdurchschnittlichen Ergebnissen zu erwarten ist. Die Produzenten-Preisindizes deuten darauf hin, dass die Margen im letzten Jahr noch höher hätten ausfallen können, da höhere Löhne über Preiserhöhungen weitergegeben werden konnten und können. Das bedeutet, dass die Gewinnspannen stabil bleiben werden, da sie positiv mit der Aktivität korreliert sind. Interessanterweise ist der Konsens auf Sektorebene im Finanz- und Rohstoffsektor sehr vorsichtig, wobei diese die niedrigsten Gewinnwachstumsraten im Vergleich zu den typischen Werten aufweisen, doch historisch hatten diese Branchen das größte positive Beta zum BIP-Wachstum.

Wir halten sowohl Banken, als auch Bergbau weiter für aussichtsreich, da die Erträge der Banken von den steigenden kurzfristigen Zinsen abhängen und sie außerdem zum günstigsten Sektor des US-Universums zählen. Der Bergbau hingegen ist eine Wette auf eine wahrscheinliche Wende in China. Unter der Annahme, dass im Sommer Verbesserungen bei Covid in der nördlichen Hemisphäre bevorstehen, werden die Sektoren Einzelhandel/Einzelhandel, Gebrauchsgüter & Bekleidung, Auto und Freizeit von der Auflösung des Nachholbedarfs profitieren. Das gilt insbesondere in China, wo die „Nulltoleranz“ gegenüber Covid-19 die Lieferketten auf Kosten des Verbrauchs stört. Hinsichtlich der Dekarbonisierung und Digitalisierung rechnen wir mit steigenden Investitionen und öffentlichen Infrastrukturausgaben in China, Japan und Korea, wobei Industrie, Werkstoffe, Bauwesen und die IT/Technologie-Hardware Sektoren profitieren werden.

Banken sind günstig: Beispiel USA

Grafik 12



Gerade europäische Banken sind – seitdem der Chef der Unicredit, Andrea OrceI auf dem Investorentag Mitte Dezember eine kumulative Ausschüttung von 56 % über die kommenden Jahre verkündet hat – wieder im Fokus der Anleger. Dieser Paradigmenwechsel in der Dividendenpolitik zeigt, dass der seit der großen Finanzkrise darben- de Sektor wieder Tritt gefasst hat und seine Kreditbücher saniert hat. Nichts anderes signalisiert auch das Ergebnis der Deutschen Bank, das vor kurzem von Vorstand Christian Sewing präsentiert worden war.



Was wird aus den Techs ?

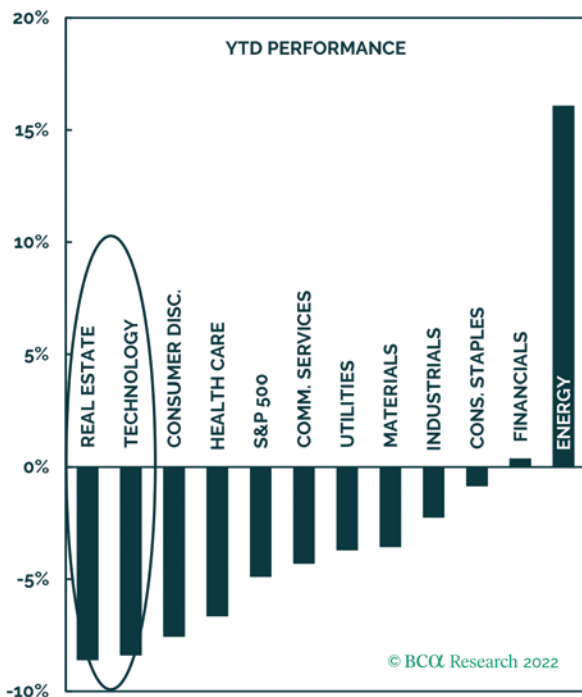
Die Aktien von Internet-Einzelhändlern liegen fast 20 % unter ihren Höchstständen von Mitte 2021 und der Sektor Interaktive Medien, in dem Facebook beheimatet ist, hat 11 % verloren. Der NASDAQ-Index befindet sich mit mehr als 10 % Minus definitionsgemäß im Korrekturbereich. Steigende Zinsen haben gerade die wachstums- und zinsempfindlichen Bereiche des Marktes am stärksten getroffen. Diese Verluste deuten zwar auf einen massiven Kursrückgang hin, werden aber dem Ausmaß dieser Korrektur nicht gerecht, da sie größtenteils unter dem Radar stattfand. Der S&P 500 und viele seiner technologiebezogenen Sektoren und Branchen sind kopflastig, da sie die Heimat von FAANG+M sind, die sich als immuner gegenüber steigenden Zinsen erwiesen haben. Es sind die kleineren Wachstumsunternehmen, die weitaus stärker gefallen sind, als es die Top-Zahlen vermuten lassen, wobei viele von ihnen 40-50 % unter ihrem Höchststand liegen.

Da nun jedoch mehr als 58 % der Aktien an der NASDAQ unter ihrem gleitenden 30-Wochen-Durchschnitt gehandelt werden, stellt sich natürlich die Frage: „Sind wir schon da?“ oder wie lange wird dieser Ausverkauf noch anhalten? Es gibt erste Anzeichen für eine Bodenbildung bei den am stärksten betroffenen Aktien und Branchen.

Der Technologiesektor im Standard&Poor's 500 Index ist kopflastig, wobei jede Branchengruppe von einem der Tech-Giganten dominiert wird, z. B. Microsoft bei Software und Dienstleistungen, Apple bei Hardware und Ausrüstung und Nvidia bei Halbleitern. Man nennt dieses Trio „MAN“. Auf MAN entfallen 50 % der Marktkapitalisierung des S&P 500 Technologiesektors. Folglich werden sowohl die Performance des Sektors als auch die Bewertung stark von der Indexzusammensetzung beeinflusst.

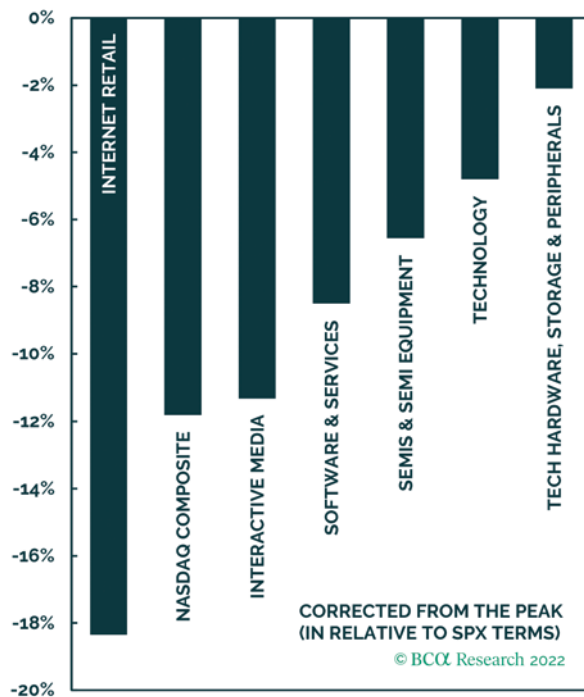
Ein nützlicher Indikator für die Marktbreite, der einen Blick unter die Motorhaube erlaubt, ist der Prozentsatz der Aktien, die neue Tiefstände erreichen, der derzeit bei fast 75 % liegt. Dies ist ein hoher Wert, der seit 2000 nur in 11 % der Monate erreicht wurde. Sobald dieser Wert jedoch über 85 % steigt, deutet dies darauf hin, dass der Markt überverkauft ist. Wenn dies der Fall ist, übertrifft der Technologiesektor den S&P 500 in den nächsten sechs Monaten um etwa 7 %, und die Renditen sind jeden Monat positiv. Auf der Grundlage dieses Indikators sind die NASDAQ im Allgemeinen und der Technologiesektor im Besonderen nahe an der überverkauften Situation und bereit für eine Trendwende.

Techs als großer Verlierer 2022



Internet-Einzelhandel mit den größten Verlusten

Grafik 13





Neben dem Gegenwind durch steigende Zinsen ist auch eine anhaltende Verlangsamung der Nachfrage nach Investitionen der Technologiebranche zu beobachten. Darüber hinaus erreichte der Index der Auftragseingänge im Technologiesektor Ende 2021 einen Höchststand und ist seit kurzem rückläufig. Das Gleiche gilt für die privaten Tech-Investitionen. Dies deutet darauf hin, dass die Nachfrage nach dem sprunghaften Anstieg, der mit dem jüngsten Vorstoß in die digitale Transformation einherging und durch den Ausbruch der Pandemie beschleunigt wurde, nachlässt.

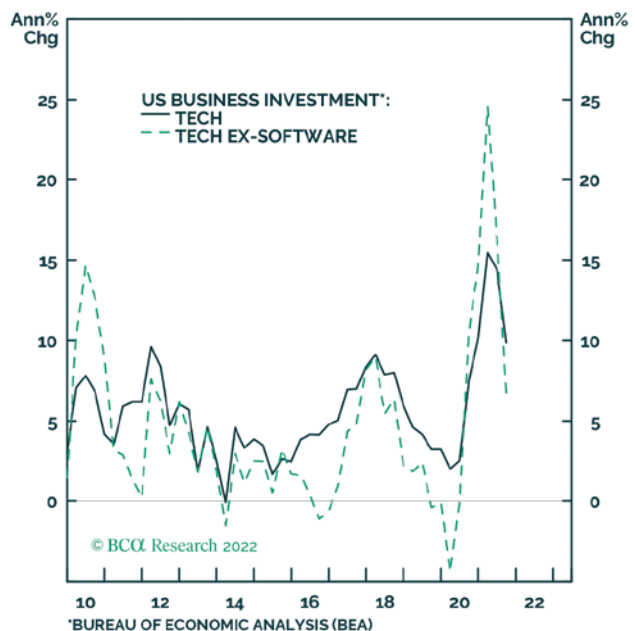
Während der Technologiesektor im Jahr 2021 eine fantastische Umsatzerholung erlebte und das Umsatzwachstum das Niveau vor der Pandemie übertraf, könnte es in diesem Jahr anders sein. Die nachlassende Nachfrage nach Technologieprodukten und -dienstleistungen führt zu einer Verlangsamung des Umsatzwachstums. Mit der Verlangsamung des Umsatzwachstums wird zwangsläufig auch das Gewinnwachstum nachlassen, was sich nicht von dem des breiten Marktes unterscheidet. Das Gewinnwachstum des Technologiesektors mit erwarteten 10 % für die nächsten 12 Monate nähert sich dem des S&P 500 mit 9 % zusehends an. Es wird erwartet, dass die Gewinnspannen im Jahr 2022 sinken werden, wenn auch von einem hohen Niveau aus. Natürlich könnten die Ergebnisse des 4. Quartals 2021 eine Atempause bringen. Bislang liegt die Wachstumsrate der Gewinne im Jahresvergleich bei 15,8 %: Aber um den Sektor zu stützen, müssen die Ergebnisse von MAN herausragend sein.

Während die Gewinne im Technologiesektor im Einklang mit dem S&P 500 wachsen dürften, wird der Sektor mit einem Aufschlag von 28 % auf den Markt gehandelt, bei einem 27-fachen gegenüber einem 21-fachen KGV (2022e). Der Technologiesektor ist jedoch ein Wachstumssektor, und vielleicht sind wir kurzfristig, wenn wir nur das Gewinnwachstum für ein Jahr im Voraus betrachten. Werfen wir einen Blick auf die längerfristigen Wachstumserwartungen. Interessanterweise wird für die nächsten fünf Jahre ein jährliches Gewinnwachstum im Technologiesektor von etwa 18 % erwartet, während für den S&P 500 ein Wachstum von 21 % prognostiziert wird. Infolgedessen beträgt das KGV/langfristige Gewinnwachstumsrate für Tech 1,5 gegenüber 1,0 für den S&P 500.

Da dieser Sektor so kopflastig ist, muss man natürlich bedenken, dass das KGV von MAN die Bewertungen des gesamten Sektors beeinflusst. MAN wird mit einem Aufschlag gegenüber dem Sektor gehandelt. Innerhalb des Sektors sind jedoch Unternehmen mit himmelhohen Bewertungen leichter unter den kleineren Bestandteilen zu finden. Am Ende lässt sich konstatieren, dass die Bewertungen hoch sind und sich gleichzeitig die Fundamentaldaten verschlechtern. Vorsicht ist bei dem Sektor jedenfalls angebracht.

US-Unternehmensinvestitionen in Hard- und Software

Grafik 14





ICM 15er-Aktienportfolio

Im Depot befinden sich zurzeit noch zwölf Titel von 15 möglichen. Wir setzen unverändert auf Pharma-, Energie- (Öl), Tech- und Finanz-Werte. Die Performance im vergangenen Jahr wurde gedrückt durch den relativ hohen Anteil an chinesischen Aktien. Seit Beginn des Jahres hat sich die Struktur allerdings ausgezahlt. Das Portfolio liegt mit 2,97 % ein ganzes Stück besser als seine Benchmark MSCI Welt, die z.Zt. eine Performance von -5,42% zeigt.

Mit fünfmal China und viermal Rohstoffe/Energie ist das Portfolio derzeit stark auf eine Erholung in China und dem Rest der Welt ausgerichtet.

Nicht mehr im Portfolio:

Wir haben uns im Dezember 2021 von den Aktien der **UNICREDIT SpA** getrennt. Der Wert war seit März 2020 in unserem Portfolio und wurde mit einem Gewinn von über 50% verkauft. Der Kursausbruch über 12€ war für uns ein Signal zur Gewinnmitnahme, aber wir glauben weiter an die Outperformance der Finanzwerte und auch speziell an die der UNICREDIT. Darum werden wir Kursrückgänge für einen Wiedereinstieg in den Wert nutzen.

Im Portfolio befinden sich die folgenden Titel:

AbbVie hat das Jahr 2021 auf Höchstkursen abgeschlossen und konsolidiert seit Jahresanfang auf hohem Niveau. Die Aktie bewegte sich in 2022 nur wenig und steht bei +1,1% YTD. Die U.S. Gesundheitsbehörde FDA hat gerade die zweite Stufe für das Medikament Skyrizi (Risankizumab-Rzaa) zur Behandlung von aktiver Psoriasis-Arthritis genehmigt. Die Aktie bleibt weiter mit einer Dividendenrendite von 4,27% auf dem aktuellen Kursniveau eine Kaufempfehlung.

Alibaba Group konnte in den letzten Wochen den steilen Abwärtstrend brechen und versucht aktuell eine Bodenbildung. Wir sehen die meisten negativen Nachrichten der vergangenen Wochen eingepreist und bleiben weiter investiert. Die Aktie bewegt sich z.Zt. besser als der Markt und kommt auf eine Performance von 5,9% YTD. Ein erstes Kursziel für eine Erholung wären rund 170 US-\$. Nach dem positiven Ergebnis des letzten Jahres sah **Bausch Health** einige Gewinnmitnahmen mit einem Ergebnis von -11% YTD. Das weltweit mitführende Unternehmen für Augenheilkunde kündigte an, mit einer Refinanzierung und teilweisen Rückzahlung von Unternehmensanleihen den Weg für den geplanten Börsengang von Bausch+Lomb freizumachen. Mit den neuen Höchstständen beim Ölpreis sind auch die Ölk Aktien weiter die Gewinner des neuen Jahres. **BP Plc.** sieht ein Plus von ca. 16,7% YTD und bleibt mit der englischen Tullow Oil und der brasilianischen Petrobras unser Favorit im Energiesektor. **Tullow Oil** ist trotz des kurzfristigen Rückschlags in der vergangenen Woche mit einem Plus von ca. 9,8% YTD noch outperformer. Brasiliens Präsident Jair Bolsonaro sagte am Donnerstag, Surinam werde der staatlich kontrollierten Ölgesellschaft **Petrobras** Vorrang bei der Exploration der Erdöl- und Erdgasvorkommen, die kürzlich vor der Küste entdeckt wurden, gewähren. Die Aktie profitiert von den positiven Meldungen und konnte dieses Jahr mit einer Performance von ca. 18,5% YTD erfreuen. Die Dividendenrendite von immer noch über 14% ist auch weiter ein gutes Argument für das Investment. **China Everbright** konnte den positiven Trend des letzten Quartals 2021 nicht mehr fortsetzen und verliert seit Anfang des Jahres knapp 8%. Trotz der allgemeinen Vorsicht internationaler Anleger vor chinesischen Invest-

ments ist die Aktie mit einer Dividendenrendite von 6,3% weiter attraktiv. Die Situation beim chinesischen Versicherungskonzern **Ping An** hat sich deutlich verbessert, nachdem sich auch im gebeutelten Immobiliensektor eine Beruhigung ankündigt. Nach einer Bodenbildung befindet sich die Aktie in einem kurzfristigen Aufwärtstrend. Ein Kursplus von 8,5% und eine Dividendenrendite von 4,5% unterstützen das Engagement. Die niederländische Beteiligungsgesellschaft **Prosus NV** mit Ihrem großen Anteil an chinesischen Techwerten (u.a. Tencent) befindet sich seit Ende Juli 2021 in einem Seitwärtskanal mit einem Widerstandsbereich von 79-80€. Die Performance YTD liegt zwar bei nur 0,8%, aber höhere Aktienkurse in China könnten ihr schnell auf die Sprünge helfen. Unverändert ist die Situation bei **Tencent Music Entertainment**. Der Druck der chinesischen Behörden auf die heimischen Technologiewerte verschreckt die Anleger und sorgt weiter für ein Minus von 9,7% YTD – und das trotz gleichbleibend gutem Geschäft. Die deutsche **SAP SE** konnte nach leicht enttäuschenden Unternehmenszahlen ihren Supportbereich von 113 € nicht halten und wartet jetzt auf neue Impulse. Z.Zt. hat die Aktie eine Performance von -9,6% YTD. Dagegen kann die kanadische **Teck Resources** immer noch von den gestiegenen Preisen bei Rohstoffen wie Kupfer, Zink und Kohle profitieren. Das sorgt trotz der aktuellen Ängste vor steigenden Zinsen und schwächerer Konjunktur für ein Plus von 7,11% YTD.



Das “Who is Who” unseres Aktienportfolios:

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 erstarkenden Ölpreis.

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

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

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

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

Prosus NV ist eine Beteiligungsgesellschaft, die 2019 von der südafrikanischen Naspers gegründet wurde und auf Unternehmensbeteiligungen im Technologiesektor spezialisiert ist (u.a. TENCENT). Der über 100 Jahre 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.



Grafik 15

15er Aktienportfolio												
Auslastung: 80%												
01/02/22												
No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2022 YTD	P/L total	ESG Grade
1	ABBV.K	ABBVIE/d	Healthcare	US0028711091	USD	NYQ	17/02/21	106.20	136.89	1.10%	28.90%	A-
2	BABA.N	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	USD	NYS	26/01/21	264.00	125.79	5.89%	-52.35%	C-
3	BHC	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	NYQ	18/07/18	23.10	24.57	-1.101%	6.36%	B+
4	BP.L	BP/d	Energy	GB0007980591	Gbp	LSE	02/06/20	326.30	386.55	16.96%	18.46%	A
5	0257.HK	EB ENVIRONMENT/d	Utilities	HK0257001336	HKD	HKG	13/12/19	6.19	5.76	-7.99%	-6.96%	C+
6	PBR	PETROLEO BRASI/d	Energy	US71654V4086	USD	NYQ	05/02/21	11.27	13.35	21.58%	18.46%	A-
7	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24/01/20	94.20	60.9	8.46%	-35.35%	C+
8	PRX.AS	PROSUS/d	Technology	NL0013654783	EUR	AEX	14/07/20	85.10	74.03	0.68%	-13.01%	B-
9	SAPG.DE	SAP SE	Technology	DE0007164600	EUR	GER	26/10/20	103.00	113.04	-9.50%	9.75%	A+
10	TECK.K	TECK RECS B/d	Basic Materials	CA8787422044	USD	NYQ	05/05/21	23.95	30.87	7.11%	28.88%	A-
11	TME	TENCENT MUSIC/d	Technology	US88034P1093	USD	NYQ	06/04/21	20.07	6.18	-9.78%	-69.21%	D+
12	TLW.L	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	Gbp	LSE	27/09/19	83.59	51.38	10.61%	-38.53%	B
13												
14												
15												

	Aktiendeport in €	MSCI in €
Performance in 2017	24.84%	5.50%
Performance in 2018	-9.56%	-5.92%
Performance in 2019	16.53%	27.49%
Performance in 2020	-3.15%	11.86%
Performance in 2021	10.88%	30.73%
Performance in 2021" (YTD)	2.97%	-5.42%



Green Strategy

Grafik 16



Mit der Korrekturbewegung seit Jahresanfang mussten auch die Vertreter unserer „Green Strategy“ kräftig Federn lassen. Und dennoch: in den letzten Jahren hat kaum ein anderes Thema so sehr an Bedeutung gewonnen, wie die Nachhaltigkeit. Im einem von den Vereinten Nationen veröffentlichten Brundtland Bericht, wird eine nachhaltige Entwicklung so definiert, dass die aktuelle Menschheit ihren Bedarf so deckt, dass ein Erhalt der zukünftig benötigten Ressourcen gesichert ist. Der Bericht sagt aus, dass die Ressourcen unseres Planeten nicht unendlich sind und daher gewissenhaft genutzt werden müssen. Wir sind verpflichtet mit unserem aktuellen Verhalten sicherzustellen, dass auch den künftigen Generationen alles Benötigte auch in der Zukunft in ausreichenden Mengen zur Verfügung steht.

Eine sich nachhaltig verhaltende Gesellschaft, muss soziale Verantwortung übernehmen und sich auf Kernthemen wie den Umweltschutz und den Erhalt des Gleichgewichts in den menschlichen und natürlichen Systemen konzentrieren. Mehr denn je sind Politik und Wirtschaft gefragt die richtigen Schritte einzuleiten. Diese Schritte müssen auch mit Hochdruck verfolgt werden. Unzählige Themen stehen zur Umsetzung an, nur so kann die Kehrtwende rechtzeitig erreicht werden.

Die zentralen Themen dabei sind unbestreitbar die Senkung des Kohlendioxid-Ausstoßes, der Erhalt des Trinkwassers, Recycling in allen Bereichen, Säuberung der Weltmeere sowie effizientere und nachhaltige Ernährungssysteme.

Besonders für Unternehmen, muss die Nachhaltigkeit das zentrale Thema sein. Der vernünftige Umgang mit Mitarbeitern ist für nachhaltig arbeitende Konzerne der Zukunft wichtig, um erfolgreich und wettbewerbsfähig zu bleiben. Punkte wie eine faire Bezahlung, die Möglichkeiten der Weiterbildung, Inklusion, Frauenquoten und Work-Life Balance, müssen die Grundsteine eines jeden Unternehmens sein.

Genau wie jedes Individuum, muss sich auch ein Unternehmen an seinem Sozialverhalten messen lassen. Das heißt es gibt einen klaren Nachhaltigkeitsplan, der die zentralen Punkte umfasst und sich auch an den SDG's der United Nations orientiert. Es reicht nicht allein nachhaltige Produkte zu produzieren, sondern auch die Herstellungsprozesse, Lieferketten und die gesamte Firmenstruktur sollte darauf zugeschnitten sein, die Ressourcen des Planeten zu erhalten. Nachhaltiges Unternehmertum wird sich durchweg positiv auswirken. Denn ein transparentes, nachhaltig und ethisch agierendes Unternehmen gewinnt nicht nur das Vertrauen der Konsumenten, sondern auch das Vertrauen der Investoren.

Die Ziele 2030-2050 lassen sich nur erreichen, wenn alle Beteiligten unverzüglich umdenken und ihre Nachhaltigkeitsstrategien deutlich verbessern. Besonders die Industrieunternehmen können hier einen großen Beitrag leisten, indem sie ihre Geschäftsmodelle transformieren, somit vorhandene Prozesse, deutlich nachhaltiger gestalten.

Speziell die Unternehmen, die sich auf die Hauptthemen spezialisiert haben, dürften zukünftig auch auf den Kauflisten umweltbewusster Anleger stehen. Zwei Kandidaten stellen wir Ihnen in dieser Ausgabe vor, die im Bereich der Kreislaufwirtschaft in den kommenden Jahren eine große Rolle spielen dürften.



Advanced Drainage Systems

Advanced Drainage Systems, Inc. ist ein Hersteller von thermoplastischen Wellrohren und bietet eine Reihe von wasserwirtschaftlichen Produkten und Entwässerungslösungen für den Einsatz im Tiefbau und auf dem Infrastrukturmarkt. Das Unternehmen ist in zwei Segmenten tätig: National und international. Das inländische Segment produziert und vertreibt Produkte in den gesamten Vereinigten Staaten. Das Segment International produziert und vertreibt Produkte in Regionen außerhalb der Vereinigten Staaten, mit eigenen Werken in Kanada und den Märkten, die über seine Joint Ventures in Mexiko und Südamerika bedient werden. Das macht den Konzern zu einem führenden Wassermanagementunternehmen und dem zweitgrößten Plastik Recycler in den USA.

Die immer größer werdende Weltbevölkerung sorgt selbstverständlich für einen stetig wachsenden Wasserbedarf. Das Problem der Trinkwasserknappheit ist eine der großen Herausforderungen der Zukunft. Gut 97% des verfügbaren Wassers der Erde befindet sich in Ozeanen, knapp 3% findet man in Flüssen, Seen und im Grundwasser. Das saubere Trinkwasser hat gerade mal einen Anteil von 0,3%. Umso wichtiger ist es daher das Unternehmen für die Herstellung und den Erhalt sauberen Trinkwassers, immer wieder neue Technologien entwickeln um die Menschen auch zukünftig versorgen zu können. Experten rechnen mit einer Steigerung des Trinkwasserbedarfs bis 2050 von über 50%. Einer der Hauptfaktoren hierbei ist das verarbeitende Gewerbe. 2,2 Milliarden Menschen weltweit haben keinen regelmäßigen Zugang zu sauberem Wasser. Eine unfassbare Zahl. Rund 785 Millionen Menschen haben noch nicht einmal eine Grundversorgung mit Trinkwasser. Betroffen sind vor allem Menschen oder Familien in den ärmeren Regionen der Welt – und dort vor allem in den ländlichen Gebieten.

Kadant Inc.

Auch der Bereich der Müllentsorgung hat sich in den letzten Jahren deutlich gewandelt. Das reine Entsorgungsgeschäft alleine ist mittlerweile kaum noch ein Geschäftsmodell. Viel mehr geht der Trend zum Recycling und der Wiederaufbereitung in den Industriekreislauf. Auch die Energiegewinnung aus Müll wird stetig vorangetrieben. Das ist auch eine absolute Notwendigkeit da die Ressourcen unserer Planeten nicht unendlich sind. Aber nicht nur die riesigen Müllmengen an Land müssen entsorgt und recycelt werden. Die Verschmutzung unserer Weltmeere hat in den letzten Jahren drastisch zugenommen. Auch in diesem Bereich muss dringend etwas passieren. Bisher gibt es vereinzelte Versuche dieses Problem zu lösen, aber daraus sollte sich ein internationales Interesse entwickeln.

Das US-Unternehmen Kadant Inc. ist ein führender internationaler Hersteller für Maschinen und Industrieanlagen zur Umwandlung von Altpapier in Recyclingpapier. Außerdem entwickelt Kadant Isoliermaterialien für die Bauindustrie, die aus gebrauchtem Glas, Plastik, Papier u.a. hergestellt werden (vor allem Dachabdeckungen, Zäune und Lärm-Schutzwälle). Erprobt wird die Zugabe von recycelten Kunststoffteilchen zur Erhöhung der Stabilität. So entstand z.B. Geodeck, ein Holz-ähnliches Material für Gartenmöbel und Zäune – eine nachhaltige Alternative zu Tropenholz.

Der Bereich der Müllentsorgung hat sich in den letzten Jahren deutlich gewandelt. Das reine Entsorgungsgeschäft ist mittlerweile kaum noch ein Geschäftsmodell. Viel mehr geht der Trend zum Recycling und der Wiederaufbereitung in den Industriekreislauf. Auch die Energiegewinnung aus Müll wird stetig vorangetrieben. Das ist auch eine absolute Notwendigkeit da die Ressourcen unserer Planeten nicht unendlich sind.

Aber nicht nur die riesigen Müllmengen an Land müssen entsorgt und recycelt werden. Die Verschmutzung unserer Weltmeere hat in den letzten Jahren drastisch zugenommen. Auch in diesem Bereich muss dringend etwas passieren. Bisher gibt es vereinzelte Versuche dieses Problem zu lösen, aber daraus sollte sich ein internationales Interesse entwickeln.



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 17

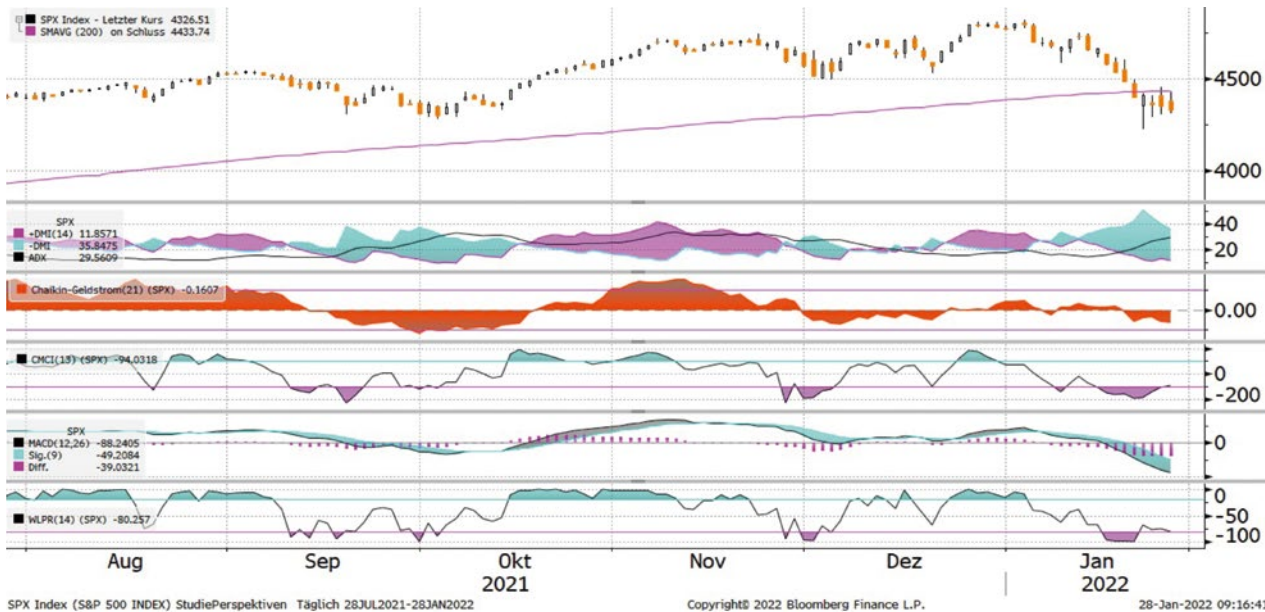
Indikatoren	AKTIENINDICES				
	S&P500	EuroStoxx50	DAX30	Nikkei225	Hang Seng
ADX	negativ	negativ	neutral/negativ	negativ	neutral
MFI - Money Flow Index	negativ	neutral/positiv	neutral/positiv	neutral	positiv
Ci - Commodity Channel Index	neutral/positiv	positiv	positiv	positiv	neutral
MACD	negativ	negativ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

Der Ausverkauf an den Aktienmärkten seit Jahresbeginn ist eher eine längst überfällige Korrektur und nicht den Beginn eines Bärenmarktes. Aktien erleiden oft Rückschläge, wenn die Anleiherenditen plötzlich steigen und geopolitische Konflikte entstehen (Ukraine), erholen sich aber in der Regel wieder, solange die Zinsen nicht in einen wirtschaftlich restriktiven Bereich steigen und die Unternehmensgewinne weiter steigen.



S&P500 Aktienindex

Grafik 18



Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S+P 500 Index erreichte Anfang Januar erneut neue Höchststände, fiel dann aber unter seinen Supportbereich bei ca. 4.500 Punkten. Der ADX Indikator deutet auf eine Fortsetzung des Abwärtstrends. Der Geldstromindex zeigt entsprechend seit Mitte Januar Mittelabflüsse, ist aber noch nicht im überverkauften Gebiet angekommen. Der Commodity-Channel-Index hat den überverkauften Bereich verlassen und gibt schon ein leichtes Kaufsignal. Der MACD bewegt sich in der negativen Zone weiter nach unten und gibt noch keinerlei positive Signale. Der William %R Oszillator ist mit -80,257 schon im überverkauften Bereich und gibt damit ein leichtes Kaufsignal. **Ergebnis: neutral/negativ**

EuroStoxx50-Aktienindex

Grafik 19



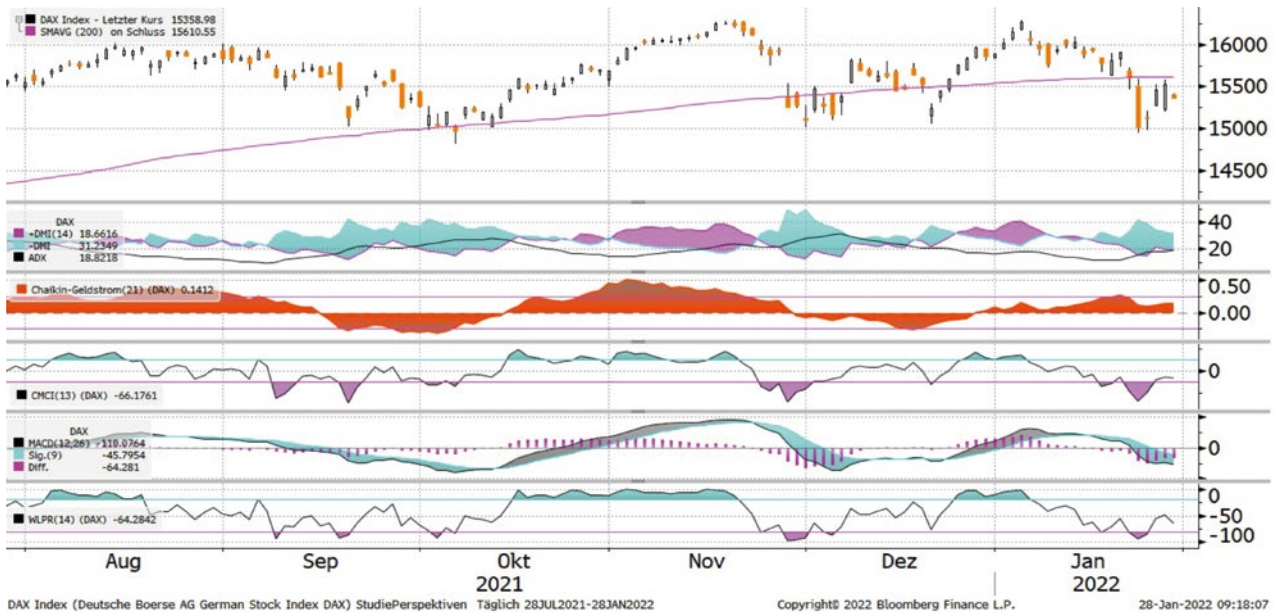
EuroStoxx 50 - Kursindex

Gegenüber dem US-Leitindex S&P500 konnte der EuroStoxx50-Index Anfang Januar keine neuen Höchststände erreichen und korrigierte wieder unter seine 200 Tagelinie. Der ADX Indikator deutet auf eine Fortsetzung des aktuellen Abwärtstrends. Der Geldstromindex zeigt trotz der aktuellen Marktlage weiter leichte Mittelzuflüsse seit Anfang des Jahres und ist jetzt neutral/positiv. 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 das überverkaufte Niveau verlassen und gibt jetzt neutrale Signale. **Ergebnis: neutral**



DAX40-Kursindex

Grafik 20

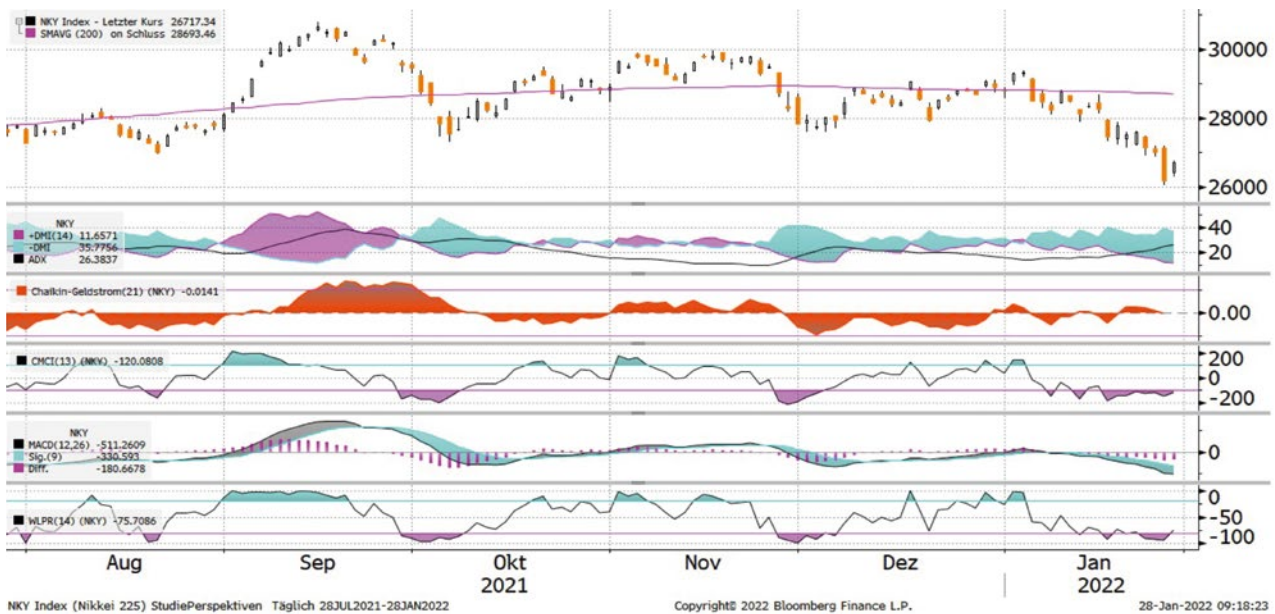


DAX40 - Kursindex

Der deutsche Leitindex hat seine Höchststände von Anfang Januar verlassen und testet den Support-Bereich bei 15.000 Punkten. Der ADX Indikator deutet nur noch auf eine leichte Fortsetzung des negativen Trends. Ähnlich dem SX5E sieht der DAX40 trotz der tieferen Kurse Mittelabflüsse. Der Commodity-Channel-Index gab nach der Korrektur ein Kaufsignal. Der MACD bleibt nach dem Verkaufssignal noch negativ. Der William %R Oszillator drehte aus dem überverkauften Niveau nach oben und ist jetzt neutral. **Ergebnis: neutral**

Nikkei225-Kursindex

Grafik 21



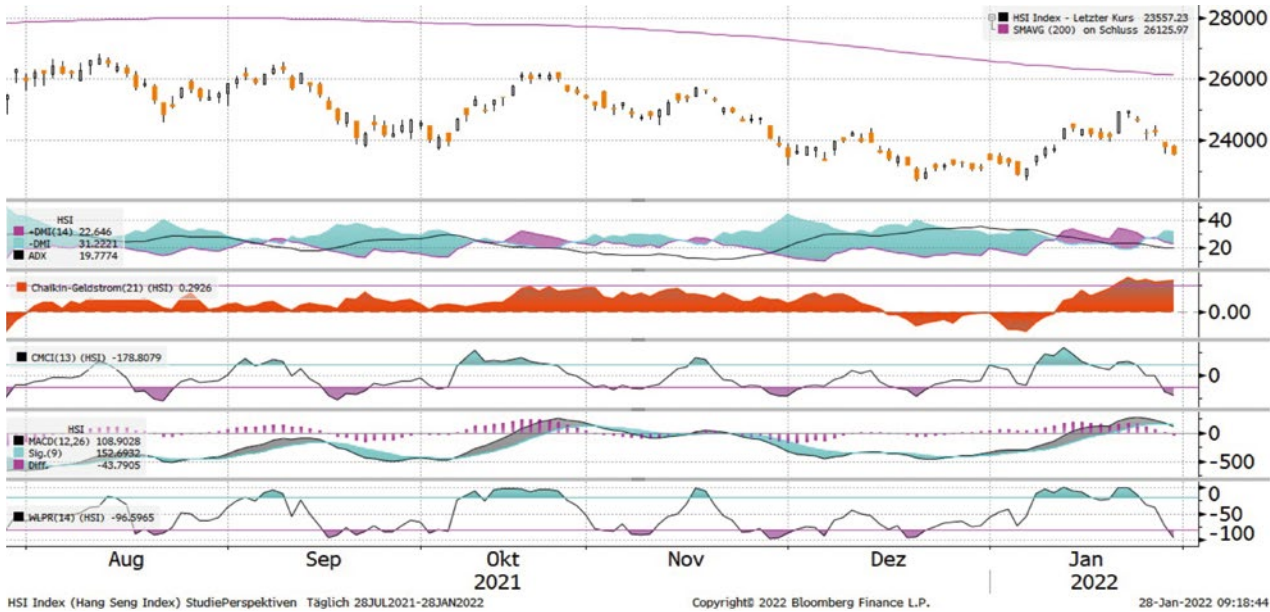
Nikkei 225 - Kursindex

Tokio konnte die Indexstände von 30.000 Punkten aus dem November nicht wieder erreichen und hat den Supportbereich von 27.000 Punkten nach unten verlassen. Der ADX Indikator steigt und bestätigt den Abwärtstrend. Der Money-Flow-Index ist nach Mittelabflüssen im Dezember jetzt neutral. Mittelabflüsse. Der MACD ist zwar in der überverkauften 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: neutral/positiv**



Hang Seng - Kursindex

Grafik 22



Hang Seng - Kursindex

Hongkong kämpft nach kurzer Erholungsphase im Januar wieder um den Support-bereich bei 24.000 Punkten. Der ADX Indikator fällt langsam, ist wieder neutral. Der Money-Flow-Index zeigt in den letzten Wochen starke Mittelzuflüsse. Der MACD ist hoch und gibt jetzt ein Verkaufssignal. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind bis in den überverkauften Bereich gefallen, geben aber noch keine Kaufsignale. **Ergebnis: neutral**



Kryptomania

Richtig: Bereits im Sommer 2021 hatten wir die Kryptowährungen zum Thema gemacht. Heute wollen wir das Thema aus weiteren interessanten Blickwinkeln beleuchten.

Ökonomen wissen seit langem, dass Käufe indirekt externe Effekte erzeugen können - finanzielle Vor- oder Nachteile also, die von jemand anderem getragen werden als von der Person, die den Kauf tätigt. Einige Käufe können positive externe Effekte erzeugen, wie z. B. wenn Sie schöne Blumen kaufen, um sie vor Ihrem Haus zu pflanzen. Andere Käufe führen zu negativen externen Effekten, z. B. wenn Sie ein Produkt kaufen, das der Umwelt schadet.

Die negativen externen Effekte, die durch das Bitcoin-Mining entstehen, sind allgemein bekannt. Eine einzige Bitcoin-Transaktion verbraucht 14 Mal so viel Energie wie 100.000 Visa-Transaktionen. Der jährliche Stromverbrauch von Bitcoin übersteigt den von Pakistan und seinen 217 Millionen Einwohnern. Das Wachstum des Kryptominings ist einer der Gründe, warum die Strompreise in vielen Ländern so hoch sind. Kriminalität ist ein weiterer negativer Effekt, die Kryptowährungen begünstigen. Bitcoin wurde erstmals 2013 bekannt, als sein Preis aufgrund der steigenden Nachfrage nach der Währung als Tauschmittel auf der Silk Road und anderen Teilen des sogenannten Dark Web kurzzeitig die Marke von 1.000 US-Dollar überschritt.

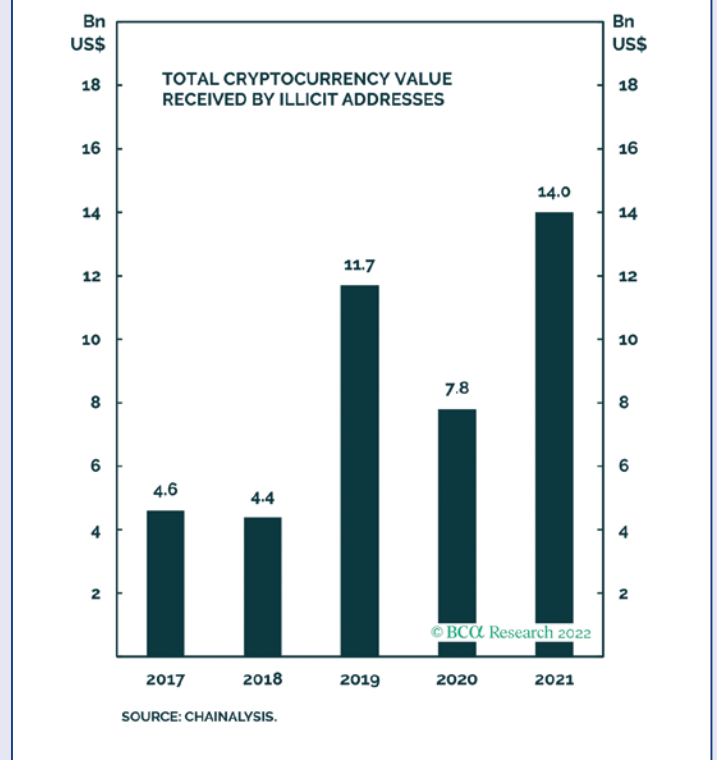
Heute ist die Kriminalität nach wie vor ein großes Problem für die Kryptoindustrie. Laut dem Analysehaus Chainalysis wurden 2021 über illegale Adressen 14 Milliarden US-Dollar eingenommen, fast doppelt so viel wie 2020. Die betrügerischen Transaktionen stiegen um 82 %, während der Diebstahl von Kryptowährungen sogar um 516 % zunahm.

Es gibt noch einen weiteren Kostenfaktor, der bei Kryptowährungen selten erwähnt wird - ein Kostenfaktor, der von Menschen getragen wird, die nie Kryptowährungen gekauft haben und wahrscheinlich davon ausgehen, dass sie gegen die Launen der Kryptomärkte immun sind: Die Inhaber von regulärem Fiat-Geld². Frühe Investoren in die heute beliebtesten Kryptowährungen sitzen auf riesigen Gewinnen. Eine aktuelle Studie ergab, dass 1 % der Bitcoin-Inhaber 27 % des Angebots kontrollieren. Bei den meisten anderen Krypto-

währungen ist der Besitz ähnlich konzentriert. Wenn sie ihre Münzen verkaufen würden, könnte diese Gruppe Waren und Dienstleistungen im Wert von Milliarden Dollar kaufen. Da es aber bisher keine Anzeichen dafür gibt, dass die Verbreitung von Kryptowährungen das Gesamtangebot an Waren und Dienstleistungen parallel zu ihrer Wertsteigerung erhöht hat, muss ihre Kaufkraft auf Kosten anderer gehen.

Jährliche Einnahmen von illegalen Adressen in Kryptowährung

Grafik 23



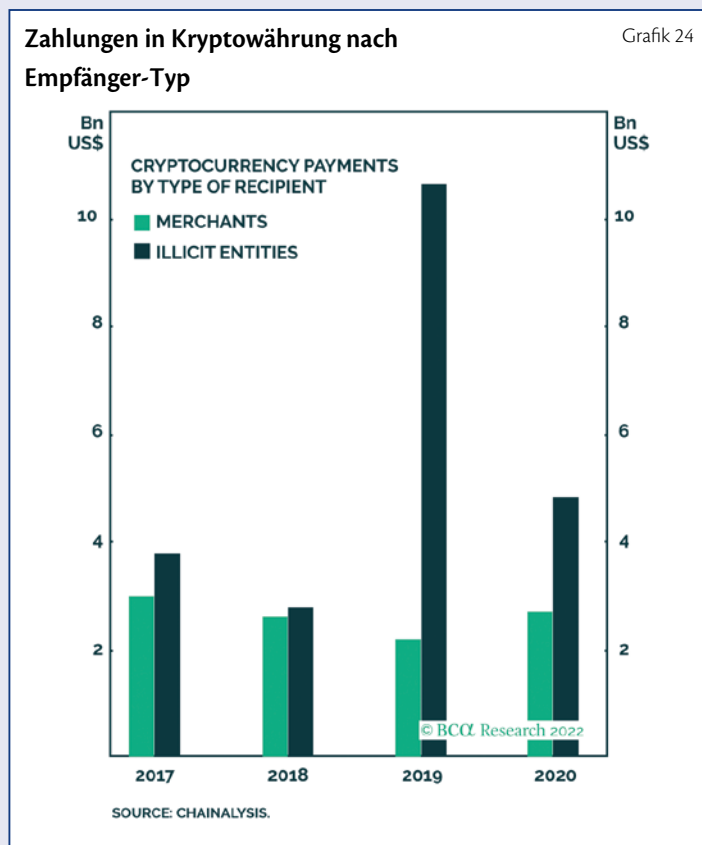
Befürworter von Kryptowährungen halten gegen dieses Argument vor, dass die Blockchain-Technologien ein goldenes Zeitalter der Innovation einläuten werden. Aus dieser Perspektive ist Bitcoin ähnlich wie Amazon, ein Unternehmen, das Jeff Bezos und anderen frühen Aktionären immensen Reichtum beschert hat, aber die Weltwirtschaft so umgestaltet hat, dass es den meisten Menschen, auch denen, die nie Amazon-Aktien gekauft haben, wohl besser geht.

²) Fiatgeld aus dem lateinischen Wort fiat („Es sei getan! Es geschehe! Es werde!“) ist ein Wirtschaftsobjekt ohne inneren Wert, das als Tauschmittel dient. Das Gegenteil von Fiatgeld ist Warengeld, als das z. B. Tabak, Reis, Gold oder Silber dient, das neben dem äußeren Tauschwert auch einen inneren Wert hat, der unabhängig von Regierungserlassen ist, solange damit bezahlt werden darf. Kein heutiges Währungssystem legt den Wert der Geld-Einheit durch eine Menge eines materiellen Wirtschaftsgutes (einer Ware) fest. Stattdessen wird der Wert über die Macht der Regierung gesichert, die Währung als gesetzliches Zahlungsmittel vorzuschreiben.



Das Problem mit diesem Argument ist, dass Bitcoin nicht mit Amazon vergleichbar ist. Chainalysis schätzt, dass Online-Händler im Jahr 2020 weniger als 3 Milliarden Dollar an Kryptowährungs-transaktionen verarbeitet haben, eine Zahl, die im Laufe der Zeit kaum gewachsen ist.

Während aktualisierte Zahlen für 2021 im erst im Februar veröffentlicht werden, deutet die Analyse der Daten von Coinmap bereits jetzt darauf hin, dass die Zahl der Händler, die Kryptowährung akzeptieren, im letzten Jahr weniger gestiegen ist als 2017 oder 2018. Dies steht im Einklang mit anekdotischen Belegen, die darauf hindeuten, dass die überwiegende Mehrheit der Kryptowährungs-transaktionen weiterhin durch Investitionsströme und nicht durch E-Commerce motiviert ist.



„Abwarten“, sagen Krypto-Evangelisten. „Sicher, Bitcoin gibt es schon seit 2008, aber neue Anwendungen stehen vor der Tür.“ Es gibt gute Gründe, solchen Äußerungen gegenüber skeptisch zu sein. Das Bitcoin-Netzwerk kann kaum fünf Transaktionen pro Sekunde verarbeiten, das Visa-Netzwerk dagegen über 20.000. Die Gebühr für eine Bitcoin-Transaktion kann erheblich schwanken und ist in der Regel viel höher als bei einer Debitkarte. Die Trägheit von Bitcoin liegt in der Art und Weise begründet, wie es konzipiert wurde. Aufgrund ihres dezentralen Charakters müssen Blockchains auf ausgeklügelte Verfahren zurückgreifen, um zu verhindern, dass kriminelle Akteure die Kontrolle übernehmen. Bitcoin und andere beliebte Kryptowährungen wie Doge verwenden den sogenannten „Proof of Work“-Algorithmus. Um zu sehen, wie dieser Algorithmus in einfachen Worten funktioniert, denken Sie an Spam-E-Mails. Eine Möglichkeit, Spam zu beseitigen, besteht darin, von jedem Verursacher zu verlangen, dass er 10 Dollar an Strom verschwendet, um eine einzige E-Mail zu versenden. Genau so funktioniert Bitcoin. Es ist sicher, aber auch sehr umständlich. Eine Alternative zum „proof of work“ ist der „proof of stake“. Kleinere Kryptowährungen wie Cardano und Solana verwenden diesen Algorithmus, und Ethereum ist dabei, zu diesem Verfahren überzugehen. Um bei der Spam-Analogie zu bleiben: Stellen Sie sich vor, dass jeder 10 Dollar hinterlegen muss, bevor er eine E-Mail verschickt. Wenn die E-Mail geöffnet wird, erhält man die 10 Dollar zurück. Wenn die E-Mail gelöscht wird, sind die 10 Dollar verfallen.

Eine Lösung auf der Suche nach einem Problem

Proof-of-Stake-Systeme sind den Proof-of-Work-Systemen wohl überlegen, da erstere keinen verschwenderischen Energieverbrauch erfordern. Aber sind sie auch dem derzeitigen Finanzsystem überlegen? Das ist alles andere als klar. Wenn man den Krypto-Enthusiasten zuhört, könnte man meinen, dass jeder immer noch Papiergeld oder vielleicht Muscheln oder Vieh verwendet, um Transaktionen durchzuführen. In Wirklichkeit ist das globale Finanzsystem bereits zu fast 100 % digital. Digitale Überweisungssysteme wie Zelle in den USA und Interac in Kanada ermöglichen sofortige Überweisungen zu sehr geringen Kosten.

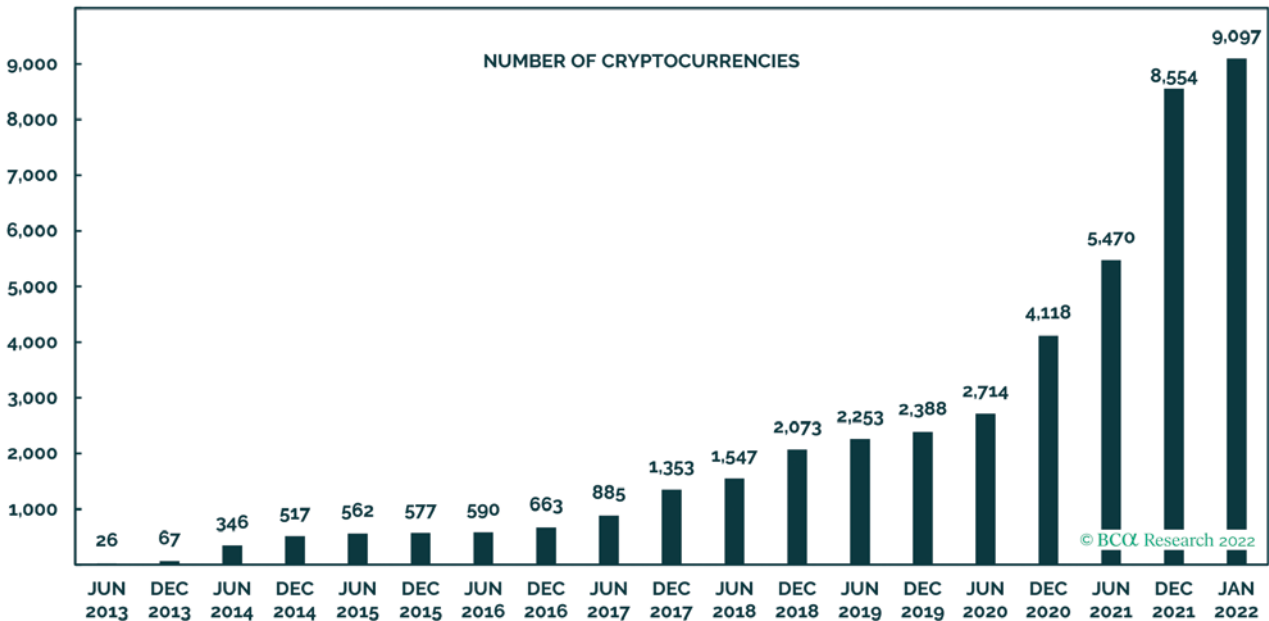


Zugegeben, der grenzüberschreitende Zahlungsverkehr ist alles andere als nahtlos. Dies ist jedoch größtenteils auf Anti-Geldwäsche-Bestimmungen und andere Vorschriften zurückzuführen, die von den Banken befolgt werden müssen, und nicht auf inhärente technologische Beschränkungen, z. B. beim SWIFT-System. Decentralized Finance, kurz „DeFi“ genannt, ist in letzter Zeit ein heißes Thema geworden. Wie bei den meisten Dingen, die mit Kryptowährungen zu tun haben, gibt es allerdings mehr Hype als Substanz. Die Vorstellung, dass es jemals eine groß angelegte Kreditvergabe in Kryptowährungen geben wird, ist Wunschdenken. Um zu verstehen, warum, versetzen Sie sich in die Lage von jemandem, der 25 Bitcoins an einen Kreditnehmer verleihen möchte, der ein Haus für, sagen wir, 1.000.000 Euro kaufen möchte. Einerseits werden Sie, wenn der Bitcoin-Kurs fällt, wahrscheinlich zurückbezahlt, allerdings in abgewerteten Münzen. Steigt der Bitcoin-Preis hingegen, werden Sie möglicherweise gar nicht zurückgezahlt, da der Wert des Kredits den Wert des Hauses übersteigt. Wie man es auch dreht und wendet, es gibt keinen Anreiz, das Darlehen zu gewähren. Die Volatilität ist einfach zu hoch.

Es gibt noch andere potenzielle DeFi-Anwendungen, die sich als nützlich erweisen könnten, z. B. solche, die intelligente Verträge beinhalten. Die Ethereum-Blockchain, auf der sich viele dieser Verträge befinden, ist durch Ether (ETH) gesichert. Die Marktkapitalisierung von ETH beträgt derzeit 370 Milliarden Dollar. Wie viel Ether wird nun zu Investitionszwecken gehalten und wie viel von Personen, die Transaktionen auf der Ethereum-Blockchain durchführen wollen? Es ist unmöglich, sicher zu sein, aber es würde uns nicht überraschen, wenn die Investitionsnachfrage weit über 90% der ETH-Bestände ausmacht. Das wäre so, als würde der Ölpreis auf 1.000 Dollar pro Barrel steigen, wobei 90 % dieses Wertes durch die Investitionsnachfrage angetrieben werden. Die meisten Menschen würden zustimmen, dass dies keine nachhaltige Situation wäre.

Wieviele Kryptowährungen gibt es?

Grafik 25



SOURCE: COINMARKETCAP.
NOTE: LATEST DATA POINT AS OF JANUARY 16, 2022.



Schatten-Krypto-Angebot

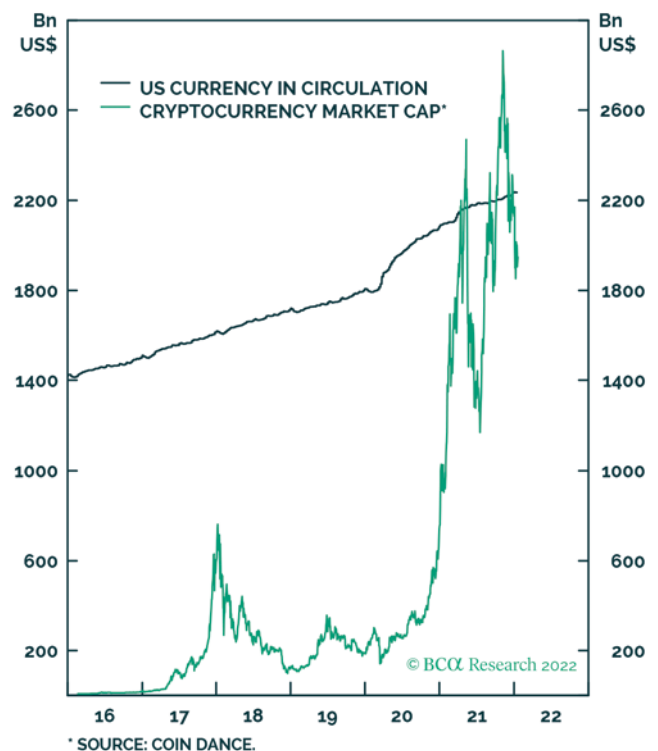
Wenn diese Interpretation richtig ist, untergräbt sie eines der wichtigsten Verkaufsargumente von Kryptowährungen – nämlich, dass sie in ihrem Angebot begrenzt sind. Genauso wie Banken Geld aus dem Nichts erschaffen können, wenn sie Kredite vergeben, kann die Blockchain synthetische Vermögenswerte hervorbringen (z.B. die non-fungible tokens für digitale Kunst), die das effektive Angebot der zugrunde liegenden Kryptowährung erhöhen. Und das gilt nur für eine einzige Kryptowährung. Es gibt nichts, was jemanden dazu zwingt, einen Smart Contract auf der Ethereum-Blockchain im Gegensatz zu einer anderen Blockchain aufzulisten. In der Tat gibt es also keine Begrenzung für die Anzahl der Block-chains und damit auch nicht für die Anzahl der Kryptowährungen, die geschaffen werden können. Die Abbildung zeigt, dass derzeit mehr als 9.000 Kryptowährungen im Umlauf sind, gegenüber 1.000 im Jahr 2017 und weniger als 100 im Jahr 2013. Zumindest beim Gold werden keine neuen Elemente zum Periodensystem hinzugefügt.

Der Wettbewerb unter den Blockchains wird diejenigen begünstigen, die die niedrigsten „Energiegebühren“ anbieten, d. h. diejenigen, die nur eine geringe Menge an Kryptowährung benötigen, um ihre Hauptbücher zu aktualisieren. Wenn Nutzer Blockchains mit hohen Energiegebühren aufgeben, werden die Preise ihrer Kryptowährungen fallen. Die Kryptowährungen der effizienteren Blockchains werden davon profitieren, aber wahrscheinlich nicht so stark, wie man annehmen könnte. Genauso wie die Nachfrage nach Benzin zurückgehen würde, wenn die Autos viel sparsamer werden, aber die gefahrenen Kilometer nicht stark ansteigen, könnten sinkende Energiepreise die Nachfrage nach Kryptowährungen verringern, es sei denn, die Aktivität auf ihren Blockchains nimmt proportional stärker zu als der Preisrückgang. Die Kryptopreise könnten drastisch fallen, wenn Regierungen Blockchain-Netzwerke als öffentliches Gut anbieten. Die Einführung von digitalen Zentralbankwährungen (CBDCs) könnte den Weg für diese Entwicklung ebnen.

Der Preis von Bitcoin und anderen Kryptowährungen korreliert zunehmend mit der Entwicklung der Aktienmärkte. Ein Wiederanstieg der Aktienkurse wiederum könnte den Kryptowährungen vorübergehend Auftrieb geben. Dennoch bleiben die langfristigen Aussichten für Kryptowährungen entmutigend. In den meisten Fällen kann das bestehende Finanzsystem alles, was Kryptowährungen leisten können, besser machen. Viele der am meisten gehypten Blockchain-Anwendungen werden sich als Blindgänger erweisen. In der Zwischenzeit werden Bedenken, dass Kryptowährungen der Umwelt schaden, zur Kriminalität beitragen und eine kleine Gruppe von frühen Investoren auf Kosten aller anderen bereichern, zu einer verstärkten regulatorischen Kontrolle führen. Die Preise der beliebtesten Kryptowährungen spiegeln diese Möglichkeit nicht wider. Selbst nach einem Rückgang von 32 % gegenüber dem Höchststand ist die gesamte Marktkapitalisierung der Kryptowährungen immer noch nur geringfügig niedriger als der Wert des gesamten Bestands an umlaufenden US-Dollar. Kann das von Dauer sein? Wir glauben eher nicht.

Marktkapitalisierung in Kryptowährungen

Grafik 26





Anleihen: gutes Jahr für Highyield, aber wie geht es weiter ?

Der neutrale Zinssatz und die marktbasier- ten Schätzungen des zukünftigen Gleichgewichtszinssatzes bei Vollbeschäftigung und Kapazitätsauslastung sind in den USA und in Europa sehr niedrig. Allerdings hat die enorme Menge an geldpolitischen und steuerlichen Anreizen für die Wirtschaft in den zurückliegenden Monaten einen Aufschwung ausgelöst. Sie haben auch zu einem massiven Vermögenstransfer an Haushalte und Privatsektor im Allgemeinen geführt, der wahrscheinlich den Konsum dauerhaft erhöhen wird. Also wird das Wachstum im kommenden Jahrzehnt stärker ausfallen als im vergangenen Jahrzehnt, sowohl in den USA als auch in Europa.

Dieser Prozess wird dazu führen, dass der neutrale Zinssatz mit der Zeit steigt, was wiederum den Gleichgewichtszinssatz ansteigen lässt. Selbst wenn die Inflation in diesem Zusammenhang 2022 abkühlen sollte, weil einige der Angebotsbeschränkungen, die 2021 kennzeichneten, verschwinden, können die Renditen weiter steigen, und zwar sogar für den für den Rest des noch jungen Jahrzehnts. Dies ist auch der Fall in Europa, wo die Sparquote der Haushalte immer noch bei 19% des verfügbaren Einkommens liegt und um 6 % sinken könnte, um das Niveau vor der Pandemie zu erreichen.

Eine einfache Modellierungsübung bestätigt, dass die Renditen im kommenden Jahr einen größeren Aufwärtstrend vor sich haben werden. Konzeptionell sind die Renditen durch die Leitzinsen und den o.g. Gleichgewichtszinssatz verankert, der irgendwo über dem neutralen Zinssatzes liegt. Eine der wichtigsten Determinanten des nomi-

nal neutralen Zinssatzes ist die Trendwachstumsrate des nominalen Bruttoinlandsprodukts (BIP). Während der Markt nicht genau wissen kann, wo diese Wachstumsrate liegt, beeinflussen die jüngsten Erfahrungen die Wahrnehmung der Marktteilnehmer. Daher stellt ein langfristiger gleitender Durchschnitt des nominalen BIP-Wachstums einen groben Näherungswert dieses Maßes dar und wird sich auf die Einschätzung der Anleger des neutralen Zinssatzes und der Gleichgewichtszinssätze auswirken.

Die Anwendung dieses Ansatzes offenbart zwei wichtige rückläufige Kräfte für Anleihen. Selbst nach der langsamen Wachstumsrate der USA und der Eurozone in den der letzten zehn Jahren, sowie der außerordentlich niedrigen Leitzinsen sind die Renditen von T-Notes und Bundesanleihen zu niedrig. Was noch wichtiger ist: wenn das

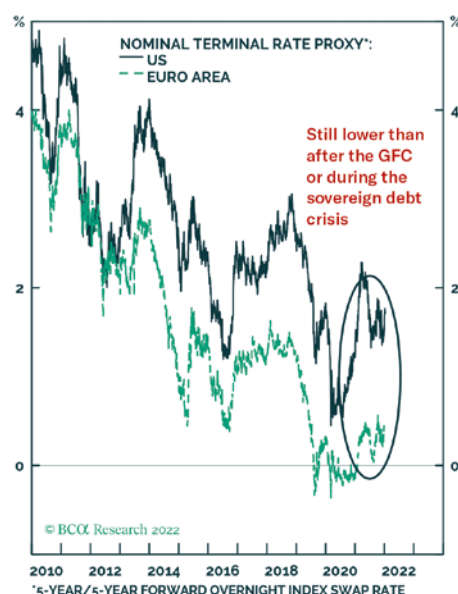
nominale BIP-Wachstum in diesem Jahrzehnt höher ausfällt als im nächsten, wird dies allein das Gleichgewichtsniveau der Renditen in fortgeschrittenen Volkswirtschaften langfristig nach oben schieben. Das sollte man bei längeren Betrachtungshorizonten nicht aus dem Auge verlieren.

Für klassische Investoren im Anleihesegment gab es im Jahr 2022 trotz einer negativen Gesamtrendite bei den Staatsanleihen genügend Ausweichmöglichkeiten, die erneut positive Renditen brachten. Die hohen Inflationsraten, die zuletzt publiziert worden waren – allen voran die US-Inflationsrate – zementieren die Wende in der Geldpolitik hin zu weniger Anleihekaufprogrammen und höheren Geldmarktzinsen für das laufende Jahr. Am Ende bleiben nur diejenigen Engagements bei steigenden Renditen gewinnbringend, die im Zeitablauf ihre Bonitätseinstufung verbessern können. Ein Verlust auf durch steigende Marktrenditen muss also durch ein fallendes Bonitätsrisiko ausgeglichen werden. Nun ist das Zinsrisiko umso höher, je länger die Restlaufzeit eines festverzinslichen Papiers ist. Für eine Verbesserung in der Bonität eines Schuldners gilt dieser Zusammenhang zwar auch, ist aber im Hinblick langer Restlaufzeiten nicht unbedingt so signifikant bzw. linear wie beim Zinsrisiko. Bonitätsverbesserungen wirken vor allem bei den kürzeren Restlaufzeiten sehr positiv.

Die obige einfache Analyse der Wertentwicklung von Unternehmensanleihen zeigt, dass sie im Allgemeinen schwächer ausfällt, sobald sich die Renditekurve in einem Bereich von 0 bis 0,5 Prozent wie in der aktuel-

Zinsniveau in USA und Euroregion

Grafik 27





len Situation abgeflacht hat, also die kurzfristigen (notenbankgesteuerten) Zinsen den Renditen länger laufender Papiere gleichziehen. Es ist durchaus denkbar, dass die Kurve noch lange Zeit in einem Bereich von 0 bis 0,5 Prozent verbleibt, selbst wenn die US-Notenbank ihre Geldpolitik strafft, und dass Unternehmensanleihen immer noch eine kleine positive Überschussrendite gegenüber Staatsanleihen erzielen können.

Wir müssen auch anerkennen, dass die derzeitigen Bewertungen darauf hindeuten, dass die künftigen Überschussrenditen über gleichlang laufende Staatsanleihen gering sein werden, selbst wenn sie positiv sind. Wenn wir beispielsweise davon ausgehen, dass sich die durchschnittliche Risikoprämie für Investment-Grade-Anleihen gegenüber dem aktuellen Niveau nicht sehr stark verringern kann,

dann können wir bestenfalls eine Überrendite von 1 Prozent pro Jahr erwarten. Eine Ausweitung der Risikoprämie um 1 Prozent - viel weniger als in einem Ausfallzyklus zu erwarten wäre - würde dagegen zu Verlusten von etwa 8,5 Prozent führen. Mit anderen Worten: Es lohnt sich also nach wie vor, heute aus Unternehmensanleihen mit Investment-Grade-Rating auszusteigen, solange die nächste Ausweitung der Risikoprämie von 1 Prozent innerhalb der nächsten 8,5 Jahre erfolgt. Das Risiko-Ertrags-Verhältnis spricht eindeutig dagegen. Interessanterweise zeigt die Tabelle, dass das Risiko-Ertrags-Verhältnis für schlechte Bonitäten günstiger ist. Je nach den von uns angenommenen Ausfallverlusten sinken die 8,5 Jahre, die wir für Investment-Grade-Anleihen errechnet haben, auf eine Spanne von 1,8 bis 3 Jahren für Hochzinsanleihen. Quintessenz: aktives Portfoliomanagement ist nun wichtiger als jemals zuvor.

Änderung der Risikoprämie um 1% bei verschiedenen Anleihequalitäten

Grafik 28

	OPTION-ADJUSTED SPREAD (BPs)	ANNUAL DEFAULT LOSSES* (BPs)	ANNUAL EXCESS RETURNS** (BPs)	LOSSES IF SPREADS WIDEN BY 100 BPs***	IN BASIS POINTS	IN YEARS OF EXPECTED RETURN****
Investment Grade Index	100	0	100		847	8.5
High-Yield Index	312	90	222		396	1.8
High-Yield Index	312	120	192		396	2.1
High-Yield Index	312	150	162		396	2.4
High-Yield Index	312	180	132		396	3.0

* ASSUMES A HIGH-YIELD DEFAULT RATE RANGING FROM 1.5% TO 3% AND A 40% RECOVERY RATE.
 ** RELATIVE TO A DURATION-MATCHED POSITION IN TREASURY SECURITIES. ASSUMES SPREADS REMAIN FLAT AT CURRENT LEVELS.
 *** APPROXIMATED BY AVERAGE INDEX DURATION TIMES 100 BPS.
 **** LOSSES IN 100 BPS WIDENING SCENARIO DIVIDED BY ANNUAL EXPECTED RETURNS IN FLAT SPREAD SCENARIO.
 SOURCE: BLOOMBERG BARCLAYS INDICES

Unterm Strich: Knappe Bewertungen und niedrige Renditeerwartungen legen nahe, dass Anleger in diesem Zyklus beim Kreditrisiko vorsichtiger sein sollten. Unserer Ansicht nach ist es ratsam, die Kreditrisikoallokation in diesem Zyklus früher als üblich zu reduzieren, um sicherzustellen, dass man beim nächsten großen Ausverkauf nicht investiert ist.

Kennzahlen ICM Anleiheportfolios

Grafik 29

KENNZAHLEN											01.02.22
Portfolios	Währungen	Rating	99% VaR	YTM	Kupon	ASW	Duration	ASW/Duration	YTD	Anzahl der Positionen	aktuelle Mindestanzahlsumme*
All Grade All Currencies 20	EUR, USD	keine Einschränkung	3,15%	7,80%	5,04%	640	2,1	307	0,07%	19	ca. 267.519,00 €
All Grade All Currencies 30	EUR, USD	keine Einschränkung	2,35%	8,25%	5,12%	674	2,3	298	-0,63%	26	ca. 331.140,15 €
All Grade EUR 20	EUR	keine Einschränkung	3,41%	6,40%	4,15%	559	2,3	240	-0,70%	18	ca. 258.024,35 €
All Grade EUR 30	EUR	keine Einschränkung	2,33%	5,54%	4,03%	492	2,3	215	-0,62%	24	ca. 318.588,55 €
Mid Grade All Currencies 10	EUR, USD	AAA bis BB-	3,29%	4,98%	4,21%	413	1,8	232	0,41%	8	ca. 79.705,65 €
Mid Grade All Currencies 20	EUR, USD	AAA bis BB-	1,95%	17,72%	4,33%	1419	1,8	808	0,13%	17	ca. 245.165,25 €
Mid Grade All Currencies 30	EUR, USD	AAA bis BB-	1,48%	13,67%	4,35%	1087	2,1	520	-0,21%	24	ca. 314.837,50 €
Mid Grade EUR 10	EUR	AAA bis BB-	3,14%	4,49%	4,14%	424	1,9	218	-0,02%	9	ca. 89.463,20 €
Mid Grade EUR 20	EUR	AAA bis BB-	2,00%	4,73%	4,03%	415	2,2	188	-0,10%	17	ca. 170.051,25 €

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



Rohstoffehausse geht weiter.

Angesichts der zunehmenden Spannungen zwischen Russland und der Ukraine ist eine Eskalation und/oder eine mögliche Unterbrechung der Exporte diverser Rohstoffe nicht von der Hand zu weisen. Erdgas, Öl, Aluminium, Platin, Weizen und Mais dürften am stärksten gefährdet sein. Russland ist der zweitgrößte Produzent von Erdgas weltweit und exportiert 37 % der Inlandsproduktion hauptsächlich nach Europa. Jede langfristige Unterbrechung der russischen Pipeline-Exporte nach Europa könnte eine weitere Preisrallye auslösen, wie sie Ende Dezember zu beobachten war. Russland ist auch einer der größten Ölproduzenten der Welt. Jede Unterbrechung der Ölströme aus Russland vor dem Hintergrund geringer Kapazitäten in anderen Regionen könnte den Ölpreis leicht auf Preise von 120 US-\$/bbl steigen lassen. Russland ist auch ein wichtiger Produzent von fast allen wichtigsten Basismetallen. Eine Unterbrechung der Exporte würde wahrscheinlich zu einem erheblichen Anstieg der Preise im gesamten Basismetallkomplex führen, wobei Alumi-

um besonders gefährdet ist. Bei den Edelmetallen würden die die größten Auswirkungen von Exportunterbrechungen bei Platin zu spüren sein. Eine weitere Eskalation würde ein erhebliches Aufwärtspotenzial für Palladium und Platin im 1Q22 bedeuten. Weizen und Mais sind die Agrarprodukte, die am stärksten einer möglichen Eskalation der Spannungen ausgesetzt sind, da Russland der größte Weizenexporteur ist und die Ukraine die Nummer 4 bei Weizen und Mais. Exportbeschränkungen oder -einschränkungen in den nächsten Monat würden diese landwirtschaftlichen Agrarrohstoffe in unser Hochpreisszenario von 950 - 1.100 US\$/bu für CBOT-Weizen und 650 - 800 US\$/bu für CBOT-Mais treiben.

Nochmals zurück zum Rohöl: Unter Normalbedingungen können die Preise für Brent in 2022 80 USD und 2023 81 USD pro Barrel erreichen. Diese Prognose fusst auf dem Kontingent der OPEC 2.0 Mitglieder ohne Russland, wenn die Gruppe die Tagesproduktion um durchschnittlich

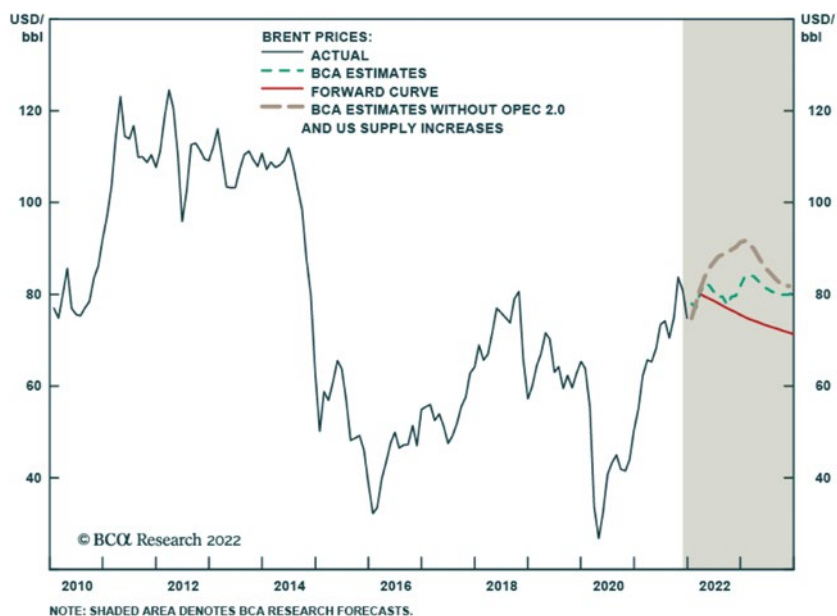
3,34 mmb/d in 2022 und 2,76 mmb/d in 2023 hochfahren. Hinzu kommt ein Förderzuwachs von US-Schieferöl von 0,6mm b/d in diesem Jahr und 1.07mm b/d in 2023.

Diese Produktionssteigerungen sind erforderlich, um die anhaltende Herabstufung der Fähigkeit der OPEC-2.0-Mitgliedsstaaten ihre Produktion zu steigern, auszugleichen. Dies gilt auch für Russland, wo man davon ausgeht, dass die Rohölproduktion in diesem Jahr im Durchschnitt bei etwas über 10 Mio. b/d stagnieren wird. Im Juli 2021 einigte sich die Koalition darauf, die im Zuge der COVID-19-Pandemie vom Markt genommene Produktion um 400 Mio. b/d zu erhöhen. Bisher ist es der Koalition nur gelungen, etwa 1,86 Mio. b/d der für August bis Dezember 2021 zugesagten 2 Mio. b/d wiederherzustellen.

Ohne eine konzertierte Aktion der OPEC-2.0-Kernstaaten (ohne Russland) und der US-Schieferölproduzenten zur Erhöhung der Produktion könnten die Preise über 86 \$/Barrel steigen, da das Angebot knapper wird und die Nachfrage weiter steigt. Selbst wenn eine solche konzertierte Aktion zustande käme, würde ein Scheitern der Iran-Atomgespräche mit den USA und ihren Verbündeten in diesem Jahr die Rückkehr von mehr als 1 Mio. b/d auf den Markt verhindern. Dies würde die durchschnittlichen Brent-Preise in diesem und im nächsten Jahr auf oder über 90 \$/bbl treiben.

Brent-Öl: Prognosen 2022 und 2023

Grafik 30



Gold als Risikoschutz ?

Seit Anfang 2022 schwankt der Goldpreis in einer engen Bandbreite zwischen 1780 und 1830 US-\$ pro Unze. Darin spiegelt sich die Aufwertung des US-\$ und die Korrektur am Aktienmarkt. Angesichts der schwächeren Aktienkurse erhielt Gold Auftrieb. Als



Katalysator wirkten dabei höhere Zinsen am kurzen und langen Ende, insbesondere in den USA. Normalerweise ist eine straffere Geldpolitik keine gute Nachricht für Gold. Höhere Nominal- und Realzinsen schmälern tendenziell die Attraktivität des zinslosen Edelmetalls. Insofern darf das Risiko einer Korrektur in Richtung des Vorjahrestiefs bei knapp unter 1700 USD nicht unterschätzt werden, auch wenn sich der Preis relativ gut halten konnte. Erst wenn sich die Inflationsrate vor allem im zweiten Halbjahr zurückbildet, wird sich herausstellen, ob die Realzinsen steigen. Das kann auch einhergehen mit einem schnelleren und aggressiveren Zinserhöhungszyklus der Fed. Die Anleger haben seit Beginn der Pandemie die Investments in Gold-ETCs und Gold-Futures von rund 7 Billionen US-\$ Gegenwert auf derzeit 9,7 Billionen US-\$ erhöht und könnten ihr Engagement durchaus abbauen, sobald Nominal- und/oder Realzinsniveaus steigen. Das könnte gehörigen Druck auf den Goldpreis geben und ihn im Extrem sogar auf die Niveaus der Seitwärtsbewegung der Jahre 2014 bis 2018 bei 1100 – 1300 USD zurückführen.

Üblicherweise können solche Szenarien nur mit einer entsprechenden Aufwärtsbewegung des US-\$ eintreten. Wird sich die in der zweiten Jahreshälfte 2021 verzeichnete Dollarstärke 2022 fortsetzen? Der makroökonomische Hintergrund spricht dagegen. Der

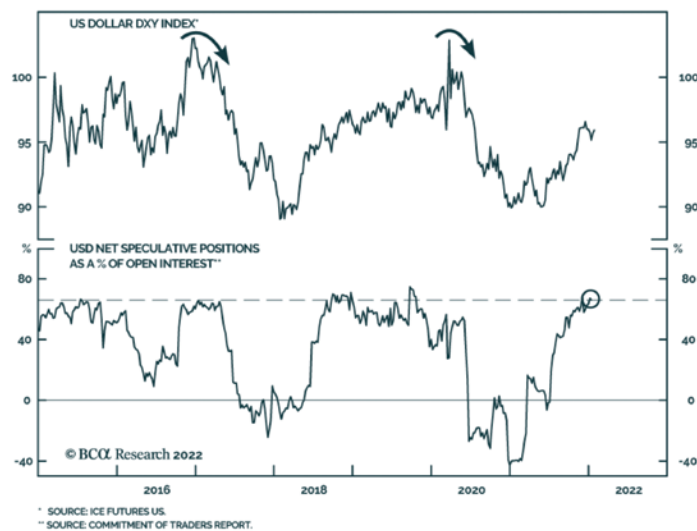
Dollar ist in der Regel eine antizyklische Währung, die in risikoreichen Zeiten zu einer Outperformance neigt. Wir gehen davon aus, dass das globale Wachstum in diesem Jahr über dem Trend liegen wird und dass sich die Wachstumsdynamik von den USA auf den Rest der Welt verlagern wird. Dieses Umfeld ist für den Dollar ungünstig. Die Dynamik der Aktienmärkte ist ebenfalls von Bedeutung. Zuflüsse in US-Aktien finanzierten bislang das große US-Handelsdefizit. Diese Zuflüsse wurden durch eine Outperformance von US-Aktien unterstützt. Eine Underperformance des US-Aktienmarktes würde zu einer Umkehr dieser Portfolioströme führen, was wiederum den Dollar belasten würde. Die Überrepräsentation

von zinsensiblen Wachstumstiteln in US-Aktien gegenüber ihren globalen Konkurrenten und die globale Wachstumsrotation von den USA zu anderen Volkswirtschaften verheißen in diesem Jahr nichts Gutes für die relative Performance von US-Aktien und des Dollars. Außerdem liegen die realen Zinssätze in den USA deutlich unter denen anderer großer Volkswirtschaften, was sich ebenfalls negativ auf den Dollar auswirkt.

Dem widerspräche die derzeit doch ziemlich übergekaupte Situation im Dollarindex DXY. Schließlich ist die spekulative Netto-Positionierung sehr hoch, was häufig eine Trendwende auslöst.

US-\$ ist Überspekuliert

Grafik 31



Disclaimer

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

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

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

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

5. Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Bronzin Premium Income Fonds (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:
01.02.2022

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

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

Sitz der Gesellschaft ist Berlin.