

PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 03-04/2022





Lieber Leser/-in,

seit der letzten Perspektiven-Ausgabe haben sich die Themen, um die sich das Weltgeschehen dreht, dramatisch verändert. Zuvor dachte man, dass steigende Zinsen in Kombination mit konjunkturellen Nachholeffekten dominieren würden. Der Angriff der russischen Armee auf die Ukraine am 24. Februar hat sowohl mental, als auch materiell im Westen eine Zeitenwende eingeläutet. Als Reaktion auf den Krieg wurden bislang Sanktionen wesentlich verschärft, Wirtschaftsbeziehungen abgebrochen und nach alternativen Quellen gesucht, sowie den Angegriffenen Defensivwaffen zur Verfügung gestellt. Umgekehrt schossen Energie- und Nahrungsmittelpreise – Exportprodukte aus den Ländern der Kombattanten - nach oben und sorgten für einen weiteren Schub in den ohnehin hohen Inflationsraten. Die Entwicklung wird begleitet von der ständigen Angst, dass Aggressor Russland vor den Außengrenzen der NATO nicht haltmacht, oder alternativ als ultima ratio Atomwaffen einsetzt.

Während die COVID-19 Pandemie, die in den vergangenen Monaten gerade in der Bundesrepublik neue Höchststände bei den Inzidenzen hervorbrachte, die Wirtschaft inzwischen weniger belastet als in den beiden Jahren zuvor, haben kriegsbedingt nicht nur Lieferkettenprobleme wieder zugenommen, auch die Preise von Metallen (siehe Nickel) und die Transportkosten haben ungeahnte Höhen er-

Grafik 2

Marke	Standort	Produktion '22	Kapazität '22	in %
VW	Wolfsburg	400000	815000	49%
Mercedes	Bremen	215000	420000	51%
Mercedes	Rastatt	185000	330000	56%
Audi	Ingolstadt	286000	450000	64%
BMW	Dingolfing	245000	376000	65%

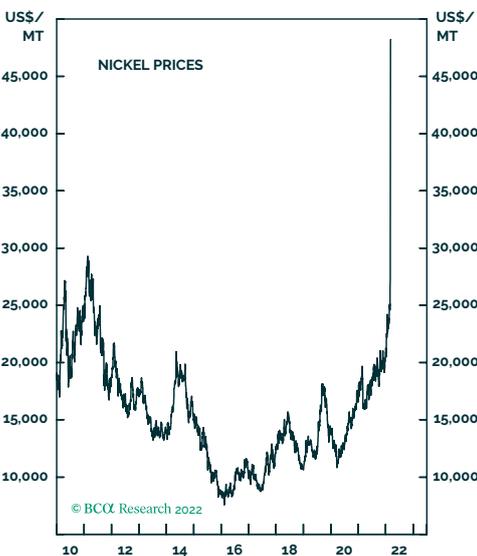
Quelle: FAZ

reicht. Hinzu kommt die temporäre Stilllegung bzw. Aufgabe russischer Produktions- und Verkaufsstandorte. Für Konjunktur und Unternehmensgewinne wird sich dieser Cocktail im ersten Halbjahr eher negativ auswirken. Bestes Beispiel sind die europäischen Autohersteller und ihre Zulieferer, die aufgrund von Materialproblemen allesamt weit unter ihrer jährlichen Kapazität produzieren.

In den Vereinigten Staaten hat die Notenbank - wie allgemein erwartet - mit einer 0,25 % Anhebung der FedFunds auf die robuste Konjunktur (4 % real) reagiert und den Zyklus von Zinsanhebungen im März begonnen. Der Markt rechnet nun mit einem Anziehen bis zum Jahresende auf 2,75 %. Blicke es beim angekündigten Anti-Inflationskurs der Federal Reserve, würden damit aus monetärer

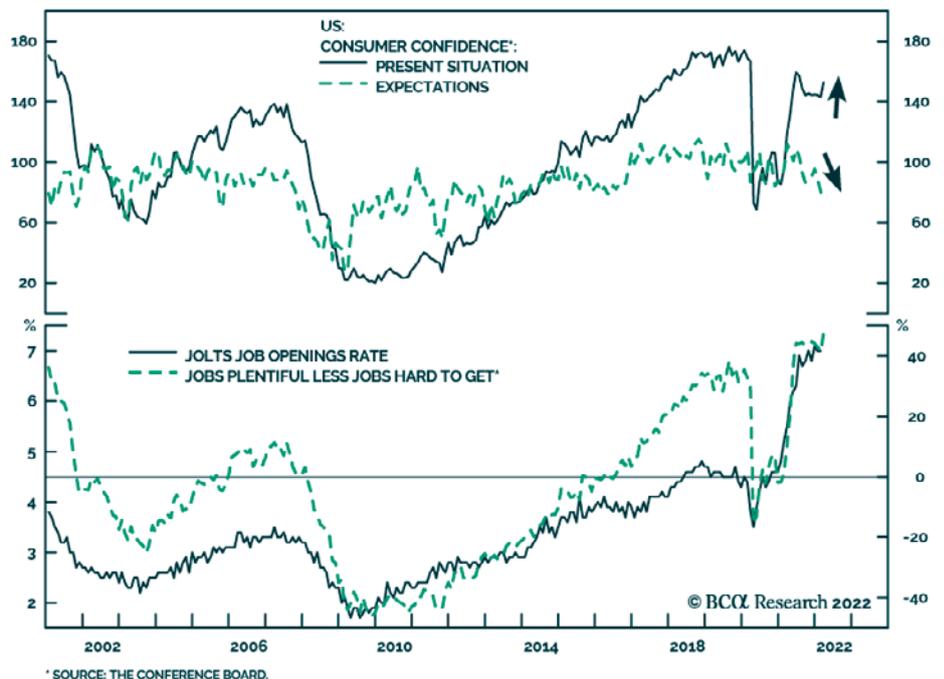
**Nickel:
extremes Missverhältnis
zwischen Angebot und
Nachfrage**

Grafik 1



US-Konsumentenvertrauen und offene Stellen am Arbeitsmarkt

Grafik 3





Sicht die Börsenampeln auf „rot“ springen. Erinnerungen an das letzte Quartal 2018 werden damit wieder wach. Bei den US-Staatsanleihen hat sich das bereits vollzogen. Mit minus 11 % seit Jahresanfang erlebten sie den stärksten Kursrückgang überhaupt in ihrer Geschichte. Damit dürfte der Großteil des Renditeanstiegs quasi als stagflationärer Schock schon vollzogen sein.

Zwar hat sich das Vertrauen der US-Konsumenten im März von 105,7 im Vormonat auf 107,2 im US Conference Board Consumer Confidence Index verbessert, was durch die Vollbeschäftigung unterstützt wird. Doch die Erwartungskomponente ging im selben Zeitraum um 4,2 Punkte auf 76,6 zurück. Damit sind Befürchtungen

einer Lohn-Preis-Spirale in den USA für den Jahresverlauf jedenfalls verfrüht. Im Gegenteil: die solide Finanzsituation der US-Haushalte stützt die Konsumausgaben und umgekehrt auch den Gewinnausblick der US-Unternehmen.

Herzlichst,
Ihr

Norbert Hagen

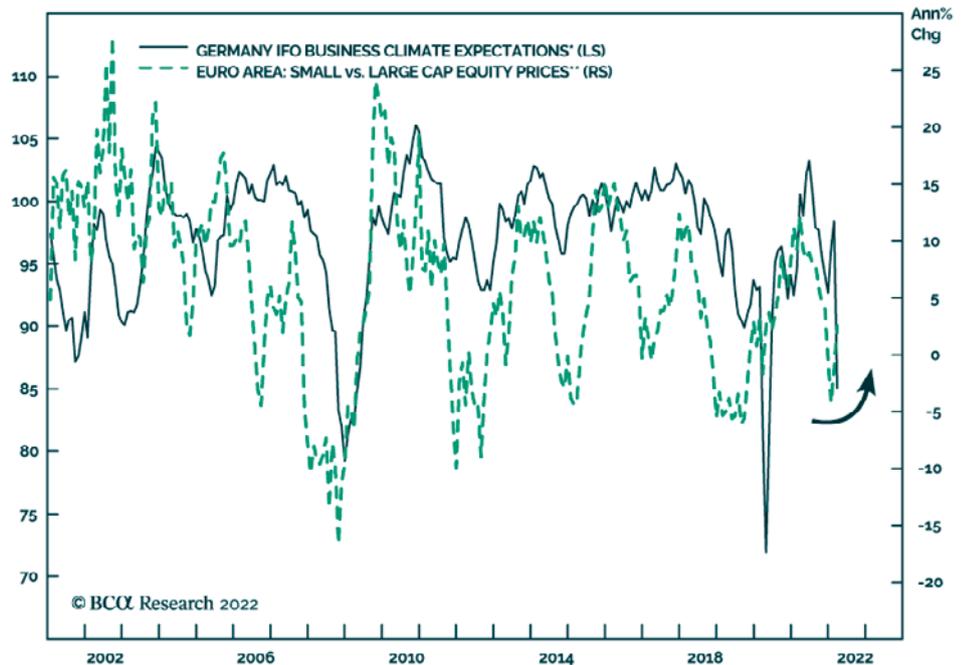
Das Ende der Globalisierung?

An dieser Stelle sei vorausgeschickt, dass die Frühindikatoren vom März in Europa und dem Rest der Welt keinen bevorstehenden Weltuntergang signalisieren. Zwar ist der deutsche Ifo-Geschäftsklima-Indikator im März um 7,7 Punkte auf 90,8 Punkte gefallen und liegt damit unter den Erwartungen. Die standen bei 94,2. Sowohl die aktuelle Einschätzung als auch - in stärkerem Maße - die für die Zukunft verschlechterten sich. Außerdem gingen die Geschäftsklima-indikatoren für das verarbeitende Gewerbe, den Dienstleistungssektor, den Handel und das Baugewerbe zurück.

Der Rekordeinbruch der Erwartungen um 13,3 Punkte im Vergleich zum Februar übertrifft sogar den Rückgang um 11,8 Punkte bei der ersten Erhebung nach dem COVID-19-Ausbruch im März 2020. Mit einem 22-Monats-Tief von 85,1 Punkten liegt der Wert der vorausschauenden Reihe aber immer noch 13,2 Punkte über dem Tiefstand der Pandemie im April 2020. (Daily Insights, 25.03.)

Ifo Geschäftsklima-Index und Outperformance von kleinen ggü. großen Aktien

Grafik 4



* IN THE NEXT 6 MONTHS. SOURCE: GERMAN IFO INSTITUTE.
** SOURCE: MSCI Inc. (SEE COPYRIGHT DECLARATION)

Unterdessen zeigte sich der Index der aktuellen Einschätzung relativ stabil und ging nur um 1,6 Punkte auf 97 Punkte zurück. Er lag damit leicht über den Konsensschätzungen von 96,6.

Die Ergebnisse der Ifo-Umfrage deuten also auf eine relativ robuste aktuelle Lage und sich stark verschlechternde Zukunftserwartungen hin. Der deutsche PMI (Einkaufsmangerindex) hingegen zeigt, dass das Neugeschäft zugenommen hat (wenn auch



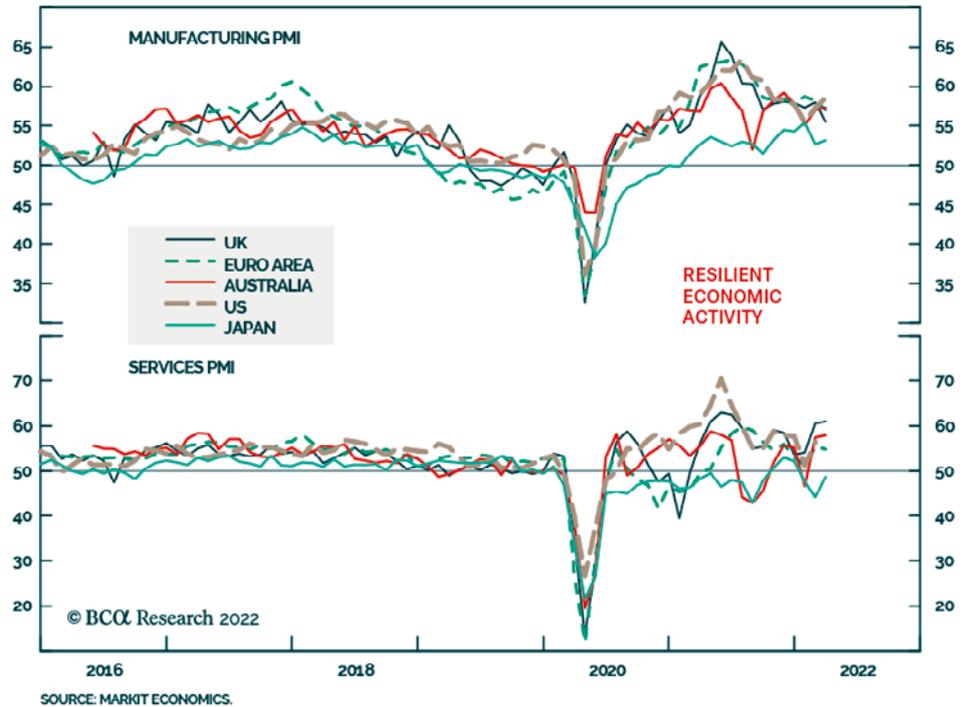
langsamer), während die Erwartungen den stärksten monatlichen Rückgang seit März 2020 verzeichneten.

Die Flash-PMIs bestätigen weltweit eine überraschend robuste Wirtschaftstätigkeit in den Industrieländern für den März. In den USA stieg der PMI für den Dienstleistungssektor um 2,4 Punkte auf 58,9 und der Index für das verarbeitende Gewerbe um 1,2 auf 58,5 Punkte - beide übertrafen die Konsensschätzungen, die von einer Abschwächung der Wirtschaftstätigkeit ausgingen. Lockerungen der COVID-19 Beschränkungen, Nachholbedarf, eine Verbesserung der Unterbrechungen in der Lieferkette und die Schaffung von Arbeitsplätzen unterstützten die Beschleunigung der Wirtschaftstätigkeit. In ähnlicher Weise beschleunigte sich die Wirtschaftstätigkeit im verarbeitenden Gewerbe und im Dienstleistungssektor in Australien.

In Europa deuten die vorläufigen PMIs für die Eurozone zwar auf eine Wachstumsverlangsamung hin, doch war diese Verlangsamung gedämpfter als erwartet. Der PMI für das verarbeitende Gewerbe sank von 58,2 auf immer noch robuste 57 (über den Schätzungen von 56) während der PMI für den Dienstleistungssektor um 0,7 Punkte auf 54,8 (gegenüber erwarteten 54,3) zurückging. Die Kosten und gezahlten Preise für Waren und Dienstleistungen stiegen im Rekordtempo, was die Auswirkungen des Ukraine-Kriegs widerspiegelt. Der Inputkosten-Index sprang von 74,8 auf ein Serienhoch von 81,6. Allerdings wurde ein Teil der Belastung durch den Konflikt durch den Nachfrageschub infolge der wirtschaftlichen Wiederbelebung ausgeglichen. Obwohl der japanische Gesamt-PMI mit 49,3 weiterhin im kontraktiven Bereich liegt, ist er gegenüber Februar um 3,5 Punkte gestiegen. Und obwohl der PMI für das verarbeitende Gewerbe im Vereinigten Königreich mit 55,5 Punkten unter den erwarteten

Einkaufsmanager-Indices produzierendes Gewerbe und Dienstleistungen

Grafik 5



ten 57,0 Punkten lag, stieg der PMI für den Dienstleistungssektor auf 61,0 und übertraf damit die Schätzungen, die von einem Rückgang auf 58 ausgingen. (Daily Insights, 24.03.) Alles in allem deutet die vorläufige Veröffentlichung des PMI für März darauf hin, dass die Ukraine-Krise - insbesondere für die Eurozone - einen Gegenwind darstellt, die Wirtschaftstätigkeit in diesem Monat jedoch robust ist. Die robuste Nachfrage des Privatsektors stützt die Gewinnaussichten für dieses Jahr. Stimmungsumfragen zeigen, dass insbesondere der Krieg in der Ukraine die Unsicherheit der Unternehmen über die wirtschaftlichen Aussichten erhöht hat. Steigende Rohstoffpreise und die Bedrohung der Energieversorgung in Europa verschärfen den Inflationsdruck und dämpfen die wirtschaftlichen Wachstumsaussichten. Der Kontinent erlebt derzeit eine Episode der Stagflation. Diese Phase der wirtschaftlichen Schwäche wird sich wohl als vorübergehend erweisen und hoffentlich später in diesem Jahr einem Aufschwung weichen. Aber wie geht es generell weiter ?

Russlands globaler Anteil an verschiedenen Rohstoffen

Grafik 6

COMMODITY	RUSSIA'S PRODUCTION AS A % OF GLOBAL CONSUMPTION
PALLADIUM*	35.6%
NATURAL GAS**	16.6%
POTASH, PHOSPHATE, AND NITROGEN CONTAINING FERTILIZERS***	13.0%
OIL**	11.4%
LUMBER****	11.0%
WHEAT*****	10.0%
PRIMARY ALUMINUM*****	5.9%
THERMAL COAL**	5.0%
NICKEL*****	4.4%
COPPER*****	4.2%
STEEL*****	4.0%
ALUMINUM BOXITE*****	1.6%

NOTE: ALL SERIES ANNUALIZED AND CALCULATED IN VOLUME TERMS.
 * SOURCE: BLOOMBERG FINANCE L.P.
 ** SOURCE: BRITISH PETROLEUM.
 *** SOURCE: AGWEB.COM.
 **** SOURCE: FOREST ECONOMIC ADVISORS.
 ***** AVERAGE OF 2017-2021 PRODUCTION.
 ***** SOURCE: WORLD BUREAU OF METAL STATISTICS.
 ***** SOURCE: WORLD STEEL ASSOCIATION.



Geopolitik im Geflecht gegenseitiger Abhängigkeiten

Die wirtschaftliche Globalisierung, die seit dem Ende des Kalten Krieges zu beobachten war und die sich in hohem Maße auf die Verflechtung der nationalen Volkswirtschaften für den grenzüberschreitenden Verkehr von Waren, Dienstleistungen, Technologie und Kapital stützte, kann angesichts der aktuellen Situation in ihrer bisherigen Form nicht uneingeschränkt weitergehen. An die Stelle von Freihandelsabkommen und der Förderung der wirtschaftlichen Liberalisierung sind in den letzten Jahren schon unter der Regierung Trump ohnehin Protektionismus und Eigenständigkeit getreten. Was mit Handelskriegen und steigenden Zöllen begann, hat sich zu einer regelrechten Ablehnung der komplexen multinationalen Versorgungskette entwickelt, wobei pandemische Beschränkungen Versorgungsengpässe verschärften und nun der Krieg in der Ukraine die Lebensmittel- und Energiesicherheit gefährdet.

Der Wirtschaftswissenschaftler Adam Posen, Präsident des Peterson-Instituts, meint hierzu: „Es scheint nun wahrscheinlich, dass sich die Weltwirtschaft tatsächlich in Blöcke aufspaltet, von denen jeder versucht, sich gegen den Einfluss des anderen abzuschotten und ihn dann zu verringern. Mit weniger wirtschaftlicher Verflechtung wird die Welt ein geringeres Trendwachstum und weniger Innovation erleben. Inländische etablierte Unternehmen und Branchen werden mehr Macht haben, um besondere Schutzmaßnahmen zu fordern. Insgesamt werden die realen Renditen der Investitionen von Haushalten und Unternehmen sinken“.

Raphael Bostic, Präsident der Atlanta Fed, stößt ins selbe Horn, wenn er folgendes ausführt: „Der tragische Krieg in Osteuropa wird die Neuausrichtung von Produktions- und Liefernetzwerken weg

von reiner Kostenminimierung hin zu Widerstandsfähigkeit und Risikotoleranz weiter vorantreiben. Die Unterbrechungen der Versorgungskette, die [auch] durch die Coronavirus-Pandemie verursacht wurden, haben die Wirtschaftsführer dazu veranlasst, die Standorte der Zulieferer und Firmen zu diversifizieren, die Lagerbestände zu erhöhen und die Produktion näher an die Endmärkte zu verlegen, um die Zuverlässigkeit zu maximieren. Betrachten Sie dies als eine Umstellung von Just-in-Time auf Just-in-Case-Bestände.“

Howard Marks vom US-Vermögensverwalter Oaktree Capital Management, der immerhin knapp 160 Mrd. US-\$ unter Management hat, stellt sich die Zukunft so vor: „Die Verfügbarkeit von immer billigeren Gütern wie Autos, Haushaltsgeräten und Möbeln, die im Ausland produziert werden, hat wesentlich zu der günstigen Inflationsentwicklung in den USA über das letzte Vierteljahrhundert beigetragen. Andererseits führte das Offshoring auch zur Vernichtung von Millionen von US-Arbeitsplätzen, zur Aushöhlung der Produktionsregionen und der Mittelschicht in den Vereinigten Staaten und höchstwahrscheinlich zur Schwächung der Gewerkschaften im Privatsektor. Die Anerkennung dieser negativen Aspekte der Globalisierung hat nun dazu geführt, dass das Pendel wieder in Richtung lokaler Beschaffung ausschlägt. Statt auf die billigsten, einfachsten und umweltfreundlichsten Quellen wird man wahrscheinlich eher auf die sichersten und zuverlässigsten setzen.“

Larry Fink, der CEO von BlackRock, äußert sich zu den jüngsten Entwicklungen: „Die russische Invasion in der Ukraine hat der Globalisierung, die wir in den letzten drei Jahrzehnten erlebt haben, ein Ende gesetzt. Wir haben bereits erlebt, wie die Verbindungen zwischen Nationen, Unternehmen und sogar Menschen durch die

zwei Jahre andauernde Pandemie belastet wurden. Viele Gemeinschaften und Menschen fühlten sich isoliert und blickten nach innen. Ich glaube, dass dies die Polarisierung und das extremistische Verhalten, das wir heute überall in der Gesellschaft beobachten, noch verschärft hat.“

Dass man aktuell von einer Zeitenwende spricht, ist also auch in Fachkreisen allgemeiner Konsens. Die Auswirkungen des Krieges auf die Rohstoffmärkte und die finanziellen Rahmenbedingungen dürften zwar erheblich sein, doch die Weltwirtschaft wird weiter wachsen.

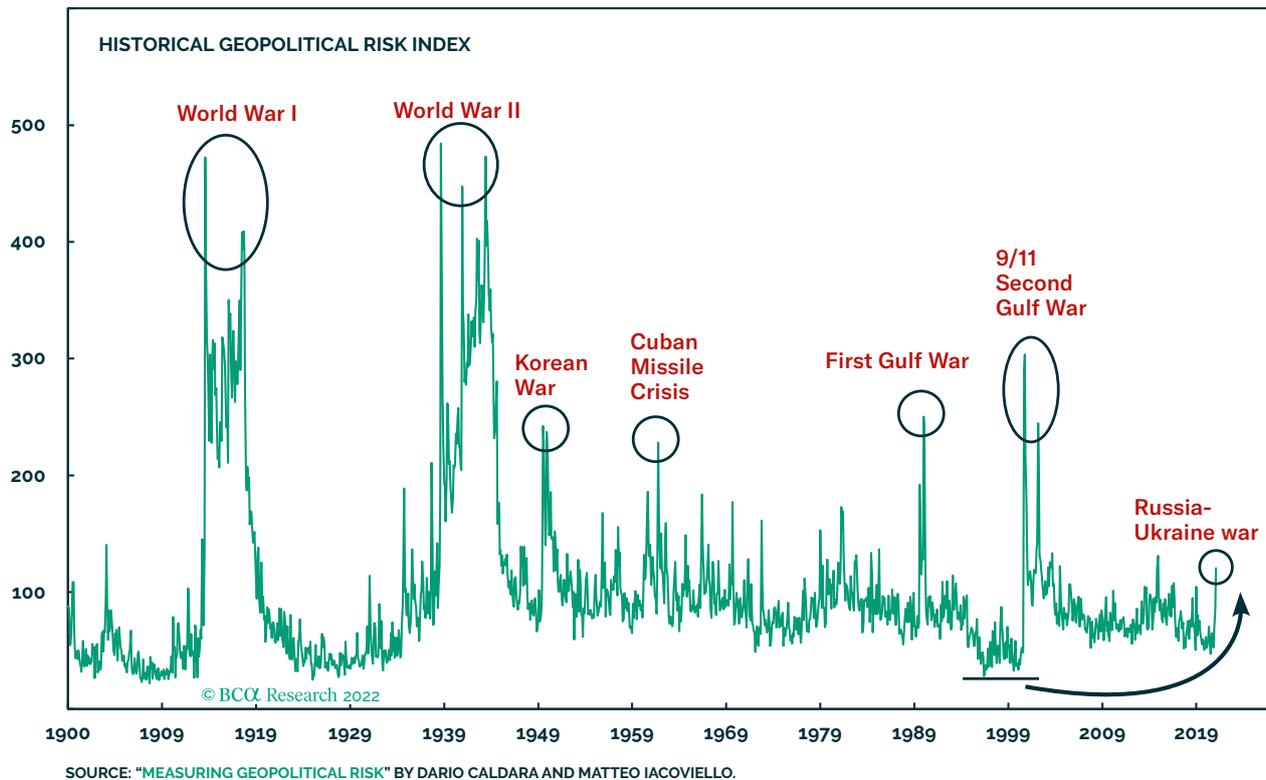
Die wichtigste Folge ist, dass der „Kampf der Großmächte“ sich verschärfen wird, da die Rückkehr des Krieges nach Europa selbst die friedlichsten Länder wie Deutschland und Japan dazu zwingt, ihre nationale Sicherheit mit weniger Illusionen über die Fähigkeit zur globalen Zusammenarbeit zu betrachten. Die Globalisierung wird weiter zu einer „Hypo-Globalisierung“ oder einem Regionalismus verkommen, wenn die USA die Beziehungen zu Russland und China abbrechen und ihre Verbündeten ermutigen würden, dasselbe zu tun. In diesem Fall wird sich Deutschland letztlich dem Westen zuwenden und China dann Russland.

Zum Krieg kam es, weil Russland eine mit dem Westen verbündete Ukraine als unerträgliche Bedrohung für seine nationale Sicherheit wahrgenommen hat. Seine historische Strategie fordert einen Pufferraum gegen westliche Streitkräfte. Moskau befürchtet, dass die Zeit die Bindungen der Ukraine an den Westen nur vertiefen würde, was eine militärische Intervention schon heute offensichtlich schwierig, aber in Zukunft sogar unmöglich machen würde. Solange es Russland nicht gelingt, die Ukraine militärstrategisch zu neutralisieren, wird der Krieg weitergehen. Präsident Putin kann eine Niederlage oder das derzeitige Patt nicht akzep-



Historischer geopolitischer Risiko-Index

Grafik 7



tieren und wird den Krieg wahrscheinlich intensivieren, bis er den Sieg erklären kann, zumindest was das Ziel der „Entmilitarisierung“ der Ukraine betrifft. Die bisherigen Erfolge der Ukraine auf dem Schlachtfeld und die militärische Unterstützung der NATO machen einen uneingeschränkten russischen Sieg allerdings immer unwahrscheinlicher. Wenn die Ukraine und Russland sich gegenseitig akzeptable Sicherheitsgarantien geben, ist ein baldiger Waffenstillstand jederzeit möglich. Doch heute ist die Ukraine jedoch nicht bereit, eine Entmilitarisierung und den Verlust der Krim und des Donbass, die Kernforderungen Russlands sind, anzuerkennen.

Der Einmarsch Russlands in die Ukraine hat den globalen geopolitischen Risikoindex in die Höhe getrieben, der durch den internationalen Mediendiskurs beeinflusst wird. Der Anstieg bestätigt auch, dass sich das geopolitische Risiko in einem säkularen Aufwärtstrend befindet. Der Tiefpunkt wurde nach dem Fall der Sowjetunion erreicht, als die Welt relativen Frieden und Wohlstand genoss. Der neue Trend begann mit den Terroranschlägen vom 11. September 2001 und der präventiven Invasion des Irak. Dieser Krieg leitete eine schicksalshafte Abfolge ein, in der die USA gespalten und abgelenkt wurden. Russland und China ergriffen die Gelegenheit, ihre Einflussphären auszuweiten, und die internationale Stabilität begann zu schwinden. Jetzt bietet Russlands Einmarsch in der Ukraine eine

Gelegenheit für die USA und ihre Verbündeten ihre nationalen Kerninteressen wieder zu formen und die Bedeutung der kollektiven Sicherheit herauszustellen. Der strategische Druck liegt dabei nicht nur auf Russland, sondern auch auf China und deren bunt zusammengewürfelte Gruppe von Verbündeten, darunter Iran, Pakistan und Nordkorea. Die Welt wird in diesem Zusammenhang leider noch instabiler werden.

Dennoch wird Russland den Krieg in der Ukraine nicht auf andere Staaten ausweiten, es sei denn, es würde ein Regimekollaps drohen. Der laufende Krieg ist jedenfalls eine offensichtliche Überforderung für Russlands militärische Fähigkeiten, ein noch größerer Krieg würde die nationale Sicherheit Russlands eher schwächen als seine Sicherheit stärken. Die NATO überfordert Russlands militärische Kapazität, selbst wenn man großzügig davon ausgeht, dass China volle militärische Unterstützung offeriert. Aus heutiger Sicht hat Russland noch die Hoffnung, die Ukraine flächenmäßig zu verkleinern, ohne die wirtschaftliche Grundlage des Landes zu zerstören. Aber eine Ausweitung des Krieges würde das Regime zerstören – und möglicherweise weite Teile der Welt, da die Gefahr eines Atomwaffeneinsatzes in einem solchen Szenario nicht ausgeschlossen werden kann.



Wenn es Russlands strategisches Ziel wäre, die Sowjetunion wieder aufzubauen, dann würde es wissen, dass es einen Krieg mit der NATO führen müsste und es hätte zuerst wichtige NATO-Militärstützpunkte angegriffen. Zumindest hätte es die Energieversorgung Europas unterbrochen, dadurch eine Rezession herbeigeführt und die Europäer an einer schnellen militärischen Verteidigung gehindert. Es hätte tiefer greifende Vereinbarungen mit China getroffen, um seine Energierohstoffe dort abzusetzen. Gegenwärtig sind etwa drei Fünftel des russischen Öls auf dem Seeweg und kann leicht umgeschichtet werden, aber die Ausweitung von Erdgasexporten in den Fernen Osten ist durch die vorhandene Pipeline-Infrastruktur unmöglich.

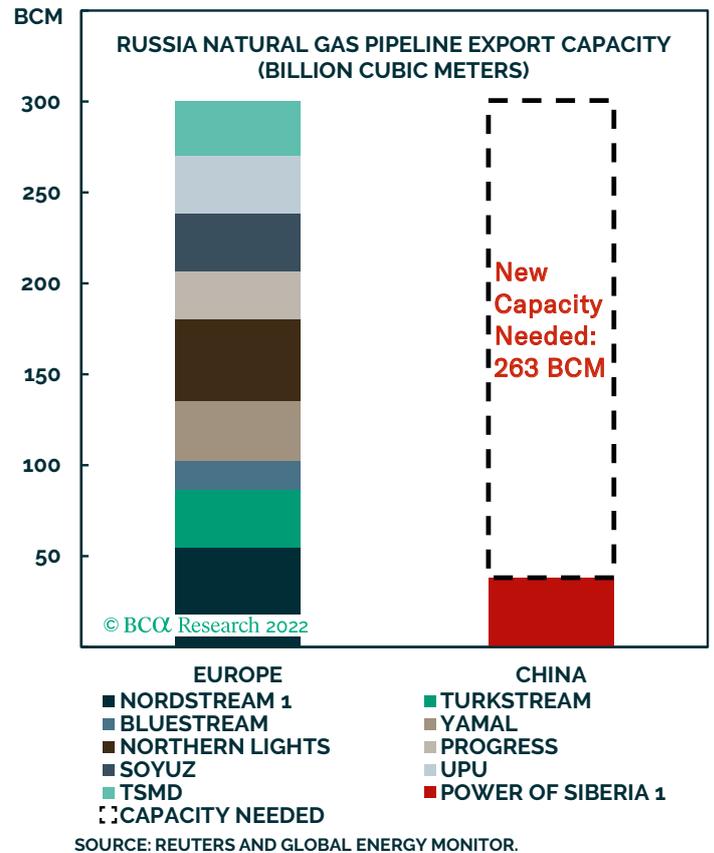
Russland kann also keinen Weltkrieg anstreben. Vielmehr plant es einen Krieg konzentriert auf die Ost- und auf die östliche und südliche Ukraine. Keine der Großmächte ist bereit oder gezwungen, einen direkten Krieg mit Russland zu führen. Die USA und Großbritannien sind am weitesten entfernt und daher am aggressivsten bei der Bewaffnung der Ukraine, sie vermeiden jedoch eine direkte Beteiligung: Sie haben wiederholt auf jede Absicht verzichtet Truppen zu entsenden oder eine Flugverbotszone über der Ukraine einzurichten und beschränken sich aus Angst vor russischen Repressalien. Die EU ist ihrerseits darauf bedacht einen größeren Krieg zu vermeiden. Deutschland und Frankreich versuchen immer noch, ein Grundmaß an wirtschaftlichem Austausch mit Russland aufrechtzuerhalten. Auch China wird nicht für Russland in den Krieg eintreten, sondern soweit unterstützen, wie es kann, ohne die wirtschaftlichen Beziehungen zu Europa abubrechen.

Man sollte aber über unbeabsichtigte Folgen nachdenken. Wenn Russland scheitert oder verzweifelt wird, wenn es Fehler macht oder sich verkalkuliert, wenn die USA nicht reagieren oder andererseits zu aggressiv sind, oder wenn andere Mächte versuchen, größere amerikanische oder europäische Sicherheitsgarantien zu provozieren, könnte der Krieg außer Kontrolle geraten. Dieses Risiko sollte jedem Anleger bewusst machen, eine angemessene Allokation in sicherheitsorientierten Anlagen einzuhalten.

Ein entscheidender Faktor für die Begrenzung des Krieges auf die Ukraine ist die Fortsetzung des Energiehandels zwischen Europa und Russland. Wenn entweder Russland oder Europa heute die Energieströme abschneiden, wird dies auf beiden Seiten kurzfristig zu einem wirtschaftlichen Desaster führen, das die Gesellschaften destabilisiert und das Risiko einer militärischen Fehlkalkulation auf Seiten des Aggressors erhöht.

Russlands Gasexporte von Europa gehen nach China ?

Grafik 8

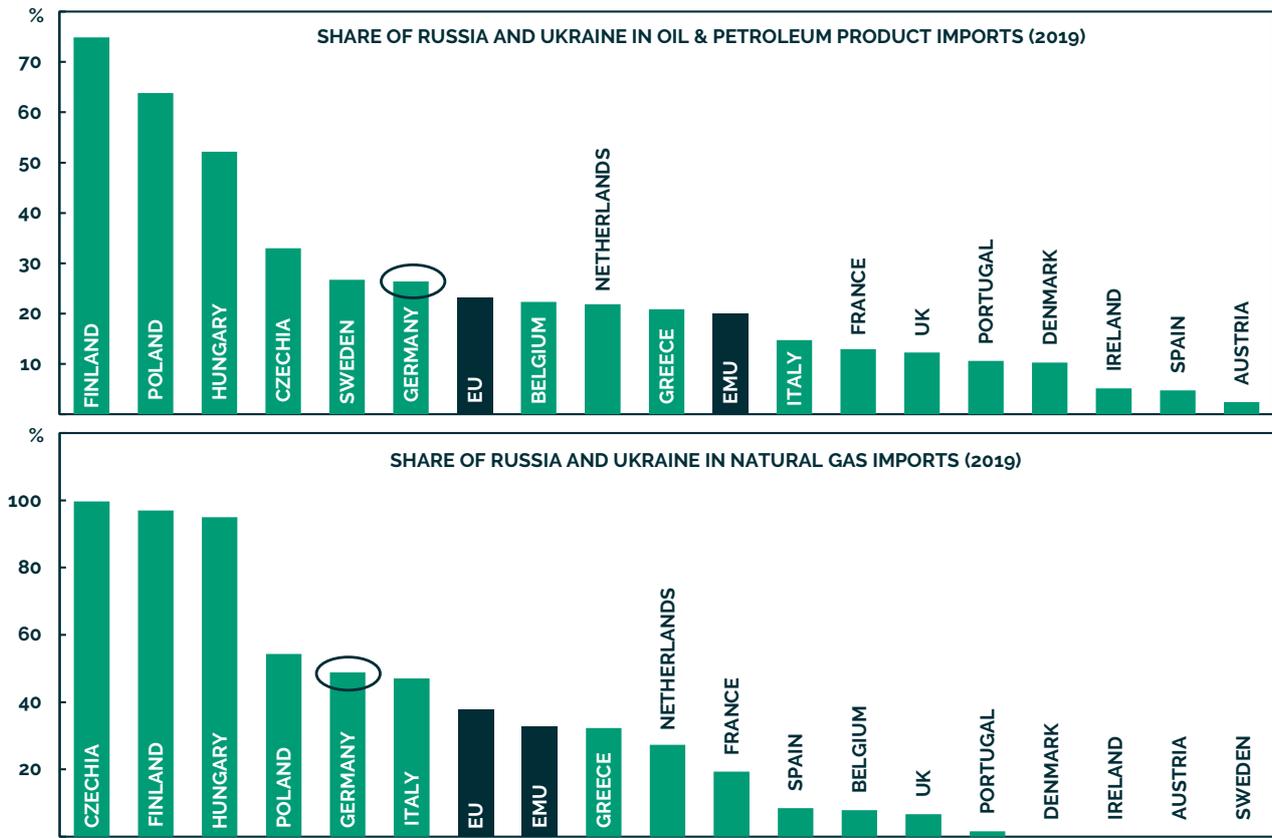


Der deutsche Bundeskanzler Olaf Scholz hat einen europäischen Boykott russischer Energie am 23. März erneut abgelehnt. Scholz argumentierte, dass keine Sanktionen beschlossen werden können, die die europäischen Verbraucher mehr schaden als dem Kreml. Scholz' Bemerkungen betrafen sowohl Öl als auch Erdgas, obwohl Europa mehr Möglichkeiten hat, Öl zu boykottieren, was bedeutet, dass eine weitere Verknappung zu erwarten wäre. Deutschland ist nicht die einzige europäische Macht, die einen völligen Boykott russischer Energie ablehnt. Russlands engste Nachbarn sind in hohem Maße auf russisches Öl und Gas angewiesen. Es braucht bekanntlich nur eines einzigen Mitglieds, um Veto gegen EU-Sanktionen einzulegen. Während mehrere westliche Privatunternehmen Geschäfte mit Russland meiden, werden andere Unternehmen die Lücke nutzen und über diesen Umweg einen Aufschlag für den Handel mit russischen Rohstoffen verlangen.



Anteil von Importen an Öl und Gas aus der Ukraine und Russland

Grafik 9



SOURCE: EUROSTAT.

© BCC Research 2022

Deutschlands Beharren auf der Aufrechterhaltung von Wirtschaftsbeziehungen mit Russland liegt in seinem nationalen Interesse. Während des letzten Kalten Krieges wurde Deutschland zerstückelt. Die gesamte deutsche Geschichte besteht aus dem Streben nach Einigung und einem kontinentalen europäischen Zusammenhalt. Das moderne Deutschland ist diesem Ziel heute so nahe wie möglich. Was diese Errungenschaft erschüttern könnte, wäre eine schwere Rezession, die die Europäische Union spalten würde oder ein Krieg in Europa, der die Deutschen an die Front bringen würde. Eine Ausweitung des US-Sanktionsregimes auf ganz Russland und sogar China würde einen neuen „Kalten Krieg“ auslösen und das deutsche Wirtschaftsmodell aufgrund von Restriktionen sowohl auf der Import- als auch auf der Exportseite ruinieren. Deutschlands Strategie war es, die Sicherheit durch sein Bündnis mit Amerika zu erhalten und gleichzeitig Unabhängigkeit und Wohlstand zu bewahren durch ein wirtschaftliches Engagement mit Russland und China. Die russische Seite dieser Gleichung ist seit 2014 eingeschränkt worden und wird nun weiter stark eingeschränkt werden. Deutschland hat ebenfalls seine Militärausgaben erhöht - eine historische Wende, die Japans strategischem Wiedererwachen im letzten Jahrzehnt angesichts des chinesischen Kampfs um Sicherheit gleichkommt.

Aber Deutschland wird sich sehr hüten alles zu tun, was den Prozess der wirtschaftlichen Entflechtung mit China beschleunigt. China stellt keine eindeutige und gegenwärtige militärische Bedrohung für Deutschland dar, aber Chinas Versuch in der Wertschöpfungskette des verarbeitenden Gewerbes aufzusteigen, stellt langfristig eine wirtschaftliche Bedrohung dar. Solange China keine direkte militärische Unterstützung Russlands in der Ukraine leistet und nicht Russlands Kriegstreiberei gegen benachbarte Demokratien wie Taiwan kopiert, wird Deutschland keine Sanktionen verhängen. Diese Haltung stellt kein großes Problem mit den USA unter der Regierung Biden dar, die die Solidarität mit den Verbündeten in den Vordergrund stellt, aber sie könnte zu einem großen Problem für eine etwaige zukünftige republikanische US-Regierung werden, die versuchen wird, den strategischen Druck auf China zu erhöhen. Das zwänge Deutschland geradewohl dazu, sich notgedrungen ins westliche Lager zu schlagen mit allen negativen wirtschaftlichen Konsequenzen, die eine Einschränkung im Handel mit China mit sich brächte.



Deutschland unternimmt derzeit eine Revolution in der Finanzpolitik, um die Binnennachfrage zu steigern und die Exportabhängigkeit zu verringern. Inzwischen ist die exportorientierte deutsche Wirtschaft hauptsächlich auf andere entwickelte Märkte ausgerichtet, auf die 70 % der deutschen Ausfuhren entfallen (78 % davon gehen in andere EU-Länder). China und die ehemalige Sowjetunion Union sind mit 8 % bzw. 3 % im Vergleich dazu eher untergeordnet.

Aus der Perspektive der nationalen Sicherheit wird Deutschland auch gezwungen sein, sich an die Vereinigten Staaten zu binden. Die NATO überwiegt bei weitem Russland in der militärischen Bilanz. Die schlechte Leistung des russischen Militärs in der Ukraine wird die Deutschen nicht trösten angesichts der russischen Instabilität, Kriegslust und des nuklearen Status.

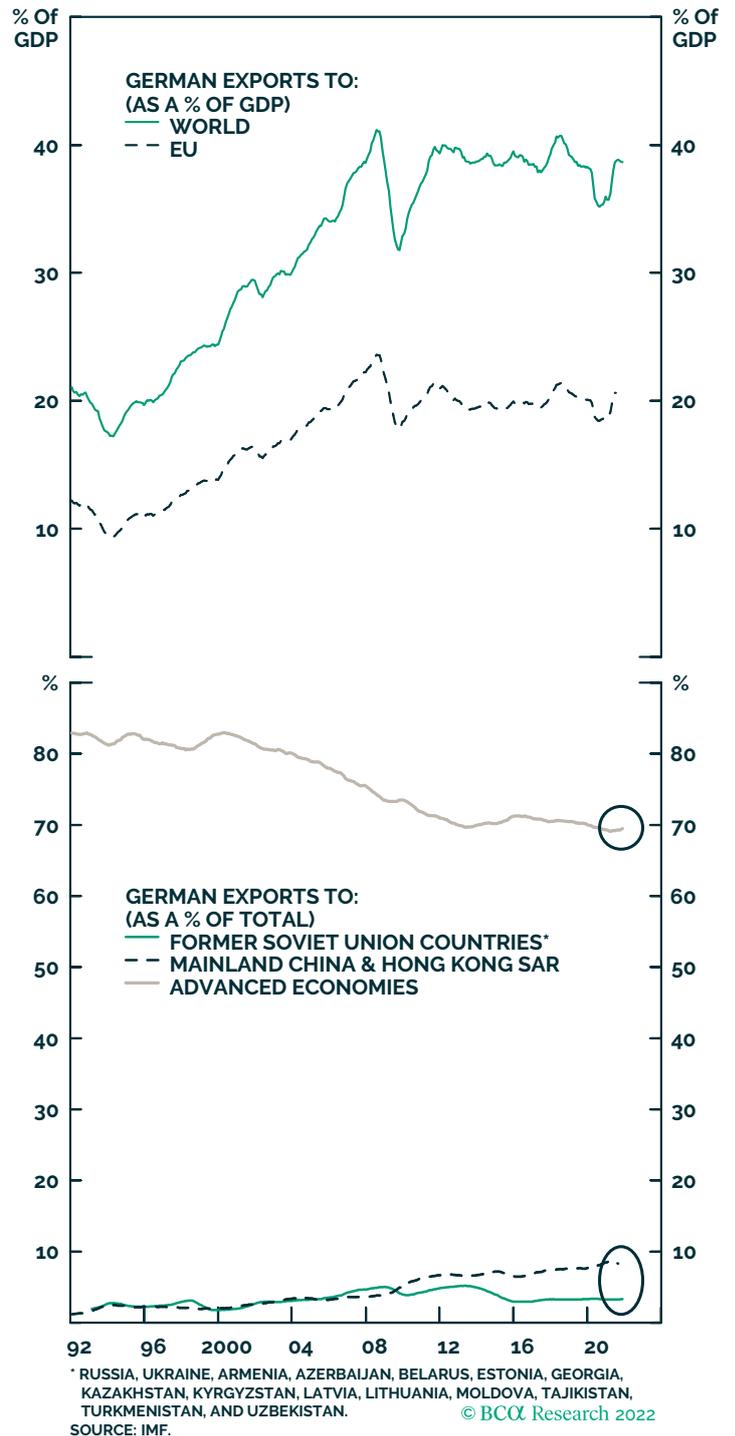
Deutschland hat keine andere Wahl als sich für die nationale Sicherheit auf die USA und die NATO zu verlassen. Wenn der Konflikt der USA mit China so eskaliert bis zu dem Punkt, an dem die USA von Deutschland das Tragen größerer wirtschaftlicher Kosten einfordert, dann wird Deutschland schließlich gezwungen sein, nachzugeben. Aber dieser Wandel wird nicht aus einer amerikanischen Laune heraus vorangetrieben und dürfte nur geschehen als Folge einer chinesischen Aggression begleitet von einer neuen Bündnisstruktur zwischen China und Russland.

Das bringt uns zu unserem nächsten Punkt:

Auch China wird bestrebt sein, seine wirtschaftlichen Beziehungen zu Deutschland und Europa zu erhalten. Die USA können China nicht in einem Krieg besiegen, also werden sie Chinas Wirtschaft weiterhin unter Druck setzen. Washington zielt auf die Grundlagen der militärischen und technologischen Macht Chinas ab, damit das Land kein regionales Imperium aufbauen und eines Tages die USA weltweit herausfordern kann. Die chinesische Zusammenarbeit mit anderen US-Rivalen wird den USA mehr Anlässe bieten China zu bestrafen. Im Gespräch der Präsidenten Biden und Xi Jinping am 18. März drohte Biden China förmlich mit Strafmaßnahmen, falls Peking Russland militärische Hilfe leistet oder Russland hilft, die US-Sanktionen zu umgehen. Da China Russland helfen wird Sanktionen zu umgehen, sind US-Sanktionen gegen China in diesem Jahr daher früher oder später wahrscheinlich. Europa wird damit umso wichtiger für China als strategischer Partner, als Exportmarkt und eine Quelle für hochwertige Importe und Technologie. China muss enge Beziehungen so lange wie möglich aufrechterhalten, um eine katastrophale wirtschaftliche Anpassung zu vermeiden. Europa ist ein dreimal größerer Exportmarkt für China als Russland und die Länder der ehemaligen Sowjetunion.

Ökonomische Bindung Deutschlands an den Westen

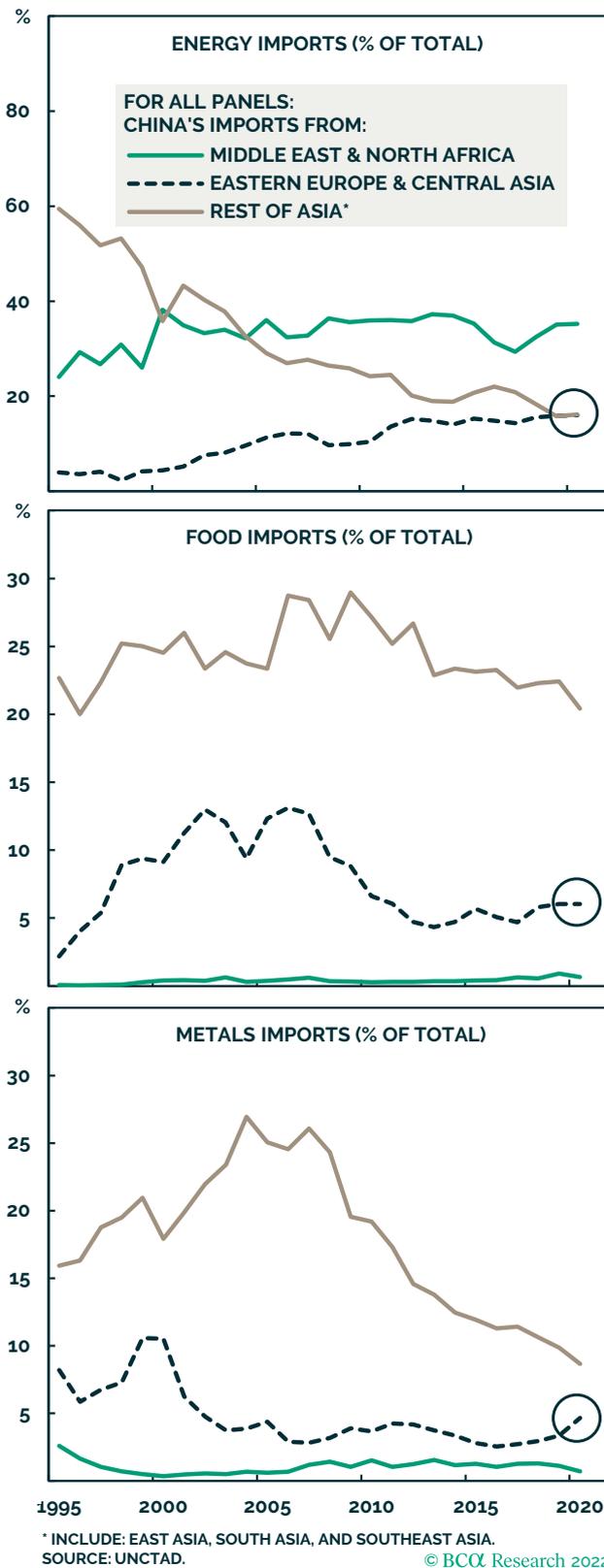
Grafik 10





Chinas Abhängigkeit von Russland

Grafik 11



Doch wenn es hart auf hart kommt, kann China es sich auch nicht leisten, Russlands Bitte nach Hilfe abzulehnen. Die Entscheidung Russlands, die Beziehungen zu Europa abubrechen, spiegelt die Einschätzung des Putin-Regimes wider, dass das Land seine nationale Sicherheit gegenüber dem Westen nicht wahren kann, ohne sich mit China zu verbünden. Letztlich bietet Russland viele der strategischen Vorteile, die China braucht. Am offensichtlichsten wäre es, wenn China jemals in eine militärische Konfrontation mit dem Westen gezwungen wird, zum Beispiel über den Status von Taiwan. Dann dürfte russische Unterstützung von Nöten sein, wie Russland heute seine Unterstützung braucht.

Chinas größte Schwachstelle ist seine Abhängigkeit von Ölimporten aus dem Persischen Golf, die im Konfliktfall von der amerikanischen Marine abgefangen werden kann. Russland und Zentralasien sind die zweitgrößte Energie- und Nahrungsmittellieferanten für China und seit kurzem die wichtigste Quelle für Lebensmittel, Energie und Metalle.

Russland bietet für die Versorgungssicherheit zudem einen Landweg, nach der China strebt. Russland übt auch einen immensen Einfluss in Zentralasien und einen bedeutenden Einfluss im Nahen Osten aus. Dies sind die entscheidenden Regionen für Chinas eurasische Strategie, symbolisiert durch die sog. „Belt and Road Initiative“. Chinesische Investitionen in der ehemaligen Sowjetunion blieben bislang hinter den Investitionen im Nahen Osten und im übrigen Rest Asiens zurück, aber der Krieg in der Ukraine wird das ändern. China wird eine historische Chance haben in der ehemaligen Sowjetunion zu günstigen Bedingungen zu investieren, um sich so einen strategischen Zugang bis hin zum Nahen Osten zu sichern. China wird seinen ostasiatischen Nachbarn zwar immer Vorrang einräumen und als Investitionsziele bevorzugen, aber es wird auch Alternativen brauchen, da die USA unweigerlich versuchen werden, auch ihre Beziehungen zu Südostasien auszubauen.

Ein weiterer Grund, warum China Russlands Angebot zur Kooperation annehmen muss, liegt in Chinas Bewusstsein, dass es strategisch isoliert wäre, wenn der Westen sich mit Russland verbünden würde. Diese Option scheint heute weit hergeholt, aber wenn die Ära Putin vorüber ist, würde dieses Auskommen für die Chinesen zu einer echten Gefahr werden. Zwischen Chinesen und Russen gab es noch nie ein tiefes Vertrauensverhältnis. Die künftige russische Elite könnte daher die Idee zum Vasallen Chinas zu werden, ablehnen. So wie Russland China heute braucht, wird China Russland in der Zukunft brauchen.

Und wieder der Nahe Osten:

Ein weiterer Konfliktherd, bei dem Russland eine entscheidende Rolle spielt, ist der Nahe Osten. Dieser destabilisiert sich einmal mehr und Russlands Einmarsch in der Ukraine wird diese Entwicklung noch verstärken.

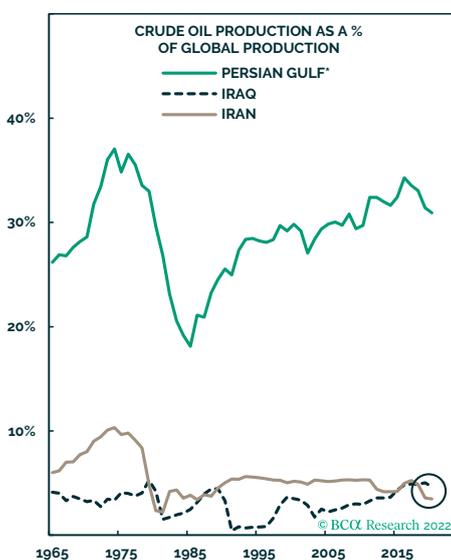


Am unmittelbarsten wird sich der Rückgang der Getreideexporte aus Russland und der Ukraine unverhältnismäßig stark auf die Lebensmittelversorgung und die Preise in Ländern wie Pakistan, der Türkei, Ägypten, Libyen und dem Libanon auswirken.

Ein Teil des strategischen Zwecks von Russlands Invasion ist es, einen besseren Zugang der Marine zum Schwarzen Meer und zum Mittelmeer zu erhalten und damit die Fähigkeit zu erweitern, seine Macht über den Nahen Osten und Nordafrika auszudehnen. Dies gilt sowohl für allgemeine strategische Zwecke, als auch für einen größeren Einfluss auf Europa über seine nicht-russischen Energie- und Versorgungsquellen. Der entscheidende strategische Faktor im Nahen Osten ist die Beziehung zwischen den USA und dem Iran. Wenn beide Seiten eine strategische Entspannung erreichen, werden die iranischen Ölreserven erschlossen: Das Risiko eines irakischen Bürgerkriegs sinkt, und die Gefahr eines allgemeinen Krieges im Nahen Osten ebenfalls. Dies wäre eine wichtige Verringerung des Ölversorgungsrisikos auf einer kurzen und mittelfristigen Zeitachse. Unser Basisfall ist allerdings das Gegenteil:

Unstabiler mittlerer Osten essentiell für die Ölversorgung

Grafik 12



* INCLUDES IRAN, IRAQ, KUWAIT, OMAN, QATAR, SAUDI ARABIA, AND UNITED ARAB EMIRATES.
SOURCE: BP STATISTICAL REVIEW OF WORLD ENERGY 2021.

Wir erwarten keine Einigung, oder eine fadenscheinige Vereinbarung, die die regionalen Spannungen abbaut.

Ein Atomabkommen zwischen den USA und dem Iran könnte bald zustande kommen. Die Biden Regierung ist bereit, die Sanktionen aufzuheben, wenn Iran sein Atomprogramm einfriert und sich verpflichtet, seine militanten Aktivitäten in der Region zu reduzieren. Berichten zufolge hat Biden sogar Russland Garantien gegeben, dass es weiterhin Handel mit dem Iran betreiben kann. Theoretisch können die USA und Russland zusammenarbeiten, um den Iran daran zu hindern, sich Atomwaffen zu beschaffen. Russlands Faustpfand ist die Neutralisierung der Ukraine als nationale Bedrohung der nationalen Sicherheit. Allerdings wird jedes Abkommen zwischen den USA und dem Iran eine kurzfristige Überbrückungsmaßnahme sein, die einer strategischen Entspannung nicht gerecht wird. Der Iran ist topografisch bedingt uneinnehmbar und hat ein deutliches nationales Interesse daran lieferbare Atomwaffen zu erhalten. Iran wird das Streben nach Atomwaffen nicht aufgeben weil er sich nicht auf andere Mächte für seine Sicherheit stützen kann.

Der Iran kann sich natürlich nicht auf die Vereinigten Staaten verlassen, da alle Sicherheitsgarantien mit dem nächsten Parteiwahlwechsel im Weißen Haus aufgehoben würden. Teheran kann sich genauso wenig darauf verlassen, dass die USA Israel davon abhalten würden, anzugreifen. Daher muss der Iran sein eigenes Überleben und seine Sicherheit mit den gleichen Mitteln wie die Nordkoreaner festigen. Er muss die Situation der Ukraine, Libyens und des Iraks vermeiden, die nie nuklear bewaffnet wurden und schließlich überfallen wurden. Wenn der Iran eine Isolation vermeiden will, muss er sich mit Russland und China verbünden, er kann sich nicht auf außenpolitisches Tau-

wetter mit dem Westen einlassen. Russen und Chinesen sind zwar unzuverlässig, aber zumindest haben sie ein Interesse daran, die Vereinigten Staaten zu untergraben. Je mehr die USA unterminiert werden, desto größer ist die Chance für den Iran Fortschritte auf dem Weg zu Atomwaffen zu machen ohne einem zukünftigen US-Angriff ausgesetzt zu sein. Natürlich haben die USA und Israel erklärt dass die atomare Bewaffnung eine rote Linie darstellt. Israel ist bereit, den Iran anzugreifen, während Japan nicht bereit wäre, Nordkorea anzugreifen - und wo ein Wille ist, ist meistens auch ein Weg.

Der Iran könnte aber auch glauben, dass Israel erfolglos sein würde. Es wäre eine extrem schwierige Operation. Die USA haben keine Bereitschaft gezeigt, Staaten anzugreifen, um sie daran zu hindern Atomwaffen zu beschaffen. Eine Spaltung zwischen den USA und Israel wäre ein hervorragender außenpolitischer Erfolg für Teheran. Die USA könnten den Wunsch haben, sich von ihrem politischen Engagement im Nahen Osten zu verabschieden. Wenn die USA die Region aufgeben, wird sie die Region weniger stabil, bis eine neue Sicherheitsordnung entsteht. Sollten die USA in der Region engagiert bleiben, werden sie den Iran weiterhin aggressiv einschränken und verhindern, dass er gewaltsam Atomwaffen annektiert. Was auch immer geschieht, die Region steht im kommenden Jahrzehnt vor Instabilität und die Welt wiederholt vor Unterbrechungen in der Ölversorgung. Der Iran hat erheblichen Einfluss, da er die Straße von Hormuz, dem weltweit bedeutendsten Nadelöhr der Welt.

Wie in der Überschrift zusammengefasst gibt es eine Reihe geopolitischer Ziele und Abhängigkeiten, die ein Ausweiten des Ukrainekriegs nicht wahrscheinlich machen. Dennoch dürfte die russische Aggression an vielen anderen Stellen weitere Beben und Überraschungen (auch positive) im Laufe des Jahres auslösen können.



Asset Allokation: keine entscheidenden Veränderungen.

Das Allokationsmodell unseres kanadischen Partners BCA Research hat Anfang April den Aktienanteil im Vergleich zur letzten Perspektiven-Ausgabe nahezu unverändert gelassen und ist nach wie vor optimistisch für Risikoanlagen. Allerdings liest das Modell keine Zeitung und verlässt sich auf seine eigenen geopolitischen Indikatoren. Nach wie vor empfiehlt es eine übergewichtete Position in Aktien (68,9%), eine untergewichtete Position in Anleihen (28,7%) und eine neutrale Position in Bargeld (2,4%).

Innerhalb des Aktienuniversums hat das Modell die Gewichtung von USA leicht heruntergefahren. Das Modell verfügt über kei-

ne direkten Variablen zur Messung der Konflikte in der Ukraine, hat aber seine Positionierung gegenüber Russland aufgrund des dramatischen Einbruchs der russischen Aktienkurse gesenkt. Da diese derzeit weitestgehend nicht mehr handelbar sind, ergibt sich für die Allokation keine Positionierung.

Das Modell ist optimistisch für Öl, Gold und Dollar.

Das Aktien-Sektormodell berücksichtigt das Marktbeta, das Momentum, das Kreditrisiko und die Bewertungen der Sektoren, sowie die Signale unserer Modelle für US-Dollar, globale Anleihen und Öl, um die emp-

fohlenen Sektorengagements. Das Sektormodell ist derzeit übergewichtet in Energie und Grundstoffen und untergewichtet in Industrierwerten, Technologie und zyklischen Konsumgütern.

Es hält damit an seiner defensiven Ausrichtung fest, mit einer leichten Aufwertung von Kommunikationsdienstleistungen und einer Herabstufung von Versorgern. Die Bewertungen für globale Aktien (63%), globale Anleihen (56%) und Öl (71%) senden selbst neutrale Signale für alle Sektoren. Daher wird der Großteil der Bewegungen durch den US-Dollar (95 %) und marktbasiertere Komponenten bestimmt.

BCA Research Macro Quant Modell

Grafik 13

	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	43.0	5.9	12.2	11.6	-0.6			
EURO AREA	4.7	4.9	0.3	9.8	7.0	-2.8	0.4	-0.4	-0.01
CORE	3.9	4.3	0.4	6.0	4.7	-1.3			
PERIPHERY	0.7	0.6	-0.1	3.8	2.4	-1.4			
U.K.	2.2	3.7	1.4	2.6	2.0	-0.6	0.4	-0.4	-0.01
JAPAN	3.3	2.8	-0.4	9.1	6.4	-2.8	0.4	-0.4	-0.01
CANADA	1.9	3.2	1.2	0.7	0.2	-0.5	0.4	0.4	-0.01
AUSTRALIA	1.2	1.1	-0.01	0.7	0.2	-0.4	0.4	0.4	-0.01
OTHER DM	3.3	3.9	0.6	0.6	0.3	-0.2	0.4	0.4	-0.01
EMERGING ASIA	5.2	5.1	-0.01	1.3	0.7	-0.6			
LATIN AMERICA	0.6	0.6	-0.01	0.2	0.1	-0.1			
OTHER EM	0.5	0.5	-0.01	0.3	0.1	-0.1			
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 USD TERMS.

*** CURRENCY-HEDGED.

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

NOTE: NUMBERS MAY NOT ADD UP DUE TO ROUNDING.



Macro Quant Modell nach Sektoren

Grafik 14

	2021-DEC	2022-JAN	2022-FEB	2022-MAR	2022-APR	LEGEND
ENERGY	5.1% (2.0%)	5.0% (1.9%)	6.8% (2.8%)	7.0% (2.9%)	7.2% (3.0%)	++
BASE MATERIALS	4.9% (0.8%)	4.6% (0.4%)	5.3% (1.0%)	5.4% (1.1%)	6.3% (1.8%)	
COMM. SERV.	8.5% (-0.1%)	9.8% (1.4%)	7.1% (-1.0%)	8.8% (0.7%)	9.6% (1.7%)	+
CON. STAPLES	6.8% (0.0%)	8.1% (1.2%)	9.9% (2.0%)	9.7% (2.4%)	8.1% (1.1%)	
HEALTH CARE	12.6% (0.4%)	11.9% (-0.8%)	15.4% (2.9%)	15.1% (2.5%)	13.8% (1.0%)	=
REAL ESTATE	2.8% (0.1%)	2.6% (-0.2%)	3.2% (0.4%)	3.3% (0.5%)	2.9% (0.1%)	
FINANCIALS	13.2% (-0.0%)	14.9% (1.8%)	15.0% (0.7%)	12.6% (-1.5%)	13.9% (0.2%)	-
UTILITIES	2.3% (-0.4%)	2.1% (-0.6%)	3.0% (0.2%)	3.3% (0.6%)	2.9% (0.0%)	
INDUSTRIALS	7.6% (-2.4%)	6.8% (-3.3%)	8.2% (-2.0%)	8.2% (-1.8%)	9.2% (-0.9%)	--
TECHNOLOGY	24.1% (0.1%)	22.6% (-1.2%)	17.2% (-4.9%)	18.3% (-4.3%)	18.0% (-4.5%)	
CON. DISC.	12.0% (-0.6%)	11.6% (-0.6%)	8.9% (-2.7%)	8.4% (-3.2%)	8.1% (-3.5%)	

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

Das globale Aktienindex-Länder-Modell verwendet Sektor- und Währungs-Scores sowie eine Trendkomponente, um einzelne regionale Aktien-Scores zu ergänzen und daraus ein empfohlenes Länderengagement (bewertet in US-Dollar) abzuleiten. Es ist in Kanada, Australien und Großbritannien

übergewichtet und in Frankreich, China und Russland untergewichtet investiert. Der Wert für US-Aktien (73%) hat sich wieder auf bullish verändert.

Macro Quant Modell nach Ländern

Grafik 15

	2021-DEC	2022-JAN	2022-FEB	2022-MAR	2022-APR	LEGEND
CANADA	3.9% (0.6%)	4.4% (1.1%)	4.8% (1.4%)	5.1% (1.6%)	5.1% (1.4%)	++
AUSTRALIA	0.9% (-1.1%)	1.3% (-0.7%)	1.3% (-0.6%)	1.8% (-0.3%)	3.0% (0.7%)	
UK	3.4% (-0.6%)	4.4% (0.3%)	6.3% (1.8%)	6.4% (1.9%)	5.4% (1.1%)	+
US	79.0% (8.1%)	76.6% (5.6%)	73.2% (3.2%)	71.3% (1.2%)	73.0% (2.0%)	
BRAZIL	0.3% (-0.2%)	0.3% (-0.2%)	0.5% (-0.1%)	0.5% (-0.2%)	0.6% (-0.1%)	=
JAPAN	3.9% (-2.6%)	3.1% (-3.3%)	3.9% (-2.6%)	4.9% (-1.5%)	5.3% (-0.9%)	
ITALY	0.6% (-0.1%)	0.8% (0.1%)	0.7% (0.0%)	0.6% (-0.1%)	0.6% (-0.1%)	-
INDIA	1.0% (-0.6%)	1.4% (-0.2%)	1.2% (-0.4%)	1.3% (-0.3%)	1.3% (-0.4%)	
GERMANY	2.3% (-0.2%)	2.6% (0.1%)	2.8% (0.2%)	2.7% (0.2%)	1.8% (-0.6%)	--
FRANCE	1.8% (-1.4%)	2.3% (-1.0%)	2.8% (-0.6%)	2.9% (-0.4%)	2.1% (-1.1%)	
CHINA	2.4% (-2.0%)	2.4% (-1.7%)	2.0% (-2.3%)	2.0% (-2.2%)	1.8% (-2.1%)	
RUSSIA	0.5% (-0.0%)	0.4% (-0.0%)	0.5% (0.0%)	0.3% (0.0%)	0.0% (0.0%)	

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

Richtiges Pech hatte unser ETF-Portfolio, das sich an der Aktien-Allokation des BCA-Modells orientiert. Mit dem Verkauf des Healthcare-ETFs Anfang Februar wurde ein Gewinn von mehr als 50 % realisiert. Der Erlös wurde dann in ein Russland-ETF gesteckt, das sich nach heutigem Stand mit minus 78 % zum wahren Geldvernichter entwickelte. Ohne dieses Engagement wäre

der Rest sogar im Plus. So steht das Portfolio bei minus 8,7%.

Nach Ausbruch des Ukrainekriegs war Risikomanagement angesagt. Die erste Panik wurde dazu verwendet, sich wieder von Krisengewinnern wie dem Goldproduzenten-ETF zu trennen und parallel hierzu die Explosion im Ölpreis auch für eine Halbierung

des Ölförderer-ETFs zu nutzen. Mit dem Verkauf des Goldproduzenten-ETFs wurde ein kleiner Verlust realisiert, beim Ölförderer-ETF fast ein Kursverdoppler. Das Portfolio sitzt derzeit auf fast 19 % Cash, die auf eine Wiederanlage warten.



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 Portfoliebene von der ausgewiesenen Performance abweichen.

Grafik 16

Referenz-Portfolio Fonds und ETFs										10-38																																																																				
30.03.22	Stückzahl Gewicht.	NAME WRN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in €	Risiko - Klasse (RK)																																																																				
313,97	9,03%	ISHARES MSCI AUSTRALIA AOV180	MSCI Australia	32,850 €	43,87 €	33,55%	10.313,91 € 11.11.20	13.773,86 €	33,55% 3.459,95 €	E																																																																				
339,37	7,78%	ISHARES MSCI EM ACC AORPWJ	MSCI Emerging Markets Index	36,122 €	34,95 €	-3,26%	12.258,96 € 24.09.21	11.859,41 €	-3,26% -399,54 €	D																																																																				
436,00	11,36%	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	39,74 €	17,30%	14.769,50 € 28.02.20	17.324,46 €	17,30% 2.554,96 €	D																																																																				
370,07	8,86%	X MSCI WORLD ENERGY A113FF	MSCI World Energy (Nachkauf am 27.04.20)	20,946 €	36,53 €	74,38%	7.751,40 € 07.04.16 / 09.04.18	13.516,81 €	74,38% 5.765,40 €	C																																																																				
621,36	5,33%	KRAMESHARES CSI CHINA IT EUR A2QE7P	CSI China Internet UCITS ETF	19,440 €	13,07 €	-32,75%	12.079,24 € 18.10.21	8.123,66 €	-32,75% -3.955,58 €	D																																																																				
126,16	6,97%	LYXOR IBEX35 DR LYX06G	IBEX35 (Nachkauf am 23.11.2020)	86,549 €	84,28 €	-2,62%	10.919,08 € 04.07.19	10.632,76 €	-2,62% -286,32 €	E																																																																				
90,18	9,28%	ISHARES CORE FTSE 100 ACC AOVEDM	FTSE 100	135,920 €	156,88 €	15,42%	12.257,27 € 07.04.21	14.147,44 €	15,42% 1.890,17 €	D																																																																				
141,57	9,47%	ISHARES FTSE MIB ACC AOVEDP	Italien	84,08 €	102,06 €	21,38%	11.903,94 € 09.03.20 / 18.10.21	14.448,95 €	21,38% 2.545,00 €	C																																																																				
169,07	3,15%	ISHR RUS ADR/GDR A1CIHV	MSCI Russia	132,849 €	28,40 €	-78,62%	22.461,34 € 09.02.22	4.801,72 €	-78,62% -17.659,63 €	C																																																																				
667,77	10,14%	X MSCI WORLD FINANCIALS A113FE	MSCI World Financials	16,516 €	23,16 €	40,23%	11.028,89 € 05.02.18	15.465,55 €	40,23% 4.436,66 €	D																																																																				
18,64%		Cash Position						28.429,46 €																																																																						
Benchmark: MSCI WORLD				Kurs am 31.12.2021	3.231,73 USD 2.838,33 EUR	letzter Schlusskurs	3.110,81 USD 2.791,22 EUR	Performance Benchmark	-3,74% -1,66%	C																																																																				
<table border="1"> <thead> <tr> <th>Jahre</th> <th>ETF Portfolio</th> <th>MSCI in \$</th> <th>MSCI in €</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>2008 (ab 25.04.08)</td> <td>-15,70%</td> <td>-39,24%</td> <td>-32,00%</td> </tr> <tr> <td>2009</td> <td>52,06%</td> <td>26,98%</td> <td>23,63%</td> </tr> <tr> <td>2010</td> <td>17,34%</td> <td>9,55%</td> <td>17,46%</td> </tr> <tr> <td>2011</td> <td>-12,03%</td> <td>-7,62%</td> <td>-4,72%</td> </tr> <tr> <td>2012</td> <td>4,41%</td> <td>13,18%</td> <td>11,15%</td> </tr> <tr> <td>2013</td> <td>18,81%</td> <td>24,10%</td> <td>18,77%</td> </tr> <tr> <td>2014</td> <td>12,70%</td> <td>2,93%</td> <td>17,29%</td> </tr> <tr> <td>2015</td> <td>8,65%</td> <td>-2,74%</td> <td>8,30%</td> </tr> <tr> <td>2016</td> <td>8,05%</td> <td>5,32%</td> <td>8,50%</td> </tr> <tr> <td>2017</td> <td>7,07%</td> <td>20,11%</td> <td>5,38%</td> </tr> <tr> <td>2018</td> <td>-7,68%</td> <td>-10,44%</td> <td>-5,98%</td> </tr> <tr> <td>2019</td> <td>24,95%</td> <td>25,19%</td> <td>27,68%</td> </tr> <tr> <td>2020</td> <td>2,45%</td> <td>14,06%</td> <td>4,77%</td> </tr> <tr> <td>2021</td> <td>21,75%</td> <td>20,14%</td> <td>28,99%</td> </tr> <tr> <td>2022 (YTD)</td> <td>-8,79%</td> <td>-3,74%</td> <td>-1,66%</td> </tr> <tr> <td>p.a. (ab 25.04.08)</td> <td>8,33%</td> <td>5,30%</td> <td>7,88%</td> </tr> </tbody> </table>											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	8,05%	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	2,45%	14,06%	4,77%	2021	21,75%	20,14%	28,99%	2022 (YTD)	-8,79%	-3,74%	-1,66%	p.a. (ab 25.04.08)	8,33%	5,30%	7,88%
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	8,05%	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	2,45%	14,06%	4,77%																																																																											
2021	21,75%	20,14%	28,99%																																																																											
2022 (YTD)	-8,79%	-3,74%	-1,66%																																																																											
p.a. (ab 25.04.08)	8,33%	5,30%	7,88%																																																																											
<table border="1"> <thead> <tr> <th>ETF</th> <th>MSCI in \$</th> <th>MSCI in €</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Performance seit Start am 25.04.08</td> <td>205,05%</td> <td>105,40%</td> </tr> <tr> <td>Performance seit Start p.a.</td> <td>8,33%</td> <td>5,30%</td> </tr> </tbody> </table>											ETF	MSCI in \$	MSCI in €	Performance seit Start am 25.04.08	205,05%	105,40%	Performance seit Start p.a.	8,33%	5,30%																																																											
ETF	MSCI in \$	MSCI in €																																																																												
Performance seit Start am 25.04.08	205,05%	105,40%																																																																												
Performance seit Start p.a.	8,33%	5,30%																																																																												
<table border="1"> <thead> <tr> <th colspan="3">Portfolientwicklung mit Absicherung</th> </tr> </thead> <tbody> <tr> <td>Aktueller Portfolientwert in EURO:</td> <td>152.524,08 €</td> <td>30.03.2022</td> </tr> <tr> <td>Portfolientwert in EURO:</td> <td>167.231,83 €</td> <td>31.12.2021</td> </tr> <tr> <td>Gewinn / Verlust absolut:</td> <td>-14.707,74</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Gewinn / Verlust in Prozent:</td> <td>-8,79%</td> <td></td> </tr> <tr> <td>Datenlänge der historischen Simulation:</td> <td colspan="2">260</td> </tr> <tr> <td>Datum der historischen Simulation:</td> <td colspan="2">28.03.22</td> </tr> </tbody> </table>											Portfolientwicklung mit Absicherung			Aktueller Portfolientwert in EURO:	152.524,08 €	30.03.2022	Portfolientwert in EURO:	167.231,83 €	31.12.2021	Gewinn / Verlust absolut:	-14.707,74		Gewinn / Verlust in Prozent:	-8,79%		Datenlänge der historischen Simulation:	260		Datum der historischen Simulation:	28.03.22																																																
Portfolientwicklung mit Absicherung																																																																														
Aktueller Portfolientwert in EURO:	152.524,08 €	30.03.2022																																																																												
Portfolientwert in EURO:	167.231,83 €	31.12.2021																																																																												
Gewinn / Verlust absolut:	-14.707,74																																																																													
Gewinn / Verlust in Prozent:	-8,79%																																																																													
Datenlänge der historischen Simulation:	260																																																																													
Datum der historischen Simulation:	28.03.22																																																																													
EUR in USD				1,1145	DAX30	14.618,65	S&P 500	4.631,60																																																																						

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



Aktien: keine einfachen Zeiten.

Klar steht die Geopolitik im Vordergrund, doch Aktien bieten mittelfristig immer noch ein günstiges Risiko-Rendite-Verhältnis, der Konjunkturzyklus ist ebenfalls noch nicht zu Ende. Vor der Tür stehen weitere Gewinnsteigerungen, eine Bodenbildung in Chinas Aktien, und keine überraschend aggressiven Zinserhöhungsmanöver der US-Notenbank. Der US-Dollar könnte seinen diesjährigen Höhepunkt bereits erreicht haben. Für ebenso verfehlt halten wir die derzeit grassierende Diskussion über eine drohende Rezession, denn die Finanzierungsbedingungen sind nach wie vor extrem günstig und der Arbeitsmarkt stark. Dazu sind Verbraucher nicht so sehr verschuldet, die Cashflows der Unternehmen hoch und die Banken verfügen über solide Bilanzen.

Hinter uns liegt aber auch ein erheblicher Ausverkauf bei den Wachstumstiteln. Die teuren Fintech-Werte fielen um 35 %, unrentable Techs sogar um 40 %. Es stellt sich die Frage, ob man Qualitätsaktien wieder kaufen sollte, insbesondere dann, wenn man einen potenziellen Höhepunkt der Inflation sieht.

Unserer Ansicht nach liegt der Schlüssel in der Entwicklung der Anleiherenditen – und wir gehen davon aus, dass sie sich weiter nach oben bewegen werden. In einem solchen Umfeld übernehmen zyklische Titel weiter die Führung. Das begünstigt Länderindizes wie den englischen FTSE-Index oder auch die bankenlastigen Südeuropäer. Wir haben hier die Sektorallokation, sowie die Kursziele für die regionalen Aktienindices, wie sie die Investmentbank JP Morgan sieht, aufgelistet. Übergewichtet (OW) in allen Weltregionen bleiben Energiewerte und Finanztitel.

Bei den Aktienindices übt sich JP Morgan in etwas mehr Zurückhaltung und hat seit Beginn des Ukrainekriegs die Kursziele gerade bei S+P 500 und MSCI Eurozone um einige Prozent zurückgenommen. Die beste Perspektive hat nach deren Meinung der chinesische Aktienmarkt.

Laut einer regelmäßigen Studie der Wirtschaftsprüfungsgesellschaft und Unternehmensberatung EY haben die DAX-Unternehmen 2021 so gut abgeschlossen wie noch nie. Die Non-Financials erhöhten ihre Umsätze insgesamt um knapp 14 Prozent auf 1,6 Billionen Euro. Ihre Gewinne steigerten sie sogar um 122 Prozent. Zu den fünf Unternehmen mit den höchsten Umsätzen 2021 zählen die Autohersteller Volkswagen, Mercedes-Benz, BMW sowie der Versicherungskonzern Allianz, gefolgt von der Deutschen Telekom.

JP Morgan Sektor-Gewichtungen und Renditen seit Jahresanfang

Grafik 17

	US		Europe		Japan		EM	
Energy	33%	OW	12%	OW	16%	N	-26%	OW
Materials	-4%	N	-1%	OW	-1%	N	1%	OW
Industrials	-3%	N	-8%	OW	-5%	OW	-3%	N
Discretionary	-11%	N	-15%	N	-7%	OW	-19%	OW
Staples	-3%	UW	-6%	UW	-4%	N	-8%	UW
Healthcare	-3%	OW	-1%	UW	-11%	UW	-16%	UW
Financials	-1%	OW	-4%	OW	9%	OW	3%	OW
Technology	-11%	N	-15%	N	-16%	N	-11%	N
Comm Service	-13%	N	1%	OW	5%	UW	-11%	N
Utilities	-1%	UW	-5%	N	10%	UW	-4%	UW
Real Estate	-9%	UW	-3%	UW	1%	N	-2%	N
Overall	-6.7%		-5.6%		-4.8%		-8.6%	

Source: J. P. Morgan, Bloomberg Finance L.P.

JP Morgan Kursziele Aktienindices per Ende 2022

Grafik 18

Equities	Current	Dec-22
S&P 500	4,526	4,900
MSCI Eurozone	246	275
FTSE 100	7,483	8,150
TOPIX	1,981	2,200
MSCI EM (\$)	1,137	1,300
MSCI China	73	116
MSCI Korea	832	1,060
MSCI Taiwan	694	780
MSCI India	2,005	2,000
Brazil (Ibovespa)	119,126	133,000
Mexico (MEXBOL)	55,197	59,000
MSCI South Africa (USD)	544	521

Source: J.P. Morgan, Bloomberg Finance L.P., Datastream.

Die starken Bilanzzahlen sind erstaunlich, denn auch im Jahr 2021 waren die Bedingungen für Unternehmen mit reichlich Schwierigkeiten durchgesetzt - gestörte Lieferketten, Lieferengpässe und steigende Logistik- und Materialkosten. Dennoch konnten die meisten Umsatz und Gewinn steigern – auch weil es ihnen vielfach gelungen ist, gestiegene Kosten an die Kunden weiterzugeben.

Die gravierenden Folgen des Krieges weit über die Ukraine und Osteuropa hinaus spiegeln sich in den Umsätzen und Gewinnen der Dax-Konzerne für das Jahr 2021 noch nicht wider, weil der Kriegsausbruch nach dem für die Bilanzen entscheidenden Abschlussstichtag stattfand. Allerdings müssen die Unternehmen in ihren Lageberichten schon über die zu erwartenden Folgen informieren. Aktuell müssten die Unternehmen umsteuern und ihre Produktions- und Zuliefernetzwerke neu organisieren. Hauptziel wird nun die Versorgungssicherheit statt der Kosteneffizienz. Aus dieser Einschätzung lässt sich schließen, dass die für Verbraucher verfügbaren Waren und Dienste noch teurer werden dürften.



Chinesische Aktien in der Bodenbildung

Die jüngsten Daten zeigen, dass sich die Wirtschaft in den ersten beiden Monaten des Jahres deutlich verbessert hat. Allerdings wird dieser Optimismus durch andere Branchen- und Hochfrequenzdaten nicht gerade gestützt. Chinas Exporte waren robust und auch die Infrastrukturinvestitionen zogen aufgrund der vorgezogenen fiskalischen Anreize stark an. Dennoch bleibt die Binnennachfrage in China in der Flaute. Die Indikatoren für den Wohnungsmarkt zeigen eine weitere Verschlechterung der Hausverkäufe und -preise im Januar und Februar. Der Konsum im Tourismus während des chinesischen Neujahrsfestes und die Aktivitäten im Dienstleistungssektor waren ebenfalls schwächer als im Vorjahreszeitraum.

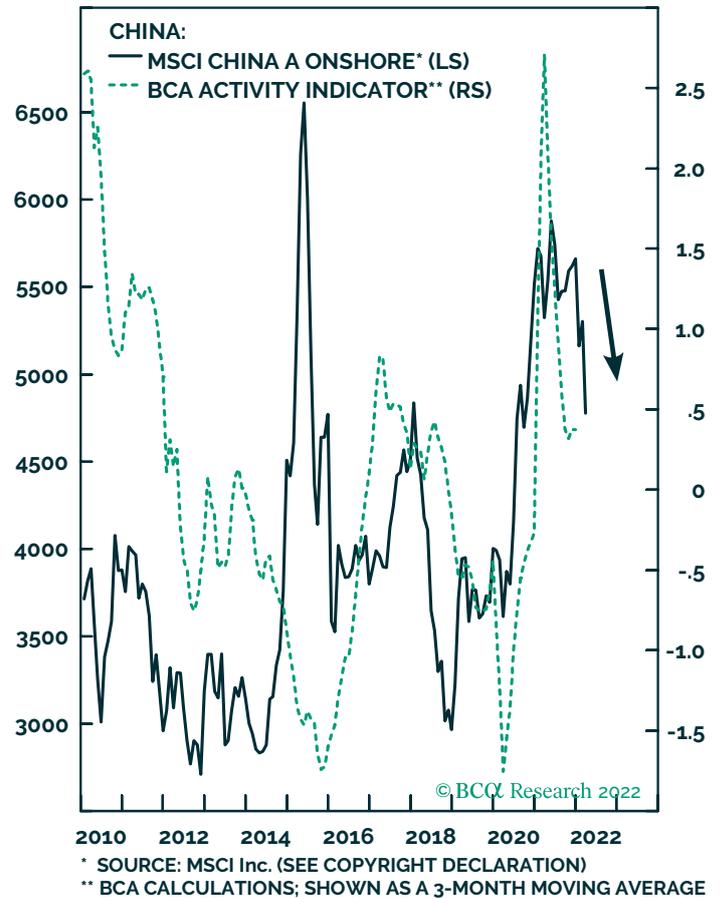
Wir gehen davon aus, dass die politischen Entscheidungsträger weitere Maßnahmen ergreifen werden, um die Binnennachfrage zu stützen. Aber die chinesische Wirtschaft wird in der ersten Jahreshälfte 2022 wahrscheinlich eine unruhige Bodenbildung erleben. Aggressive Engagements sind daher noch verfrüht, erste Positionen aber sinnvoll.

Bei den Tech-Titeln hatte die finale Phase der Baisse offensichtlich bereits Mitte März stattgefunden. Der Hang Seng Tech Index hat nach einem massiven Ausverkauf in sechs Handelstagen um 37 % zugelegt. Anleger setzten auf einen Rückgang von regulatorischen Risiken. Peking hatte zuvor zwar ausdrücklich zugesagt, keine neuen Regulierungsmaßnahmen gegen chinesische Tech-Unternehmen einzuführen. Diejenigen, die bereits genehmigt wurden, bleiben aber in Kraft. Pekings Fokussierung auf „Wohlstand für alle“ bedeutet jedoch, dass chinesische Unternehmen auch weiterhin eine Rolle bei der Umverteilung des Reichtums spielen, was letztlich die Rentabilität dieser Unternehmen schmälern wird.

Neben diesen innenpolitischen Faktoren ist auch die Geopolitik ein Gegenwind für chinesische Unternehmen. Die USA werden wahrscheinlich China für die Zusammenarbeit mit Russland bestrafen. Präsident Biden hat Peking bereits gewarnt, dass es mit Strafmaßnahmen zu rechnen habe, wenn China Militärhilfe an Russland liefert oder russische Sanktionen umgeht. Eine neue Hausse kann sich unter diesen Bedingungen eher nicht entwickeln.

MSCI-China A-Aktienindex und Geschäftsaktivität

Grafik 19





ICM 15er-Aktienportfolio

Im Depot befinden sich zurzeit zwölf von fünfzehn möglichen Titeln. Wir setzen weiter auf Energie- (Öl), Tech- und Finanz-Werte.

Nicht mehr im Portfolio:

Verkauft haben wir die Aktien von **Bausch Health Co.** Die Aussichten für die Aktie trübten sich ein, nachdem der Plan von Bausch, eine Abteilung für Augenheilkunde abzuspalten, bei mehreren institutionellen Investoren auf Widerstand stieß. In einer Klageschrift, die bei einem Gericht im Bundesstaat New Jersey einging, hieß es, es sei eine „betrügerische Übertragung“, die darauf abziele, wertvolle Vermögenswerte vor Wertpapierklagen zu schützen. Da das sicherlich die weitere Kursentwicklung der Aktie beeinträchtigen wird, haben wir uns von ihr getrennt.

Ebenfalls haben wir uns getrennt von unserem Engagement in den Pharmariesen **AbbVie** (u.a. Hersteller von Botox). Nach einem sehr guten Geschäftsjahr 2021 und einer Gewinnsteigerung von über 20% gegenüber dem Vorjahr erreichte die Aktie neue Höchstkursee und stieg seit Anfang des Jahres gegen den Markt um 17% und verbesserte sich über die letzten 12 Monate sogar um über 50%. Wir haben die Euphorie zur Gewinnmitnahme genutzt und um damit Platz für ein neues Engagement zu schaffen.

Neu im Portfolio:

Wie in der letzten Ausgabe bereits angekündigt haben wir **UNICREDIT SpA** nach dem starken Rückgang aufgrund des Ukraine Konflikts wieder in unser Portfolio aufgenommen. Wir glauben an die Outperformance der Finanzwerte im Zuge weiter steigender Zinsen und damit auch speziell an die der UNICREDIT.

Als zweiten neuen Wert werden wir die **BAYER AG** in das Aktienportfolio aufnehmen. Mit einem KGV von 7,6 zählt Bayer zu den preiswertesten Pharmawerten weltweit. Grund ist immer noch der ca. 50 Mrd. Euro teure Kauf des amerikanischen Saatgutherstellers Monsanto und die folgenden Klagen wegen dessen Unkrautvernichter Glyphosat. Die Rückstellungen zum Geschäftsjahresende von 7,5 Mrd. \$ sollen laut Bayer für alle möglichen Rechtsstreitigkeiten ausreichen. Die Bayer Aktie ist dieses Jahr mit einer Performance von +29% YTD der absolute Outperformer im DAX40-Index und hat noch deutlich mehr Potenzial.

Im Portfolio befinden sich die folgenden Titel:

Alibaba Group konnte kurzfristig nach positiven Signalen von den chinesischen Aufsichtsbehörden stark zulegen und wartet jetzt auf neue Signale. Die Aktie bewegt sich seit Anfang des Jahres besser als der Markt und kommt auf eine Performance von -1,75% YTD. Die

durch die Ukraine-Krise ausgelöste Ölpreis-Hausse half natürlich unseren Energietiteln. **BP Plc.** sieht ein Plus von ca. 12,36% YTD und bleibt mit der englischen Tullow Oil mit 10,3% YTD und der brasilianischen Petrobras mit sogar 32% unser Favorit im Energiesektor. **Tullow Oil** zeigt nach einem positiven Moody's Rating neues Potenzial mit einem Kursziel von ca. 80 Gbp. **Petrobras** bekommt Rückenwind vom brasilianischen Energieminister Bento Albuquerque, der für 2022 eine um 300.000 barrels pro Tag höhere Ölförderung ankündigte. Dies ist eine Steigerung von 10% gegenüber dem Vorjahr. Die Dividendenrendite von immer noch knapp 14% ist auch weiter ein gutes Argument für das Investment. **China Everbright** kam mit dem restlichen chinesischen Markt unter Druck und verliert seit Anfang des Jahres ca. 25%. Trotz der allgemeinen Vorsicht internationaler Anleger vor chinesischen Investments ist die Aktie mit einer Dividendenrendite von 7,3% weiter attraktiv. Die Situation beim chinesischen Versicherungskonzern **Ping An** hat sich trotz eines Rückgangs des Nettogewinns in 2021 um 29% deutlich verbessert. Die operative Eigenkapitalrendite lag bei 18,9% und eine Dividendenrendite von 4,3% sorgten für eine Outperformance der Aktie gegenüber dem chinesischen Markt von 1,25% YTD. Die niederländische Beteiligungsgesellschaft **Prosus NV** mit Ihrem großen Anteil an chinesischen Techwerten (u.a. Tencent) kam Anfang März mit dem chinesischen Markt stark unter Druck und versucht auf dieser Basis eine Bodenbildung. Die Performance YTD liegt bei enttäuschenden -31,1%, aber eine Kurserholung in China hätte würde sich schnell positiv für die Aktie auswirken. Ähnlich ist die Situation bei **Tencent Music**. Der Druck der chinesischen Behörden auf die heimischen Technologiewerte schreckte die Anleger und brachte ein Minus von 28% YTD. Ernüchternd auch die deutsche **SAP SE**, die mit der Underperformance internationaler Technologiewerte z.Zt. ein Minus von ca. -17% YTD vorweisen muss. Dagegen spiegelt die Kursentwicklung der kanadische **Teck Resources** die Preisexplosion bei Rohstoffen wie Kupfer, Zink und Kohle wider. Das sorgt trotz der aktuellen Ängste vor steigenden Zinsen und schwächerer Konjunktur für ein Plus von spektakulären +37,5% YTD.

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.

Bayer AG ist ein in Leverkusen ansässiges Life-Science-Unternehmen mit insgesamt rund 99.600 Mitarbeitern (Stand: Jahresende 2021). Die Segmente des Unternehmens sind Pharmaceuticals, Consumer Health und Crop Science.



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.

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



15er Aktienportfolio													Auslastung: 80%		01.04.22	
No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kurs Kauf	Kurs aktuell	P/L 2022 YTD	P/L total	ESG Grade				
1	BABA.K	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	USD	NYQ	26.01.21	264,00	108,8	-8,41%	-58,79%	C+				
2	BAYGn.DE	BAYER N AG	Healthcare	DE0008AY0017	EUR	GER			62,92	33,83%		A				
3	BP.L	BP/d	Energy	GB0007980591	GBP	LSE	02.06.20	326,30	377,2	14,16%	15,60%	A				
4	0257.HK	EB ENVIRONMENT/d	Utilities	HK0257001336	HKD	HKG	13.12.19	6,19	4,79	-23,48%	-22,63%	C+				
5	PBR	PETROLEO BRASI/d	Energy	US71654V4086	USD	NYQ	05.02.21	11,27	14,8	34,79%	31,32%	B+				
6	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	56,5	0,62%	-40,02%	C+				
7	1TY.TG	PROSUS	Technology	NL0013654783	EUR	TDG	14.07.20	85,10	48,905	-31,06%	-42,53%	B				
8	SAPG.DE	SAP SE	Technology	DE0007164600	EUR	GER	26.10.20	103,00	100,32	-19,68%	-2,60%	A+				
9	TECK.K	TECK RECS B/d	Basic Materials	CA8787422044	USD	NYQ	05.05.21	23,95	40,39	41,47%	68,63%	A				
10	TME	TENCENT MUSIC/d	Technology	US88034P1093	USD	NYQ	06.04.21	20,07	4,87	-28,91%	-75,73%	D+				
11	TLW.L	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	GBP	LSE	27.09.19	83,59	53,8	15,82%	-35,64%	B				
12	CRDIMI	UNICREDIT/d	Financials	IT0005239360	EUR	MIL	07.03.22	8,75	10,022	-25,97%	14,48%	A				
13																
14																
15																

Grafik 20

	Aktiendepot 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)	4,41%	-2,92%



Neues von unserer „Grünen Strategie“

Immer deutlicher lässt sich auch in Zahlen ablesen, wie sehr das Bewusstsein für nachhaltige Anlagen zunimmt. Ein klarer Beleg für den Boom in diesem Bereich sind die Zahlen des Bundesverbands Investment und Asset Management.

Nachhaltig orientierte Fonds haben es 2021 geschafft das verwaltete Vermögen auf 361 Milliarden Euro zu verdreifachen. Laut dem Finanzdatenanbieter Bloomberg Financial Intelligence, lag das weltweit nach Nachhaltigkeitskriterien verwaltete Vermögen Ende 2021 bei 38 Billionen USD. Laut den Schätzungen, geht man davon aus das der Wert bereits in 3 Jahren die Marke von 53 Billionen USD erreichen wird.

Es ist deutlich zu spüren, dass die Investoren umdenken und nicht nur ausschließlich renditeorientiert anlegen, sondern speziell die nachhaltigen Gesichtspunkte beim Investment im Vordergrund stehen. Aber auch die institutionellen Anleger distanzieren sich immer häufiger von nicht nachhaltigen Unternehmen und konzentrieren sich auf Konzerne die eine klar nachhaltige Ausrichtung haben.

Hier einige Beispiele aus dem ICM Green Strategy Universum:

Mayr-Melnhof Karton

Die Kartondivision verkauft Kartonlösungen in alle Welt und ist damit nicht nur der führende europäische Kartonproduzent, sondern auch größter Exporteur von Karton aus Europa. Die Packagingdivision bietet mit Produktionsstandorten quer über Europa ein einzigartiges gesamteuropäisches Lieferkonzept. Durch die Präsenz in attraktiven Emerging Markets liefert das Unternehmen Antworten auf den globalen Lieferbedarf seiner multinationalen Kundschaft. Das Unternehmen beschäftigt über 10.000 Mitarbeiter und hat eine Marktkapitalisierung von über 3.3 Milliarden €.

Die bei Mayr-Melnhof in der Division Karton und Verpackung produzierten Einwegverpackungen bestehen zu 90% aus recyceltem Papier und Karton. Beim Vergleich der Herstellung und Verwendung von Recyclingpapieren mit der von Primärfasern auf Frischzellstoffbasis ergeben sich deutliche Umweltvorteile zugunsten des Recyclingpapiers. Das Unternehmen verbessert permanent seine Fertigungsprozesse und damit verbunden auch seine Umweltbilanz. Die Aktie des Konzerns ist im Naturaktien Index.

Die MM Gruppe strebt eine nachhaltig hohe Rendite auf das eingesetzte Kapital (ROCE) an und verfolgt eine kontinuierliche Dividendenpolitik, die die Ausschüttung von rund einem Drittel des Jahresüberschusses vorsieht. Langfristig werden rund 50 % der erwirtschafteten Cash Earnings mit Fokus auf Kostensenkung und Wachstum investiert.



SAP AG

Die SAP SE zählt weltweit zu den führenden Anbietern von Unternehmenssoftwarelösungen, die die verschiedenen Prozesse innerhalb der Unternehmen und über Unternehmensgrenzen hinweg organisieren. Das Portfolio umfasst Geschäftsanwendungen für große und mittelständische Betriebe sowie Standardlösungen für kleine und mittelgroße Firmen. Darüber hinaus unterstützt SAP mit branchenspezifischen Lösungen Kernprozesse in den Industriezweigen Handel, Finanzen, High-Tech, im Gesundheitswesen und öffentlichen Verwaltungen. Das Flaggschiff des Konzerns stellt dabei die SAP Business-Suite dar, die auf die jeweiligen Anforderungen und Geschäftsziele exakt zugeschnitten werden kann. Basis dieser Anwendung ist die von SAP entwickelte Datenbanktechnik Hana, bei der Daten nicht mehr auf der Festplatte, sondern im Arbeitsspeicher abgelegt werden und so schneller zur Verfügung stehen.

Die Walldorfer nehmen ihre Verantwortung ernst und reduzieren aktiv ihre Treibhausgasemissionen. Das Ziel: bis 2025 klimaneutral zu wirtschaften. Um diese ambitionierte Marke zu erreichen, setzt SAP auf erneuerbare Energien. So läuft etwa die SAP Cloud zu 100 Prozent mit Strom aus Sonne, Wind und Co. Die Klimaschutz-Programme greifen: Im Jahr 2017 konnte der Softwarehersteller seine CO₂-Emission im Vergleich zum Vorjahr um 14 Prozent senken. Zudem stieg die Recyclingquote bei elektronischem Abfall. 2017 führte SAP 133 Tonnen an veraltetem IT-Equipment der Wiederverwertung zu, ein Plus von 25 Prozent. Das umfangreiche Bündel an Maßnahmen beschert SAP regelmäßig den Titel des nachhaltigsten Softwareherstellers der Welt.

Xylem

Xylem Inc. ist ein global agierendes Unternehmen im Bereich der Wasser- und Abwassertechnologie. Die meisten Produktmarken, wie Flygt oder Lowara, arbeiteten ursprünglich als eigenständige Unternehmen, bevor sie vom damaligen ITT-Konzern akquiriert wurden. Seit einem Spin-off im Jahr 2011 sind alle ehemaligen ITT Unternehmen, die Lösungen rund um das Thema Wasser anbieten, zu dem rechtlich selbstständigen Wassertechnologiekonzern Xylem zusammengeschlossen worden. Spezialisiert ist die Gesellschaft auf Transport, Behandlung, Testen und Nutzen von Wasser im Bereich öffentliche, private und gewerbliche Gebäudetechnik und Industrie. Neben Wasser- und Abwasserlösungs-Technologien umfasst das Produktsortiment Analyseinstrumente, Regler, Pumpen und Zubehör.

Da Wasser zweifelsohne unser wichtigstes Zukunftsgut darstellt, sind Unternehmen wie Xylem extrem wichtig. Alles rund um den Wassererhalt, die Einsparung und Aufbereitung von Wasser stellen die Kernkompetenzen des Unternehmens dar. Der Konzern spendet 1% seiner Gewinne für wasserbezogenen Projekte und an Gemeinden. Zusätzlich investieren Mitarbeiter gut 1% ihrer Arbeitsstunden in sozial wichtige Projekte. Xylem gehört seit vielen Jahren zu den Top 4% seiner Branche nach ESG Rating von MSCI.



Aktienindices aus technischer Sicht

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

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

1) ADX: Der ADX (Average Directional Movement) zeigt ausschließlich die Stärke eines Trends und nicht die Richtung. So deutet ein steigender ADX auf eine Trendphase und ein fallender ADX auf eine trendlose Phase hin. Werte über 15 zeigen das Vorhandensein einer Trendphase, darunter spricht man von einer trendlosen Periode.

2) Money Flow Index: Dieser Volumenindex zeigt in einer Skala von 0 bis 100, ob der Zufluss oder Abfluss von Geldern am Markt stattfindet.

3) Commodity Channel Index: Der „CCI“ misst den Abstand der Kurse von ihrem „gleitenden Durchschnitt“ und erlaubt damit ein Messen der Trendstärke bzw. Trendintensität. Zwischen Werten von +100 bis -100 ist der Markt trendlos, darüber und darunter gibt es entsprechende Signale.

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

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

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

technische Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

Grafik 21

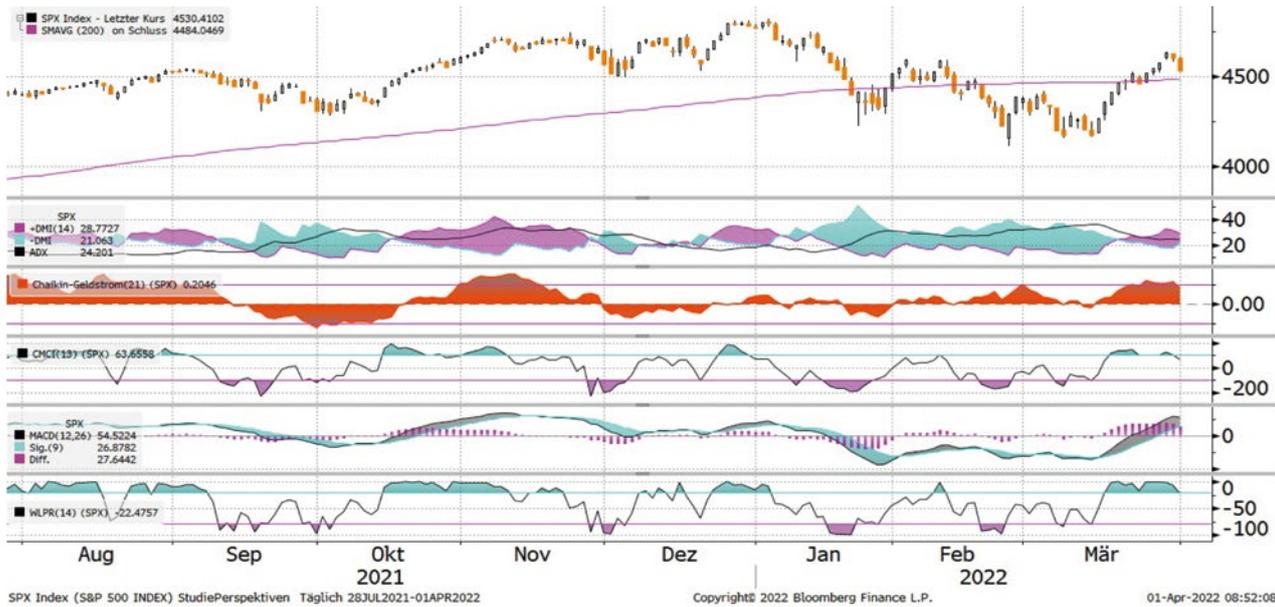
Indikatoren	AKTIENINDICES				
	S&P500	EuroStoxx50	DAX30	Nikkei225	Hang Seng
ADX	negativ	negativ	neutral/negativ	negativ	neutral
MFI - Money Flow Index	negativ	neutral/positiv	neutral/positiv	neutral	positiv
Ci - Commodity Channel Index	neutral/positiv	positiv	positiv	positiv	neutral
MACD	negativ	negativ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

Es ist immer noch möglich, dass die Renditen der Aktien, die der Anleihen in den nächsten 12 Monaten übertreffen, aber das Risiko am Aktienmarkt steigt. Die Inflation, getrieben durch die steigenden Rohstoff- und Verbraucherpreise, könnte dennoch weiter negativ überraschen. Eine neutrale und etwas defensivere Positionierung scheint im Hinblick auf die geopolitische Lage, weiter steigender Zinsen und damit fallender Unternehmensgewinne, ratsam.



S&P500 Aktienindex

Grafik 22



Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S+P 500 Index konnte sich wieder über seinen Supportbereich bei ca. 4.500 Punkten und damit auch über seinen 200 Tage Moving Average erholen. Der ADX Indikator deutet auf eine Fortsetzung der Kurserholung. Der Geldstromindex zeigt entsprechend seit Mitte März deutliche Mittelzuflüsse und zeigt schon leichte überkaufte Tendenz. Der Commodity-Channel-Index hat den überkauften Bereich verlassen und zeigt jetzt neutral. Der MACD bewegt sich weiter nach oben und zeigt noch keine Trendwende an. Der William %R Oszillator ist mit -22,5 schon seit einigen Tagen im überkauften Bereich und gibt damit ein Verkaufssignal. **Ergebnis: neutral/positiv**

EuroStoxx50-Aktienindex

Grafik 23



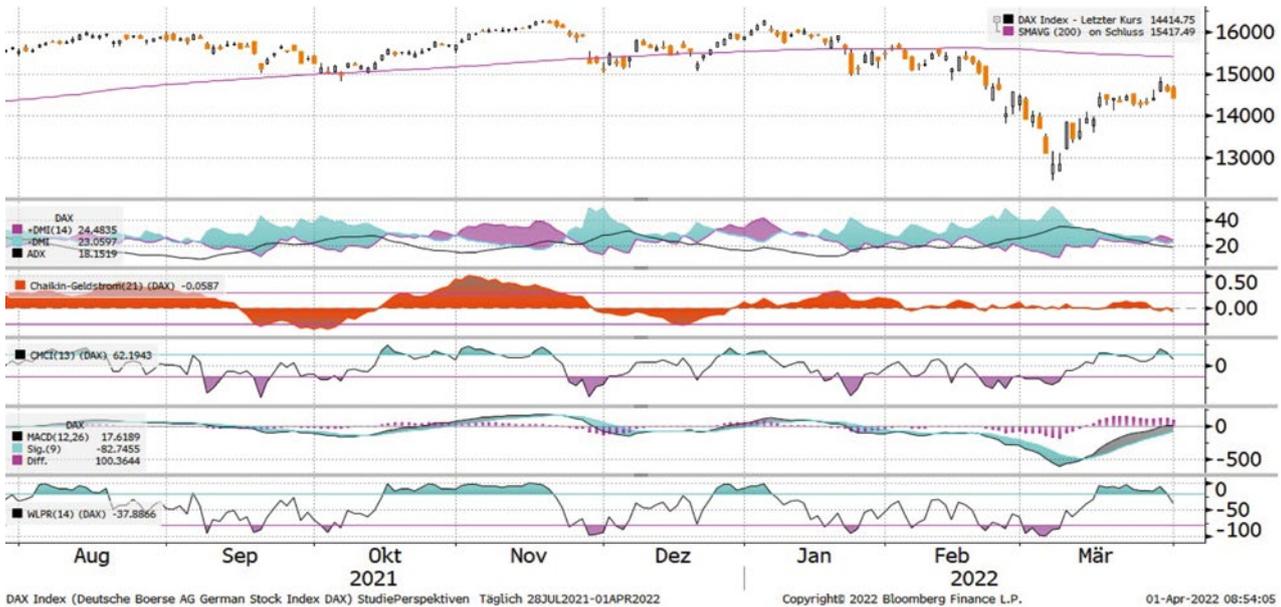
EuroStoxx 50 - Kursindex

Gegenüber dem US-Leitindex S&P500 konnte der EuroStoxx50-Index seine 200 Tagelinie bei 4.128 nicht wieder erreichen und kämpft gegen den Widerstand bei 4.000 Punkten. Der ADX Indikator ist in neutralem Gebiet. Der Geldstromindex zeigt trotz der starken Kursbewegungen der letzten Wochen weder Mittelzuflüsse noch -Abflüsse und ist neutral. Der Commodity-Channel-Index gab ein Verkaufssignal aus der überkauften Zone. Der MACD ist nach dem klaren Kaufsignal weiter auf dem Weg nach oben und ist weiter positiv. Der William %R Oszillator hat das überkaufte Niveau verlassen und gibt jetzt neutrale Signale. **Ergebnis: neutral**



DAX40-Kursindex

Grafik 24



DAX40 - Kursindex

Wie Eurostoxx50 konnte auch der deutsche Leitindex hat seine 200 Tage Linie nicht halten und prallte auch an seinem Widerstandsbereich bei 15.000 Punkten ab. Der ADX Indikator zeigt sich ohne Trend. Ähnlich dem SX5E sieht der DAX40 trotz der starken Kursbewegungen der letzten Wochen weder Mittelzuflüsse noch -Abflüsse. Der Commodity-Channel-Index gab nach der Kurserholung der letzten Tage ein Verkaufssignal. Der MACD bleibt nach dem starken Kaufsignal noch positiv. Der William %R Oszillator drehte aus dem überkauften Niveau nach unten und ist jetzt neutral. **Ergebnis: neutral**

Nikkei225-Kursindex

Grafik 25



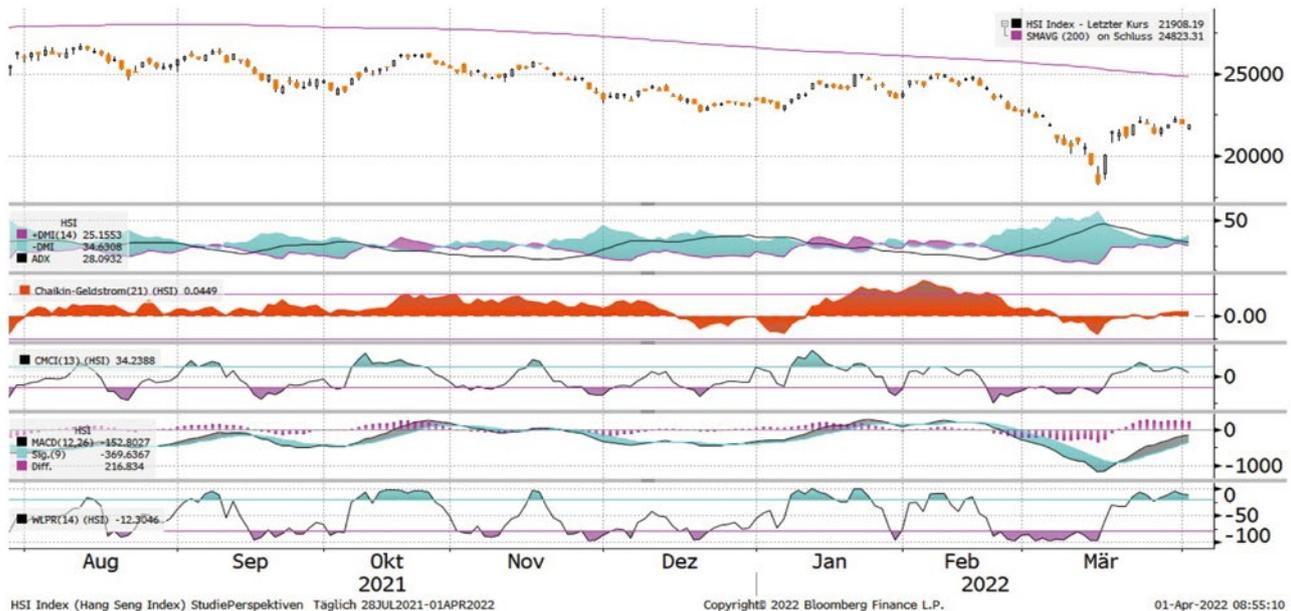
Nikkei 225 - Kursindex

Tokio konnte den Abwärtstrend seit Anfang des Jahres brechen und kämpft gegen den Widerstand der 200Tage Line bei ca. 28.250 Punkten. Der ADX Indikator steigt und bestätigt die Kurserholung. Der Money-Flow-Index zeigt auch wieder Mittelzuflüsse. Der MACD bleibt nach Kaufsignal weiter positiv. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator haben sich aber aus der überkauften Zone bewegt und sind jetzt neutral. **Ergebnis: neutral/positiv**



Hang Seng - Kursindex

Grafik 26



Hang Seng - Kursindex

Hongkong kämpft nach den Kursauschlägen seit Anfang März gegen den Widerstand bei ca. 22.650 Punkten. Der ADX Indikator bleibt positiv und deutet auf eine Fortsetzung der Kurserholung. Der Money-Flow-Index zeigt nach den Verkäufen im Januar/Februar wieder leichte Mittelzuflüsse. Der MACD bleibt nach dem Kaufsignal noch positiv. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator haben sich beide aus dem überkauften Bereich nach unten bewegt und sind jetzt neutral. **Ergebnis: neutral/positiv**



Erneuerbare Energien erhalten neue Aufmerksamkeit

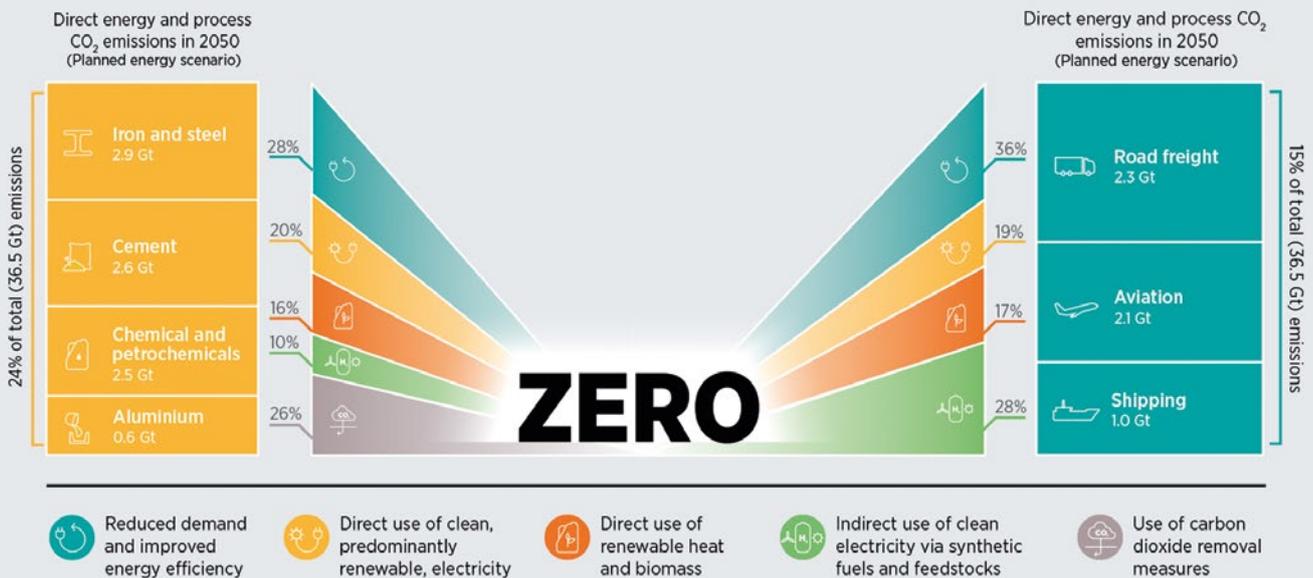
Der Umstieg auf erneuerbare Energien hat mit der Invasion Russlands in die Ukraine zusätzliche Relevanz gewonnen und gilt daher als Investmentthema mit aktueller Brisanz. Der Klimawandel ist wahrscheinlich die größte Investmentgelegenheit des Jahrhunderts angesichts des Ausmaßes dieser Herausforderung. Marktbasiertere Lösungen werden dabei eine wesentliche Rolle bei der Beschleunigung des Übergangs zu sauberer Energie spielen. Die Internationale Energieagentur (IEA) schätzt, dass jährliche Investitionen in saubere Energien und Infrastruktur i.H.v. 4,3 Billionen US-\$ (!) notwendig sind, damit die Welt das 1,5°C-Ziel - wie im Pariser Abkommen festgelegt – erreicht. Das bedeutet, dass derzeit eine jährliche Investitionslücke von 2,9 Billionen Dollar auseinanderklafft. In Wirklichkeit ist die tatsächliche Prognoselücke sogar größer, weil die Umsetzung der Politik auf Länderebene nur langsam vorwärts geht. Um die COP26-Verpflichtungen in die Tat umzusetzen, müssen die Beschleunigung in der Anwendung bestehender Klimatechnologien, die Entwicklung neuer Lösungen und eine drastische Erhöhung der Investitionen in den Klimaschutz über fiskalpolitische Anreize erfolgen. Das Global Carbon Project schätzt, dass die globalen Kohlen-

dioxidemissionen im Jahr 2021 verglichen mit 2020 um 4,3 % gestiegen sind, trotz der Beschleunigung der Net-Zero-Zusagen. Während die Investitionen sich generell beschleunigt haben, beliefen sich die Investitionen speziell in die Klimatechnologie in den letzten 12 Monaten nur auf 87,5 Milliarden Dollar, wovon das erste Halbjahr 2021 allein Investitionen in Höhe von 60 Mrd. \$ verzeichnete.

Fünf Technologiegruppen interessieren uns dabei besonders: Elektrifizierung, Stromnetze, Wasserstoff, Kohlenstoffabscheidung und Landwirtschaft. Diese können in der Lage sein, 40 % der Treibhausgasemissionen bis 2050 zu reduzieren. Sie müssen bis 2025 jährlich 2 Billionen US-Dollar Kapital pro Jahr anziehen. Die Abbildung zeigt die Emissionsminderungsmaßnahmen, die für einige der schwierigsten Sektoren erforderlich sind, um den Übergang zu Net Zero zu schaffen. Dabei wird der größte Teil der globalen CO₂-Reduzierung bis zum Jahr 2030 wahrscheinlich von schon heute verfügbaren Technologien stammen. Bis 2050 wird die Hälfte der Reduktionen von Technologien stammen, die sich derzeit erst in der Prototypenphase befinden.

Anteil an CO₂-Emissionen nach Sektoren

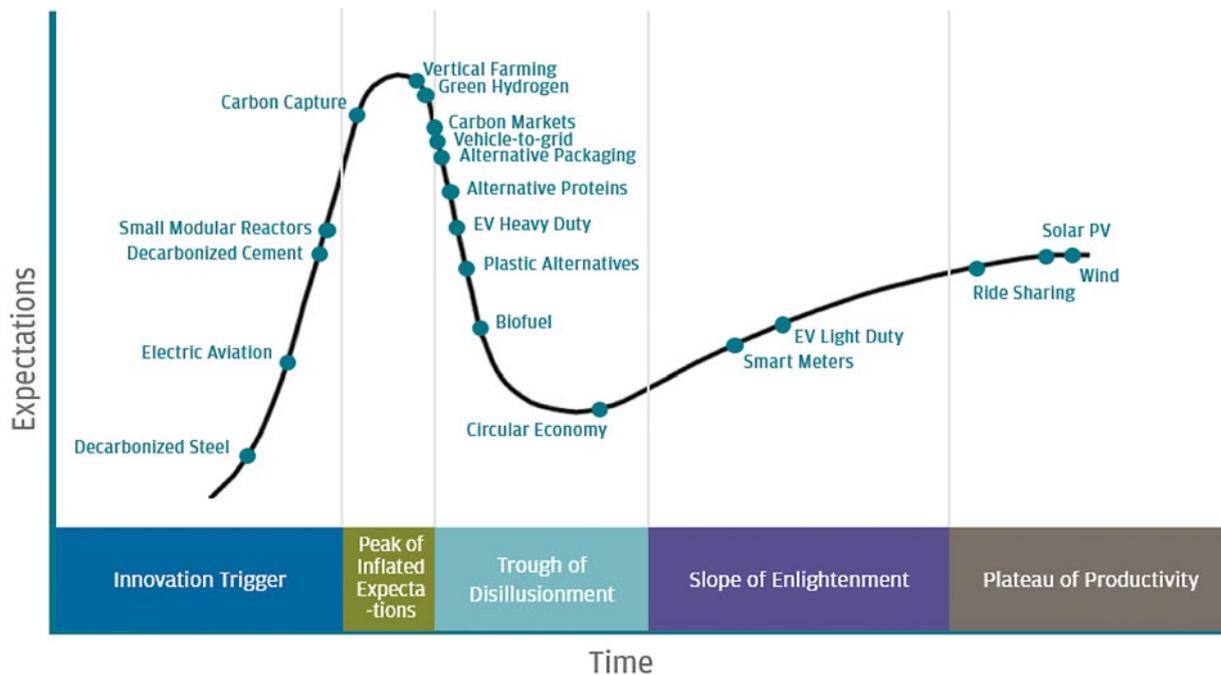
Grafik 27





Innovationszyklus: Erwartungen und Zeitablauf

Grafik 28



Source: Stella Y. Xu, J.P. Morgan Strategic Research, February 2022

Ein Bericht von Brookings aus dem Jahr 2019 untersucht den Fortschritt des kohlenstoffarmen Übergangs in zehn der emissionsstärksten Sektoren der Weltwirtschaft, die zusammen etwa 80 % der globalen Treibhausgasemissionen ausmachen: Energie, Landwirtschaft und Landnutzung, Pkw, Lkw, Schifffahrt, Luftfahrt, Gebäude, Stahl, Zement und Kunststoffsektor. Sie stellten fest, dass die erforderlichen Technologien und Geschäftsmodelle zur Unterstützung dieses Übergangs nur in drei Sektoren größere Verbreitung erreicht haben: Gebäude, Autos und Energie. In den übrigen sieben Sektoren hat der Übergang kaum begonnen, die erforderlichen Technologien und Geschäftsmodelle befinden sich noch im Entwicklungsstadium. Die geschätzten künftigen Einsparungen durch eine schnellere Einführung von sauberen Energietechnologien sind enorm. INET Oxford geht davon aus, dass eine schnelle Umstellung auf saubere Energie satte 26 Billionen Dollar im Vergleich zum heutigen Energiesystem einsparen würde. Das Deloitte Economics Institute zeigt, dass die U.S. Wirtschaft allein 3 Billionen Dollar gewinnen könnte, wenn sie sich in den nächsten 50 Jahren dekarbonisiert, während unzureichende Maßnahmen für den Klimawandel die US-Wirtschaft 14,5 Billionen Dollar kosten könnten.

Das Strategic Research Team von JP Morgan zeigte in einer kürzlich erschienenen Studie, dass die meisten Innovationen durch ein Muster von Enthusiasmus, dann Desillusionierung, gefolgt von Produktivität durchlaufen und nannten den Verlauf „Climate Innovation Hype Cycle“ (siehe Grafik). Aufgeführt sind dort auch viele andere Projekte rund um das Thema CO₂-Einsparung. Trotz der Rekordzuflüsse in den Mobilitätssektor bleiben beispielsweise leichte Elektrofahrzeuge ein Sektor, der derzeit immer noch defizitär arbeitet, aber bald zur Produktivität heranreift. Sektoren wie Wind- und Solarenergie haben bereits das Plateau der Produktivität erreicht, was auch darauf zurückzuführen ist, dass die Kosten für Solarenergie in den letzten zehn Jahren um mehr als 90 % gesunken sind. Die Zulassungen von Elektrofahrzeugen stiegen erfreulicherweise 2020 um 41 %, während die weltweiten Autoverkäufe insgesamt um 16 % zurückgingen. Übermäßiger Optimismus bei Innovationen, die derzeit gehypt werden, wie z.B. Wasserstoff für Endanwendungen, ist nicht angebracht, da diese weniger wirtschaftlich im Vergleich zu Alternativen sind. Produkte wie Kohlenstoffabscheidung werden ebenfalls mehr Zeit benötigen, da Ersatztechnologien sich noch in einem frühen Stadium befinden. Diese Technologien erfordern massive Kapitalinvestitionen, um bis zu einem Punkt zu kommen, an dem sie effektiv mit bestehenden Alternativen konkurrieren können.



Wie bei allen Innovationen können neue Produkte auch Veränderungen in der gesamten Wertschöpfungskette bewirken, was zu einer Wertschöpfung in einer großen Anzahl von Branchen führen kann. Investitionen in große Infrastruktur, die zur Unterstützung dieser Technologien erforderlich ist, z. B. Pipelines zum Transport CO₂-Emissionen und Wasserstoff, werden entscheidend sein, um Produkteffizienz und Wettbewerbsfähigkeit zu erhalten.

Aufgrund des thematischen Umfangs behandeln wir Wasserstoff, Landwirtschaft und Carbon Capture in der nächsten Ausgabe.

Kosten, Kapitalströme und politische Unterstützung für die Energiewende

Das Jahr 2021 wird in die Geschichte eingehen, weil es ein noch nie dagewesenes Maß an Zusagen von Staaten und Unternehmen für eine Netto-Nullenergieversorgung gab. Auf Länderebene haben sich 140 Länder, die für 90 % der Treibhausgasemissionen verantwortlich sind, zu Netto-Null-Zielen verpflichtet. Über 5.200 Unternehmen taten dasselbe, um bis 2050 Netto-Null-Ziele zu erreichen. Mehr als 450 Banken, Versicherer und Vermögensverwalter, die ein Vermögen von 130 Billionen Dollar und damit 40% des weltweiten Privatkapitals managen, haben sich verpflichtet, ihre Portfolios bis 2050 klimaneutral zu stellen. Die Net Zero Asset Managers Initiative wiederum ist eine Gruppe von Vermögensverwaltern, die sich verpflichtet hat, Investitionen zu unterstützen, die auf Netto-Null Emissionen bis 2050 oder früher ausgerichtet sind. Sie hat über 220 Unterzeichner und \$57 Billionen an AUM.

Obwohl die Unternehmen ihre Investitionen in Climate-Tech-Innovationen erhöht haben, sind die Zahlen immer noch gering mit nur 87 Milliarden Dollar, die in den letzten 12 Monaten in Climate Tech flossen. Die meisten der Rekordzuflüsse, die wir in diesem Sektor sahen, wurden in ausgereifte Technologien für erneuerbare Energien gesteckt und 58 Milliarden Dollar für Investitionen in Mobilität und Transport. Trotz oder gerade wegen des Hypes um die erste Welle von Investitionen in saubere Energien vor einem Jahrzehnt verloren Risikokapitalgeber bedauerlicherweise mehr als die Hälfte der 25 Mrd. \$, die zwischen 2006 und 2011 in Start-ups gesteckt wurden. Große Kapitalinvestitionen und politische Anreize sind daher erforderlich, um die Innovation anzukurbeln, insbesondere in Bezug auf Kohlenstoffabscheidung. Selbst mit dem Fokus auf ESG und Dekarbonisierung fließen nur 14 Cent von jedem Dollar an Venture und Private-Equity-Finanzierungen in Technologien zur Emissionsminderung.

Die durchschnittliche Größe von Climate-Tech-Deals in der Frühphase ist auf 96 Mio. Dollar gestiegen, was mehr als das 10-fache eines durchschnittlichen Deals im Jahr 2013 ausmacht, und Megadeals (mehr als 100 Mio. \$) sind ebenfalls immer häufiger zu beobachten. Erhöhungen der durchschnittlichen Transaktionsgröße zeigen, dass das Wachstum von Start-ups mit hohem Potenzial angetrieben wird – eine heranreifende Anlageklasse also.



Es bestehen leider weiterhin erhebliche Investitionslücken auf Sektorebene. Die globalen Gesamtinvestitionen in Technologien für die Energiewende erreichten im Jahr 2021 ein Rekordhoch. Energietechnologien dominierten die Investitionsströme, wobei elektrifizierter Verkehr auf dem Vormarsch ist, da politische Maßnahmen zur Elektrifizierung des Verkehrs an Bedeutung gewinnen. Auf der Venture Capital-Ebene ging die überwiegende Mehrheit der Investitionen im letzten Jahrzehnt auch in leichte Elektrofahrzeuge und andere innovative Mobilitäts- und Verkehrsprodukte. Zu wenig Investitionen sieht man jedoch in den Bereichen Gebäude und Bauwesen, Carbon Capture, grüner Wasserstoff, Reduzierung von Lebensmittelabfällen und Software und Hardware für übergreifende Lösungen. Diese Ergebnisse zeigen einen Bedarf und eine Notwendigkeit, aber auch eine Gelegenheit, Kapital auf Lösungen mit größerem ungenutztem Klimaauswirkungspotenzial.

Die Gesamtperformance der sauberen Energien war allein in 2021 trotz des unisono guten Börsenjahrs gemischt, mit einer deutlichen Outperformance für China ESG, aber unterdurchschnittliche Performance von ESG-Indizes und Strategien gegenüber traditionellen Benchmarks. Da Rohstoffpreise wieder gestiegen sind, haben saubere Energien 2021 unterdurchschnittlich abgeschnitten, weil es Bedenken hinsichtlich überzogene Bewertungen für Segmente der sauberen Energien gab.

Selbst nach einem Rückgang von ihrem Höchststand im Januar 2021 lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis für Unternehmen im Bereich der sauberen Energie immer noch weit über dem der bereits hoch bewerteten Wachstumswerte.

Um die Netto-Null-Ziele in der Mitte des Jahrhunderts zu erreichen, rechnet Bloomberg New Energy Finance (BNEF) mit durchschnittlich 3,2 mal mehr Solar- und 5,2 mal mehr Windkraftanlagen, die bis 2030 jedes Jahr erforderlich sein werden im Vergleich zu den Installationen von 2020. Die jährlichen Investitionen in Wind- und Solarkapazitäten haben in den letzten Jahren durchschnittlich rund 300 Mrd. US-\$ betragen, müssten aber auf einen Wert je nach Szenario auf 760 Mrd. bis 1,8 Billionen Dollar jährlich steigen. In einem kürzlich in Foreign Affairs erschienenen Artikel weisen Cassia Yanosek und David Victor darauf hin, dass die Marktkräfte allein noch nicht ausreichen, um Vorreitern bei der Entwicklung von sauberen Energietechnologien zu helfen, und dass Zusammenarbeit zwischen öffentlichem und privatem Sektor wesentlich ist (siehe How Big Business is Taking the Lead on Climate Change, Foreign Affairs, 3. Februar 2022).

Sie stellen fest, dass der 90-prozentige Rückgang der Kosten der Solartechnologie das Ergebnis einer Kombination aus politischer Unterstützung, einschließlich Steuergutschriften, direkte Subventionen und Kreditverbriefungen ist, die die Kommerzialisierung der Technologie unterstützten, eine schnelle Skalierung ermöglichten und die Kosten senkten. Die UN schätzt, dass bis 2030 eine Reduzierung schädlicher Klimagase um 45 % erforderlich sein wird, um die globale Erwärmung unter 1,5 Grad Celsius zu halten. Laut dem jüngsten Emissionslückenbericht des UN-Umweltprogramms sind von den 16,7 Billionen Dollar, die weltweit bis Mai 2021 für COVID-19-Rettungspakete ausgegeben werden, nur 438 Mrd. \$ zur Verringerung der Treibhausgas Emissionen geplant. IRENA schätzt, dass öffentliche Mittel nur 14 % der jährlichen Investitionen ausmachen und dass dieser Prozentsatz um fast das Doppelte steigen muss, um als Katalysator für private Finanzierungen zu dienen und eine integrative Energiewende zu gewährleisten. Der Löwenanteil der Finanzierung erneuerbarer Energien kommt aber aus dem privaten Sektor, der 86 % der Investitionen in den Jahren 2013-2018 ausmachte.

Elektrofahrzeuge auf dem Vormarsch: Profiteure sind die Automobilhersteller.

Mobilität, bestehend aus Straßen-, Luft-, Schienen- und Seeverkehr sowie andere Formen des Transports, ist für 19% der CO₂ Emissionen und 2 % der N₂O-Emissionen verantwortlich, so McKinsey. Innerhalb der Kategorie Elektrifizierung sind alle Augen auf den EV-Sektor für leichte Nutzfahrzeuge gerichtet. Dort hellen Regulierung, Verbraucherakzeptanz und technologischer Rückenwind die Perspektive auf. Dies steht im Gegensatz zum EV Schwerlastsektor, der sich in der Desillusionierungsphase befindet. Die Senkung der Kosten von EV-Batterien und die Entwicklung von Software zur Batteriesteuerung sind Schlüsselemente, die die Akzeptanz in diesem Segment fördern können. Analysten erwarten für die nächsten Jahre ein extremes Wachstum bei der Ladetechnik in den kommenden Jahren. Mehrere Geschäftsmodelle könnten in der gesamten Wertschöpfungskette erfolgreich sein. Erstausrüster haben eine Reihe von Optionen für 2-, als auch für 3-Rad-Fahrzeuge. Mit politischer Unterstützung und zunehmender Rückendeckung von praktisch allen globalen Automobilherstellern hat sich der Anteil der EV-Verkäufe in Prozent der verkauften Fahrzeuge beschleunigt, angeführt von China, Europa und in jüngster Zeit auch in den USA. Kraftfahrzeughersteller haben sich zu Investitionen von über 300 Milliarden Dollar in EVs verpflichtet. Einige der größten beabsichtigen in den 2030er und 2040er Jahren die Produktion von Verbrennungsmotoren vollständig zu stoppen.



Innovation im Stromnetz: das Rennen ist offen.

In den USA arbeitet das Energieministerium auf einen 100 % kohlenstofffreien Stromsektor bis 2035 zur Unterstützung der Klimaziele von Präsident Biden hin. Das globale Netz wird derzeit modernisiert, um mehr dezentrale Erzeugung anzubinden, die Digitalisierung voranzutreiben und mehr Flexibilität sowie die Aufnahme einer breiteren Mischung von Grundlast- und Speicherressourcen zu schaffen. Kohlebefeuerte Kraftwerke werden stillgelegt, die Inbetriebnahme neuer Gaskraftwerke dürfte sich in vielen Märkten sofort verlangsamen aufgrund des Risikos, dass diese Anlagen innerhalb von 5-10 Jahren wieder stillgelegt werden könnten. Die Energieerzeugung, bestehend aus Strom und Wärme, stehen für 30 % der CO₂-Emissionen und 3 % der Stickstoffoxide (N₂O)-Emissionen. Gebäude, einschließlich Heizen und Kochen, verursachen weitere 6 % der CO₂ Emissionen.

Der Anteil der erneuerbaren Energien an der weltweiten Stromerzeugung beträgt etwa 22 % der weltweiten Stromerzeugung, aber dieser Anteil wird sich in den nächsten 15 Jahren verdoppeln, was zum Teil auf das schnelle Wachstum der variablen erneuerbaren Energien aus Photovoltaik und Windkraft zurückzuführen ist, so die IEA.13. Jährlich wurde mehr Strom aus erneuerbaren Energien in das Netz eingespeist als alle fossilen Brennstoffe und Kernenergie zusammen in den sieben Jahren zwischen 2013 und 2020. Investitionen in die Netzstabilität umfassen autarke Mikrokraftwerke wie Solar- und Windenergie, intelligente Zähler, mit denen die Verbraucher ihren Verbrauch besser kontrollieren können, netzweite Energiespeicher, die Energieversorger bei der Bereitstellung von Strom bei Lastspitzen nutzen können und Hardware, die für die Übertragung, Umwandlung und Steuerung von Energie nötig ist. Intelligente Netze, die von Mini- bis hin zu Supernetzen reichen, müssen für eine Vielzahl von Einspeisern erweiterbar werden. Die Technologien reichen von kleinen modularen Kernkraftwerken (SMR) und intelligenten Zählern bis hin zur Fahrzeug-Netz-Integration. SMR befindet sich noch in einem frühen Stadium. Einige politische Entscheidungsträger erwarten eine netzgekoppelte SMR in den USA bis 2029. Es bleiben hingegen Fragen über die Vereinbarkeit der Kerntechnik auf Seiten der EU. Intelligente Stromzähler erklimmen die Marktreife, angeführt von Modellen der zweiten Generation in verschiedenen Bereichen in Europa. Die Fahrzeug-Netz-Integration befindet sich in einem frühen Entwicklungszyklus und hinkt der Einführung von Elektrofahrzeugen hinterher. Die Verwirklichung dieser Integration braucht weitere technologische Entwicklungen bei EV-Batterien, Wechselrichtern und Schnellladegeräten. 2022 erwarten wir, dass die höheren Strompreise für eine Erholung in der Gewinndynamik der involvierten Unternehmen bringen.

Der Anteil der CO₂-Emissionen an den weltweiten Emissionen wird jedoch noch weiter steigen, wobei China der größte Emittent bleibt. Die Kohleknappheit im Jahr 2021 und der Anstieg der Preise für Kraftwerkskohle um 60 % haben zu einer Änderung in Chinas Stromnetzstrategie geführt. Wir erwarten für 2022 eine Erholung der Gewinne der Stromerzeuger durch Tarifierhöhungen und niedrigere Kohlepreisen. Die Brennstoffkosten für Stromerzeuger dürften stabiler sein, nachdem die chinesische Regierung am 21. Oktober die Liberalisierung des gesamten kommerziellen und industriellen Stromverkaufs, der rund 70 % des Stromabsatzes in China ausmacht, verkündet hat. Die Regierung hat außerdem Stromerzeugern erlaubt, die Tarife um 20% über der Benchmark für alle marktbasieren Stromerzeuger zu erhöhen und die Obergrenze für Sektoren mit hoher Umweltverschmutzung vollständig aufgehoben. Die Nationale Entwicklungs- und Reformkommission (NDRC) verlangt nun von Kohlebergwerken und Stromerzeugern langfristige Verträge zu unterzeichnen, die 100 % des Kohleverbrauchs in diesem Jahr abdecken.

Die Nutzung erneuerbarer Energien in Mexiko hingegen hinkt dem Rest der Welt seit Ende der 1970er Jahre hinterher, allerdings in geografischer Hinsicht hat Mexiko ein großes Potenzial für erneuerbare Energien. Die öffentliche Politik spielt eine wichtige Rolle bei der Freisetzung des mexikanischen Energiepotenzials. Dazu gehört die Planung einer erweiterten Infrastruktur und Netzintegration, die Festlegung und Einhaltung von Emissionszielen sowie neue politische Maßnahmen zur Förderung der Nutzung erneuerbarer Energien für die Wärme- und Kraftstoffnutzung in Gebäuden, in der Industrie und im Verkehr.

Solar zeigt größeres Potenzial als Wind: hier gibt es börsennotierte Pure Plays.

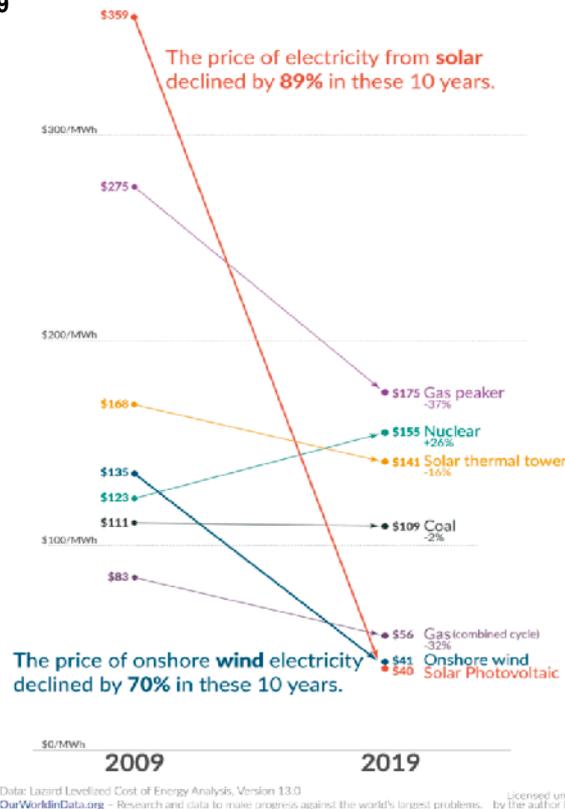
Solar- und Windkraft haben das Plateau der Produktivität im Hype-Zyklus als erste erreicht. Die sinkenden Kosten pro Watt der erneuerbaren Energien resultieren aus globalen Lieferketten und ihrem enormen Umfang und positionieren Wind und Wind- und Solarenergie als die günstigste Energiequelle für etwa 70 % der Welt. Nebenstehende Abbildung zeigt die sinkenden Kosten für erneuerbare Energien im letzten Jahrzehnt, wobei insbesondere der dramatische Rückgang der Kosten für Solar- und Windenergie anfällt.

Da kostengünstige Batterien in Wind- und Solarenergie zum Einsatz kommen, dürfte kohlenstofffreier Strom gegenüber solchem aus fossilen Brennstoffen wettbewerbsfähig sein, sowohl als Energie als auch als abschaltbare Kapazität. Die meisten Investitionen werden in naher Zukunft in Photovoltaik fließen. Angesichts der Tatsache, dass die Solarenergie die niedrigsten Kosten für neue Elektrizitätskapazi-



Kosten erneuerbarer Energien 2009-2019

Grafik 29



täten in einer großen Mehrheit der Länder bietet, wird erwartet, dass die Solarenergie Windenergie und andere erneuerbare Energien überholen und rund 60% der neuen erneuerbaren Energien bis zur Mitte dieses Jahrzehnts ausmachen wird.

Das überzeugende Preis-Leistungs-Verhältnis von Wind und Solarenergie bleibt weiter intakt und die globale Nachfrage nach erneuerbaren Energien wird ~25% Zuwachs für die Solarenergie im Jahr 2022 bringen, verglichen mit einem Rückgang von ungefähr 5% für Wind. Grundsätzlich positiv sind die Perspektiven für Offshore-Wind, nicht aber für Onshore-Wind (Ausnahme China). Wir sind positiv für das

Nachfragewachstum im Solarbereich – und das trotz eines Anstiegs der Modulpreise und anderer Herausforderungen, einschließlich Rohstoffpreissteigerungen (Stahl, Aluminium, Kupfer usw.) und globaler Transport- und Logistikbeschränkungen. Der Neubau von Windkraftanlagen ist nach einem schwierigen Jahr 2020 zurückgegangen – Gegenwind im Zusammenhang mit den Lieferketten und der Ungewissheit hinsichtlich staatlicher Anreize.

Nachfolgend sind einige der derzeit aussichtsreichsten Vertreter des Sektors zusammengestellt.

Aktien-Picks Erneuerbare Energien

Grafik 30

8:43:32 Alternative Energy						
RIC	Name	Sector	Sector2	ISIN	Währung	
2208.HK	GOLDWIND/d	Energy	Renewable Energy	CNE100000PP1	HKD	
RUN.O	SUNRUN INC/d	Energy	Renewable Energy	US86771W1053	USD	
NOVA.K	SUNNOVA ENG IN/d	Energy	Renewable Energy	US86745K1043	USD	
ARRY.O	ARRAY TCHNLG O/d	Energy	Renewable Energy	US04271T1007	USD	
0916.HK	CHINA LONGYUAN/d	Utilities	Utilities	CNE100000HD4	HKD	



Anleihen: Inflationsanstieg hinterlässt Interpretationsspielraum.

Zusammengenommen sind die jüngsten Marktbewegungen mit einem stagflationären Schock vereinbar. Die langfristigen Inflationserwartungen sind höher, aber die Renditekurve ist flacher, und Risikopapiere wurden abverkauft. Diese Art von Umfeld ist für jede Notenbank kompliziert zu adressieren. Einerseits geben steigende langfristige Inflationserwartungen einen größeren Anreiz für eine rasche Straffung. Andererseits erhöhen die sich rasch verschärfenden finanziellen Bedingungen das Risiko, dass man zu aggressiv vorgeht und die Wirtschaft in eine Rezession stürzt.

Besonders die US-Fed steckt in diesem Dilemma. Vorerst wird sie versuchen, den Spagat zu schaffen. In der Praxis bedeutet dies, dass die Fed in dieser Woche mit der Straffung der Geldpolitik beginnen und ihre Zinserhöhungen in einem gleichmäßigen Tempo von 25 Basispunkten pro Sitzung vornehmen wird. Sobald dieser Prozess einsetzt, sind zwei Szenarien denkbar.

Das erste mögliche Szenario ist, dass die Fed ihre „weiche Landung“ erreicht. Eine stetige Zinserhöhung um 25 Basispunkte pro Sitzung erweist sich als so langsam, dass sich die finanziellen Bedingungen nur allmählich verschärfen, die Renditekurve ihre positive Neigung beibehält und die Inflation in den nächsten Monaten ihren Höhepunkt erreicht, wodurch der Aufwärtstrend bei den langfristigen Inflationserwartungen gestoppt wird.

Dieses günstige Szenario ist immer noch wahrscheinlicher, als viele Menschen es einschätzen. Zunächst einmal ist der Anleihemarkt bereits für fast sieben Zinserhöhungen um 25 Basispunkte in diesem Jahr eingepreist, was einer Anhebung um 25 Basispunkte pro Sitzung entspricht (Abbildung 3). Dies bedeutet, dass eine Zinserhöhung um 50 Basispunkte zu einem bestimmten Zeitpunkt in diesem Jahr erforderlich ist, damit die Fed die kurzfristigen Erwartungen mit einer positiven Überraschung erfüllen kann. Unserer Ansicht nach ist eine Anhebung um 50 Basispunkte unwahrscheinlich, es sei denn, die langfristigen Inflationserwartungen steigen weiter an. Wenn die Inflation in den nächsten Monaten ihren Höchststand erreicht, was unserer Basisprognose entspricht, werden auch die langfristigen Erwartungen steigen.

Das zweite mögliche Szenario ist, dass wir keine kurzfristige Entspannung an der Inflationsfront sehen. Die globalen Lieferketten bleiben durch den Krieg in der Ukraine und den Anstieg der COVID-Fälle in China gestört, und die Rohstoffpreise setzen ihren Aufwärtstrend fort. Dies würde zunächst zu noch höheren langfristigen Inflationserwartungen und einem noch schnelleren Tempo der erwarteten

Straffung der Fed führen. Es könnte sogar irgendwann zu einer Zinserhöhung der Fed um 50 Basispunkte führen, obwohl wir es für wahrscheinlicher halten, dass es zu einer inversen Renditekurve und einer starken Verschärfung der finanziellen Bedingungen (d. h. einem Ausverkauf an den Aktien- und Kreditmärkten) kommt, bevor die Fed überhaupt die Chance hat, eine Zinserhöhung um 50 Basispunkte vorzunehmen.

Das Szenario der „sanften Landung“ bleibt vorerst unser Basisszenario. Die Fed wird im Einklang mit den aktuellen Markterwartungen mit der Straffung beginnen, und die Kerninflation wird in den nächsten Monaten ihren Höhepunkt erreichen, wodurch die langfristigen Inflationserwartungen unter Kontrolle bleiben. Bei den kurzfristigen Restlaufzeiten der Anleihen ist derzeit nicht nur eine stetige Zinserhöhung um 25 Basispunkte pro Sitzung der Fed voll eingepreist, die Terminkurse 5-jähriger Treasuries liegen nahe am Median der Schätzungen für den langfristigen neutralen Leitzins. Dies deutet darauf hin, dass der Aufwärtstrend bei den Renditen langlaufender Anleihen begrenzt ist.

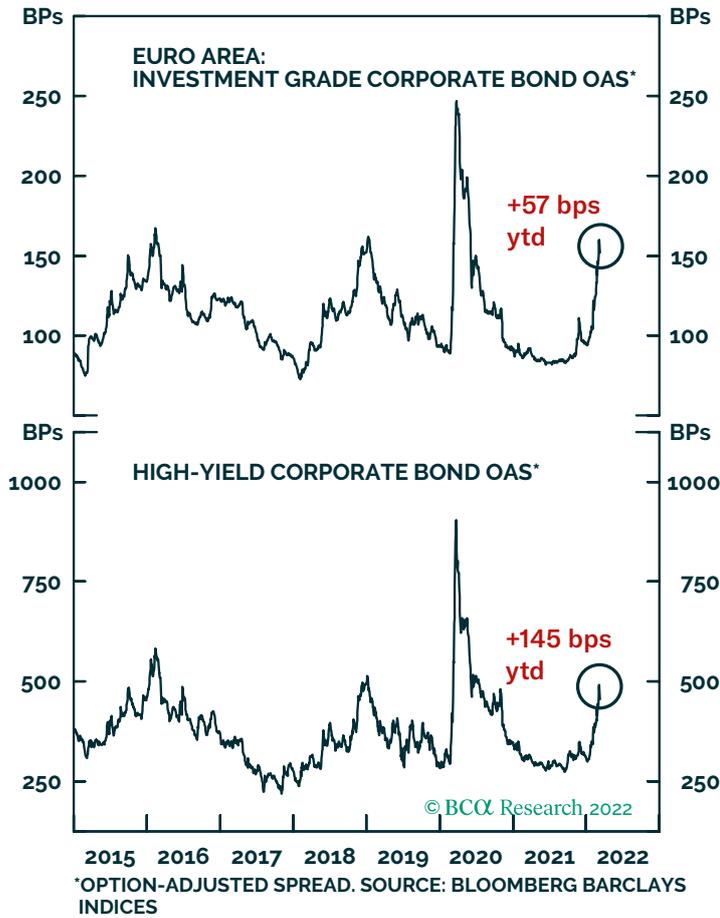
Die Auswirkungen unseres zweiten Szenarios „nicht eingepreiste Inflationserwartungen“ auf die Anleihen sind schwieriger zu greifen. Wir halten es jedoch für das wahrscheinlichste Ergebnis, dass die Anleiherenditen zunächst aufgrund der Inflationserwartungen steigen und spätestens dann einbrechen, sobald die Renditekurve invertiert (kurzfristige Renditen höher als langfristige) und klar wird, dass die Fed gezwungen sein wird, die Geldpolitik trotz einer dann drohenden Rezession zu straffen. Dies ist nicht unser Basisszenario, aber Anleger mit einem Anlagehorizont von 6-12 Monaten, die sich für dieses Ergebnis positionieren möchten, sollten die Duration ihres Portfolios wahrscheinlich eher verlängern als verkürzen.

Eine wichtige Säule des oben beschriebenen Szenarios der weichen Landung ist, dass die Kerninflation in den nächsten Monaten ihren Höchststand erreicht und im zweiten Halbjahr 2022 zu sinken beginnt. Zunächst ist festzustellen, dass die monatliche US-Kerninflation in den letzten fünf Monaten jeweils zwischen 0,5 % und 0,6 % lag, was fast den extremen Inflationswerten von April bis Juni 2021 entspricht. Wenn die monatliche Kerninflation weiterhin bei 0,5 % liegt, wird sie im Jahresvergleich zwischen März und Juni sinken, bevor sie wieder ansteigt und bis zum Jahresende 6,3 % erreicht. Geht die monatliche Kerninflation dagegen auf 0,3 % zurück, so wird die jährliche Kerninflation bis Ende 2022 kontinuierlich auf 4,2 % sinken.



Euro-Region: Risikoprämie (OAS) in 100stel Prozent

Grafik 31



Diese beiden Szenarien haben wahrscheinlich unterschiedliche Auswirkungen auf die US-Geldpolitik und die Kapitalmärkte. Die Annahme, in der die Kerninflation hartnäckig über 6 % bleiben würde, fällt wahrscheinlich mit der Erwartung einer raschen Straffung der Fed und einer kurzfristigen Umkehrung der Renditekurve in sich zusammen. Umgekehrt fällt die Erwartung, in der die Kerninflation bis Ende 2022 auf 4,2 % sinkt und sich offenbar auf einem Abwärtstrend befindet, wahrscheinlich mit gut gedämpften Inflationserwartungen und einer stetigen Straffung der Fed zusammen. Wir wollen daher wissen, welches dieser Ergebnisse wahrscheinlicher ist. Zu diesem Zweck betrachten wir die Aussichten für die drei Hauptkomponenten der Kerninflation.

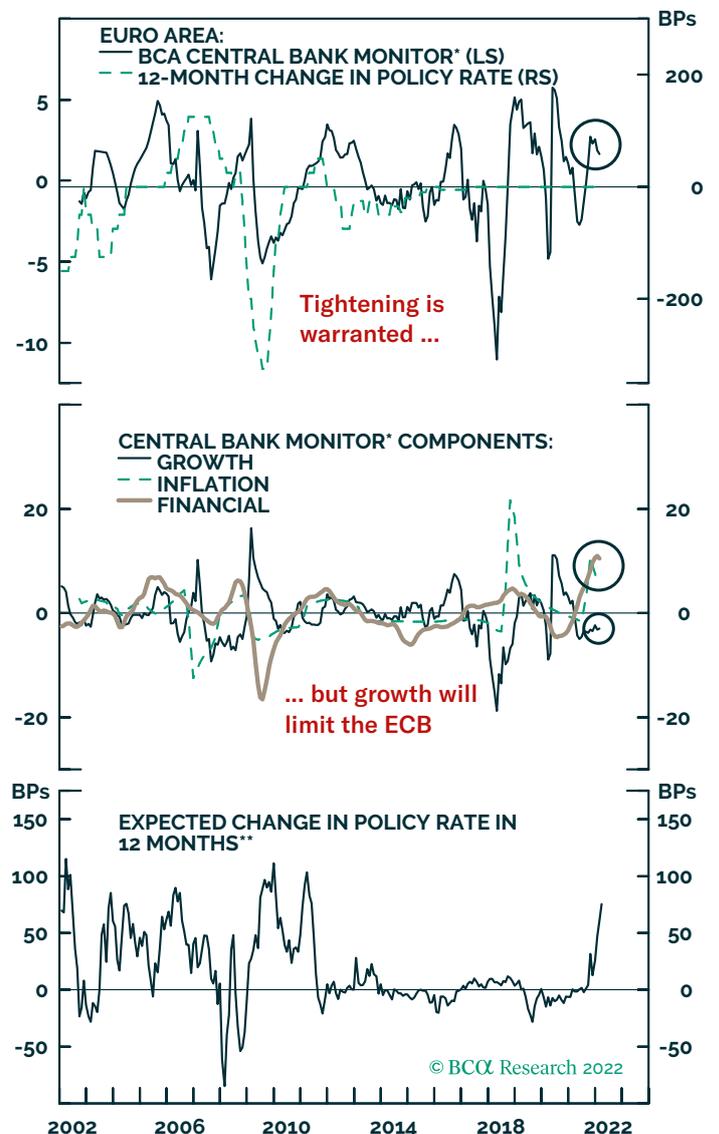
Die EZB überraschte die Märkte zuletzt mit einer ebenfalls restriktiven Haltung. Wir sind jedoch nach wie vor der Ansicht, dass sie – anders als die Federal Reserve - die Zinssätze 2022 nicht anheben wird. Eine schneller als erwartete Rückführung der Anleihekäufe wird sich außerdem eher auf die Renditen der Peripheriestaaten Italien, Griechenland und Spanien als auf die Kreditspreads der Unternehmen auswirken.

Die EZB will sich auf die Inflation konzentrieren, aber es wird immer schwieriger, die Augen vor dem stagflationären Umfeld zu verschließen, das durch die Situation in der Ukraine entstanden ist, und vor der Notwendigkeit, eine weitere Verschärfung der finanziellen Bedingungen zu verhindern, insbesondere den Anstieg der Renditen in der Peripherie und die Ausweitung der Spreads bei den Unternehmen.

In den aktualisierten Wirtschaftsprognosen, die in der vergangenen Woche veröffentlicht wurden, senkte die EZB ihre Wachstumsprognose für 2022 von 4,2 % auf 3,7 % und reagierte damit auf den Krieg, den Schock der höheren Energiekosten und die restriktiveren finanziellen Bedingungen. Zusätzliche Projektionen wurden auch für un-

Euro-Region: Änderungen im EZB-Zins

Grafik 32



* BCA PROPRIETARY INDICATOR CONSISTING OF ECONOMIC AND FINANCIAL VARIABLES. READINGS BELOW ZERO INDICATE PRESSURE ON CENTRAL BANK TO EASE POLICY AND READINGS ABOVE ZERO INDICATE PRESSURE TO TIGHTEN.

** EXPECTED CHANGE IN POLICY RATE, AS DISCOUNTED IN THE OVERNIGHT INDEX SWAP MARKET



günstigere Szenarien mit einem länger andauernden Konflikt und noch stärkeren Bewegungen bei den Energiepreisen und den finanziellen Bedingungen vorgelegt - im schwerwiegendsten Szenario würde sich das europäische Wachstum in diesem Jahr auf 2,3 % verlangsamen, die Inflation aber auf 7,1 % (!) ansteigen. Ein solches Inflationsergebnis würde wahrscheinlich das Vertrauen der europäischen Verbraucher und Unternehmen so stark beeinträchtigen, dass es zu einer weitaus stärkeren Konjunkturabschwächung käme als in den EZB-Projektionen angenommen.

Die aktuellen Bewertungen europäischer Unternehmensanleihen bieten jedenfalls nach dem diesjährigen Anstieg der Risikoaufschläge (siehe Grafik) einen sehr attraktiven Einstiegspunkt. Die Robustheit

der Unternehmensbilanzen und das geldpolitische und fiskalische Umfeld werden die Entwicklung der europäischen Kredite in nächster Zeit nicht belasten. Auf Sicht von 6-18 Monaten ist allerdings etwas mehr Vorsicht geboten. Das Umfeld wird für europäische Emittenten im Jahr 2023 eine Herausforderung darstellen. Zinserhöhungen der EZB, steigende Ausfallraten und sich verschlechternde Unternehmensbilanzen werden die Performance von Unternehmensanleihen dann teilweise beeinträchtigen.

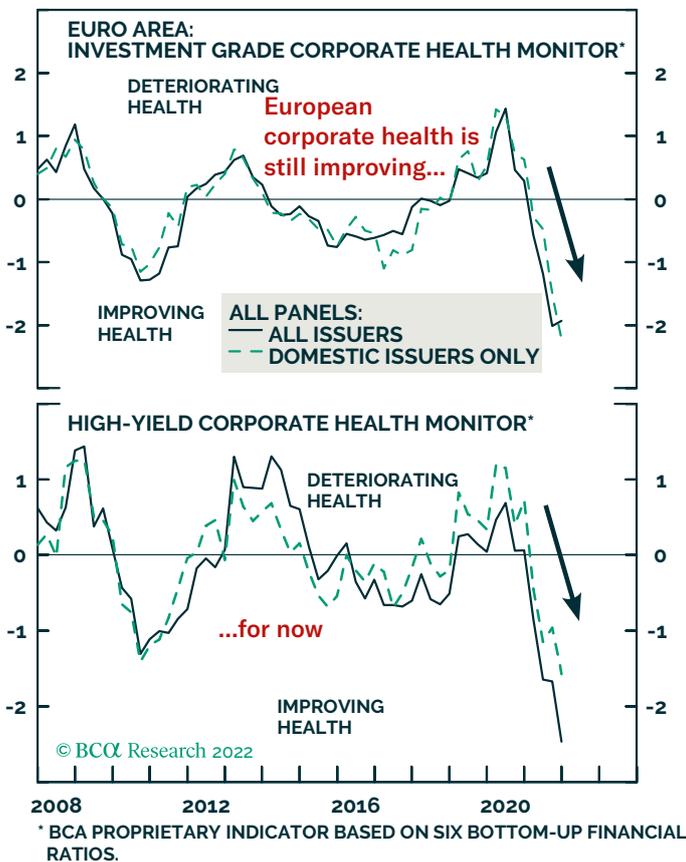
Hierzu einige Details zum von uns verwendeten Corporate Health Monitor unseres Partners BCA Research: Bei den im August letzten Jahres neu eingeführten Indikatoren handelt es sich um zusammengesetzte Indikatoren für Bilanz- und Gewinn- und Verlustrechnungskennzahlen, mit denen das finanzielle Wohlergehen des gesamten Unternehmenssektors ex Banken in den wichtigsten entwickelten Volkswirtschaften bewertet werden soll. Der Monitor verwendet eine dynamische Stichprobe von Emittenten aller Bonitätsklassen und werden anhand von sechs wichtigen Bilanzkennzahlen erstellt: Gewinnmargen, Kapitalrendite, Schuldendeckung, Zinsdeckung, Verschuldung und Liquidität.

Sowohl bei den IG- als auch bei den HY-Emittenten ist eine kontinuierliche Verbesserung der Bilanzsituation bereits seit dem ersten Quartal des Vorjahres zu beobachten. Die Verbesserung war breit angelegt, wobei sich die Robustheit der inländischen Emittenten zusammen mit dem Gesamtmarkt verbesserte. Dies spiegelt die massive geld- und fiskalpolitische Reaktion in Europa auf die Pandemie wider, die die Wirtschaft gestützt und die Kreditkosten gesenkt hat. Sowohl bei IG als auch bei HY wurde die Verbesserung der Unternehmensrobustheit durch eine rasche Verbesserung der Zinsdeckungsquoten sowie durch eine stetige Verbesserung der Gewinnmargen und der Kapitalrendite vorangetrieben.

Unsere Anleiheportfolios mussten unter dem Anstieg der Risikoaufschläge seit Jahresanfang Federn lassen. Sie verloren bis zu 6 % und bieten heute Fälligkeitsrenditen von immerhin bis zu 14 % bei einer gewichteten Restlaufzeit (Duration) von unter 3 Jahren.

Euro-Region: Robustheit der Unternehmensbilanzen

Grafik 33



ICM Anleihe-Portfolios

Grafik 34

KENNZAHLEN											31.03.22
Portfolios	Währungen	Rating	99%- VaR	YTM	Kupon	ASW	Duration	ASW/Duration	YTD	Anzahl der Positione	aktuelle Mindestanlagensumme*
Short Duration EUR 10	EUR	keine Einschränkung	0,51%	0,17%	2,17%	-53	0,7	-73	-0,23%	3	ca. 30.361,95 €
All Grade All Currencies 20	EUR, USD	keine Einschränkung	3,15%	11,63%	5,04%	877	2,2	392	-1,74%	19	ca. 262.064,80 €
All Grade All Currencies 30	EUR, USD	keine Einschränkung	2,35%	13,84%	4,95%	913	2,3	395	-5,51%	28	ca. 334.079,25 €
All Grade EUR 20	EUR	keine Einschränkung	3,41%	11,51%	4,12%	676	2,6	259	-6,30%	19	ca. 256.513,50 €
All Grade EUR 30	EUR	keine Einschränkung	2,33%	9,91%	3,98%	608	2,4	254	-4,63%	24	ca. 305.767,35 €
Mid Grade All Currencies 10	EUR, USD	AAA bis BB-	3,29%	6,52%	3,89%	465	2,5	189	-1,41%	9	ca. 86.019,60 €
Mid Grade All Currencies 20	EUR, USD	AAA bis BB-	1,95%	11,81%	4,17%	887	2,2	401	-1,06%	17	ca. 240.382,85 €
Mid Grade All Currencies 30	EUR, USD	AAA bis BB-	1,48%	13,11%	4,23%	806	2,3	344	-3,69%	24	ca. 301.032,70 €
Mid Grade EUR 10	EUR	AAA bis BB-	3,14%	6,58%	4,07%	525	2,8	188	-2,64%	9	ca. 85.845,95 €
Mid Grade EUR 20	EUR	AAA bis BB-	2,00%	10,06%	3,67%	557	2,5	226	-5,60%	19	ca. 257.795,85 €

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



Rohstoffe: alles knapp.

Die Investmentbank JP Morgan sieht in ihrer aktuellen Preisprognose für das laufende Jahr Potenzial für teilweise erhebliche Rückgänge bei Gold, Buntmetallen, Eisenerz und Öl, nicht aber bei den Soft Commodities wie Weizen und Sojabohnen.

Derzeit sind die Rohstoffmärkte weltweit angespannt - in vielen Fällen auf oder nahe an der Knappheit, wie die kontinuierlich sinkenden Lagerbestände bei Öl und Basismetallen zeigen. Die Märkte für unedle Metalle sind extrem angespannt und befinden sich auf dem Rückzug - d. h. mit physischen Defiziten und niedrigen Lagerbeständen - gerade zu dem Zeitpunkt, an dem die größten Wirtschaftsblöcke der Welt (EU, USA, China) mit dem massiven Ausbau ihrer Flotten für erneuerbare Energien und ihrer Stromnetze beginnen und massive militärische Aufrüstungsmaßnahmen in Angriff nehmen. Diese Anwendungen werden einen enormen Anstieg des Angebots an unedlen Metallen erfordern, um sie zu realisieren. Die Getreidemärkte werden sich anspannen, wenn sich die Auswirkungen der russischen Invasion in der Ukraine im Frühjahr zeigen, wenn die Winterweizenernte in der Ukraine gedüngt und gepflegt werden muss.

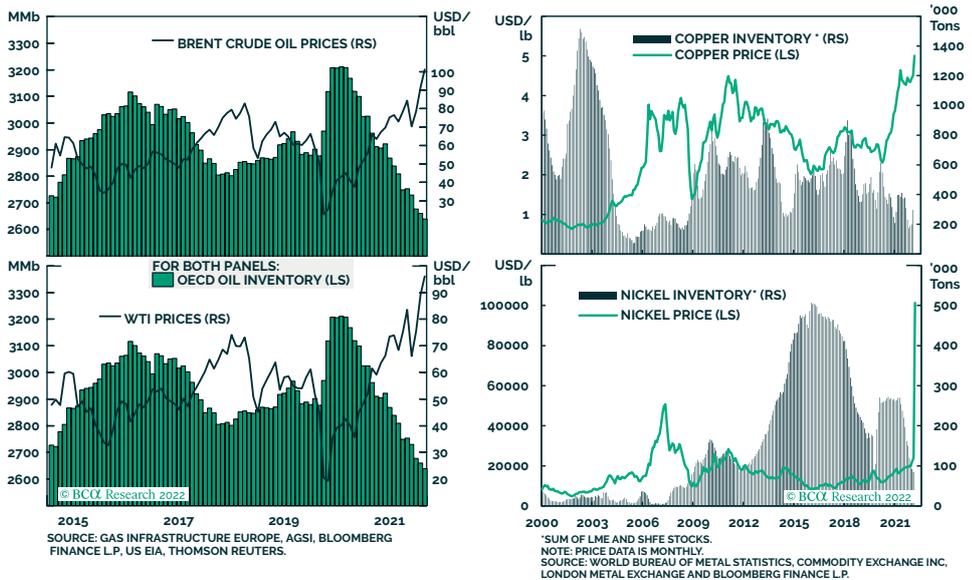
JP Morgan: erwartete Preise 2022 für verschiedene Rohstoffe

Grafik 35

Commodities	Current	Mar-22	Jun-22	Sep-22	Dec-22
Brent (\$/bbl, qtr end)	120	115	104	104	101
WTI (\$/bbl, qtr end)	113	112	101	101	98
Gold (\$/oz, qtr avg)	1,953	1,860	1,850	1,800	1,720
Copper (\$/ton, qtr avg)	10,333	10,050	10,650	10,000	9,750
Aluminum (\$/ton, qtr avg)	3,622	3,220	3,550	3,300	2,900
Iron ore (US\$/dt, qtr avg)	150	137	120	105	95
Wheat (\$/bu, qtr avg)	11.0	9.5	15.0	14.0	12.0
Soybeans (\$/bu, qtr avg)	17.1	16.0	18.5	17.0	16.0

Ölmärkte bleiben angespannt... .. wie auch die Märkte für Basismetalle

Grafik 36



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:
04.04.2022

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.