

PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 09-10/2022





Lieber Leser/-in,

mit dem Beginn des vierten Quartals gibt es ernstzunehmende Anzeichen einer zumindest temporären Trendwende an den globalen Aktien- und Anleihemärkten. Die beiden ersten Handelstage sind am besten mit dem durch Bundeskanzler Olaf Scholz kürzlich geprägten Begriff „Doppelwumms“ zu umschreiben, denn zwei Tage hintereinander mit mindestens 90 % Aufwärtsvolumen stellen eine echte Rarität dar. Reif wäre die Zeit für eine Gegenbewegung auf jeden Fall, denn so viel Pessimismus wie zuletzt kannte man nur aus der großen Finanzkrise 2008 und dem ersten Golfkrieg 1990. Wie weit sich der Kapitalmarkt inzwischen nach unten bewegt hat, zeigt sich an einem typischen Portfolio aus 60 % Aktien und 40 % Anleihen. Damit hatte man seit Jahresanfang alles andere als Glück. Der Absturz von rund 25 % im Portfoliowert wurde nur geringfügig von den Verlusten im Jahr 2008 übertroffen. Damals verloren eigentlich nur Aktien wesentlich, dieses Mal waren es durch den Zinsanstieg vor allem auch die Anleihen.

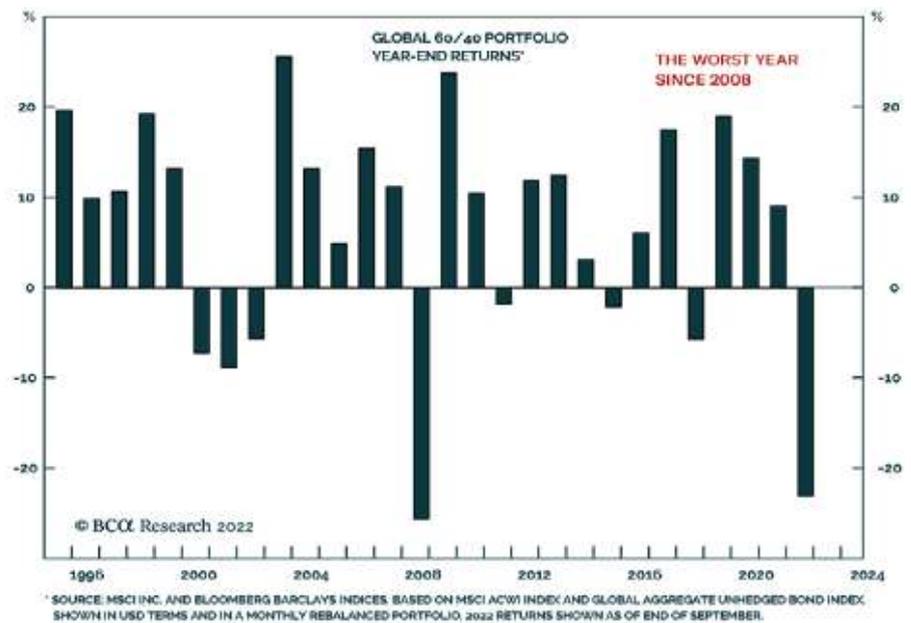
Die Verbraucherpreise in ihrer Funktion als Trendsetter der Kapitalmärkte waren bislang durch Angebotsschocks beim Gas und gerissene Lieferketten infolge der Pandemie beeinflusst worden. Die Frage ist, wann

diese Auswirkungen abklingen werden. Auf der Grundlage globaler Lieferketten sollten die Kernverbraucherpreise bereits nach Berücksichtigung von Nachlaufeffekten in den kommenden Wochen und Monaten langsamer steigen bzw. sogar fallen. Der erst jetzt startende Abwärtstrend bei den Gaspreisen – Öl fällt ja bereits seit Juni – legt nahe, dass die Kernverbraucherpreise im kommenden Jahr in Richtung 4 % zurückgehen werden. Für die USA ist das aus heutiger Sicht nicht schnell genug, um die Fed daran zu hindern, die Zinssätze auf das in ihren jüngsten Prognosen vorgeschlagene Niveau anzuheben.

Aber US-Notenbankpräsident Jerome Powell hatte schon einmal im Januar 2019 bewiesen, dass er in seiner Meinung sehr schnell umschwenken kann. Die ISM-Preise für das verarbeitende Gewerbe und die gezahlten Preise im nicht-verarbeitenden Gewerbe deuten in den USA bereits darauf hin, dass sich die Kerninflation bald verlangsamen wird.

Herzlichst, Ihr

Grafik 1



Disclaimer

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

- Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen dritter Parteien überein. Die ICM InvestmentBank AG hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend gibt die ICM InvestmentBank AG keine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Alle verwendeten und zitierten Quellen können auf Anfrage gerne zur Verfügung gestellt werden.
- Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investimentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkauf

- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die ICM InvestmentBank AG Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die ICM InvestmentBank AG sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.
- Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Bronzin Premium Income Fonds (A14XNT), Galilei Global Bond Opportunities UI (DE000A3DD937). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: keine



Ausweitung der Rezession steht vorerst nicht auf der Kapitalmarkt-Agenda.

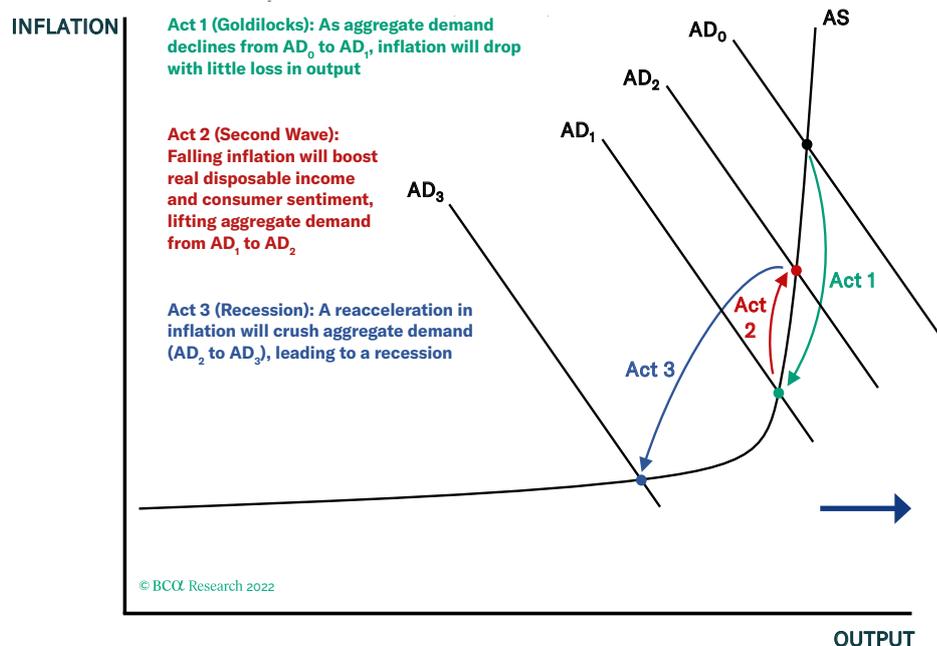
Wie geht es jetzt weiter? Wenn wir die wirtschaftlichen Aussichten zwischen bis Ende 2024 beschreiben müssten, wäre es ein Theaterstück in drei Akten von jeweils etwa neun Monaten Dauer.

Akt 1 - Goldilocks¹ (Oktober 2022 bis Juni 2023):

Derzeit befinden wir uns auf der steilen Seite der gesamtwirtschaftlichen Angebotskurve (AS) - der Seite, auf der jeder Anstieg der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage (AD) lediglich die Inflation in die Höhe treibt, weil die Wirtschaft nicht über genügend freie Kapazitäten verfügt, um mehr zu produzieren als sie bereits produziert. Wenn die Nachfrage als Reaktion auf die restriktiveren finanziellen Rahmenbedingungen sinkt, dürfte der Punkt, an dem sich gesamtwirtschaftliche Nachfrage und Angebot treffen, auf einem tieferen Inflationsniveau liegen. Sicher kann

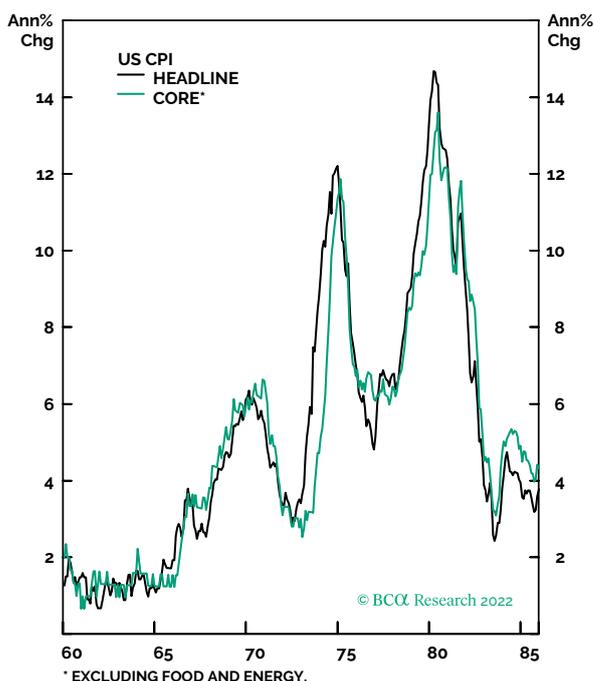
Inflation im Kontext von Angebot und Nachfrage

Grafik 2



Inflationswellen von 1960 bis 1985

Grafik 3



sich die Gesamtangebotskurve (AS) selbst nach rechts verschieben (siehe Pfeil), wenn die pandemischen Verwerfungen auf der Angebotsseite nachlassen. Die Inflation wird bei geringem Produktionsrückgang gleichzeitig sinken. Es ist allerdings unwahrscheinlich, dass sich die gesamtwirtschaftliche Nachfragekurve (AD) soweit nach links verschiebt, bis sie den flachen Bereich der gesamtwirtschaftlichen Angebotskurve (AS) erreicht. Dafür gibt es einen zu großen Nachholbedarf, vor allem dann, wenn sich die Energiekrise in Europa entspannt und China von seiner Null-Covid-Politik ablässt.

Akt 2 - Die zweite Welle (Juli 2023 bis März 2024):

Jeder ist es leid, von der neuesten Covid-Welle zu hören. Aber auch die Inflation kann das Marktgeschehen in Schach halten. In den vergangenen Inflationsperioden kam die Inflation in Wellen und es wird diesmal wohl nicht anders sein.

Während die Inflation in den kommenden Monaten erst einmal zurückgeht, wird das Reallohnwachstum - das immer noch negativ ist - positiv werden. Das real verfügbare Einkommen wird steigen. Die Stimmung der Verbraucher wird sich erholen. Die Gesamtnachfrage wird zunehmen und uns auf der steilen Seite der Gesamtangebotskurve wieder nach oben treiben. Und da das globale Wachstum anzieht, werden sich die Rohstoffpreise erholen und die Inflation zusätzlich anheizen.

¹ Das „Goldilocks Szenario“ ist das gängige Paradigma, in dem es, übertragen auf die Kapitalmärkte, darum geht, dass immer alles gerade richtig temperiert ist: Die Konjunktur läuft nicht heiß, ebenso wenig die Inflation, die Geldpolitik begleitet und temperiert wo es sein muss.



Akt 3 - Rezession (April 2024 bis mindestens Dezember 2024):

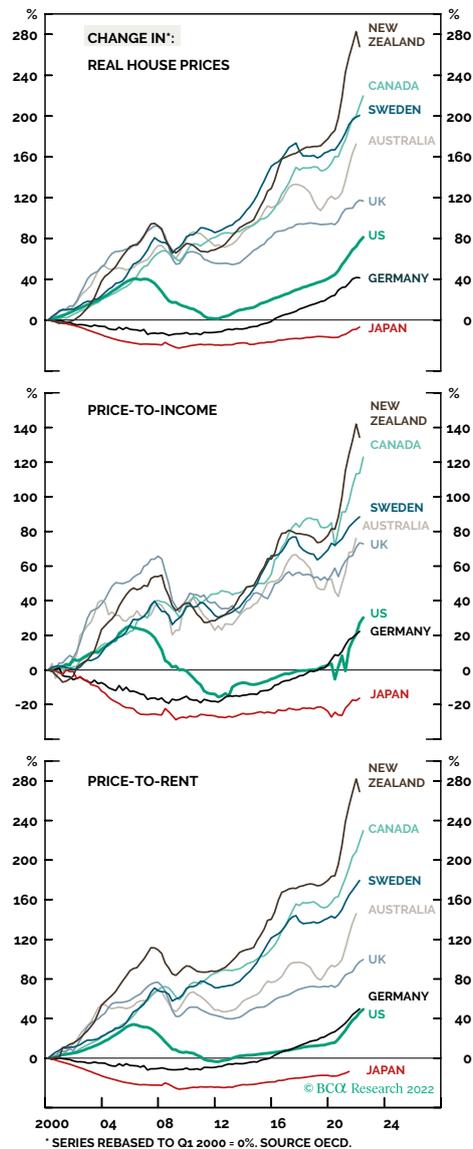
Die zweite Inflationswelle dürfte Anleger und politische Entscheidungsträger überraschen. Die meisten von ihnen gehen derzeit davon aus, dass der nominale neutrale Zinssatz recht niedrig ist. Die zweite Inflationswelle wird diese Annahme erschüttern. Nachdem die Fed ihre Zinsstraffung Anfang nächsten Jahres unterbrochen haben wird, wird sie in der zweiten Hälfte des Jahres 2023 wieder mit Zinserhöhungen beginnen und den Leitzins bis Ende 2023 sogar auf 6 % anheben. Zu diesem Zeitpunkt könnten die Hypothekenzinsen in den USA wieder bei über 8 % liegen. Das ist hoch genug, um den Immobilienmarkt und die übrige Wirtschaft zum Erliegen zu bringen. Die Preise für Wohnimmobilien in Europa und Asien, die sich in einer noch gefährlicheren Lage befinden, könnten sogar abstürzen.

Sondersituation USA

Derzeit gibt es eine intensive Debatte zwischen den Lagern, die eine unmittelbar bevorstehende Rezession in den USA prognostizieren, und denjenigen, die eine solche Entwicklung bestenfalls erst später kommen sehen. Letzteres hat unseres Erachtens eine höhere Wahrscheinlichkeit, da offensichtlich der neutrale Zins relativ hoch zu sein scheint. Das bedeutet, dass es mehr geldpolitische Straffung als allgemein erwartet braucht, um in restriktives Terrain vorzustoßen und so eine Rezession herbeizuführen.² Der Markt hat einen höheren neutralen Realzins eingepreist. Die Tatsache, dass die US-Wirtschaft nicht bereits in eine Rezession geraten ist, wie so viele Frühjahr erwartet hatten, bietet eine gewisse vorläufige Unterstützung für die Ansicht, dass der „Drosselungspunkt“ für die Zinssätze recht hoch ist. Vor allem der Arbeitsmarkt ist nach wie vor sehr stark. Es gibt fast zwei offene Stellen für

Steigende Zinsen drücken auf die Preise von Wohnimmobilien

Grafik 4



jeden arbeitslosen Arbeitnehmer. Für absehbare Zukunft werden die meisten Arbeitnehmer, die ihren Arbeitsplatz verlieren, kaum Schwierigkeiten haben, eine neue Stelle zu finden.

Nach einem Anstieg in diesem Sommer sind die Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung wieder gesunken. Diese Anträge sind einer der besten Frühindikatoren für den Arbeitsmarkt. In den ADP-Daten³ von An-

fang Oktober zeigt sich mit 208.000 neuen Stellen ein über den Erwartungen liegender Arbeitsplatzaufbau. Die Beschäftigungskomponenten des ISM-Index für das verarbeitende und der Index für das nicht-verarbeitende Gewerbe stiegen im September auf 56,7 und lag damit über dem Durchschnittswert von 52,8 im Jahr 2021. Der Nachholbedarf in der US-Wirtschaft ist groß. Die Bankeinlagen betragen immer noch 2,7 Billionen Dollar (rund 10,7 % des BIP) und liegen damit über ihrem Trend vor der Pandemie. Zugegebenermaßen sind die meisten dieser Ersparnisse auf Haushalte mit mittlerem und höherem Einkommen konzentriert, die in der Regel von jedem Dollar Einkommen weniger ausgeben als die ärmeren Bevölkerungsteile. Dennoch konsumieren selbst die oberen 10% der Einkommensbezieher etwa 80 % ihres Einkommens. Das deutet darauf hin, dass der größte Teil dieser überschüssigen Ersparnisse für den Konsum eingesetzt werden wird.

Einige Kommentatoren haben argumentiert, dass hohe Lagerbestände die Produktion einschränken werden, selbst wenn die Verbraucherausgaben lebhaft bleiben. Das ist unwahrscheinlich, denn auch wenn die Lagerbestände im Einzelhandel zuletzt gestiegen sind, liegt das Verhältnis von Lagerbeständen zu Umsatz immer noch unter Niveau vor der Pandemie. Das gilt selbst dann, wenn man den Automobilssektor ausnimmt, wo derzeit die Lagerbestände extrem niedrig sind. Außerdem sind die inflationsbereinigten Einzelhandelsumsätze fast wieder auf ihren Trend vor der Pandemie zurückgekehrt.

Es besteht aber auch ein erheblicher Nachholbedarf bei Investitionsgütern. Nach dem Dotcom-Boom der 2000er Jahre bewegten sich die Aufträge für Kerninvestitionsgüter

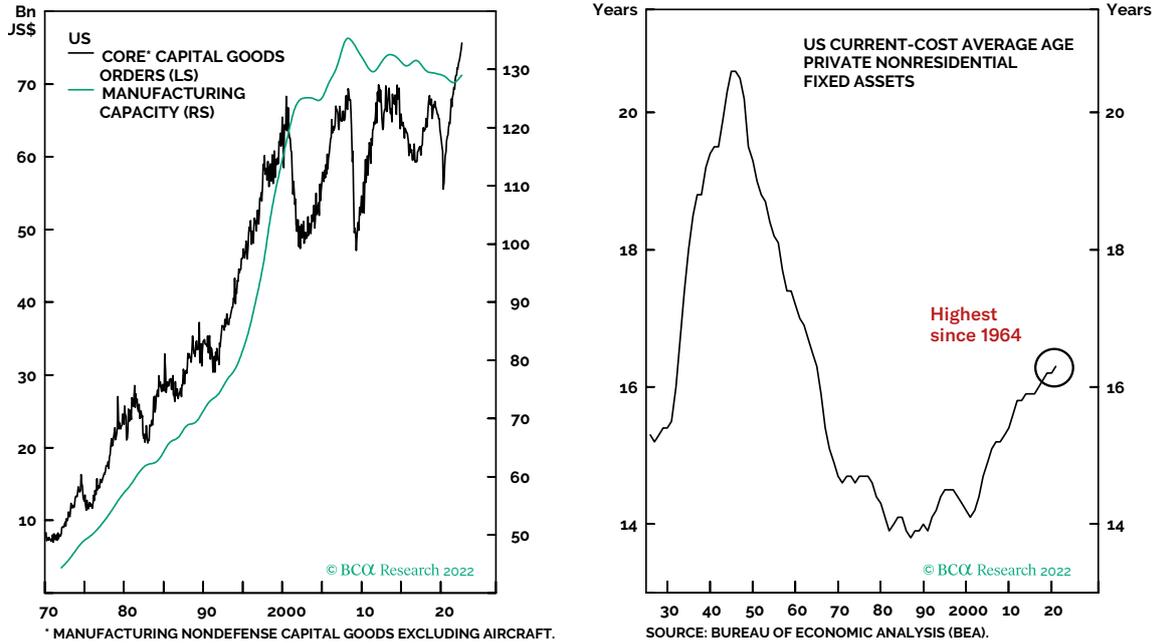
² Zum Thema neutraler (Real-)Zins lesen Sie in der letzten Perspektivenausgabe 7-8/2022 ab Seite 9.

³ Der Dienstleister Automatic Data Processing publiziert monatlich die US-Beschäftigungszahlen außerhalb der Landwirtschaft. Der ADP-Bericht stützt sich auf gut 400.000 US-Unternehmen mit rund 25 Millionen Beschäftigten und ähnelt der Methodik des US-Arbeitsministeriums BLS, das den offiziellen US-Arbeitsmarktbericht in der Regel zwei Tage später veröffentlicht. Der ADP-Bericht gilt als recht guter Indikator für die Zahlen der Regierung.



Zwei Dekaden zu geringer Anlageinvestitionen

Grafik 5



zwei Jahrzehnte lang seitwärts. Die Kapazität im verarbeitenden Gewerbe stagnierte. Das durchschnittliche Alter des Kapitalstocks von Nichtwohngebäuden stieg um mehr als zwei Jahre auf über 16 Jahre. Ausgenommen Investitionen in geistiges Eigentum, sind die Investitionen der Unternehmen im Verhältnis zum BIP kaum höher als während der Großen Finanzkrise. Es besteht nicht nur ein dringender Bedarf, den Kapitalstock wieder aufzufüllen, son-

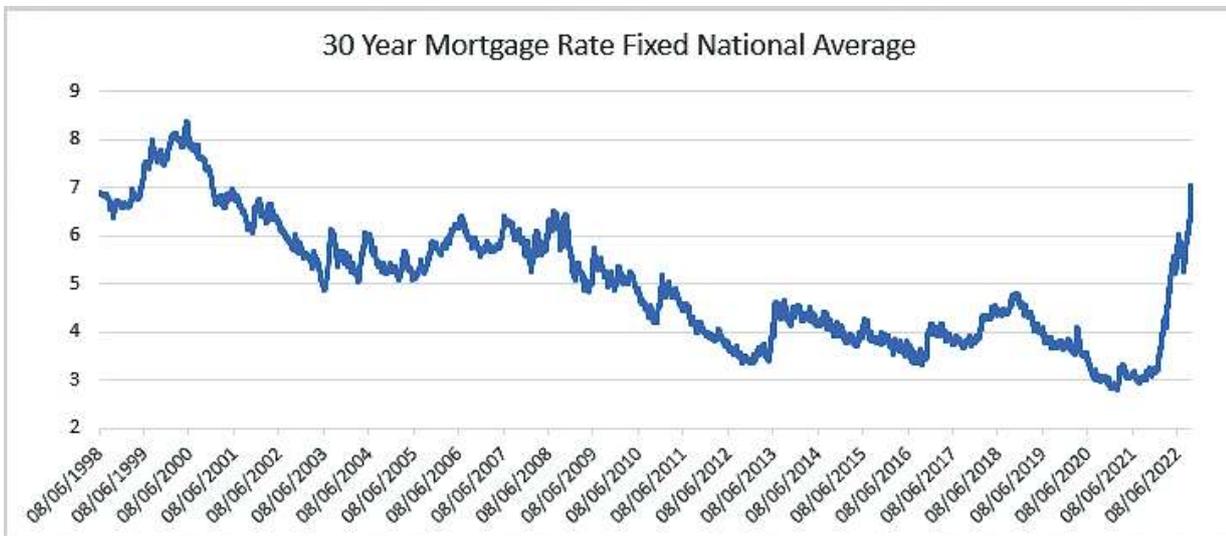
dern auch die dringende Notwendigkeit, die inländischen Produktionskapazitäten, insbesondere im Energiesektor, aufzustocken. Denn trotz steigender Gewinne liegt die Zahl der aktiven Ölquellen in den USA immer noch 62 % unter dem letzten Höchststand aus dem Jahr 2014. Auch die Raffineriekapazitäten bleiben angespannt.

Der Wohnungsbau bleibt die Schwachstelle der US- Wirtschaft. Das ist nicht überra-

schend. Der Wohnungsbau ist der zinsempfindlichste Sektor der Wirtschaft. Die Hypothekenzinsen sind von 2,65 % im letzten Jahr auf 6,7 % heute gestiegen. Könnte der Abschwung auf dem Wohnungsmarkt die Wirtschaft in eine Rezession stürzen? Die Antwort lautet ja, aber wahrscheinlich nicht in den nächsten 12 Monaten. Während der Immobilienblase, erreichten die Wohnungsbauinvestitionen einen Höchststand von 6,7 % des BIP im vierten

Zinsen von 30-jährigen US-Immobilienkrediten seit 1998

Grafik 6





Quartal 2005. Allerdings begann die Große Finanzkrise erst zwei Jahre zwei Jahre später im Dezember 2007, als die Wohnbauinvestitionen bereits auf 4,2 % des BIP zurückgegangen waren. Damals erreichte der S&P 500 seinen Höchststand nur zwei Monate früher.

Anders als Mitte der 2000er Jahre gibt es heute in den USA allerdings keinen Überschuss an Wohnungen. Die Wohnungsbauinvestitionen erreichten im vergangenen Jahr 4,8 % des BIP und damit in etwa den Stand der späten 1990er Jahre. Der Bau neuer Häuser hat in den letzten 15 Jahren nicht mit der Haushaltsbildung Schritt gehalten. Infolgedessen ist die Leerstandsquote bei Eigenheimen mit 0,8 % so niedrig wie nie zuvor. Die Bestände an neuen Häusern sind zwar gestiegen, doch dies ist hauptsächlich auf eine Zunahme der Zahl der im Bau befindlichen Häuser zurückzuführen. Der Bestand an fertigen Häusern liegt immer noch 40 % unter dem Niveau von vor der Pandemie. Auch der Bestand an zum Verkauf stehenden Häusern ist recht niedrig.

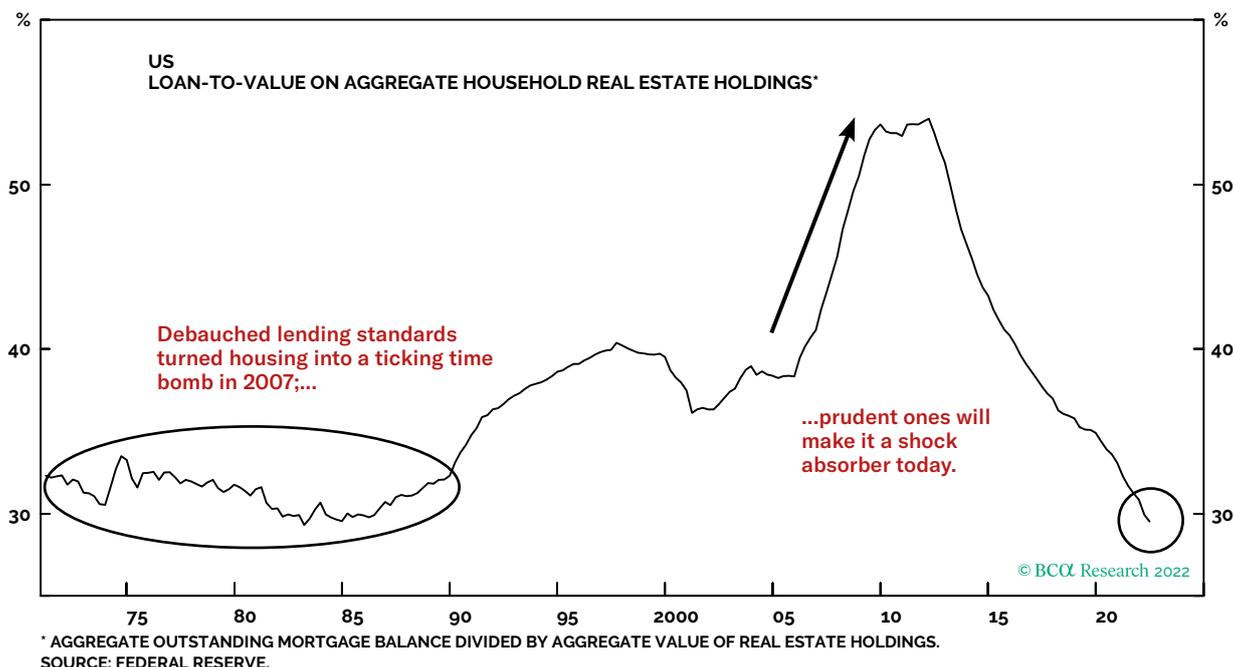
Aufgrund der dargestellten Gemengelage sind die Immobilienpreise allerdings sehr hoch. In weiten Teilen des Landes werden die Preise daher in den nächsten Jahren mit ziemlicher Sicherheit real und möglicherweise auch nominal sinken. Allerdings fallen die Preise für Eigenheime in der Regel recht langsam. Es dauerte sechs Jahre, bis die Preise nach der Immobilienblase ihren Tiefpunkt erreichten - und dies vor dem Hintergrund einer schweren Rezession und einer Welle von Zwangsversteigerungen und Notverkäufen. Den Kreditwürdigkeits-Scores (FICO-Scores) nach zu urteilen, sind die Kreditgeber seit der Subprime-Krise recht vorsichtig geworden. Die Gesamtbeleihungsquote für den Immobilienbesitz privater Haushalte in den USA liegt bei einem Tiefstand von 30 %, gegenüber 45 % im Vorfeld der Weltwirtschaftskrise. Die Banken sind auch wesentlich besser kapitalisiert als in der Vergangenheit.

Während die Hausbesitzer in der Immobilienblase das Eigenkapital ihrer Häuser zur Finanzierung von Konsumausgaben nutzen, haben sie in den letzten zehn Jahren ihre Ersparnisse beiseite gelegt. Die Beleihungsreserven aus Eigenheimkreditlinien sanken im zweiten Quartal 2022 auf ein 21-Jahres-Tief von 1,3 % des BIP, verglichen mit fast 5 % des BIP im Jahr 2009. Und obwohl höhere Hypothekenzahlungen das verfügbare Einkommen reduzieren werden, gilt dies nur für neue Hausbesitzer. Festverzinsliche Hypotheken, die 96 % aller Hypotheken in den USA ausmachen, sind von Zinserhöhungen nicht betroffen.

All dies deutet darauf hin, dass der bevorstehende Rückgang der Immobilienpreise den Konsum nicht so weit dämpfen kann, dass es vor 2024 zu einer Rezession kommen würde.

Keine zweite große Finanzkrise vor der Tür

Grafik 7





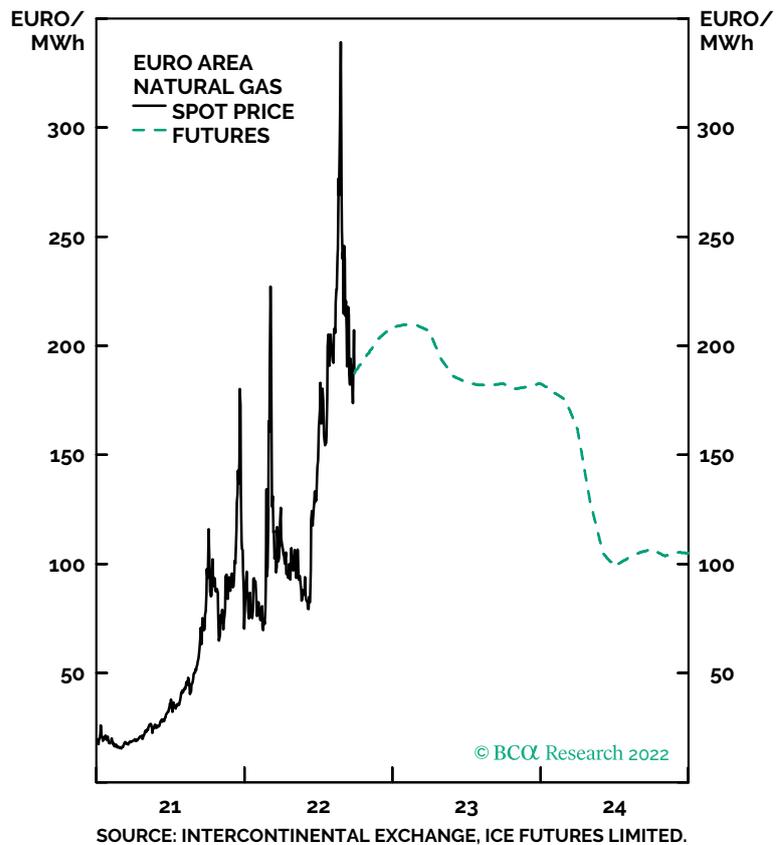
Europa bereits in der Rezession

Gemessen an der Entwicklung der europäischen Währungen und Aktien, erwarten die meisten Anleger nicht, dass sich Europa schnell aus der Rezession winden kann. Damit könnten sie schief liegen, denn alles hängt von den Energiepreisen, insbesondere vom Gaspreis ab. Trotz eines Endes der russischen Erdgasimporte haben die EU Erdgasvorräte 88 % der Kapazität erreicht. Das entspricht in etwa dem Niveau der vergangenen Jahre und liegt über dem Ziel der EU vom 1. November mit 80 %. Während der geringere Gasverbrauch durch die Industrie dazu beigetragen hat, die Vorräte aufzustocken, hatte Europa auch Erfolg bei der Substitution russischer Energie durch alternative Quellen. Die Einfuhren von Flüssigerdgas LNG haben sich in den letzten 12 Monaten verdoppelt. Europa ist zum größten Überseemarkt für amerikanisches LNG geworden. Eine neue Gaspipeline, die Spanien mit dem übrigen Europa verbindet, soll bis zum nächsten Frühjahr in Betrieb genommen werden. In der Zwischenzeit baut Deutschland zwei „schwimmende“ LNG-Terminals. Es hat auch die Pläne zur Stilllegung seiner Kernkraftwerke verschoben und die seine Kohlekraftwerke wieder in Betrieb genommen, eine Entscheidung, die sogar die deutschen Grünen unterstützten.

Frankreich will die Kernenergieproduktion erhöhen, die in diesem Sommer unter 50 % der Kapazität gesunken war. Électricité de France hat sich verpflichtet, die tägliche Produktion bis Dezember nahezu zu verdoppeln. Die niederländische Regierung ihrerseits hat angedeutet, die Förderung aus dem riesigen Groningen-Erdgasfeld zu erhöhen, falls die Energiekrise verschärft. Ob diese Maßnahmen am Ende ausreichen, eine Gasrationierung in diesem Winter zu verhindern, könnte vom Wetter abhängen. Erdgas

Terminmarkt kündigt weiteren Preisrückgang beim Gas an.

Grafik 8



macht über 40 % des Heizungsverbrauchs in der EU aus, wenn man Strom und Wärme, die in gasbefeuerten Anlagen erzeugt werden, mit einrechnet. Obwohl Europa in der letzten Woche einen Kälteeinbruch erlebt hat, deuten die langfristigen meteorologischen Vorhersagen auf einen milden Winter hin. Die europäischen Spot-Erdgaspreise sind von über 300 €/MWh Ende August auf unter 170 €/MWh gesunken. Trotz der Sabotage der NordStream 1-Pipeline wird auf dem Terminmarkt immer noch ein weiterer Preisrückgang für die nächsten zwei Jahre eingepreist. Terminkontrakte sind zwar kein unfehlbarer Wegweiser für die Entwicklung der Spotpreise, aber sie sind auch nicht völlig nutzlos. Ein Rückgang der Erdgaspreise würde die steigenden Energieimportrechnungen Europas, die die Handelsbilanz in diesem Jahr ins Defizit getrieben haben, gewaltig reduzieren. Das wäre eine gute Nachricht für die europäischen Währungen.

An der politischen Front ergreifen die europäischen Regierungen Schritte zur Stützung der Privathaushalte während der Energiekrise. Bisher wurden Unterstützungsmaßnahmen in Höhe von fast 600 Milliarden Euro angekündigt. Diese Maßnahmen sollten dazu beitragen, eine Situation zu verhindern, dass inmitten fallender Energiepreise im nächsten Jahr Haushalte versuchen werden, ihre Ersparnisse wieder aufzustocken und die Konjunktur so in der Rezession weiter steckenbleiben würde.

China: Das Ende der Abschottung?

Während andere Länder die Covid-Beschränkungen aufgehoben haben, hat China an seiner Null-Covid-Politik bislang festgehalten. Nach Angaben von Goldman Sachs drückte diese Politik das chinesische BIP um 4 bis 5 Prozentpunkte nach unten. Zusätzlich zu den wirtschaftlichen Kosten hat die Null-Covid-Politik auch einen sozialen Tribut für das Land gezollt. Ungefähr



15 Millionen Kinder wurden 2019 in China geboren. Vorläufige Schätzungen zufolge werden 2022 nur 10 Millionen geboren werden. Für ein Land, das bis zum Ende des Jahrhunderts 600 Millionen (oder 60 %) der Bevölkerung im erwerbsfähigen Alter verlieren wird, ist das ein großes Problem. Es ist höchst unwahrscheinlich, dass China seine Null-Covid-Politik auf einen Schlag aufgeben wird. Allerdings dürfte es zu einer gewissen Lockerung der Abriegelungsmaßnahmen zu Beginn des nächsten Jahres kommen, und damit früher als die meisten Anleger erwarten. Denn China fährt derzeit die

Produktion von Paxlovid hoch, dem sehr beliebten antiviralen Medikament von Pfizer. Es ist auch die Einführung einer Omicron-spezifischen Auffrischungsimpfung auf der Grundlage der mRNA-Technologie geplant.

Die Wiederbelebung der Wirtschaft wird natürlich nicht alle Probleme Chinas beseitigen. Vor allem der chinesische Immobilienmarkt steht vor einer eher düsteren Zukunft. Chinesische Immobilienpreise gehören relativ zu den bezahlten Mieten zu den höchsten der Welt mit Mietrenditen unterhalb der 2%-Marke. So betragen sie in Peking 1,7 %, in Shenzhen 1,5 %, in Hangzhou 1,4 %, in Shanghai und Guangzhou 1,3 %. Nach Angaben der China-Strategen von BCA Research stehen 12 % der Wohnungen leer. Zum Teil aufgrund der oben beschriebenen ungünstigen demografischen Trends wird die Nachfrage nach Wohnungen in den kommenden Jahrzehnten schrumpfen und die Preise sinken. Auf kurze Sicht werden die Behörden versuchen, die Folgen des rückläufigen Preisniveaus am Wohnungsmarkt abzumildern, indem sie finanzielle Unterstützung für Bauträger offerieren und durch eine Lockerung der Kreditpolitik die Finanzierungskosten für Investoren senken. Dies dürfte die Bautätigkeit im laufenden Jahr stabilisieren, aber auf Kosten einer Verschärfung des Überangebots.

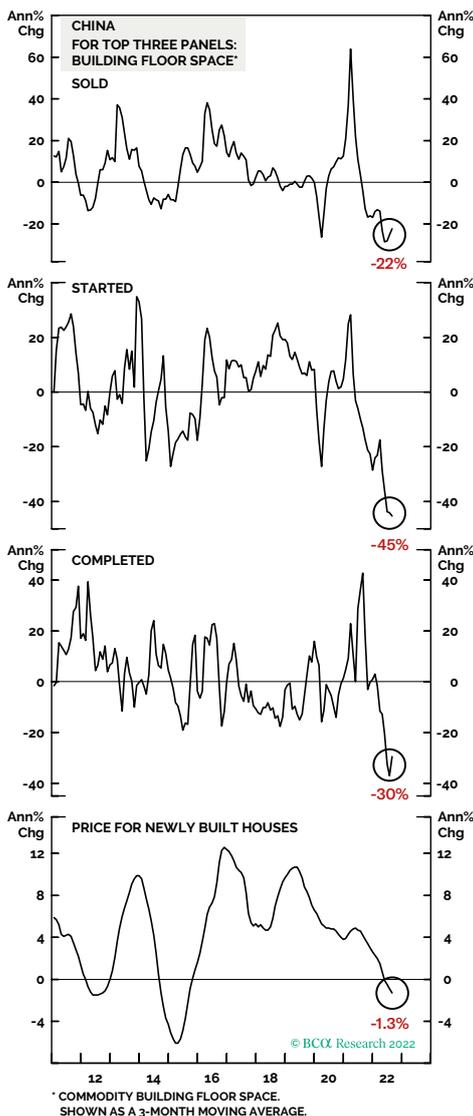
Fazit: adhoc eher Erholung.

Auf dem Weg zu einer globalen Rezession hat die US-Arbeitslosenquote historisch immer eine Phase der Bodenbildung durchlaufen, die knapp zwei Jahre im Vorfeld vor Rezessionen begann. Die Arbeitslosen fiel im März 2022 auf 3,6 % und schwankt seitdem in einer engen Spanne von 3,5 % bis 3,7 %. Wenn die Vergangenheit ein Anhaltspunkt ist, dürfte die Arbeitslosenquote in der Nähe des derzeitigen für weitere 15 bis 18 Monate verharren. Der Beginn einer Rezession verschöbe sich damit auf das Jahr 2024. Was könnte diese Rezession auslösen? Als Ursache wäre eine Rückkehr steigender Inflationsraten, ausgehend von den USA denkbar.

Trotz des im August unerwartet hohen Verbraucherpreisanstiegs deutet eine Reihe von Indikatoren darauf hin, dass die Inflation in den kommenden Monaten vorübergehend zurückgehen wird. Die Benzin-Preise sinken in den USA, auch die Preisentwicklung bei Lebensmitteln dürfte aufgrund des jüngsten Rückgangs der Agrarpreise umdrehen. Die Neu- und Gebrauchtwagenpreise, die in der Berechnung der Inflationsrate mit knapp 4 % Anteil einen prominenten Einfluss haben, scheinen sich geradezu überschlagen zu haben und werden unweigerlich zurückkommen. Die Transportkosten sinken ebenso wie andere Indikatoren für Engpässe in der Lieferkette. Sogar private regionale Messgrößen für die Mietinflation haben sich abgekühlt.

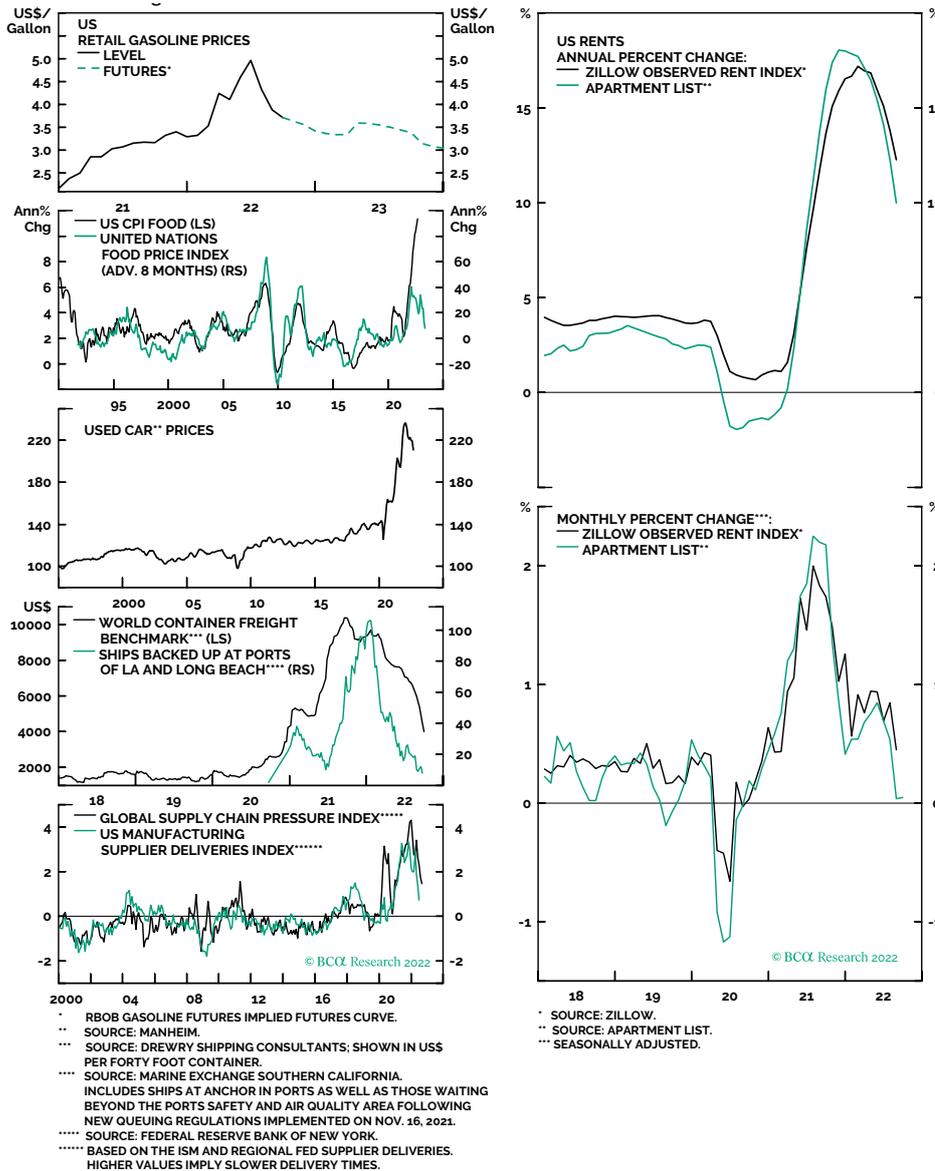
Grafik 9

Chinas schwächelnder Immobilienmarkt





Grafik 10

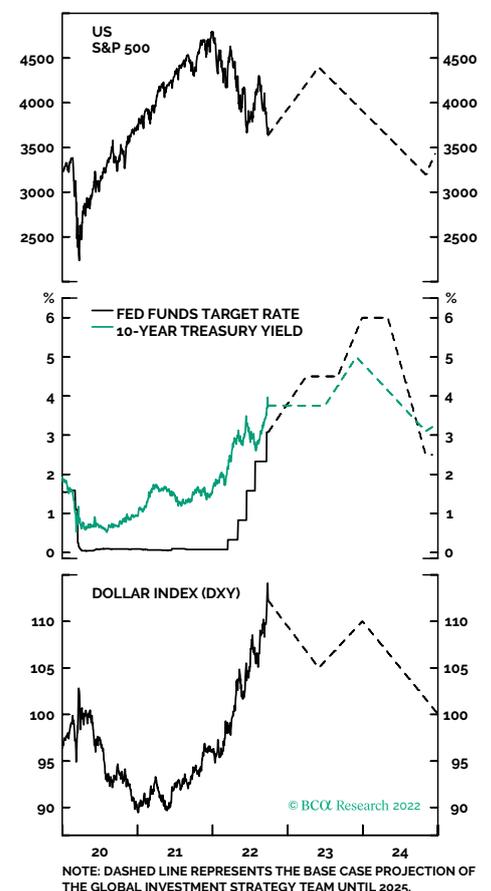


Der kommende Rückgang der Inflation könnte allerdings die Saat für ein neues Problem legen. Heute haben wir die merkwürdige Situation eines Mehrjahres-Hochs im Nominallohnwachstum, während die Real-löhne aufgrund der noch hohen Inflation sinken. Wenn die Inflation wie erwartet zurückgeht, wird das Reallohnwachstum positiv werden und damit das real verfügbare Einkommen ebenso, was zu mehr Konsumentenvertrauen und infolgedessen zu höherem Konsum führen wird. Die Wirtschaft ihrerseits dürfte wieder überhitzen und die Inflation ansteigen lassen. Auch die Rohstoffpreise dürften aufgrund des stärkeren

globalen Wachstums steigen. Dies wird ebenfalls zu einer höheren Inflation beitragen. In den USA dürfte darüber hinaus ein Wertverlust des Dollars hinzukommen, der die Importpreise in die Höhe treiben wird. Wenn also die Inflation in der zweiten Hälfte 2023 steigt, wird die Fed keine andere Wahl haben, als die Zinsen zu erhöhen und den Leitzins bis Ende des Jahres auf 6 % zu ziehen. In der nachstehenden Grafik käme es erst einmal zu einer Entspannung der Lage und damit zu anziehenden Aktien- und Anleihekursen in Verbindung mit einer globalen Abwertung des US-Dollar.

Szenario für die US-Märkte

Grafik 11





Asset Allokation

Vorerst bei Aktien noch restriktiv

Die aktuelle taktische Asset Allocation unseres Partners BCA Research für den Monat Oktober bleibt weiter zurückhaltend. Die vorgestellte Version des zugrundeliegenden MacroQuant-Modells ist so kalibriert, dass sie Positionierungen für einen Anlagehorizont von 30 Tagen liefert. Daher können die Empfehlungen erheblich von unseren längerfristigen Einschätzungen abweichen. MacroQuant ist gegenüber Risikoanlagen pessimistisch eingestellt und hat seine Position in Aktien zugunsten von Anleihen reduziert. Innerhalb des Aktienuniversums stufte das Modell kanadische Aktien von übergewichtet auf neutral herab. Das Sektormodell bevorzugt weiterhin defensive Werte und den Energiesektor, während es seine Einschätzung von Technologie auf neutral heraufsetzt. Das Modell bewertet Gold neutral bis negativ, den US-Dollar positiv, Öl wiederum negativ. MacroQuant ist untergewichtet in Aktien und übergewichtet in Anleihen und Barmitteln.

Das Sektormodell berücksichtigt die Volatilität, die Dynamik, das Kreditrisiko und die Bewertungen jedes Sektors, sowie die Signale der Modelle für US-Dollar, globale Anleihen und Öl, um die empfoh-

lenen Sektorengagements daraus zu generieren. Das Sektormodell ist derzeit übergewichtet in Basiskonsumgütern, Energie, Immobilien, Gesundheitswesen und Versorgern, bei Technologie neutral und bei den übrigen Sektoren untergewichtet. Die auf monatliche Anpassungen ausgelegte Struktur bevorzugt derzeit defensive vor zyklischen Sektoren und ist relativ positiv für Anleihen. So erklärt sich die Heraufstufung von Versorgern. Die Herabstufung von Energie kommt von einer negativen Meinung zum Ölpreis. Die Momentum- und Bewertungskomponenten begünstigen hingegen weiterhin den Energiesektor. Daher kommt es am Ende zu einer leichten Übergewichtung.

Das globale Aktienmodell von MacroQuant nutzt Sektor- und Währungs-Scores, sowie eine Trendkomponente, die dazu dient, einzelne regionale Aktien-Scores zu ergänzen und daraus Länderengagements auf Basis des US-Dollars abzuleiten.

Die Zahlen zeigen die Performance der globalen Aktien-Rebalancing-Strategie gegenüber einer marktgewichteten Benchmark.

BCA Research monatliches Macro Quant-Modell

Grafik 12

	Equities**			Bonds***			Cash****		
	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark	Benchmark weighting	Allocation	Deviation from benchmark
U.S.	37.7	32.0	-5.7	13.8	20.9	+7.1			
EURO AREA	4.3	3.3	-1.0	9.0	12.6	+3.6	0.4	-0.4	+0.0
CORE	3.6	2.8	-0.8	5.5	7.9	+2.4			
PERIPHERY	0.7	0.4	-0.3	3.5	4.7	+1.2			
U.K.	2.2	2.6	+0.4	2.0	3.4	+1.4	0.4	-0.4	+0.0
JAPAN	3.3	2.1	-1.2	9.0	5.8	-3.2	0.4	-0.4	+0.0
CANADA	1.9	2.3	+0.4	0.7	1.2	+0.4	0.4	-0.4	+0.0
AUSTRALIA	1.2	0.8	-0.3	0.6	0.5	-0.2	0.4	0.4	+0.0
OTHER DM	3.3	2.7	-0.5	0.5	0.8	+0.3	0.4	-0.4	+0.0
EMERGING ASIA	5.2	3.7	-1.5	1.3	1.4	+0.1			
LATIN AMERICA	0.6	0.4	-0.2	0.2	0.2	+0.0			
OTHER EM	0.5	0.4	-0.1	0.3	0.3	+0.0			
TOTAL	60.0	50.3	-9.7	37.5	47.1	+9.6	2.5	2.6	+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.



MacroQuant ist übergewichtet in Japan, den USA, dem Vereinigten Königreich und Brasilien, untergewichtet in den Ländern der Eurozone und China, die übrigen Länder werden neutral eingestuft. Für diesen Monat wurden Kanada, das Vereinigte Königreich und Australien herabgestuft, allesamt aufgrund schlechterer regionaler Aktien- und Momentum-Scores. Der kanadische Aktien-Score fiel als Reaktion auf die niedrigeren kanadischen BIP-Daten und Immobilienpreise. Der australische Aktienscore sank aufgrund einer negativen Entwicklung der NAB-Unternehmensumfrage. Die regionalen Aktien- und Sektorscores führten dazu, dass die Allokation Japans auf übergewichtet gesetzt wurde. Positive japanische PMI-Daten für den Dienstleistungssektor und die Auftragseingänge im Maschinenbausektor führten zu einem Anstieg des Aktienindex. Das japanische Sektorscore erhöhte sich nach Hochstufungen bei den zyklischen Sektoren Konsumgütern und IT.

Das ETF-Portfolio, das sich an den Länder-Allokationen des Aktienanteils innerhalb des MacroQuant-Modells unseres Partners BCA Research aus Montreal orientiert, und bei Sektorallokationen, auf die das Asset Allocation Modell zurückgreift, leidet nach wie vor unter der allgemein schwierigen Lage an den Weltbörsen.

Seit der letzten Publikation wurden im Portfolio zwei Transaktionen umgesetzt. Anfang August wurde eine Position in Japan eröffnet und Ende September die Position in den Schwellenländern verkauft.

Daraus ergibt sich im Gesamtportfolio ein Verlust im laufenden Jahr von 14,7 %. Die Benchmark MSCI Welt in Euro steht dank der Aufwertung des US-\$ bei nur 11,1 % Verlust. Ohne Berücksichtigung von Währungseffekten wären es immerhin mit 22,6 % Minus rund 11 % mehr.

BCA Research monatliches Macro Quant-Modell Sektorenpräferenzen

Grafik 13

	2022-JUN	2022-JUL	2022-AUG	2022-SEP	2022-OCT	LEGEND
CON. STAPLES	12.4% (5.0%)	12.5% (4.7%)	12.5% (4.8%)	11.6% (4.0%)	12.3% (4.4%)	++
ENERGY	8.8% (3.6%)	7.9% (2.8%)	7.9% (3.0%)	8.7% (3.3%)	7.0% (2.0%)	++
REAL ESTATE	4.1% (1.3%)	4.1% (1.2%)	4.1% (1.1%)	3.8% (1.0%)	3.6% (0.8%)	+
HEALTH CARE	17.6% (4.1%)	19.0% (4.9%)	18.7% (4.9%)	17.3% (4.1%)	17.5% (3.8%)	+
UTILITIES	3.2% (0.0%)	3.0% (-0.2%)	3.1% (-0.0%)	3.3% (0.1%)	3.8% (0.5%)	=
TECHNOLOGY	17.5% (-3.9%)	17.9% (-3.3%)	18.9% (-3.1%)	20.4% (-1.4%)	21.3% (-0.2%)	=
CON. DISC.	6.6% (-4.0%)	8.5% (-2.1%)	8.5% (-2.6%)	9.0% (-2.2%)	10.4% (-1.0%)	=
BASE MATERIALS	5.3% (0.6%)	3.7% (-0.6%)	3.2% (-1.0%)	3.8% (-0.5%)	3.4% (-0.7%)	-
INDUSTRIALS	8.4% (-1.5%)	8.7% (-1.2%)	8.2% (-1.8%)	8.4% (-1.6%)	8.3% (-1.6%)	-
COMM. SERV.	7.6% (0.1%)	7.5% (-0.1%)	7.4% (0.1%)	5.8% (-1.4%)	5.4% (-1.6%)	--
FINANCIALS	8.5% (-5.3%)	7.4% (-6.2%)	7.7% (-5.5%)	7.9% (-5.4%)	7.1% (-6.4%)	--

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

BCA Research monatliches Macro Quant-Modell Länderpräferenzen

Grafik 14

	2022-JUN	2022-JUL	2022-AUG	2022-SEP	2022-OCT	LEGEND
JAPAN	6.0% (-0.4%)	7.4% (1.2%)	7.2% (1.0%)	7.3% (1.1%)	7.5% (1.3%)	++
US	70.3% (0.1%)	70.8% (0.8%)	71.1% (-0.1%)	72.5% (1.2%)	76.2% (4.6%)	++
UK	6.2% (1.7%)	6.1% (1.5%)	5.3% (1.0%)	5.5% (1.2%)	4.3% (0.2%)	+
BRAZIL	0.6% (-0.1%)	0.5% (-0.2%)	0.6% (-0.0%)	0.8% (0.0%)	0.6% (-0.1%)	+
AUSTRALIA	2.7% (0.4%)	1.5% (-0.7%)	2.4% (0.1%)	2.4% (0.1%)	1.9% (-0.3%)	=
CANADA	5.3% (1.5%)	4.9% (1.3%)	5.0% (1.4%)	4.9% (1.3%)	2.9% (-0.7%)	=
INDIA	1.4% (-0.3%)	1.1% (-0.6%)	1.4% (-0.3%)	1.6% (-0.3%)	1.6% (-0.4%)	=
FRANCE	3.0% (-0.3%)	2.1% (-1.1%)	1.9% (-1.2%)	1.6% (-1.4%)	1.6% (-1.4%)	-
CHINA	1.9% (-2.0%)	4.0% (-0.7%)	3.8% (-0.4%)	2.1% (-2.1%)	2.1% (-1.9%)	-
GERMANY	1.9% (-0.5%)	1.1% (-1.1%)	1.0% (-1.1%)	1.1% (-1.0%)	1.0% (-1.1%)	--
ITALY	0.6% (-0.1%)	0.4% (-0.3%)	0.3% (-0.3%)	0.3% (-0.3%)	0.3% (-0.3%)	--

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



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

Grafik 15

Referenz-Portfolio Fonds und ETFs										10-23	
Stückzahl Gewicht.	NAME WKN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in €	Risiko - Klasse (RK)		
313,97	ISHARES MSCI AUSTRALIA A0YJ80	MSCI Australia	32,850 €	39,47 €	20,14%	10.313,91 € 11.11.20	12.390,83 €	20,14% 2.076,91 €	E		
339,37	ISHARES MSCI EM ACC A0RPW1	MSCI Emerging Markets Index	36,122 €	31,39 €	-13,11%	12.258,96 € 24.09.21	10.651,24 €	-13,11% -1.607,71 €	B		
436,00	ISHARES CORE EURO STOXX50 DE 593395	Euro Stoxx 50	33,875 €	34,40 €	1,55%	14.769,50 € 28.02.20	14.998,40 €	1,55% 228,90 €	C		
190,95	X MSCI WORLD CONSUMER STAPL 5,46% A113FG	MSCI World Consumer Staples	39,860 €	40,46 €	1,51%	7.611,27 € 02.06.22	7.725,84 €	1,51% 114,57 €	B		
621,36	KRAMSHARES CSI CHINA IT EUR 5,19% A2QE7P	CSI China Internet UCITS ETF (Nachkauf am 23.11.2020)	19,440 €	11,82 €	-39,20%	12.079,24 € 18.10.21	7.344,48 €	-39,20% -4.734,76 €	C		
126,16	LYXOR IBEX35 DR 6,76% LYX0A6	IBEX35	86,549 €	75,78 €	-12,44%	10.919,08 € 04.07.19	9.560,40 €	-12,44% -1.358,68 €	E		
90,18	ISHARES CORE FTSE 100 ACC 9,23% A0VEDM	FTSE 100	135,920 €	144,80 €	6,53%	12.257,27 € 07.04.21	13.058,06 €	6,53% 800,80 €	C		
141,57	ISHARES FTSE MIB ACC 8,87% A0VEDP	Italien	84,08 €	88,57 €	5,34%	11.903,94 € 09.03.20 / 18.10.21	12.539,13 €	5,34% 635,18 €	C		
169,07	ISHR RUS ADR/GDR 3,40% A1C1HV	MSCI Russia Bewertung zum 03.09.2022	132,849 €	28,40 €	-78,62%	22.461,34 € 03.02.22	4.801,72 €	-78,62% -17.659,63 €	C		
667,77	X MSCI WORLD FINANCIALS 9,84% A113FE	MSCI World Financials	16,516 €	20,85 €	26,21%	11.028,89 € 05.02.18	13.919,67 €	26,21% 2.890,78 €	C		
75,00	ISH NIKKEI 225 A 9,81% A0VEDQ	Nikkei 225	200,50 €	185,08 €	-7,69%	15.037,50 € 08.08.22	13.881,00 €	-7,69% -1.156,50 €	E		
14,54%	Cash Position						20.563,13 €				
Benchmark: MSCI WORLD		Kurs am 31.12.2021	3.231,73 USD 2.838,33 EUR	letzter Schlusskurs	2,429,91 USD 2,460,67 EUR	Performance Benchmark	-24,81% -13,31%		C		
Jahre		ETF Portfolio	MSCI in \$	MSCI in €	ETF	MSCI in \$	MSCI in €				
2008 (ab 25.04.08)		-15,70%	-39,24%	-32,00%	182,87%	60,44%	153,70%				
2009		52,06%	26,98%	23,63%	7,46%	3,33%	6,65%				
2010		17,34%	9,55%	17,46%	Portfolientwicklung mit Absicherung				RK		
2011		-12,03%	-7,62%	-4,72%	Aktueller Portfolientwert in EURO: 141.433,89 €				04.10.2022		
2012		4,41%	13,18%	11,15%	Portfolientwert in EURO: 167.231,83 €				31.12.2021		
2013		18,81%	24,10%	18,77%	Gewinn / Verlust absolut: -25.797,94						
2014		12,70%	2,93%	17,29%	Gewinn / Verlust in Prozent: -15,43%						
2015		8,65%	-2,74%	8,30%	Datenlänge der historischen Simulation: 260						
2016		8,03%	5,32%	8,50%	Datum der historischen Simulation: 03.10.22						
2017		7,07%	20,11%	5,38%							
2018		-7,68%	-10,44%	-5,98%							
2019		24,95%	25,19%	27,68%							
2020		2,43%	14,06%	4,77%							
2021		21,75%	20,14%	28,99%							
2022 (YTD) p.a. (ab 25.04.08)		-15,43%	-24,81%	-13,31%							
		7,46%	3,33%	6,65%							
					EUR in USD						
					0,9875	DAX30	12,484,33	S&P 500	3,678,43		

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: nicht so billig, wie sie scheinen

Nachdem sie zu Beginn des Jahres mit dem 19,6-fachen des voraussichtlichen Gewinns gehandelt wurden, notieren globale Aktien jetzt mit dem 14,4-fachen des nächstjährigen erwarteten Gewinns. Das 2023er Kurs-Gewinn-Verhältnis in den USA liegt bei 16,2 und ist damit von 22,3 gesunken. Außerhalb der USA ist das 2023er Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15,0 auf 11,1 gefallen. Obwohl die Aktien weltweit definitiv billiger geworden sind, sind zwei Vorbehalte angebracht. Erstens preisen die oben zitierten Gewinnschätzungen eine Rezession nicht ein, bestenfalls eine moderate. Während die US-Gewinnschätzungen für 2022 und 2023 - wenn man den Energiesektor ausnimmt - um 5,9 % bzw. 6,5 % gesunken sind, werden sie mit ziemlicher Sicherheit weiter sinken, wenn die Wirtschaft einem größeren Abschwung unterliegt. Eine Rezession in 2023 ist aber nicht unser Basisszenario. Zweitens wurde der Anstieg der Gewinnrenditen von Aktien durch die Bewegung der realen Anleiherenditen nach oben mehr als ausgeglichen. Dies hat dazu geführt, dass die implizite globale Aktienrisikoprämie gegenüber Staatsanleihen leicht gesunken ist. Konzeptuell misst die Aktienrisikoprämie das relative Risiko von Aktien zu Anleihen.

Das absolute Risiko von Aktien dürfte in den letzten neun Monaten angesichts der gestiegenen wirtschaftlichen und geopolitischen Risiken ebenfalls nach oben gegangen sein. Bei rückläufiger Inflation in den kommenden Monaten ist es sehr wahrscheinlich, dass die Risikoprämie für Aktien weiter sinken wird und Aktien steigen können. Auf Sicht des zweiten Halbjahres 2023 hinaus bedeuten strukturell höhere reale Anleiherenditen jedoch auch niedrigere KGVs bei Aktien. Damit sind die Kurspotenziale limitiert.

Prognosen

Grafik 16

Equities	Current	Dec-22
S&P 500	3,622	4,800
MSCI Eurozone	206	260
FTSE 100	6,894	8,150
TOPIX	1,836	2,100
MSCI EM (\$)	873	1,300
MSCI China	57	116
MSCI Korea	652	980
MSCI Taiwan	512	780
MSCI India	1,970	2,000
Brazil (Ibovespa)	110,066	125,000
Mexico (MEXBOL)	44,895	54,400
MSCI South Africa (USD)	354	521

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

Nachdem US-Aktien zwischen 2000 und 2008 hinter allen wichtigen Märkten zurückgeblieben waren, haben sie in der Zeit nach der Großen Finanzkrise die Konkurrenz weit hinter sich gelassen. Das schnellere Umsatzwachstum in den USA, unterstützt durch eine Ausweitung der Gewinnmargen,

hat die Outperformance der USA vorangetrieben. Unterschiede in der Branchenzusammensetzung - vor allem das größere Gewicht schnell wachsender Sektoren wie Technologie und Gesundheitswesen in den US-Indizes - erklären etwa ein Fünftel der Outperformance der USA seit 2008. Der

JP Morgan Favoriten nach Sektoren mit YTD-Performance

Grafik 17

	US		Europe		Japan		EM	
Energy	36%	OW	22%	OW	22%	UW	-28%	OW
Materials	-24%	N	-20%	OW	-13%	N	-25%	OW
Industrials	-20%	N	-28%	OW	-9%	OW	-21%	N
Discretionary	-30%	N	-27%	N	-14%	N	-27%	OW
Staples	-10%	UW	-10%	UW	3%	UW	-16%	UW
Healthcare	-13%	OW	-11%	UW	1%	N	-33%	UW
Financials	-21%	OW	-16%	OW	8%	OW	-15%	OW
Technology	-31%	N	-35%	N	-24%	OW	-40%	N
Comm Service	-39%	N	-15%	OW	7%	OW	-36%	N
Utilities	-5%	UW	-16%	N	22%	UW	-10%	UW
Real Estate	-29%	UW	-45%	UW	4%	N	-26%	N
Overall	-23.7%		-17.9%		-7.3%		-27%	

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



Rest ist auf die besseren Renditen innerhalb der Sektoren zurückzuführen. Auf Sicht von 6 bis 9 Monaten werden die US-Aktien wahrscheinlich hinter ihren ausländischen Pendant hinterherhinken. Denn wie die Vergangenheit gezeigt hat, wird ein schwächerer Dollar auch die relative Performance von Nicht-US-Aktien begünstigen. Zyklische Sektoren, Value-Titel und Small Caps dürften ebenfalls vom stärkeren Wachstum und einem vorübergehend schwächeren Dollar profitieren. Wie sich US-Aktien im Vergleich zu ihren globalen Konkurrenten auf lange Sicht strukturell entwickeln, ist weniger klar. Nach wie vor im Optimisten-Lager befindet sich die US-Investmentbank J.P. Morgan, die vor allem in China, Korea und Taiwan bis zum Jahresende Kursgewinne von 50 % und mehr erwartet. Auch bei den USA und der Eurozone strotzt sie vor Optimismus.

Innerhalb der Sektoren finden sich relativ selektive Wetten und viele – trotz hoher Kursverluste – nach deren Ansicht immer noch uninteressante Branchen. Interessanterweise sind nur die Finanzwerte (financials) uneingeschränkt überzugewichtet (OW) und die Basiskonsumgüter (staples) ebenfalls uneingeschränkt unterzugewichtet (UW). Bei allen anderen gibt es regional gravierende Unterschiede. So sind bei den Energiewerten solche aus den USA, Europa und den Schwellenländern übergewichtet, nicht aber in Japan. Bei langlebigen Konsumgütern (discretionary) steht in den Industrieländern eine neutrale Gewichtung, nicht aber in den Schwellenländern. Und bei den ausgebombten Technologietiteln kann man sich nur für japanische erwärmen, in anderen Regionen sieht man die Branche neutral.

ICM 15er-Aktienportfolio (Stand 04. Oktober)

Im Depot befinden sich weiterhin vierzehn von fünfzehn möglichen Titeln. Die Konzentration bleibt weiter bei Energie- (Öl), Tech- und Finanz-Titeln. Die Faktoren, die die Märkte in diesem Jahr nachhaltig belasten – hohe Inflation, nachlassendes Wachstum, steigende Zinsen – werden wohl fortbestehen. Und nicht alle schlechten Nachrichten könnten bereits eingepreist sein. Die Gewinnprognosen der Unternehmen scheinen noch zu optimistisch. Dennoch könnte relativ zu den gedämpften Erwartungen das Wachstum in den nächsten 12 Monaten positiv überraschen, da die USA eine Rezession vermeiden, Europa eine V-förmige Erholung erleben und China seine Null-Covid-Politik lockern wird. Die weltweiten Aktienmärkte sind überverkauft und sollten bis ins Jahr 2023 zulegen, bevor die Fed eine zweite Runde von Zinserhöhungen einleitet. Eine leichte Neigung zu zyklischen Sektoren, Small Caps und Value-Titel scheint angebracht.

Nicht mehr im Portfolio:

TECK RESOURCES LTD. Zum zweiten Mal in diesem Jahr haben wir Teck Resources mit Gewinn verkauft. Das in Kanada ansässige Bergbauunternehmen konnte sich innerhalb von 4 Wochen von seinen Jahrestiefständen deutlich erholen und sorgte für einen Profit von 22%. Wir glauben aber weiterhin an das Unternehmen, da TECK als Kupferproduzent von der steigenden Nachfrage an Solarzellen, Elektrofahrzeugen und anderen erneuerbaren Technologien profitiert. Die Aktie hat ein durchschnittliches Kursziel von 54 USD und bleibt weiter der günstigste Wert seiner Peer Group. Wir steigen bei einem erneuten Kursrückgang wieder ein.

Neu im Portfolio:

Die **K+S AG**, früher Kali und Salz AG, mit Sitz in Kassel ist ein börsennotiertes deutsches Bergbauunternehmen mit den Schwerpunkten Kali- und Salzförderung. K+S gehört zur Spitzengruppe der internationalen Anbieter von kali- und magnesiumhaltigen Produkten für landwirtschaftliche und industrielle Anwendungen. K+S ist vorwiegend in Europa, Nord- und Südamerika tätig und beschäftigt weltweit mehr als 14.700 Mitarbeiter (2020). Die Tochtergesellschaften der K+S sind vornehmlich mit der Vermarktung der eigenen Produkte befasst, aber auch im Dienstleistungsbereich tätig, hier insbesondere in den Geschäftsbereichen Entsorgung und Wiederverwertung.

Wir sehen weiterhin eine günstige Ausgangslage für Düngemittelunternehmen auf dem Weg ins Jahr 2023. Die Aussichten für die Erntemärkte bleiben gut, da die Getreidelagerbestände zurückgehen und auch die Düngerpreise weiter steigen. Hinzu kommt die aufgrund des derzeit verhängten Embargos fehlende Konkurrenz aus Russland (Uralkali) und Weißrussland (Belaruskali). Aktuell priesen die Märkte das EBITDA für 2023 deutlich unter dem Niveau von 2021 ein. Grund dafür scheinen die anhaltend hohen EU-Gaspreise zu sein. Die fundamentale Lage bleibt aber für Düngemittelhersteller 2023 günstig. K+S wird z.Zt. mit einem EBITDA von 1,5x gehandelt; das KGV liegt bei 2,6x; die Nettoliquidität 2023E von €553 Mio. ohne Umwelt- und Pensionsverbindlichkeiten. Das Kursziel von K+S für Ende 2023 liegt z.Zt. bei 38 Euro.

Neues zu den anderen Portfolio-Mitgliedern:

Alibaba Group. China steuert Mitte Oktober auf seinen monumentalen 20. Nationalkongress der KPCh zu, auf dem der chinesische Präsident Xi Jinping seine beispiellose dritte Amtszeit anstrebt. Die Alibaba-Aktie ist im Vorfeld dieses Datums bis Oktober



weiter in Richtung ihrer Tiefststände von März/Mai gefallen, da die Investoren weitere Kursverluste durch politische Entscheidungen vermeiden wollen. Aber Chinas Wirtschaft hat sich im dritten Quartal verbessert und wird wohl die wirtschaftliche Erholung im 4. Quartal fortsetzen, was die operativen Kennzahlen von Alibaba bis 2023 verbessern könnte. Es bleibt trotzdem ein Verlust von -29% YTD. Gleiches gilt im Prinzip für unsere anderen chinesischen Titel. Der Versicherungskonzern **Ping An** durchbrach nach den anhaltenden Problemen am chinesischen Immobilienmarkt den Supportbereich bei 46 HKD und hat jetzt ein Ergebnis von -26% YTD. Auf diesem Niveau steigt die Dividendenrendite auf 6,9%. **China Everbright** bleibt auch ein Sorgenkind und verliert seit Anfang des Jahres 49%, die Dividendenrendite liegt bei 9,4%. **Tencent Music** scheint den Boden gefunden zu haben. Der regulatorische Druck der chinesischen Behörden und wachsende Konkurrenz im eigenen Land verhindern aber weiter eine Kurserholung. Das Minus von 34% YTD ist erschreckend. Natürlich deutlich besser ist die Situation bei **BP Plc**. Der plötzliche weltweite Boom bei Flüssiggas (LNG) als Ersatz für russisches Pipeline-Gas hat enorme Folgen für die Branche, da sich das Geschäft in den Händen einer Handvoll internationaler Energiekonzerne und globaler Handelshäuser konzentriert. Der weltweite LNG-Markt beläuft sich z.Zt. auf 400 Mio. Tonnen. BP hat mit schätzungsweise 30 Mio. einen Anteil von 7,5%. Dies und die anhaltend hohen Energiepreise im Allgemeinen sorgen für das Ergebnisplus von 37% YTD. **Tullow Oil** wird durch die offenbar missglückte Fusion mit Capricorn Energy belastet, die ihrerseits jetzt einen Zusammenschluss mit dem israelischen Unternehmen NewMed anstrebt. Die Aktie behält zwar ihr „BUY“ Rating mit einem Kursziel von 79 GBP, aber die Performance von z.Zt. -2% YTD zeigt die Underperformance gegenüber dem restlichen Energiesektor. Anders die brasilianische

Petrobras. Das unerwartet enge Rennen bei den Präsidentschaftswahlen mit der bevorstehenden Stichwahl zwischen dem Amtsinhaber Bolsonaro und dem sozialistischen Expräsidenten Lula Da Silva bescherten der Aktie trotz weltweit gesunkener Ölpreise deutlich höhere Kurse und ein Ergebnis von +25%. Die Dividendenrendite bleibt bei über 30%. **Bausch Health Companies** konnten sich von den starken Verlusten Ende Juli deutlich erholen, kämpfen aber immer noch gegen eine Entscheidung des Bundesbezirksgerichts Delaware, das Teile von Patenten im Zusammenhang mit dem Medikament Xifaxan der BHC-Tochter Salix für nicht gültig erklärt hat. Bis heute hat der Bausch Konkurrent Norwich Pharmaceuticals weder eine vorläufige noch eine endgültige Genehmigung für sein Konkurrenzprodukt von der FDA (US Food&Drug Administration) erhalten. Solange diese Zustimmung nicht erteilt und eine vom Gericht erlassene einstweilige Verfügung geändert wird, ist es Norwich nicht gestattet, ein generisches Äquivalent von XIFAXIN auf den Markt zu bringen. Die BHC-Aktie zeigt aufgrund der bestehenden Unsicherheit immer noch einen Verlust von -31% gegenüber unserem Einstandskurs. Trotz der guten Quartalergebnisse erreichte die **Deutsche Bank** im Oktober mit 7,25 Euro ein neues Jahrestief. Die Angst vor einer möglichen Pleite der Credit Suisse sorgte für einen allgemeinen Abverkauf europäischer Banktitel. Die Deutsche Bank Aktie steht jetzt vor einem Jahresverlust von 27%. Das italienische Rüstungsunternehmen **Leonardo** und die Aktien von anderen Verteidigungsunternehmen gehörten in den letzten Tagen zu den Outperformern in Europa, nachdem der russische Präsident Wladimir Putin eine Teilmobilisierung der Streitkräfte befohlen hat. Die erneuten Spannungen zwischen Russland und Europa haben die Regierungen in höchste Alarmbereitschaft versetzt, sodass die Verteidigungsausgaben mittelfristig steigen werden. Die Leonardo Aktie zeigt aller-

dings aktuell einen Verlust von -24% zu unserem Einstandskurs. Die niederländische Beteiligungsgesellschaft **Prosus NV** sagte eine 4,7 Mrd. Dollar schwere Übernahme von BillDesk, einer der größten im indischen Finanztechnologiesektor, ab. Die Bedingungen für die Übernahme seien nicht erfüllt worden. Die indische Kartellbehörde hatte die Übernahme am 5. September, mehr als ein Jahr nach der Ankündigung, genehmigt, trotz Bedenken, dass die Kombination von BillDesk und dem Prosus-Unternehmen PayU zu einer Konzentration auf dem indischen Zahlungsverkehrsmarkt führen würde. Die Aktie bleibt weiter mit dem hohen Anteil an chinesischen Techwerten Underperformer mit einem Ergebnis von -21% YTD. Die deutsche **SAP SE** konnte sich nach einem neuen Jahrestief im September nach positiven Nachrichten von den Konkurrenten Salesforce und Oracle um ca. 10% erholen. Das Umsatzwachstum der kommenden drei Jahre wird bei 8% p.a. veranschlagt, die EBITDA-Marge soll sich bis 2024 wieder deutlich über 30% etablieren. Die Umstellung auf das Software-Mietmodell frisst zwar Margenpunkte, sorgt langfristig aber für stabilere, besser kalkulierbare Cashflows, was die mittelfristigen Gewinnerwartungen absichert. Die Aktie ist mit dem 22-Fachen des für 2023 erwarteten Gewinns bewertet. Das Minus von -29% YTD ist zwar ernüchternd, aber die Aktie behält ein allgemeines „BUY“ Rating mit einem Kursziel von 111€. Die italienische Großbank **UniCredit** gab bekannt, sie habe mit dem Versicherungspartner Allianz eine Vereinbarung über den Tausch von kroatischen Beteiligungen unterzeichnet. UniCredit wird den 11,72%igen Anteil der Allianz an der kroatischen Zagrebačka Banka, die mehrheitlich schon der UniCredit-Gruppe gehört, übernehmen. Die Allianz Holding bekommt im Gegenzug den 16,84%igen Anteil der Zagrebačka an der kroatischen Versicherungsgesellschaft Allianz Hrvatska. Die Allianz ist mit einem Anteil von 3,4 % einer der Hauptaktionäre der



UniCredit. Unter dem neuen CEO Andrea Orcel hat die UniCredit die Beziehungen zur Allianz durch die Erneuerung der Partnerschaftsvereinbarungen und eine engere technologische Integration deutlich intensiviert. Die Aktie zeigt eine Performance von +24% zu unserem Estandskurs und behält bei einem Kursziel von 14,5€ ein „BUY“ Rating.

Kurzbeschreibung der Portfolio-Mitglieder

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

Bausch Health Companies Inc. ist ein kanadisches Unternehmen für Spezialpharmazeutika und medizinische Geräte. Das Unternehmen entwickelt, produziert und vermarktet vor allem in den therapeutischen Bereichen Augenheilkunde, Gastroenterologie und Dermatologie eine Reihe von Markenarzneimitteln, Generika und generischen Markenarzneimitteln, rezeptfreien Produkten und Medizinprodukten (Kontaktlinsen, Intraokularlinsen, ophthalmochirurgische Geräte und ästhetische Geräte), die direkt oder indirekt in etwa 100 Ländern vertrieben werden.

BP p.l.c. ist im globalen Energiegeschäft tätig. Das Unternehmen produziert Treibstoff für den Transport, Energie für die Industrie und petrochemischen Produkten, aus denen Alltagsgegenstände wie Farben, Kleidung und Verpackungen hergestellt werden. BP profitiert vom wieder erstarken Ölpreis.

China Everbright Environment Group Ltd ist eine Investmentholding, die in China hauptsächlich im Energie- und Infrastrukturgeschäft tätig ist. Das Unternehmen betreibt seine Geschäfte in 4 Segmenten: 1. Bau und Betrieb von Abfallverbrennungsanlagen 2. integrierte Biomasse 3. Umweltwasserprojekte 4. allg. Umweltschutztechnologie.

Deutsche Bank Aktiengesellschaft ist das nach Bilanzsumme und Mitarbeiterzahl größte Kreditinstitut Deutschlands. Das Unternehmen mit Sitz in Frankfurt am Main ist als Universalbank tätig und unterhält bedeutende Niederlassungen in London, New York City, Singapur, Hongkong und Sydney. In Deutschland arbeiteten 2020 rund 37.300, weltweit rund 84.700 Mitarbeiter für die Bank. Besonderes Gewicht legt die Bank auf das Investmentbanking mit der Emission von Aktien, Anleihen und Zertifikaten. Unter der Marke DWS Investments ist die Deutsche Bank mit einem Marktanteil von ca. 26 Prozent der größte Anbieter von Publikumsfonds in Deutschland.

Leonardo SpA (ehemals Leonardo Finmeccanica SpA) ist ein in Italien ansässiges Hochtechnologieunternehmen in den Bereichen Luft- und Raumfahrt, Verteidigung und Sicherheit. Das Unternehmen ist in sieben Geschäftsbereichen tätig: Hubschrauber, Verteidigung und Sicherheit, Elektronik, Luft- und Raumfahrt, Verteidigungssysteme und sonstige Aktivitäten.

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, Ver-

mögensverwaltung 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.

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).



ICM Green Strategy und Bachelier UI

Grafik 18



Welche Vorteile bringt die Transformation zu einer ökologischen Marktwirtschaft für die Unternehmen und damit auch für die Anleger? Hierzu sollten wir die Schmerzpunkte der Unternehmen betrachten.

Nachhaltigkeit - Gesellschaftlicher und politischer Druck zur Umsetzung

- Klima- und Umweltziele
- Sozialer Umgang mit Mitarbeitern
- Ethische Unternehmensführung

Finden sich diese Notwendigkeiten bei den Unternehmen glaubhaft umgesetzt, so überwiegen die Vorteile zum Aufwand:

- Produktvertrauen > Preisakzeptanz > Kundenbindung > weniger Werbeausgaben = **bessere Ertragslage**
- Reputation > Mitarbeiterbindung > Mitarbeiterfindung > höhere Qualifizierung = **Zukunftsfähigkeit**
- Rechtsrisiken > qualitätsgesicherte Unternehmensführung > geringere Ausgaben = **positive Fortbestehungsprognose**

Grafik 19





Obwohl wir noch am Anfang dieser Transformation stehen, zeigen sich bereits messbare Unterschiede in der Entwicklung des sorgfältig kuratierten ICM Green Strategy Portfolios.

In dem aktuell schwierigen Marktumfeld zeigt sich die Auswahl des ICM Green Strategy Portfolios sehr widerstandsfähig.

Die SDG's (Sustainable Development Goals) der UN.

Mit der Agenda 2030 haben die Mitgliedstaaten der Vereinten Nationen einen Fahrplan zur „Transformation der Welt zum Besseren“ im Sinne einer nachhaltigen Umgestaltung von Gesellschaft, Wirtschaft und Umwelt bis zum Jahr 2030 entwickelt. Bestandteil der Agenda 2030 sind 17 globale Ziele, unterteilt in 169 Unterziele. Diese Ziele sind universell, unteilbar und bedingen einander. Mögen sie auf den ersten Blick utopisch wirken, werden sie bei der Betrachtung der 169 Unterziele jedoch konkret und zeichnen das Bild von einer Zukunft, für die es sich zu kämpfen lohnt. Die Ziele können jedoch nur erreicht werden, wenn möglichst viele Akteure sich vor Ort einbringen und engagieren. Zu diesem Zweck hat die Bundesregierung die Regi-

onalen Netzstellen Nachhaltigkeitsstrategien (RENN) eingerichtet und finanziert. Die RENN-Netzstellen vernetzen Akteure und Initiativen für eine nachhaltige Entwicklung, bündeln den gesellschaftlichen Dialog, laden ein zum Erfahrungsaustausch und geben Impulse für einen gesellschaftlichen Wandel. Bei der Überprüfung der Nachhaltigkeitsberichte der Unternehmen hat sich gezeigt, dass sich die meisten Konzerne 3-4 Hauptpunkte raussuchen auf die sie besonderes Augenmerk legen. Die Auswahl geschieht häufig, angelehnt an die Firmenstruktur. Als Beispiel ein Wasseraufbereiter wird sich selbstverständlich den Punkt 6 sauberes Wasser als Hauptpunkt aussuchen, da es perfekt in die Firmenphilosophie passt.

Die 17 SDG's

Es folgen einige Unternehmen aus dem Universum der ICM Green Strategy, die sich auf die Umsetzung einer Vielzahl der SDG's konzentrieren und dabei nicht nur auf die Kernpunkte des eigenen Konzerns. Aufgrund der aktuellen Lage ist es extrem wichtig, dass die Unternehmen die Zeichen der Zeit erkennen und deutlich mehr tun als nur das notwendige.

Grafik 20





Mayr Melnhof Karton

Die Mayr-Melnhof Karton AG ist hauptsächlich in der Herstellung von Karton und Kartonverpackungen tätig. Mayr-Melnhof verkauft Kartonverpackungen in mehr als 140 Ländern. Der Konzern betreibt 53 Produktionsstandorte auf 3 Kontinenten. Davon sind 46 Packaging - Standorte, 6 Karton- und Papierwerke und ein Holzstoffwerk. Es werden circa 12.500 Mitarbeiter beschäftigt.

Nachhaltigkeitsaspekte

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. Mayr Melnhof hat sein Hauptaugenmerk auf 9 der 17 SDG'S gelegt.

BCE Inc.

BCE Inc. ist ein Kommunikationsunternehmen. Zu den Segmenten des Unternehmens gehören Bell Wireless, Bell Wireline und Bell Media. Das Segment Bell Wireless bietet drahtlose Sprach- und Datenkommunikationsprodukte und -dienstleistungen für Privatkunden, kleine und mittlere Unternehmen und große Unternehmenskunden in ganz Kanada. Das Segment Bell Wireline liefert

Daten, einschließlich Internetzugang und Internet-Protokoll-Fernsehen (IPTV), lokales Telefon, Ferngespräche sowie andere Kommunikationsdienste und -produkte für Privatkunden, kleine und mittlere Unternehmen und Großunternehmen, vor allem in den Provinzen Ontario, Quebec und Atlantik, während Satellitenfernsehen (TV) und Konnektivität für Geschäftskunden national in ganz Kanada verfügbar sind.

Nachhaltigkeitsaspekte

Das Unternehmen BCE hat als einer der ersten Unternehmen seiner Branche, ein Recycling Programm (Bell Blue Box) für Handys, TV-Receiver und Modems ins Leben gerufen. Vom 1.1.2016 bis Ende 2020 wird BCE mehr als 10 Millionen Geräte wieder in Stand gesetzt und recycelt haben. Auch im Bereich der Wohltätigkeit ist der Konzern aktiv. Mehr als 100.000 Computer und Elektronikgeräte wurden für bedürftige Kinder, Schulen, Büchereien und Wohltätigkeitsunternehmen gestiftet. Außerdem betreibt BCE ein Programm namens EMS das Projekte wie nachhaltige Gebäude, Biodiversität, Fahrzeuge betrieben durch alternative Energien sowie Wassermanagement umfasst. Die Arbeitsbedingungen sind hervorragend, Inklusion und eine starke Frauenquote im Management sind im Unternehmen selbstverständlich und werden auch stark gefördert, genau wie die Fortbildung der Mitarbeiter. Vom Unternehmen erzeugter Sondermüll geht zu 99% an zertifizierte Recycler. BCE hat sein Hauptaugenmerk auf 13 der 17 SDG's.



Aktienindices aus technischer Sicht

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

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

- 1) ADX:** Der ADX (Average Directional Movement) zeigt ausschließlich die Stärke eines Trends und nicht die Richtung. So deutet ein steigender ADX auf eine Trendphase und ein fallender ADX auf eine trendlose Phase hin. Werte über 15 zeigen das Vorhandensein einer Trendphase, darunter spricht man von einer trendlosen Periode.
- 2) Money Flow Index:** Dieser Volumenindex zeigt in einer Skala von 0 bis 100, ob der Zufluss oder Abfluss von Geldern am Markt stattfindet.
- 3) Commodity Channel Index:** Der „CCI“ misst den Abstand der Kurse von ihrem „gleitenden Durchschnitt“ und erlaubt damit ein Messen der Trendstärke bzw. Trendintensität. Zwischen Werten von +100 bis -100 ist der Markt trendlos, darüber und darunter gibt es entsprechende Signale.
- 4) MACD:** Der Moving Average Convergence/Divergence Indikator zeigt das Zusammen- bzw. Auseinanderlaufen zweier unterschiedlich langer gleitender 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	DAX40	Nikkei225	Hang Seng
ADX	negativ	neutral/positiv	neutral/positiv	neutral/negativ	neutral/negativ
MFI - Money Flow Index	neutral/positiv	neutral	neutral	negativ	negativ
Ci - Commodity Channel Index	neutral/positiv	positiv	positiv	neutral/positiv	positiv
MACD	neutral	neutral/positiv	neutral/positiv	neutral	neutral/negativ
Williams %R	neutral/positiv	positiv	positiv	neutral/positiv	positiv
Gesamtrendenz	neutral	neutral/positiv	neutral/positiv	neutral	neutral/negativ

In den letzten sechs Wochen hat sich die Stimmung der Anleger aufgrund der enttäuschenden US-Inflationszahlen vom August und der hawkishen Rhetorik der Fed wieder verschlechtert. Der Markt glaubt endlich was die Fed meint, wenn sie sagt: „Wir werden weitermachen (die Zinsen zu erhöhen), bis die Aufgabe erledigt ist... auch wenn das mit einigen wirtschaftlichen Schmerzen verbunden ist“. Das neue Motto des Marktes lautet „Don't fight the Fed“. Die Straffung der Geldpolitik ist ein Gegenwind für die Performance von Aktien weltweit.



S&P500 Aktienindex

Grafik 22



Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S+P 500 Index konnte im August seine 200 Tage Linie nicht durchbrechen und erreichte im September neue Jahrestiefs. Der ADX Indikator deutet auf eine Fortsetzung des Abwärtstrends. Der Geldstromindex zeigte seit Anfang September leichte Mittelabflüsse und ist jetzt neutral. Der Commodity-Channel-Index hat sich aus dem überverkauften Bereich leicht nach oben bewegt und zeigt sich jetzt leicht positiv. Der MACD gab Mitte August ein klares Verkaufssignal, ist jetzt im überverkauften Bereich angekommen, gibt aber noch kein Signal für eine Trendwende. Der William %R Oszillator ist mit -75 deutlich überverkauft, dreht aber jetzt nach oben und gibt damit ein leichtes Kaufsignal. **Ergebnis: neutral**

EuroStoxx50-Aktienindex

Grafik 23



EuroStoxx 50 - Kursindex

Auch der EuroStoxx50-Index erreichte neue Tiefsturse im September und hat auch noch einen weiten Weg zur 200 Tagelinie bei 3.775 vor sich. Der ADX Indikator zeigt eine Abschwächung des Abwärtstrends und ist jetzt leicht positiv. Der Geldstromindex zeigte seit Anfang September stetig Mittelabflüsse, ist jetzt aber ist neutral. Der Commodity-Channel-Index gab ein Kaufsignal aus der überverkauften Zone. Der MACD ist nach dem klaren Verkaufssignal im August nun überverkauft und dreht leicht nach oben. Der William %R Oszillator zeigt auch ein Kaufsignal aus dem überverkauften Bereich. **Ergebnis: neutral/positiv**



DAX40-Kursindex

Grafik 24



DAX40 - Kursindex

Der deutsche Leitindex zeigt im Wesentlichen das technische Bild des EuroStoxx50. Der Abwärtstrend seit Mitte Februar ist weiter intakt und die 200Tagelinie bei 5.800 in weiter Ferne. Der ADX Indikator zeigt eine Abschwächung des Abwärtstrends und ist jetzt leicht positiv. Der Geldstromindex zeigte seit Anfang September stetig Mittelabflüsse, ist jetzt aber ist neutral. Der Commodity-Channel-Index gab ein Kaufsignal aus der überverkauften Zone. Der MACD ist nach dem klaren Verkaufssignal im August nun überverkauft und dreht leicht nach oben. Der William %R Oszillator zeigt auch ein Kaufsignal aus dem überverkauften Bereich. **Ergebnis: neutral/positiv**

Nikkei225-Kursindex

Grafik 25



Nikkei 225 - Kursindex

Tokio hat Tiefststände von Mitte März nicht mehr getestet und bewegt seit Anfang April um seine 200Tagelinie bei 27.330. Ein Brechen der 200Tagelinie und des Widerstandsbereichs bei 28.000 Punkten würde weiteres Kurspotential bis zu den Höchstständen aus dem August freisetzen. Der ADX Indikator steigt und bestätigt den kurzfristigen Abwärtstrend, schwächt sich aber zunehmend ab. Der Money-Flow-Index zeigt nach deutlichen Mittelzuflüssen bis Mitte September nun Nettoverkäufe. Der MACD befindet sich nach dem Verkaufssignal im August im überverkauften Bereich, gibt aber noch kein Kaufsignal. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator zeigen leichte Kaufsignale aus der überverkauften Zone. **Ergebnis: neutral**



Hang Seng - Kursindex

Grafik 26



Hang Seng - Kursindex

Hongkong befindet weiter im Abwärtstrend und hat im September neue Jahrestiefstände erreicht. Der wichtige Widerstandsbereich bei 20.000 Punkten ist weit entfernt. Der ADX Indikator deutet seit Mitte Juli auf eine Fortsetzung des Abwärtstrends. bleibt leicht positiv und deutet auf eine Fortsetzung der Kurserholung. Der Money-Flow-Index zeigt nach den Mittelzuflüssen im Sommer nun wieder ein neutrales Bild. Der MACD bleibt nach dem Verkaufssignal Anfang Juli im überverkauften Bereich, deutet aber noch nicht auf eine Trendwende. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator zeigen sich beide überverkauft, aber zeigen noch keine Kaufsignale. **Ergebnis: neutral/negativ**



Die Roboter-Revolution

Angespannte Arbeitsmärkte und starke neue Trends bei Onshoring und Automatisierung bergen ein langfristiges Investitionspotenzial in der Industrie. Dies ist einer der spannendsten Bereiche der technologischen Innovation und der Kursrückgang um 40 bis 50 % bietet einen attraktiven Einstiegspunkt für Investoren mit etwas Geduld.

Die jüngsten Durchbrüche in der KI- und Robotik sind so beeindruckend wie verblüffend. Die „Roboterrevolution“ könnte ebenso transformativ sein wie frühere General Purpose Technologien (GPT), darunter die Dampfmaschine, die Elektrizität und der Mikrochip. GPTs sind Technologien, die den Produktionsprozess der Wirtschaft radikal verändern und zum Lebensstandard im Laufe der Zeit einen erheblichen Beitrag leisten.

Die grundlegendste Definition lautet, dass ein Roboter „ein Gerät ist, das automatisch komplizierte und sich häufig wiederholende Aufgaben ausführt“. Interessant ist, dass nach der Definition der Organisation für Internationale Standards eben Software (Bots, KI, Prozess-Automatisierung), ferngesteuerte Drohnen, Sprachassistenten, autonome Fahrzeuge, Geldautomaten, intelligente Waschmaschinen nicht zu den Robotern zählen.

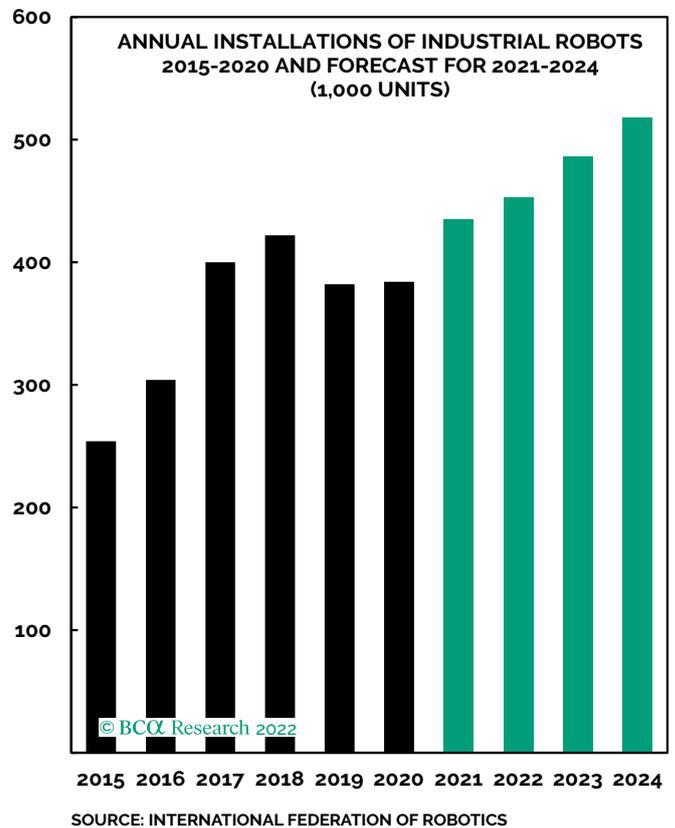
Grob gesagt, gibt es drei Arten von Robotern: Industrieroboter, Serviceroboter und kollaborative Roboter (Cobots). Industrieroboter arbeiten an Fließbändern in der Fertigung, Serviceroboter führen notwendige, aber auch potenziell schädliche Aufgaben für Menschen aus, während kollaborative Roboter neben menschlichen Arbeitern arbeiten. Auf die verschiedenen Arten von Robotern werden wir in späteren Abschnitten noch näher eingehen. Nach Angaben der International Federation of Robotics wird der Bestand an Industrierobotern im Jahr 2020 3 Millionen Stück betragen und zwischen 2015 und 2020 um 13 % pro Jahr wachsen. Im Jahr 2020 wurden insgesamt 383.000 Einheiten von Industrierobotern installiert. Im Jahr 2021 meldeten Industrieroboter einen vorläufigen Rekordumsatz: 486.800 Einheiten wurden weltweit ausgeliefert, was einem Anstieg von 27 % gegenüber 2020 entspricht. Es wird prognostiziert, dass das Tempo der Installationen bis weit in das Jahr 2024 hinein robust bleiben wird.

Auch die Akzeptanz von Servicerobotern hat die Kluft eindeutig überwunden: Im Jahr 2020 wurden fast 132.000 Serviceroboter installiert, ein Anstieg von 41 % gegenüber 2019, und 19 Millionen Serviceroboter für Verbraucher wurden installiert, ein Anstieg von 6 % gegenüber 2019. Zusammengefasst betrug der Umsatz mit Servicerobotern im Jahr 2020 etwa 12 Milliarden US-Dollar.

Die USA hinken anderen Industrieländern in Bezug auf Automatisie-

Robotereinsatz kommt voran

Grafik 27



rung und Robotisierung hinterher. Allerdings scheint der durch die Pandemie verursachte Arbeitskräftemangel „die Nadel bewegt“ zu haben. Nach Angaben der Association for Advancing Automation (A3) stieg die Zahl der in den USA verkauften Roboter im Jahr 2021 gegenüber 2020 um 27 % auf 49.900 Einheiten. Das Jahr 2022 ist auf dem besten Weg, die bisherigen Rekorde zu übertreffen, da nordamerikanische Unternehmen im ersten Quartal 11.595 Roboter bestellt haben, was einem Anstieg von 28 % gegenüber Q1-2021 entspricht.

Vielfältiger Rückenwind fördert die allgegenwärtige Robotisierung

Es wird erwartet, dass die Robotikbranche sowohl in den USA als auch im Ausland stetig wachsen wird. Dies ist dem Zusammenspiel mehrerer Faktoren zu verdanken, wie z. B. der sich verschlechternden globalen demografischen Entwicklung, der Verlagerung der Produktion in Richtung Onshoring und Individualisierung sowie technologischen Durchbrüchen, die Roboter leistungsfähiger und erschwinglicher machen.

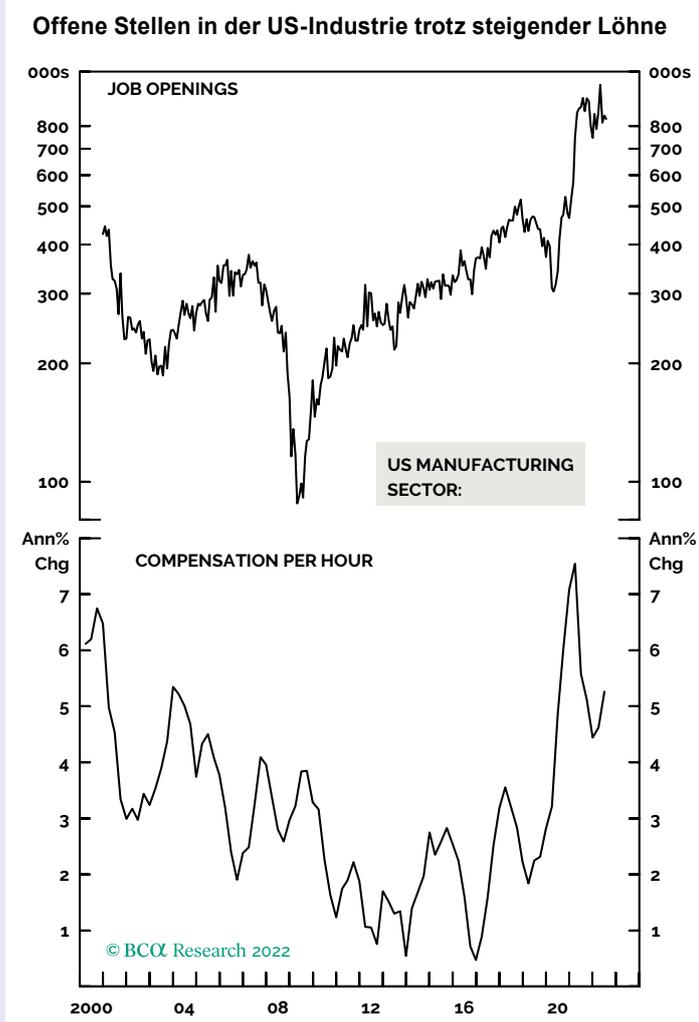


Alterung der Bevölkerung führt zu Arbeitskräftemangel

Die Bevölkerung sowohl in den Industrie- als auch in den Schwellenländern altert: Sowohl in den Ländern mit hohem als auch in denen mit mittlerem Einkommen werden in den nächsten zehn Jahren mehr Menschen in den Ruhestand gehen als neue hinzukommen, so dass ein Arbeitskräftemangel unvermeidlich ist.

In den USA ist das Problem besonders akut. Seit 2020 ist die Erwerbsbeteiligung von 63,4 % auf 62,4 % gesunken, was höchstwahrscheinlich auf die Frühverrentung zurückzuführen ist, während die Arbeitslosenquote mit 3,7 % einen historischen Tiefstand erreicht hat. Auf jeden Arbeitssuchenden kommen zwei offene Stellen, und viele Unternehmen berichten von Schwierigkeiten, qualifizierte Mitarbeiter zu finden. Da die Unternehmen Schwierigkeiten haben, offene Stellen zu besetzen, wenden sie sich zunehmend Robotern zu: Der Ersatz von Arbeitskräften durch Automatisierung/Roboter ermöglicht es ihnen, mehr zu produzieren und einen Druck auf die Gewinnspanne zu vermeiden. IFR berichtet, dass eine wachsende Zahl kleiner und mittlerer Unternehmen Roboter einsetzt.

Grafik 28



Onshoring und Reshoring

Der Ausbruch der Pandemie und die geopolitischen Spannungen haben das Tempo des Reshoring beschleunigt. Unterbrechungen in der Lieferkette haben die Schwachstellen der Unternehmen aufgezeigt und ihnen vor Augen geführt, dass „just-in-case“ besser ist als „just-in-time“. Unternehmen, die ihr Geschäft in ihr Heimatland zurückverlagern, sind sich jedoch bewusst, dass es eine Herausforderung ist, passende Arbeitskräfte zu finden trotz der Arbeitskosten, die um ein Vielfaches höher sind. Eine der Lösungen, die sie verfolgen, ist daher die Automatisierung und Robotisierung.

Das „neue Normal“ in vielen Branchen ist die Massenanpassung, d. h. Variationen für eine wachsende Zahl von Produkten, die als „Batch of One“ bezeichnet werden. Die Verlagerung hin zu einer Produktion mit hohem Mix und geringen Stückzahlen erhöht die Bedeutung von Flexibilität und Agilität in der Fertigung - und hier kommt der Industrieroboter ins Spiel, der in der Lage ist, bei einfachen bis komplexen Prozessen in Groß- und Kleinserienfertigung zu arbeiten. Dank des technologischen Fortschritts sind die Roboter nicht nur anspruchsvoller, sondern auch erschwinglicher geworden. Neben einem wachsenden Angebot an kostengünstigen Robotern gibt es auch neuartige Preismodelle wie „Robots-as-a-Service“ und Pay-as-you-use, die die flächendeckende Einführung von Robotern auch in kleineren Unternehmen unterstützen.

Jüngste Fortschritte in den Bereichen künstliche Intelligenz (KI), Bildverarbeitung, Radar und Netzwerke haben die Bandbreite der Aufgaben, die Roboter übernehmen können, erweitert. Die neuen Technologien geben dem Roboter die Fähigkeit, Objekte zu sehen, zu hören und zu erfassen und je nach den empfangenen Daten unterschiedlich zu handeln, was ihm ein gewisses Maß an autonomer Entscheidungsfindung ermöglicht. Jetzt, da Roboter „sehen“ und „hören“ können, wird ihnen beigebracht, wie man „fühlt“, und einige der jüngsten technologischen Fortschritte sind wirklich verblüffend. Forscher der Universität Glasgow haben eine hochempfindliche elektronische Haut entwickelt, die aus den Empfindungen, die sie erfährt, lernt. Eine Roboterhand, die mit der neuen E-Haut bedeckt war, schreckte vor Reizen zurück, die sie als „schmerzhaft“ empfand. Diese neue Technologie wird es Robotern ermöglichen, auf völlig neue Weise mit der Welt zu interagieren, eine Erfindung, die in einer Vielzahl von Anwendungen zum Einsatz kommen kann, von Prothesen bis hin zum „Internet der Dinge“. Und dies ist nur eine von vielen aktuellen Erfindungen.

Die Robotikindustrie befindet sich in einem ständigen und sich ständig beschleunigenden Innovationszyklus. Verbesserungen in einem Bereich von Roboteranwendungen können auf andere Bereiche übertragen werden, indem sie von „benachbarten“ Technologien profitieren. Mit anderen Worten: Innovationen bei Staubsaugern



oder Transportfahrzeugen lassen sich leicht auf andere Bereiche der Robotik übertragen, da trotz der Unterschiede bei Preisen und Mehrwert alle Roboteranwendungen versuchen, die gleichen Probleme zu lösen. Fortschritte in verschiedenen Bereichen der Robotik schaffen Möglichkeiten für immer mehr Anwendungen, wodurch ein positiver Kreislauf entsteht.

Darüber hinaus ist die Robotik ein Aushängeschild für das Moore'sche Gesetz, das besagt, dass sich die Anzahl der Transistoren auf einem Mikrochip alle zwei Jahre verdoppelt, was schließlich zu exponentiellen Verbesserungen der Rechenleistung führt. Automatisierung und Robotik machen sich diese Verbesserungen zunutze, wenn sie mit immer komplexeren Aufgaben konfrontiert werden.

Wir gehen davon aus, dass sich der positive Kreislauf bei Robotern über mehrere Jahrzehnte erstrecken wird. In dem Maße, wie die Kosten für die Automatisierung sinken, werden bessere Lösungen entwickelt, was dazu führt, dass veraltete, aber ansonsten voll funktionstüchtige Robotersysteme in den Vorruhestand gehen. Im Folgenden finden Sie einen kurzen Überblick über die technologischen Fortschritte und ihre Anwendungen in der Robotik.

Technologien, die Robotern helfen, wie Menschen zu handeln

Künstliche Intelligenz (KI) und Maschinelles Lernen (ML) bringen Robotern nicht nur bei, bestimmte Aufgaben auszuführen, sondern machen Maschinen auch intelligenter, indem sie ihnen beibringen, in verschiedenen Szenarien zu handeln. Zu diesem Zweck werden riesige Datenmengen verbraucht. Um zum Beispiel einem Roboter beizubringen, ein Objekt zu erkennen und entsprechend zu handeln, wird eine riesige Anzahl von Bildern verwendet, um das Computer-Vision-Modell zu trainieren. Eine der größten Herausforderungen besteht darin, die Geschicklichkeit von Robotern zu verbessern und sie in die Lage zu versetzen, Objekte, die sie mit der Hand greifen, ähnlich wie Menschen zu manipulieren. Einige Forscher setzen maschinelles Lernen ein, um Roboter in die Lage zu versetzen, Objekte selbstständig zu erkennen und zu ergreifen. Deep Imitation Learning, auf neuronalen Netzen basierende Algorithmen, ermöglichen es dem Roboter, vom Menschen zu „lernen“. In einer von Forschern der Universität Tokio geleiteten Robotikstudie beispielsweise übte das in den Roboter eingebettete maschinelle Lernen eine Methode, die von einem menschlichen Demonstrator beobachtet wurde. Nachdem er einen der Forscher dreizehn Stunden lang regelmäßig beim Schälen einer Banane beobachtet hatte, lernte der Roboter erfolgreich, wie man eine Banane schält, ohne die Frucht zu zerdrücken. Auch bei der Hardware gibt es große Verbesserungen: Die Greifer reichen von zangenartigen Anhängseln bis hin zu menschenähnlichen Händen.

Bei der Lidar-Technologie (Light Detection and Ranging) werden hochentwickelte Laserradare eingesetzt, die es den Robotern ermöglichen, ihre Umgebung durch Objektwahrnehmung, Identifizierung und Kollisionsvermeidung zu steuern. Lidar-Sensoren liefern in Echtzeit Informationen über die Umgebung des Roboters, z. B. über Wände, Türen, Menschen und verschiedene Objekte. Ursprünglich waren Lidar-Sensoren sehr teuer, doch dank eines effektiveren Chipdesigns und einer wirtschaftlicheren mechanischen Implementierung sinken die Kosten. Lidars sind entscheidend für Fortschritte in der industriellen Automatisierung und bei Lagerrobotern. Deep Learning hat zu einem bahnbrechenden Fortschritt in der maschinellen Bildverarbeitung geführt. Eine der ersten Hürden beim maschinellen Sehen lässt sich mit einer einfachen Frage beschreiben: „Sehe ich ein großes Objekt, das weit entfernt ist, oder ein winziges Objekt, das ganz nah ist?“ Der moderne Ansatz zur Beantwortung dieser Frage besteht darin, sowohl 3-D-Kameras als auch den Kontext zu verwenden. 3-D wird durch die Verwendung von zwei oder mehr sich überlappenden Kameras simuliert, wobei die Informationen über Kamerabewegungen mit den sich ändernden Bildern der Kameras korreliert werden. Deep-Learning-Algorithmen helfen dabei, den Kontext dieser sich verändernden Bilder zu formulieren. Maschinelles Sehen ermöglicht eine qualitativ hochwertigere Kartierung zu erschwinglicheren Kosten als Lidar, insbesondere in der Innenraumrobotik und -automatisierung.

Industrielles Internet der Dinge in der Robotik

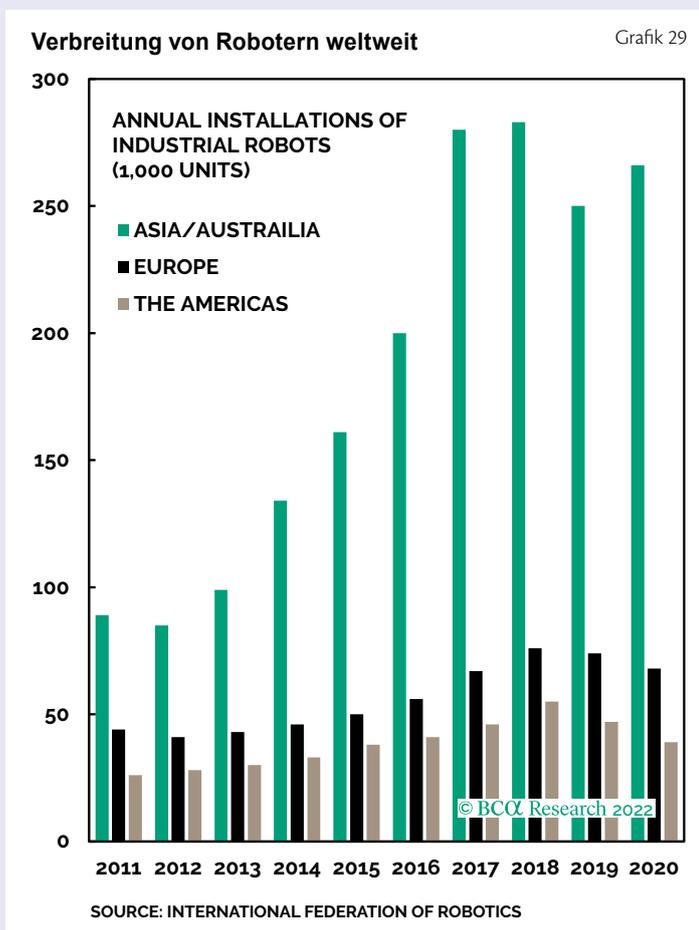
Die Einführung des „Industriellen Internets der Dinge“ (IIoT) ist für die Fertigungsautomatisierung und Robotik von entscheidender Bedeutung. Ihr Hauptziel ist es, eine konstante Verfolgung der Ein- und Ausgänge zu schaffen, die Kommunikation entlang der gesamten Lieferkette zu ermöglichen, Daten zwischen der Unternehmensebene und den Systemen im Werk weiterzuleiten und die Produktivität durch die Nutzung von Big Data zu verbessern. Roboter, die in verschiedenen Phasen des Fertigungsprozesses arbeiten, sind miteinander verbunden und gewährleisten eine fehlerfreie Produktion. Die IIoT-Technologie zielt darauf ab, die Produktivität zu verbessern, indem sie die Interaktionen zwischen Mensch und Computer reduziert, die Kosten senkt und die Fehlerwahrscheinlichkeit minimiert. Ähnlich wie intelligente Häuser sind IIoT-Fabriken intelligente Fabriken.

Frühe Industrieroboter führten sehr spezifische Operationen unter sorgfältig kontrollierten Bedingungen aus - ein Montageroboter, der auf ein falsch ausgerichtetes Bauteil stieß, baute es einfach so ein, was zu einem fehlerhaften Produkt führte. Dank Verbesserungen bei Bildverarbeitungssystemen, Computern, künstlicher Intelligenz und Mechanik sind Roboter heute jedoch in der Lage, immer komplexere Aufgaben auszuführen, die eine begrenzte Entscheidungsfindung



erfordern. Die zunehmende Konnektivität, die durch das IIoT und die allgegenwärtige Automatisierung und Robotisierung hervorgerufen wird, läutet eine neue industrielle Revolution ein, die als 4.0 bezeichnet wird. Wie bei früheren industriellen Revolutionen verbessert die Innovation die Produktivität um ein Vielfaches.

Industrieroboter werden eingesetzt, um eine Vielzahl von Aufgaben zu erledigen. Lichtbogenschweißen, Punktschweißen, Montage, Palettieren, Materialentfernung, Inspektion, Materialhandhabung und Verpackung sind einige der beliebtesten Anwendungen für Roboter, aber die Liste hört nicht bei diesen auf. Industrieroboter reduzieren den Bedarf an menschlicher Interaktion und sind gleichzeitig in der Lage, Aufgaben mit einem hohen Maß an Wiederholbarkeit zu erledigen.



Durch die Beherrschung dieser zahlreichen Aufgaben können Roboter in einer Vielzahl von Branchen wie der Automobil-, Elektronik-, Luft- und Raumfahrt-, Lebensmittel- und Medizintechnik einen Mehrwert schaffen. Während in der Vergangenheit der Automobilsektor der wichtigste Endnachfragemarkt für den weltweiten Roboterumsatz war, machen die nicht-automobilen Umsätze heute 58 % des Gesamtumsatzes aus, was die wachsende Reichweite der Automatisierung zeigt. Die Metallindustrie, der Automobilsektor sowie

die Lebensmittel- und Konsumgüterindustrie verzeichnen das größte Wachstum bei der Anschaffung von Robotern

Wir erwarten, dass die zunehmende Digitalisierung des Fertigungssektors zu einer neuen Welle von Automatisierungsinvestitionen in den Industrieländern führen wird.

Der globale Markt für Industrieroboter wird weitgehend von etablierten japanischen und europäischen Unternehmen dominiert: **ABB, Yaskawa, KUKA und Fanuc**. Die steigende Nachfrage nach Robotern zeigt jedoch, dass es bei technologischen Durchbrüchen nicht mehr nur um die etablierten Unternehmen geht, denn viele Industrieunternehmen wie **Rockwell Automation, Eaton und Caterpillar** sind in diesem neuen Bereich führend. Diese Unternehmen arbeiten auch mit Softwareunternehmen zusammen, um deren Fachwissen in den Bereichen Datenspeicherung, Datenverarbeitung und künstliche Intelligenz zu nutzen. Rockwell ist kürzlich eine Partnerschaft mit Microsoft eingegangen, während andere Unternehmen Softwarefirmen aufkaufen. Deere hat GUSS Automation übernommen, einen Pionier auf dem Gebiet der halbautonomen Frühjahrsernte für hochwertige Nutzpflanzen. Diese Unternehmen werden von der starken Nachfrage nach ihren Produkten profitieren und dürften ein starkes Umsatz- und Gewinnwachstum verzeichnen.

Serviceroboter können den Menschen in einer Reihe von Bereichen wie Gesundheitswesen, Automatisierung, Bauwesen, Haushalt und Unterhaltung von großem Nutzen sein. Diese Roboter werden durch interne Kontrollsysteme gesteuert, wobei die Möglichkeit besteht, den Vorgang manuell zu ändern. Diese Serviceroboter beseitigen die Möglichkeit menschlicher Fehler, sorgen für Zeitersparnis und steigern die Produktion, indem sie die Arbeitsbelastung von Personal und Arbeitskräften verringern. Serviceroboter werden für dienstleistungsorientierte Unternehmen im Gesundheitswesen, in der Logistik und im Einzelhandel schnell zu einem unverzichtbaren Bestandteil des Geschäfts. Die Entwicklung von Prozessoren mit künstlicher Intelligenz und die Einführung von 5G-Telekommunikationsdiensten werden den Markt für Serviceroboter wahrscheinlich zu neuen Höhenflügen anspornen.

Die Einsatzmöglichkeiten von Servicerobotern sind äußerst vielfältig und reichen von der Reinigung über die Zubereitung von Mahlzeiten bis hin zur Auslieferung von Waren. Im Folgenden sind einige der wichtigsten Bereiche aufgeführt, die von Servicerobotern profitieren.

Zu den üblichen Aufgaben von Servicerobotern im Gesundheitswesen gehören das Einrichten von Patientenzimmern, das Nachverfolgen von Beständen und das Aufgeben von Bestellungen sowie der Transport von Vorräten, Medikamenten und Wäsche. Reinigungs- und Desinfektionsroboter können auch dazu beitragen, eine sichere



und hygienische Einrichtung für alle zu schaffen. Außerdem helfen Roboter bei der Durchführung schwieriger Operationen und medizinischer Eingriffe.

Roboter helfen auch älteren und behinderten Menschen. Das Unternehmen ReWalk hat beispielsweise ein tragbares Roboter-Exoskelett entwickelt, das Hüft- und Kniegelenkbewegungen ermöglicht, damit Menschen mit Rückenmarksverletzungen aufrecht stehen, gehen, sich drehen und Treppen steigen können. Das System ermöglicht unabhängiges, kontrolliertes Gehen und ahmt dabei das natürliche Gangbild der Beine nach.

Autonome mobile Roboter (AMR) sind hilfreich bei der Brandbekämpfung, der Entschärfung von Bomben und dem Durchqueren von Gefahrengebieten. Vollautomatische Drohnenroboter sind für militärische Aufklärungs- und Kampfeinsätze unverzichtbar.

Angesichts der steigenden Umsätze im E-Commerce setzen Logistikunternehmen Serviceroboter ein, um den derzeitigen Arbeitskräftemangel zu beheben, die vorhandenen Mitarbeiter zu unterstützen, um ein Burnout zu vermeiden, und die Automatisierung von Lagern zu ermöglichen. Roboterarme werden häufig mit Aufgaben wie der Entnahme, Platzierung und Sortierung von Objekten betraut. Da diese Cobots selbstständig durch Lagerhäuser navigieren können, werden sie eingesetzt, um Materialien an menschliche Mitarbeiter zu liefern und so eine genaue und effiziente Auftragsabwicklung zu ermöglichen.

Einige Logistikunternehmen wie FedEx experimentieren mit dem Einsatz von AMR für die Zustellung von Waren auf der letzten Meile, die oft der teuerste und unproduktivste Teil der gesamten Lieferkette ist. AMR können auf Gehwegen, unbefestigten Flächen und Stufen navigieren, während sie die Fracht transportieren.

Viele US-Unternehmen sind in diesem Bereich aktiv. **Amazon (AMZN)** hat Roboter zur Unterstützung seines Fulfillment Center-Betriebs entwickelt: Roboter helfen bei der Automatisierung von Ein- und Auslagerungsmechanismen in riesigen Lagerhäusern. **iRobot (IRBT)** hat eine Reihe von KI-gesteuerten Staubsauger-, Mopp- und Poolreinigungsrobotern entwickelt - freundliche, haustierähnliche Roboter, die in vielen amerikanischen Haushalten zu finden sind. Es gibt auch hochentwickelte Chirurgieroboter, die von **Stryker (SYK)** und **Intelligent Surgical (ISRG)** entwickelt wurden.

Die Zusammenarbeit zwischen Menschen und Robotern steckt noch in den Kinderschuhen, aber sie ist einer der am schnellsten wachsenden Bereiche der Robotik. Cobots arbeiten an der Seite des Menschen und ermöglichen es ihm, produktiver zu sein und langweilige oder anstrengende Aufgaben zu vermeiden. Cobots können direkt in das bestehende Produktionssystem eingebaut werden und benötigen dabei weniger Platz als herkömmliche Roboter. Ausgestattet mit intelligenten Funktionen wie Bildverarbeitungs- und Kraftsensoren können Cobots dank ihrer Flexibilität Aufgaben wie die Handhabung von Teilen, die Montage und die Kommissionierung von Behältern übernehmen. Hersteller, die Cobots einsetzen, insbesondere solche mit Bildverarbeitungs- und Inspektionssystemen, verzeichnen eine Steigerung von Qualität und Effizienz.

Was das makroökonomische Risiko von Aktien aus dem Bereich Robotik betrifft, so haben alle eine ausgeprägt negative Korrelation mit dem US-Dollar – schließlich sind Robotik und Automatisierung ein globales Phänomen. Ein stärkerer Dollar führt dazu, dass die Umsätze amerikanischer multinationaler Unternehmen im Ausland sowohl aufgrund des Währungseffekts, als auch aufgrund höherer Preise. Das Thema Robotik ist nicht sehr stark von der Entwicklung bei Zinssätzen, Inflation oder Rohstoffpreisen abhängig. Die Robotik ist ein überzeugendes langfristiges Anlagethema, da sich die industrielle Revolution 4.0 vor unseren Augen abspielt. Kurzfristig werden die Straffung der Geldpolitik und die Verlangsamung des Wirtschaftswachstums im In- und Ausland für Gegenwind sorgen, doch mit der Zeit könnte sich in diesem Bereich ein neues Google oder Facebook herausbilden.

Die Robotik ist ein spannendes langfristiges Thema, das von mehreren Faktoren profitiert, z. B. von der demografischen Entwicklung, der kontinuierlichen technologischen Innovation, dem Reshoring und der Individualisierung. Roboter werden immer intelligenter und geschickter und verfügen über bessere „Sinne“, so dass sie sich für eine wachsende Zahl von Aufgaben und Anwendungen eignen. Roboter werden auch immer erschwinglicher, was ein Katalysator für die flächendeckende Einführung ist. Mit der Zeit wird die Robotik unsere Welt bis zur Unkenntlichkeit verändern und nicht nur die Fertigungs- und Dienstleistungsbranche, sondern auch unser tägliches Leben verbessern. Und das ist eine Zukunft, von der Investoren sicherlich profitieren sollten.

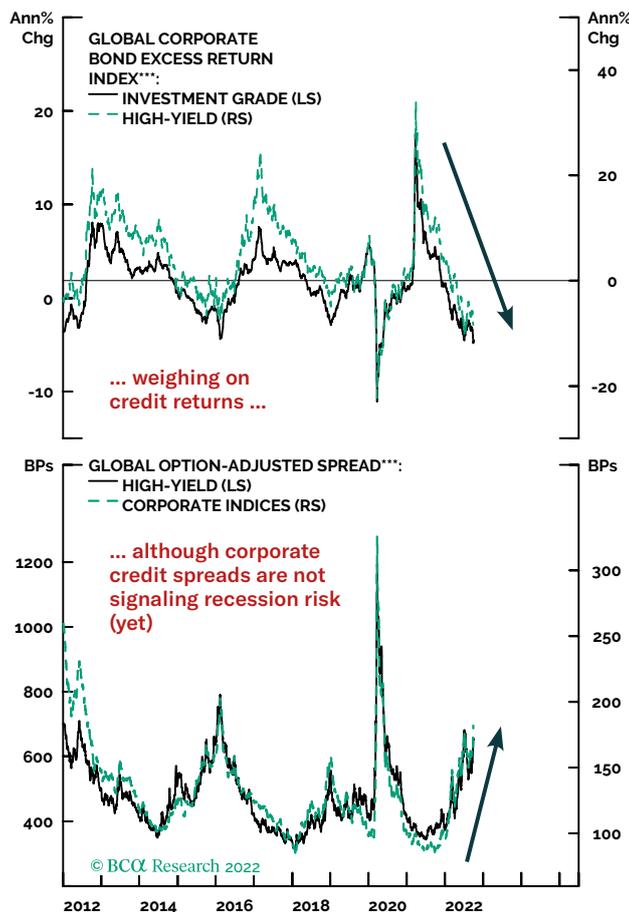


Anleihen

Der Inflationsanstieg im laufenden Jahr hat den Besitz von Anleihen risikoreicher gemacht als zuvor. Seit Ende der 1990er Jahre gehörten Anleihen zu den wenigen Vermögenswerten, deren Preise stiegen, wenn sich die Wirtschaft abschwächte, während der Wert anderer Vermögenswerte wie Aktien und Immobilien sank. In diesem Jahr hingegen brachen die Anleihekurse ein, als die Aktienkurse in den Keller gingen und die Rezessionsgefahr zunahm.

Um ein Gefühl für das Problem zu bekommen, vergleichen wir die heutige Situation mit Juni 2009. Damals lag der Leitzins nahe null. Dennoch stiegen die Renditen 10- und 30-jähriger Anleihen auf 3,86 % bzw. 4,70 % – höher als sie heute sind. Da die langfristigen Inflationserwartungen im Großen und Ganzen die gleichen waren, kann man daraus schließen, dass die Anleiherenditen vor 13 Jahren restriktiver waren, obwohl die Wirtschaft noch unter der globalen Finanzkrise litt. Wie kann man sich das erklären? Die Antwort ist, dass die Anleiherenditen nicht nur von der Entwicklung der Leitzinsen in den nächsten 12 Monaten, sondern von der Entwicklung der Leitzinsen während der gesamten Laufzeit der Anleihe bestimmt werden. Im Juni 2009, als die Wirtschaft endlich Anzeichen der sprichwörtlichen „jungen Triebe“ zeigte, erwarteten die Anleger, dass die Fed die Zinsen in den folgenden drei Jahren um vier Prozentpunkte erhöhen würde. Heute hingegen erwarten sie, dass die Fed die Zinsen bis April nächsten Jahres auf 4,7 % anhebt und kurz darauf mit Zinssenkungen beginnt. Die Markteinschätzung des neutralen Zinssatzes ist in diesem Jahr zwar stark

Unternehmensanleihen – Rezessionsanstieg und Renditeanstieg eingepreist



* SUM OF US, UK, EURO AREA AND JAPAN AND CONVERTED INTO USD.
 ** GDP-WEIGHTED AVERAGE OF US, EURO AREA, UK, JAPAN, AUSTRALIA AND CANADA.
 *** SOURCE: BLOOMBERG BARCLAYS INDICES.

gestiegen, liegt aber immer noch unter dem Wert von vor 13 Jahren. Die 5-jährige/5-Jahres-Forward-Treasury-Rendite – ein guter Indikator für den vom Markt geschätzten neutralen Zinssatz – erreichte im Juni 2009 5,54 %. Heute liegt sie bei 3,49 %. Paradoxerweise würde ein Anstieg der Marktschätzung des neutralen Zinssatzes das Ausmaß, in dem die Fed die Zinsen anheben müsste, verringern, indem er die langfristigen Anleiherenditen in die Höhe treibt.

Nach unserer besten Schätzung müsste die

10-jährige TIPS-Rendite (inflationsexponierte Anleihen) auf etwa 2 % ansteigen, um den neutralen Realzins zu erreichen (sie liegt derzeit bei 1,57 %) und auf etwa 2,5 % bis 3 % steigen, um eine nennenswerte restriktive Wirkung auf die Wirtschaft zu haben. Damit müsste die Fed die Zinsen letztlich auf bis zu 6 % anheben, was wahrscheinlich einen Höchststand der 10-jährigen nominalen Treasury-Rendite von etwa 5 % bedeuten würde.

Wir leiten daraus ab, dass lange Restlaufzeiten Gift für die Portfolios sind. Die Renditeaufschläge für Hochzinsanleihen auf beiden Seiten des Atlantiks erscheinen nicht nur auf 12-Monats-Breakeven-Basis attraktiver, sondern auch auf Basis der ausfallbereinigten Renditeaufschläge (Grafik 30).

Unter der Annahme eines moderaten Anstiegs der Ausfallraten für Hochzinsanleihen im nächsten Jahr in den USA und in Europa entsprechend den aktuellen Prognosen von Moody's - 4,4 % bzw. 3,1 %, was mit einer starken Verlangsamung des Wirtschaftswachstum, aber keiner tiefen Rezession einhergeht, liegt das derzeitige Niveau der Renditeaufschläge für Hochzinsanleihen abzüglich der erwarteten Ausfallverlusten im nächsten Jahr über den langfristigen Durchschnittswerten. Geht man von einem baldigen Ende der Zinsschritte beiderseits des Atlantiks aus, ist man angesichts der verbesserten Bewertungspolsters – und mit hohen Zinsdeckungsquoten der Unternehmen auf relativ hohem Niveau – gut positioniert.



Rohstoffe: Gold und Öl im Fokus

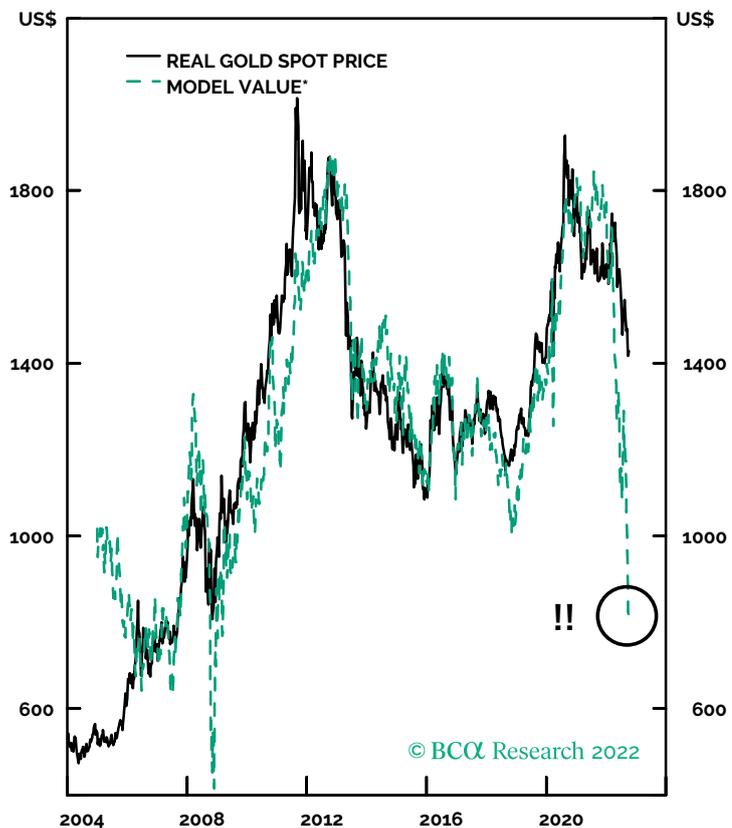
Der jüngste Einbruch des Goldpreises sollte Anleger nicht überrascht haben angesichts des starken Anstiegs des Realzinses und dem Anstieg des US-Dollars. Die Grafik zeigt, dass der reale Goldpreis in den letzten zwei Jahrzehnten stark mit diesen beiden Faktoren korreliert war. Ohne die momentane politische Krisensituation hätte man eigentlich mit einem atemberaubenden Zusammenbruch des Goldpreises rechnen müssen. Es ist zu erwarten, dass der Goldpreis weiterhin stabil bleibt, bis es entweder zu einer größeren Eskalation im Ukraine-Krieg kommt, oder bis klar wird, dass die USA im kommenden Jahr wahrscheinlich doch in eine Rezession geraten und dass sich deswegen niedrigere Realrenditen für Anleihen mit langer Laufzeit wieder einstellen.

Der Goldpreis überschritt Anfang Oktober zum ersten Mal wieder die Marke von 1.700 \$/Unze, nachdem er Mitte September unter diese Marke gefallen war. Ein sinkender US-Dollar sorgte für Rückenwind für das gelbe Metall. Schon zuvor hatte der US-Einkaufsmanagerindex gezeigt, dass das verarbeitende Gewerbe so langsam wächst wie seit fast zweieinhalb Jahren nicht mehr. Die schwachen Daten aus dem verarbeitenden Gewerbe in den USA signalisierten den Märkten, dass die US-Notenbank weniger aggressiv agieren könnte, und wirkten sich somit positiv auf den Goldpreis aus. Strukturell sind steigende Zinsen ein erheblicher Gegenwind für Gold, solange der US-Arbeitsmarkt so stark bleibt und die Fed am Ziel einer Inflationsrate von rund 2 % festhält.

Auch beim Öl wird derzeit Politik großgeschrieben. Die OPEC+ hat Anfang Oktober den Markt mit ihrer Entscheidung über-

Politische Krisen stützen den Goldpreis

Grafik 31



* SOURCE: BLOOMBERG AND BCA CALCULATIONS. BASED ON A REGRESSION OF REAL GOLD PRICES AGAINST THE BLOOMBERG DOLLAR INDEX AND 10-YEAR US TIPS YIELDS.

rascht, ihre Produktion um 2 mb/d⁴ zu kürzen. Dies ist die größte Kürzung, die die Organisation seit der Covid-Pandemie im Jahr 2020 vorgenommen hat. Sie übertrifft auch ihr ursprüngliches Ziel, das sie einige Tage zuvor angekündigt hatte, sowie die Markterwartungen einer Kürzung von -0,5-1 mb/d. Grund für diese Entscheidung sind Bedenken über die Rezession und den Rückgang der chinesischen Nachfrage aufgrund aufeinanderfolgender Sperrungen. Diese Kürzung würde das derzeitige Marktdefizit (von 1 mb/d laut Analysten) mehr als ausgleichen. Sie zielt darauf ab, die Preise zu stabilisieren und einen Anstieg der Lagerbestände zu vermeiden. Allerdings dürfte die OPEC+ Schwierigkeiten haben, diese Produktions-

kürzung, die bis Ende 2023 gelten soll, umzusetzen. Die OPEC+ produziert bereits 3,5 mb/d unter ihren Quoten, wobei viele Länder seit 2020 mit technischen Problemen zu kämpfen haben (Angola, Nigeria) oder mit einem Embargo belegt sind (Iran, Venezuela, Russland). Somit wären nur Saudi-Arabien, die Vereinigten Arabischen Emirate und Kuwait in der Lage, die neuen Quoten zu erfüllen und daher ihre Produktion zu reduzieren. Der dortige Rückgang würde 0,9 mb/d betragen, also weit von den angekündigten 2 mb/d entfernt. Allerdings dürfte die russische Produktion unter den Auswirkungen des ab Dezember geltenden Embargos weiter sinken, was zu einer zusätzlichen Abnahme von -1,4 mb/d führen könnte und es der

4 Million Barrel pro Tag = 159 Liter



OPEC+ ermöglichen würde, ihr Ziel zu erreichen. Im Gegenzug könnten die USA beschließen, die Entscheidung der OPEC+ zu kontern, indem sie ihre strategischen Reserven stärker in Anspruch nehmen.

Dieses Vorgehen der OPEC + kommt allerdings nicht von ungefähr. Bereits im August wurde deutlich, dass das Königreich Saudi Arabien (KSA) befürchtete, die Handelsmärkte würden sich von der physischen Realität abkoppeln. Die beispiellose Preisvolatilität und die erhöhten Margen, die für das Halten von Futures-Positionen erforder-

lich sind, bedeuteten, dass Geschäfte mit geringem Volumen dramatische Auswirkungen auf die Preise haben konnten, die oft im Widerspruch zu den fundamentalen Gleichgewichten zwischen Angebot und Nachfrage standen. Die Ansicht der KSA, dass sich die Preise von den Fundamentaldaten abgekoppelt hatten, kann nachvollzogen werden. Ohnehin wurden in diese Märkte wenige investiert. Geringe Liquidität, hohe Volatilität, Rezessionsängste und ein politisches und regulatorisches Umfeld, das der Öl- und Gasexploration und -produktion eher abträglich ist, verlagern das Kapital weg von den

Kohlenwasserstoffen. Das wirkt sich weiterhin erneut negativ auf die Investitionen im Sektor aus, was die künftige Verfügbarkeit von Energie gefährdet, da die Welt versucht, eine Industrie für erneuerbare Energien aufzubauen, die in der Lage ist, Öl, Gas und Kohle zu ersetzen. Wie die Tabelle zeigt, treffen Angebot und Nachfrage erst im zweiten Quartal 2023 auf ein ausgeglichenes Verhältnis. Bis dahin wird zu wenig gefördert und der Bedarfsüberhang aus Lagerbeständen gespeist werden müssen.

Öl-Angebot und Nachfrage global bis 2023 (BCA-Research Schätzungen)

Grafik 32

MMB/D	Q1'22	Q2'22	Q3'22	Q4'22	Q1'23	Q2'23	Q3'23	Q4'23
BRENT PRICES (USD/BBL)	97.34	112.00	101.54	105.75	118.57	119.46	117.77	117.48
WORLD DEMAND	99.08	98.36	99.37	101.37	101.08	100.38	101.12	103.23
OECD DEMAND	45.92	45.05	45.65	46.39	45.68	45.31	45.51	46.62
NOECD DEMAND	53.16	53.31	53.72	54.98	55.40	55.07	55.61	56.61
INDIA	5.09	4.87	4.54	4.86	5.09	4.87	4.54	4.86
CHINA	15.16	14.92	14.86	15.47	15.16	14.92	14.86	15.47
WORLD SUPPLY	97.94	98.08	101.18	100.22	100.04	100.55	101.26	102.44
OPEC 2.0 SUPPLY (CRUDE ONLY)	44.11	43.45	44.19	42.95	43.19	43.16	42.98	42.94
RUSSIA (CRUDE ONLY)	10.17	9.53	9.83	8.72	8.21	8.23	7.98	7.76
KSA (CRUDE ONLY)	10.30	10.54	10.71	10.65	11.22	11.26	11.37	11.48
UAE (CRUDE ONLY)	2.97	3.05	3.14	3.31	3.47	3.45	3.44	3.51
KUWAIT (CRUDE ONLY)	2.63	2.69	2.79	2.76	2.80	2.78	2.78	2.76
IRAQ (CRUDE ONLY)	4.32	4.44	4.50	4.44	4.42	4.42	4.44	4.42
OPEC 2.0 SUPPLY	50.37	49.37	50.47	49.27	49.62	49.83	50.16	50.87
NON-OPEC 2.0 SUPPLY	47.57	48.71	50.71	50.95	50.42	50.72	51.10	51.57
US (CRUDE ONLY)	11.53	11.80	12.28	12.43	12.54	12.68	12.82	13.01
OECD INVENTORIES	2621.33	2671.70	2707.77	2677.66	2608.70	2602.88	2611.72	2602.94
INVENTORY CHANGE		50.36	36.07	-30.10	-68.96	-5.83	8.85	-8.79



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:
10.10.2022

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.