

# The Disruptive Strategist

## Q4 2022

Marketingmaterial für professionelle Anleger.

### Zusammenfassung

In unserem Newsletter für das vierte Quartal 2022 erörtern Mitglieder des Global Equities Teams von GAM Investments unterschiedliche Themen wie das schwierige Jahr 2022 für wachstumsstarke Anlagen, den Aufstieg und Fall von Tesla, ChatGPT-3 und die Beschleunigung der künstlichen Intelligenz (KI), Bewertungen im Vergleich zu den Fundamentaldaten echter Disruptoren, die Aussichten für China im Jahr 2023 sowie einige Gedanken und Beobachtungen von einer Exkursion nach Japan.

Mark Hawtin zieht Bilanz für das Jahr 2022 und verweist auf die diffizilen Marktbedingungen und die stark gestiegene Inflation.

Mark befasst sich auch mit Tesla und beschreibt es als ein mögliches Beispiel für das «Ikarus-Paradoxon».

David Goodman erörtert einige der Eigenschaften und Anwendungen des KI-Chatbots ChatGPT-3 und wie KI die Industrie im nächsten Jahrzehnt verändern könnte.

Pieran Maru wirft einen detaillierten Blick auf echte Disruptoren in Form von Software-as-a-Service (SaaS)-Unternehmen und darauf, inwieweit die Abwertungen mit den Fundamentaldaten zusammenhängen.

Wendy Chen fasst das Comeback des chinesischen Aktienmarktes im Jahr 2022 zusammen und gibt einen Ausblick auf das Jahr 2023, wobei der Schwerpunkt auf der Wiedereröffnung Chinas nach Covid liegt.

Schliesslich informiert Kevin Kruczynski im Anschluss an seine Reise nach Japan über die dortigen technologischen Entwicklungen.

### 2022 Performance-Überblick

#### Mark Hawtin

2022 war ein brutales Jahr für wachstumsstarke Anlagen: Der MSCI World Growth Index fiel um 30%, das schlechteste Jahr seit 2008. Es war ein Rücksetzer sowohl im Verhältnis zur grossen Finanzkrise als auch zu den einzelnen Jahren des Abschwungs 2000-2002, wenngleich der Nasdaq 100 im kumulierten Zeitraum 2000-2002 um 75% fiel. Innerhalb der breiteren Wachstumsarena galt: Je höher das Wachstum, desto stärker der Rückgang. Beispiele hierfür sind der teuerste Softwarekorb von Goldman Sachs mit einem Rückgang von 56,8% im Jahr 2022 oder der ARK Innovation Fund mit einem Rückgang von 62,1%. Einige «gehypte» neue Anlagebereiche litten sogar noch mehr; der De-SPAC-Index fiel um 72,9% und der Bitwise Crypto 10-Index fiel um 89,2%. Alles in allem liessen sich deutliche Rückschläge in der Welt der wachstumsstarken Anlagen nicht vermeiden.

### Management-Team



**Mark Hawtin**  
Investment Director



**David Goodman**  
Investment Manager



**Kevin Kruczynski**  
Investment Manager



**Wendy Chen**  
Senior Investment Analyst



**Pieran Maru**  
Investment Analyst

Die schwierigen Marktbedingungen waren jedoch nicht nur den Anlegern in Wachstumswerten vorbehalten. Die Anleihemärkte erzielten die schlechteste Rendite in der modernen Geschichte, und die berühmte 60:40-Strategie verzeichnete einen ihrer schlimmsten Rückgänge überhaupt. Die Inflation stieg auf ein zu Jahresbeginn ungeahntes Niveau, und die Zentralbanken reagierten weltweit schneller und schärfer als je zuvor. Im weiteren Verlauf des Jahres sorgten neue Faktoren und zunehmende Unsicherheit für eine unangenehme Konstellation für Wachstumsinvestitionen. Wachstumsaktien wurden ungeachtet des Preises gemieden, und zugleich schnitten etablierte Technologieunternehmen in vielen Fällen weitaus besser ab, was die Flucht in die Sicherheit und den Wert widerspiegelt. Während Namen wie Applovin (-88,8%), Asana (-81,5%), Twilio (-81,4%) und Ringcentral (-81,1%) die wachstumsstarke Kohorte anführten, legten IBM und HPE beide im Jahresverlauf geringfügig zu. Dies ist ein wenig beneidenswerter Hintergrund für Investitionen in disruptives Wachstum!

Bei der Performanceanalyse eines so schwierigen Jahres ist es entscheidend, eine Implosion der Bewertungen von einer Verschlechterung der Fundamentaldaten abzugrenzen. Dies ist der erste globale Abschwung, bei dem disruptive Namen mit grosser Marktkapitalisierung einen Reifegrad erreicht haben, der es ihnen zugesteht, zyklische Auswirkungen zu zeigen. Beim letzten Abschwung 2008/09 waren das iPhone und Smartphones im Allgemeinen gerade erst auf den Markt gekommen, so dass das Wachstum dieser Unternehmen in der Anfangsphase den wirtschaftlichen Gegenwind überwand. Auch die digitale Werbung befand sich noch in den Kinderschuhen, und selbst der Online-Handel war noch relativ jung. Infolgedessen bekamen Unternehmen, die von diesen Trends betroffen waren, die Auswirkungen des Abschwungs nicht zu spüren. Diesmal ist das ganz anders.

Mit Blick auf die grössten Unternehmen wurden die Umsatzerwartungen zwischen Ende 2020 und Ende 2022 für Amazon um 14% und für Meta um 7% gesenkt, während die Erwartungen für Microsoft, Apple und Google in diesem Zeitraum gestiegen sind. Bei all diesen Unternehmen wurden jedoch Kürzungen im Vergleich zu Ende 2021 vorgenommen. Die Dynamik hat also deutlich ins Negative gedreht und zeigt, dass Mega-Cap-Unternehmen im Allgemeinen jetzt wirtschaftlich empfindlich sind, worauf wir schon seit einiger Zeit hingewiesen haben.

Auf der Ergebnisebene waren die Kürzungen in einigen Fällen sehr bedeutend. Amazon zum Beispiel, als Covid-Nutzniesser und eindeutig konsumfreudiger Name, musste zwischen Ende 2020 und Ende 2022 eine Senkung des Gewinns pro Aktie für 2023 um 42% hinnehmen. Andernorts hatten die Analysten die Erwartungen bis Ende 2021 stark angehoben, um sie dann im Laufe des Jahres 2022 stark zu senken, um schliesslich auf dem Ende 2020 erwarteten Niveau für 2023 zu landen. Der Punkt ist, dass viele dieser Unternehmen immer noch wachsen, aber die Dynamik ins Negative gedreht hat, was sich auf die Aktienkurse ausgewirkt hat.

Wir haben immer behauptet, dass die erfolgreichsten disruptiven Unternehmen durch einen Abschwung hindurch wachsen werden, und dass die Aktienkurse von Wachstumsunternehmen zunächst negativ auf Schocks (Inflation und Zinssätze) reagieren, dass sich aber mit der Zeit die Fundamentaldaten wieder durchsetzen. Das Umsatzwachstum der sechs grössten Unternehmen der Welt ist auf nur 5% gesunken, die für 2023 erwartet werden, während die disruptiveren Unternehmen wie ServiceNow diese Auswirkungen nicht zu spüren bekommen haben und ihre Umsatzwachstumsrate für 2023 bei etwa 25% liegt.

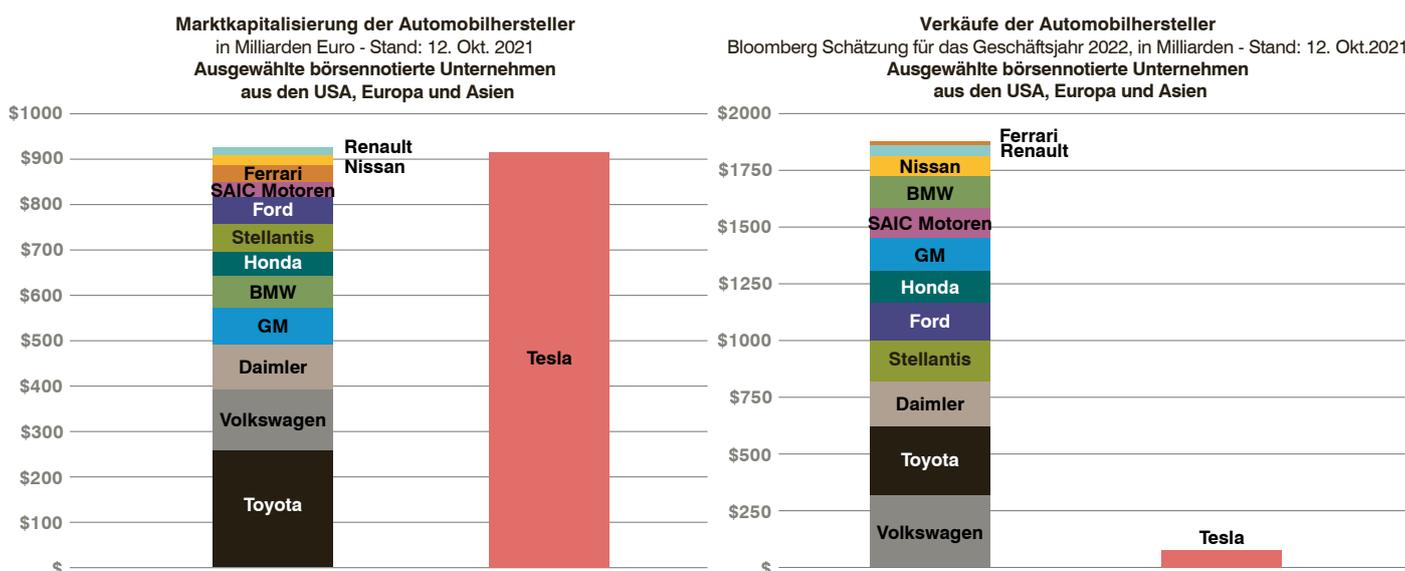
## Tesla - das Ikarus-Paradoxon

Mark Hawtin

Das Ikarus-Paradoxon, das von Danny Miller in seinem gleichnamigen Buch aus dem Jahr 1990 aufgestellt wurde, bezieht sich auf das Phänomen, dass Unternehmen nach einer Periode sichtbaren Erfolgs abrupt scheitern, wobei dieses Scheitern durch genau die Elemente verursacht wird, die zu ihrem anfänglichen Erfolg geführt haben. Tesla passt gut dazu, denn seine Flügel beginnen zu schmelzen, nachdem es sich scheinbar grenzenlos nach der Sonne streckte!

Das Ausmass des Erfolgs, gemessen am Marktwert von Tesla, ist unten zu sehen. Diese Diagramme wurden von Albert Bridge im Oktober 2021 erstellt und zeigen den ausserordentlichen Wert, der dem Unternehmen im Vergleich zu seinen Konkurrenten auf dem Höhepunkt der überhöhten Erwartungen (Gartner Hype Cycle!) zugeschrieben wird, während gleichzeitig ein Vergleich der Einnahmen erfolgt.

**Abbildung 1: Ausserordentlicher Wert, der Tesla im Vergleich zu den Wettbewerbern zugeschrieben wird**



Quelle: Albert Bridge, Oktober 2021

Um es klar zu sagen: Wir glauben nicht, dass die schnelle Rückkehr des Aktienkurses zur Erde, die sich im Dezember beschleunigte (-37,5%), wirklich auf Elon Musks Streit mit Twitter, seinen Verkauf von Tesla-Aktien oder sein oft störendes öffentliches Image zurückzuführen ist. Wir würden sogar behaupten, dass der Kursrückgang unabhängig davon stattgefunden hätte. Musk ist zweifelsohne ein Genie; kaum jemand hat so viele traditionelle Branchen gleichzeitig und in so kurzer Zeit erfolgreich umgestaltet. Seine Aura hat jedoch dazu geführt, dass die Anleger Tesla einen weitaus höheren Aufschlag zugestanden haben, als es die Fundamentaldaten verdient hätten. Zu viele haben sich verführen lassen, angeführt von Cathy Wood von ARK mit ihrem Kursziel von USD 1150 oder einem Marktwert von USD 3,5 Billionen bis 2026 (der Marktwert war Ende 2022 auf USD 378 Milliarden gefallen von USD 1,3 Billionen auf dem Höchststand Ende 2021).

Neben der Kurseskulation, die in der Tat Ende 2019 einsetzte, schuf die Aura um das Unternehmen weitere Erfolgsfaktoren, die sich nun als potenziell schädlich für die kurzfristigen Aussichten von Tesla erweisen. Insbesondere das Model 3 und das Model Y waren so beliebt, dass sie in vielen Ländern die Zulassungsstatistiken für Neuwagen anführten. Lange Lieferfristen und sehr geringe Anzahlungen (USD 100-200) führten zu einem starken Gebrauchtwagenmarkt für den Handel und deren Umtausch. Im Allgemeinen waren die Teslas dafür bekannt, ihre Gebrauchtwerte besonders gut zu halten. Dies führte zu einer Reihe von falschen Signalen über den richtigen Stand der Nachfrage nach einem wahrhaft nicht preiswerten Elektrofahrzeug (EV). Es war möglich, ein Model 3 Ende 2019 für rund USD 390 /Monat zu leasen<sup>1</sup>. Die beiden wichtigsten Faktoren für die monatlichen Leasingkosten sind die Zinssätze und die Restwerte. Beide Faktoren haben sich in den letzten sechs Monaten stark gegen Tesla verschoben. Der Durchschnittspreis eines gebrauchten Teslas ist laut Edmunds Research in der zweiten Jahreshälfte 2022 um 17% gefallen, verglichen mit einem Durchschnitt von -4% für alle Autos. Zusammen mit dem starken Anstieg der Zinssätze haben sich die monatlichen Leasingkosten für ein Model 3 mehr als verdoppelt und liegen heute bei über USD 900. In einer Welt, in der die Zinssätze generell die Familieneinkommen belasten, ist das Schreckgespenst von USD 900 /Monat für einen Tesla mehr als abschreckend. Es überrascht nicht, dass (wiederum laut Edmunds) ein Drittel der Ende 2022 zum Verkauf stehenden gebrauchten Teslas Zulassungen aus dem Jahr 2022 sind, verglichen mit 5% bei allen Automarken<sup>2</sup>. Der Erfolg des Modells vor dem Abschwung sorgte dafür, dass hohe Gebrauchtwerte den Besitz einer ikonischen Marke zu einer leichten Entscheidung machten. Dieser Erfolg hat zu einer erheblichen Nachfrage geführt, die nun mit dem Einbruch der Gebrauchtwagenpreise zusammengebrochen ist. Das Ikarus-Paradoxon ist in vollem Gange.

### Abbildung 2: Tesla-Ausverkauf beim Gebrauchtwagenhändler Carmax

 <p><b>30</b> 30-day money back returns <b>CARMAX</b></p>	<p>GEBRAUCHTWAGEN 2021 Tesla Model Y Long Range</p> <p><b>45,998\$</b> 18,231 Meilen 13,000\$ Preissenkung</p> <p><b>Guter Deal</b></p> <p><b>Heimlieferung</b></p> <p>CarMax Sacramento Süd Jetzt mit Selbstabholung 2018.8 Meilen</p>	 <p><b>30</b> 30-day money back returns <b>CARMAX</b></p>	<p>GEBRAUCHTWAGEN 2022 Tesla Model Y Long Range</p> <p><b>46,998\$</b> 12,894 Meilen 10,000\$ Preissenkung</p> <p><b>Heimlieferung</b></p> <p>CarMax Palmdale Jetzt mit Selbstabholung 1958.9 Meilen</p>
--	---	---	--

Quelle: [www.carmax.com](http://www.carmax.com)

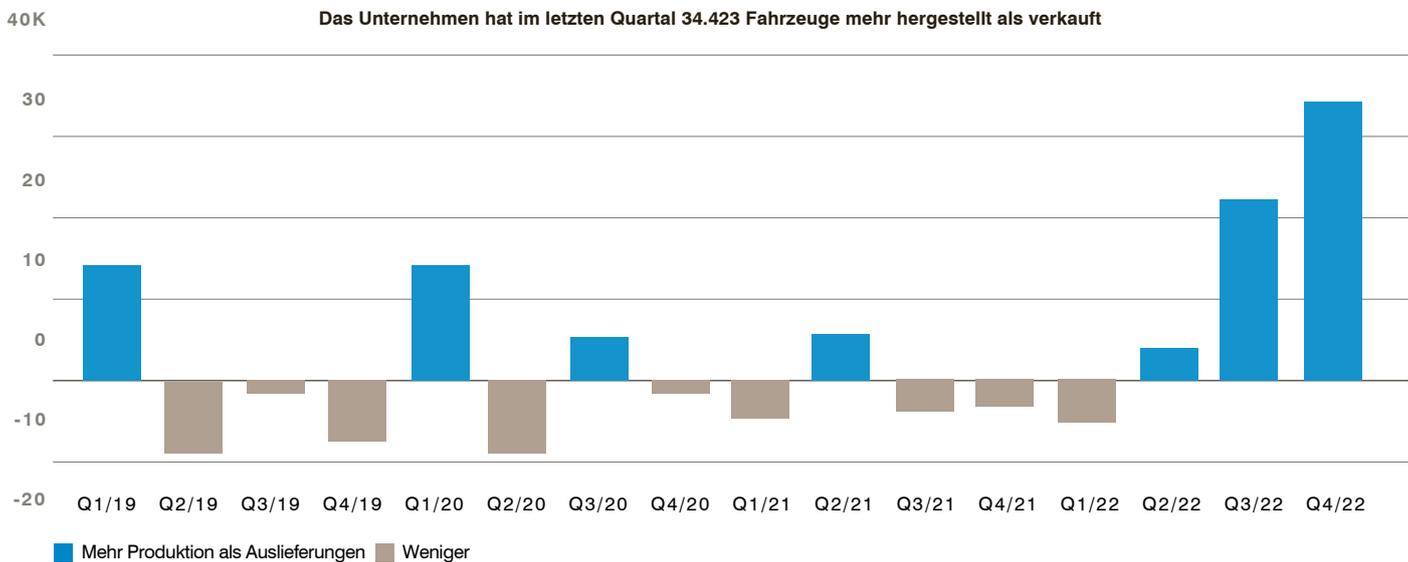
### Wie geht es weiter?

Die extrem hohe Nachfrage nach seinen Autos hat Tesla dazu veranlasst, die Produktion in neuen Fabriken in Shanghai, Berlin und Texas hochzufahren, gerade als die Nachfrage zu implodieren beginnt. Die von Bloomberg erstellte Grafik zeigt, dass in den letzten drei Quartalen jeweils mehr Autos produziert als ausgeliefert wurden. Die Lagerbestände bauen sich auf und die Kunden bleiben aus.

<sup>1</sup>Quelle: Tesla

<sup>2</sup>Quelle: [www.edmunds.com](http://www.edmunds.com)

### Abbildung 3: Die Produktion von Tesla übersteigt die Auslieferungen



Quelle: Bloomberg

Dies bringt das Unternehmen in eine wenig beneidenswerte Lage. Es steht im Wesentlichen vor der Wahl, die Preise zu senken, um die Nachfrage anzukurbeln, was sich natürlich auf die Bruttomarge auswirkt, oder einen erheblichen Nachfragerückgang hinzunehmen. Tesla kündigte Preissenkungen in China und den USA zum Jahresende 2022 an.

Analysten prognostizieren dem Unternehmen für die nächsten Jahre weiterhin ein erhebliches Wachstum. Der Umsatz für 2025 wird nach Konsenszahlen auf USD 145 Mrd. geschätzt, gegenüber USD 80 Mrd. im Jahr 2022<sup>3</sup>. Dies bedeutet einen Anstieg des Marktanteils von etwa 21% im Jahr 2022 auf 23% im Jahr 2025. Angesichts des erheblichen Gegenwinds bei den Leasingkosten und des zunehmenden Wettbewerbs erscheint dies sowohl in Bezug auf die absoluten Einnahmen als auch auf den Marktanteil ein sehr hoher Anspruch.

Tesla wird immer noch mit einem erheblichen Aufschlag gegenüber anderen Automarken gehandelt, gemessen auf der Grundlage des Wachstums der Branchenführer und der Bruttomarge. Beide Kennzahlen könnten in den nächsten zwei Jahren erheblich unter Druck geraten. Unserer Meinung nach ist der Aufschlag nicht gerechtfertigt - Tesla ist kein «Apple» der Autos, wie von einigen Analysten behauptet. Apple hat in den USA einen Anteil von 55% am Smartphone-Markt; der grösste Autohersteller hält nur 10%, und dieser Hersteller heisst Toyota<sup>4</sup>. Der Netzwerkeffekt, der so viele an das Apple-Ökosystem bindet, ist bei Tesla einfach nicht vorhanden; zugegebenermaßen hat Tesla mit den gefahrenen EV-Meilen den Netzwerkvorteil einer riesigen Datenbank, aber das allein reicht nicht aus. Unserer Meinung nach ist der First-Mover-Vorteil der einzige wirkliche Vorteil, den Tesla hatte. Der Marktanteil des Unternehmens sinkt rapide, da die Konkurrenz immer stärker wird. Nach Angaben von S&P Global Mobility ist der Marktanteil von Tesla bei den nordamerikanischen Elektroautos von 80% im Jahr 2020 auf 64% im Jahr 2022 gesunken bei einer Prognose von 20% im Jahr 2025<sup>5</sup>. Werden wir in fünf bis zehn Jahren zurückblicken und Tesla nicht als Apple der Autoindustrie sehen, sondern vielleicht als Nokia, Ericsson oder sogar BlackBerry, als den Begünstigten der ersten Stunde, aber nicht als den endgültigen Gewinner?

<sup>3</sup>Quelle: Tesla (Passenger Cars) - Global | Statista Market Forecast

<sup>4</sup>Quelle: Automobile market share worldwide: key brands 2021 | Statista

<sup>5</sup>Quelle: Automotive Research and Analysis | S&P Global (spglobal.com)

## Die Veröffentlichung von ChatGPT-3 unterstreicht die Beschleunigung der KI

David Goodman

Die jüngste Veröffentlichung von «ChatGPT-3» hat das Internet im Sturm erobert. David Goodman erörtert einige der Eigenschaften und Anwendungen des KI-Chatbots und wie KI die Industrie im nächsten Jahrzehnt verändern könnte.

### Was geschieht hier?

Die jüngste Veröffentlichung des KI (Künstliche Intelligenz)-Chatbots «ChatGPT-3» hat das Internet im Sturm erobert. Ein kostenloser Dienst, veröffentlicht von OpenAI. Wir empfehlen Ihnen, sich selbst ein Bild zu machen und einen Blick in die Zukunft zu werfen: <https://chat.openai.com/chat>.

### Was ist offene KI?

OpenAI wurde 2015 von einer Gruppe von Unternehmern und Forschern, darunter Elon Musk und Sam Altman, gegründet. Es hat seinen Sitz in San Francisco und betreibt Forschung im Bereich der KI. Microsoft hat eine Investition von USD 1 Mrd. in das Unternehmen getätigt, das sich zum Ziel gesetzt hat, den Bereich der KI auf verantwortungsvolle Weise voranzubringen.

### Was ist ChatGPT und warum die ganze Aufregung?

ChatGPT ist ein leistungsstarkes KI-Tool, das in Echtzeit menschenähnliche Textantworten auf Benutzereingaben generiert. Im Gegensatz zu den bisher verfügbaren KI-Tools liegt der grossste Fortschritt darin, dass ChatGPT wirklich lebensesechte Antworten auf Anfragen gibt, so dass es für die Nutzer fast unmöglich ist zu erkennen, dass sie es mit KI zu tun haben. In Anbetracht der Tatsache, dass viele Menschen den Umgang mit Menschen der Automatisierung vorziehen, wird dieser Aspekt ein entscheidender Faktor sein. ChatGPT bietet den Nutzern ein wirklich bemerkenswertes Erlebnis und ist nur der Anfang einer riesigen Welle von KI-Anwendungen, von denen wir erwarten, dass sie bald auf den Markt kommen und eine rasche Umwälzung bewirken werden.

### Funktionsweise und praktische Anwendungen

Im Gegensatz zur Google-Suche, mit der es oft verglichen wird, wird ChatGPT in erster Linie für Aufgaben verwendet, bei denen es um die Erstellung oder Verarbeitung von menschenähnlichem Text geht, und nicht um die Suche nach Informationen zu bestimmten Themen. Zum jetzigen Zeitpunkt wird es im Allgemeinen nicht als Ersatz für die Google-Suche angesehen, aber die Jury ist noch nicht entschieden (das Thema wird weiter unten ausführlicher behandelt).

Durch die Analyse der Benutzereingaben und die Nutzung seines grossen Datenbestands an Sprachmustern kann ChatGPT passende Antworten generieren und sich mit den Benutzern in einer Vielzahl von Anwendungen unterhalten.

Zu den Besonderheiten der Anwendungen gehören:

- Maschinelle Übersetzung - Übersetzen von einer Sprache in eine andere
- Zusammenfassungen - Erstellung von Zusammenfassungen langer Dokumente
- Dialog - geeignete Antworten auf Benutzereingaben geben
- Erstellung von Inhalten - Erstellung von Produktbeschreibungen oder Artikeln

Die Fähigkeit von ChatGPT, natürliche, menschenähnliche Antworten zu geben, dürfte vor allem für Anwendungen im Kundendienst nützlich sein, da Chatbots verschiedene Anfragen und Beschwerden effizienter bearbeiten können als Menschen. Es kann auch für virtuelle Assistenten eingesetzt werden, die den Nutzern bei Aufgaben wie Terminplanung, Informationssuche und Beantwortung von Fragen helfen können.

### Erste Auswirkungen seit der Einführung

Innerhalb von fünf Tagen nach seiner Vorstellung am 1. Dezember 2022 hatte ChatGPT mehr als eine Million Nutzer. In den sozialen Medien zeigten sich die Nutzer begeistert und teilten Beispiele für die Fähigkeiten von ChatGPT - von der Korrektur von Codes, dem Schreiben von Aufsätzen, der Erstellung von Gedichten bis hin zur Übersetzung von Texten und der Zusammenfassung langer Dokumente und Artikel. Bislang war es ein durchschlagender Erfolg. Einer der erstaunlichsten Aspekte dieses Tools ist wohl, wie die Antworten in einem kohärenten, leicht verdaulichen Format präsentiert werden, was bei herkömmlichen Suchmaschinen nicht der Fall ist.

### Wird ChatGPT die Google-Suche stören?

Unserer Meinung nach ist es unwahrscheinlich, dass Tools wie ChatGPT die Suchmaschinen, wie wir sie kennen, ersetzen werden. Suchmaschinen sind ein sehr effektives Mittel, um bestimmte Informationen im Internet zu finden, und es ist nicht zu erwarten, dass sie in naher Zukunft durch Chatbots ersetzt werden. Wir gehen jedoch davon aus, dass die Chatbot-Technologie und Suchmaschinen in einem Szenario, das vielleicht eher eine Evolution als eine Revolution darstellt, zusammenwachsen werden.

Der Technologieanalyst von Morgan Stanley, Brian Nowak, weist darauf hin, dass man als Faustregel bei der Einführung einer neuen Technologie die «10x-Regel» anwenden sollte. Damit ChatGPT die Google-Suche verdrängen und deren vier Milliarden tägliche Nutzer für sich gewinnen kann, muss das neue Angebot zehnmal besser sein. Er ist nach wie vor nicht davon überzeugt, dass das Lernen über Themen (ChatGPT) und die Suche nach bestimmten Artikeln oder bestimmten Themen derselbe Anwendungsfall sind. Auch wenn derzeit viel über KI und ChatGPT gesprochen wird, ist es eine Tatsache, dass Google seit über fünf Jahren in führende Technologien für maschinelles Lernen und KI investiert.

**Der Chat GPT-3 ist nur ein Beispiel für KI. Wie wird KI die Industrie im nächsten Jahrzehnt verändern?**

KI-Technologien verändern die Art und Weise, wie wir Geschäfte machen, und haben das Potenzial, herkömmliche Geschäftsmodelle grundlegend umzukrempeln. Vorausdenkende Unternehmen nutzen bereits Chatbots und KI, um etablierte Unternehmen zu stören und sich einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen. Zum Beispiel:

- In der Welt des E-Commerce setzen Amazon und Alibaba Chatbots und KI ein, um das Einkaufserlebnis zu personalisieren und den Kunden Empfehlungen auf der Grundlage ihrer früheren Einkäufe und ihres Surfverhaltens zu geben. Traditionelle Einzelhändler werden mit dem Komfort und den personalisierten Empfehlungen dieser E-Commerce-Giganten konkurrieren müssen oder riskieren, ins Hintertreffen zu geraten.
- In der Verkehrsbranche setzen Mitfahrzentralen wie Uber und Lyft KI ein, um Routen zu optimieren und die Effizienz ihrer Dienste zu verbessern, so dass herkömmliche Taxi- und Mietwagenunternehmen aufholen müssen.
- In der Finanzdienstleistungsbranche setzen Robo-Advisors wie Betterment und Wealthfront Chatbots und KI ein, um Kunden eine personalisierte Anlageberatung zu bieten, und stören damit traditionelle Finanzinstitute, die sich auf menschliche Berater verlassen.
- Und in der Gesundheitsbranche nutzen Telemedizinunternehmen wie Teladoc und Amwell die Technologie, um virtuelle medizinische Konsultationen anzubieten, und stören damit die etablierten, persönlichen Gesundheitsversorgungsmodelle.

Dies sind nur einige Beispiele von Unternehmen, die Chatbots und KI nutzen, um traditionelle Branchen aufzurütteln. Da sich diese Technologien jedoch ständig weiterentwickeln, ist es unvermeidlich, dass immer mehr Unternehmen sie einsetzen, um mit der Konkurrenz Schritt zu halten. Es wird deutlich, dass der Schlüssel zum geschäftlichen Erfolg im kommenden Jahrzehnt darin liegt, sich Chatbots und KI zu eigen zu machen. Diejenigen Unternehmen, die sich nur langsam anpassen, laufen Gefahr, nachhaltig gestört zu werden.

**Echte Disruptoren und Bewertung versus Fundamentaldaten**

**Pieran Maru**

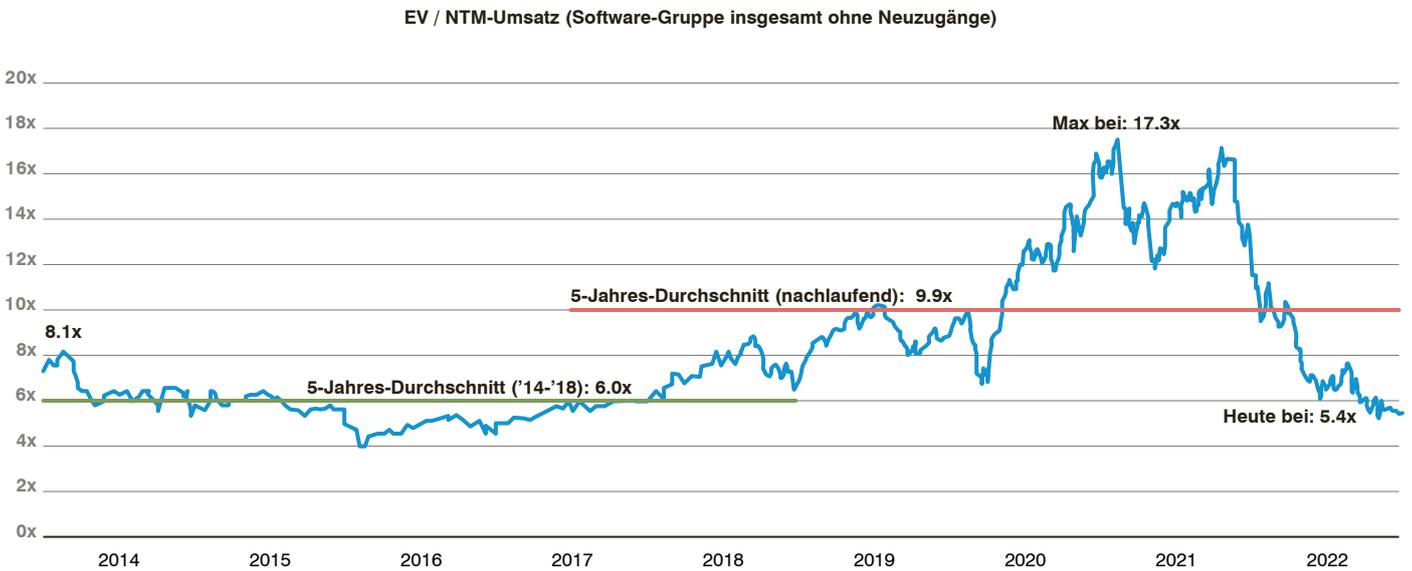
Software-as-a-Service (SaaS)-Namen standen im 4. Quartal weiterhin unter dem Druck der makroökonomischen Bedingungen. Mehrere Unternehmen wiesen auf verlängerte Verkaufszyklen hin, wobei kleine und mittlere Geschäftskunden stärker betroffen waren als Grossunternehmen. Doch wie viel von der Abwertung ist auf die Fundamentaldaten zurückzuführen? Der Goldman Sachs US Expensive Basket, der sich aus US-Wachstumssoftware-Aktien mit den höchsten Unternehmenswert (EV)/Umsatz-Multiplikatoren der Gruppe zusammensetzt, verlor im Laufe des Jahres 2022 56,8%. Der Medianwert der Aktien im Korb ist heute mit 8,73 EV/Umsatz günstiger geworden. Vergleicht man den Medianumsatz von heute 886,74 mit dem von früher (siehe Tabelle unten), so kann man davon ausgehen, dass der EV für die Bewertungsänderung verantwortlich ist. Unsere Kernthese lautet, dass wirklich bahnbrechende Unternehmen auch in Abschwungphasen wachsen, und wir haben gesehen, dass der Gewinn pro Aktie bis 2022 nach oben korrigiert wurde.

Ende des Jahres	EV/Umsatz-Multiple	Median Verkäufe
2020	16.92	132.96
2021	15.73	900.28
2022	8.73	886.74

Quelle: Goldman Sachs

Die folgende Abbildung 4 von Morgan Stanley veranschaulicht die Veränderung des Unternehmenswertes im Verhältnis zum Umsatz der nächsten 12 Monate für die gesamte Softwaregruppe. Der Multiplikator liegt jetzt bei 5,4x und damit 46% unter dem Durchschnitt der letzten fünf Jahre.

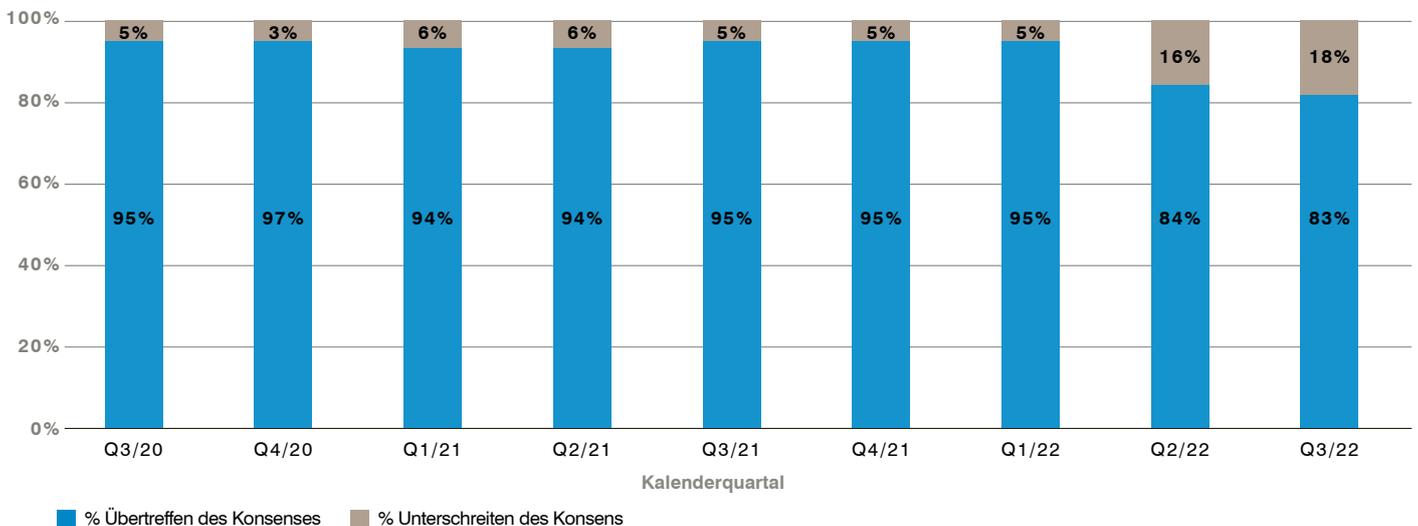
**Abbildung 4: Die gesamte Software Coverage Group notiert 46% unter dem 5-Jahres-Durchschnitt**



Quelle: Morgan Stanley. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und aktuelle oder zukünftige Trends

Die nachstehende Abbildung 5 zeigt, dass 83% der Softwareunternehmen bei den Gewinnen immer noch den Konsens übertreffen, wenn auch in geringerem Masse als in den Vorquartalen und mit 2,1% im dritten Quartal 2022 gegenüber dem Spitzenwert von 4,8% im zweiten Quartal 2021.

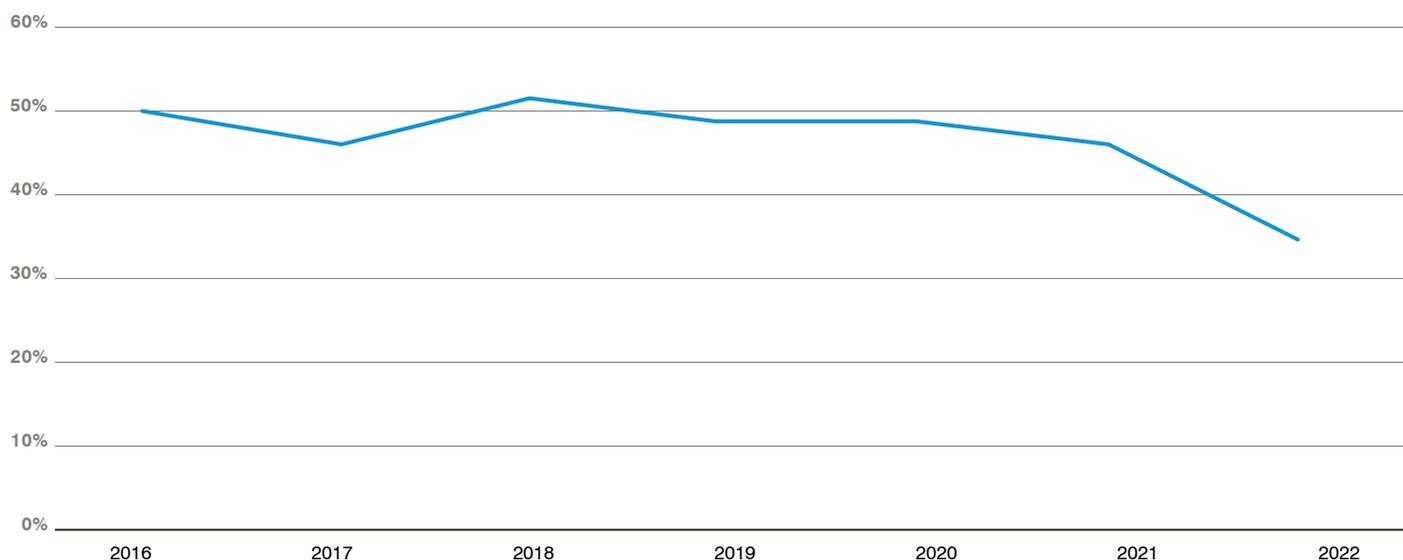
**Abbildung 5: Prozentsatz der Softwareunternehmen, die den Umsatz im Vergleich zum Konsens übertreffen / unterschreiten**



Quelle: Morgan Stanley Research, VisibleAlpha, Unternehmensdaten. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und aktuelle oder zukünftige Trends

Aus Sicht der operativen Marge können SaaS-Unternehmen erstklassige Zahlen liefern. Bei den Hauptkosten konzentrieren sich die wachstumsstarken Unternehmen auf die Herstellungskosten der verkauften Waren (COGS), Forschung und Entwicklung (F&E) sowie allgemeine und administrative Kosten (G&A). Grössere SaaS-Unternehmen, die sich in einer späteren Phase befinden, haben ihren Personalbestand ebenfalls reduziert, indem sie auch den Bereich Vertrieb und Marketing (S&M) einbezogen haben, wobei der Unterschied darin besteht, dass die wachstumsstarken Unternehmen weniger Möglichkeiten haben, den Personalbestand zu reduzieren, da sie Wachstum und Rentabilität miteinander in Einklang bringen müssen. Wir beobachten jedoch, dass die wachstumsstarken Unternehmen bei der Einstellung von S&M-Mitarbeitern allmählich massvoller vorgehen, da sie den Punkt erreichen, an dem ein marginaler Dollar an S&M-Ausgaben weniger effizient für die Höhe der Einnahmen ist. Dies lässt sich an dem jüngsten Rückgang der 40er-Regel ablesen.

**Abbildung 6: Die 40er-Regel = Umsatzwachstum + FCF-Marge.**



Quelle: FactSet, Unternehmensdaten, Goldman Sachs Global Investment Research. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die künftige Wertentwicklung und aktuelle oder künftige Trends.

Angesichts der aktuellen Bewertungen werden die Software-Multiplikatoren weiterhin auf diesem Niveau gehalten, ein Beispiel dafür sind die M&A-Aktivitäten durch Private Equity. Im vierten Quartal setzte sich der Trend zu Private-Equity-gestützten Software-Transaktionen fort, wobei im bisherigen Jahresverlauf 11 grosse Transaktionen angekündigt wurden. Da in diesem Quartal eine der grössten Buyout-Fondsaufstockungen im Technologiesektor stattfand, ist mit weiteren Ankündigungen zu rechnen. Zielunternehmen werden wahrscheinlich auch weiterhin in den Bereichen Cybersicherheit und Unternehmensressourcenplanung tätig sein, wobei die Unternehmen erhebliche Möglichkeiten zur Steigerung des freien Cashflows (FCF) und der operativen Marge haben. In Anbetracht des anhaltenden Wachstums der Softwareunternehmen könnten wir auch relativ hoch fremdfinanzierte Transaktionen sehen.

Angesichts des anhaltenden Wachstums der SaaS-Namen und eines disziplinierteren Ansatzes bei der Führung ihrer jeweiligen Geschäfte sehen wir grundsätzlich grosses Potenzial für die Unternehmen, die wir als Disruptoren in ihrem Bereich ansehen. Chief Information Officers erwarten, dass die IT-Budgets in den nächsten Jahren prozentual zum Umsatz weiter steigen werden, und wir sehen, dass die langfristigen Wachstumstrends weiterhin intakt sind.

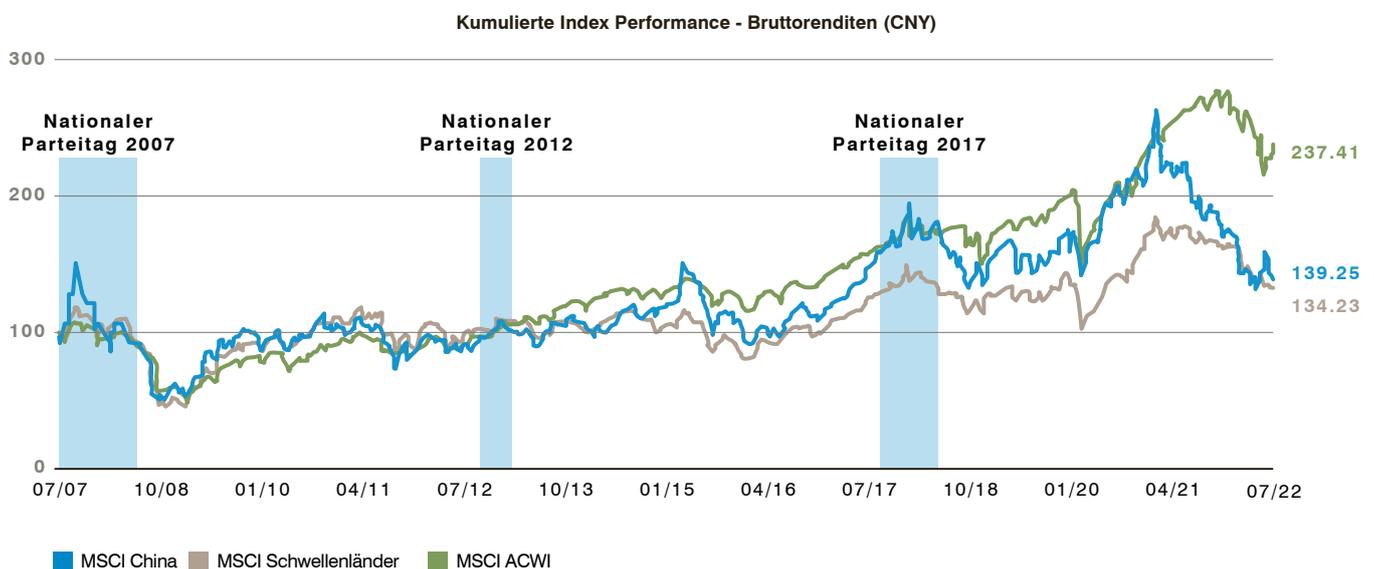
## Das große Comeback der chinesischen Aktien im Jahr 2022

Wendy Chen

Die Erfahrung beim Handel mit chinesischen Aktien im Jahr 2022 ähnelt der eines Extremsports: Während der Markt eine bemerkenswerte Volatilität mit zwei Tiefstständen (Mitte März und Ende Oktober) und anschließenden kräftigen Erholungen erlebte, ging der Markt mit einer Outperformance für das gesamte Jahr 2022 in das Jahr 2023 über. Der MSCI China Index und der KWEB (ein Stellvertreter für in den USA notierte chinesische Internetaktien) gingen 2022 um 23% bzw. 17% zurück, während der NASDAQ und die ARKK um 33% bzw. 67% fielen.

Das Jahr 2022 begann für China mit einem gedämpften Ton, nachdem der MSCI China Index und der KWEB im Zuge der Verschärfung der Regulierung im Jahr 2021 um 22% bzw. 50% eingebrochen waren. Angesichts der zunehmenden Besorgnis über die Haltung des Landes im Russland-Ukraine-Krieg erreichten die chinesischen Indizes ein Allzeittief, auf das jedoch nach der ermutigenden Rede von Vizepremier Liu He das höchste Handelsvolumen und der stärkste Kursanstieg eines Tages folgten. Der Handel im zweiten Quartal wurde von der Aufbruchstimmung beherrscht, als Shanghai im Juni die Sperrung aufhob, doch im dritten Quartal schwand die positive Stimmung, als die Pandemiebeschränkungen wieder aufkamen. Die Negativität erreichte ihren Höhepunkt zu Beginn des Nationalen Parteikongresses im Oktober, als der Markt ein weiteres Allzeittief erreichte. Doch der historische V-förmige Handelstag wiederholte sich, als die anfängliche negative Reaktion des Marktes auf den überwältigenden Wahlsieg von Präsident Xi schnell von Optimismus hinsichtlich einer Lockerung der Politik zur Ankurbelung des Wirtschaftswachstums unter der neuen Führung überholt wurde. Dieses Muster der Outperformance deckte sich auch mit unserer historischen Beobachtung der relativen Stärke chinesischer Aktien nach den Parteitag.

Abbildung 7: Entwicklung der chinesischen Aktien (Juli 2007-Juli 2022)



Quelle: MSCI. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die zukünftige Wertentwicklung und aktuelle oder zukünftige Trends.

### Das vierte Quartal war der Wendepunkt

China überraschte die Öffentlichkeit mit einer vorzeitigen Beendigung seiner dreijährigen Null-Covid-Politik: Am 7. Dezember wurden die Covid-Beschränkungen im Inland vollständig gelockert, und ab dem 8. Januar 2023 entfielen die internationalen Reisebeschränkungen. Eine solch drastische Kehrtwende vor Ende des Winters lag jenseits der besten Erwartungen des Marktes, da selbst der positive Konsens eine Lockerung der inländischen Covid-Beschränkungen um April 2023 (nach dem Nationalen Volkskongress 2023) und eine breite Wiedereröffnung für den Rest der Welt erst in der zweiten Hälfte des Jahres 2023 vorhersagte. Ausserdem rechneten die meisten mit einem Zick-Zack-Kurs bei der Aufhebung der Covid-Beschränkungen, um den Fortschritten bei der Impfung und dem Aufbau medizinischer Ressourcen Rechnung zu tragen, so dass eine derart abrupte Umkehrung Fragen über die Grundlagen der politischen Entscheidungsfindung in Bezug auf Covid aufwirft.

Unserer Ansicht nach hat die erfolgreiche Nachfolge in der Führungsspitze den Weg für einen neuen Politikzyklus geebnet, während der beschleunigte Zeitplan wahrscheinlich sowohl durch die abfallende makroökonomische Realität als auch durch beispiellose Bürgerbewegungen begünstigt wurde.

**Wiedereröffnung von Trading China im Jahr 2023**

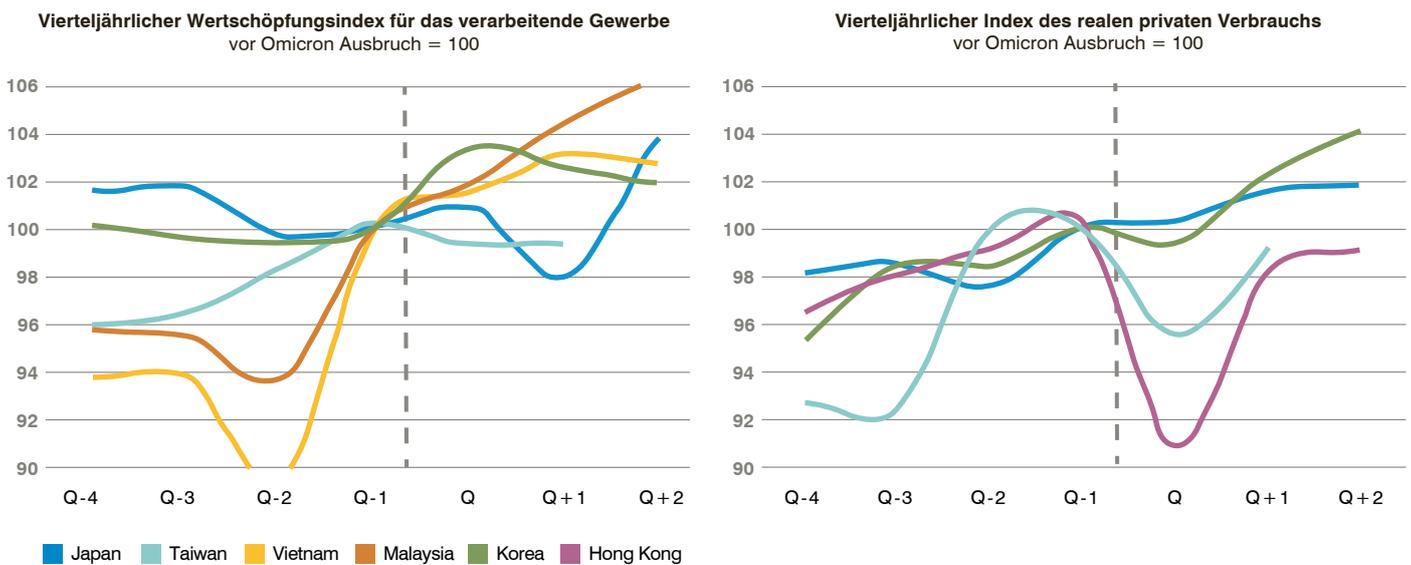
**Anfängliche Schwierigkeiten bei der Wiedereröffnung: Lehren aus den asiatischen Nachbarländern**

Die Märkte begrüßten den lang erwarteten Ausstieg aus der Null-Covid-Politik mit einem kräftigen Aufschwung chinesischer Aktien ab Anfang Dezember - der MSCI China Index und der KWEB-Index stiegen in etwas mehr als einem Monat um 23% bzw. 43%. Da die Null-Covid-Politik und der Abbau der Immobilienverschuldung wohl die beiden grössten Hürden für die chinesische Wirtschaft waren und die Investitionsfähigkeit behinderten, haben die schrittweise Aufhebung der Covid-Beschränkungen und die allmähliche Lockerung der Immobilienbeschränkungen die Investitionsstimmung bis 2023 zweifellos neu gemischt.

Diese drastische Aufhebung aller Covid-bezogenen Beschränkungen inmitten der Wintergrippe-Saison und der unzureichenden Impfung führte zu einem Anstieg der Covid-Fälle im ganzen Land und zu Befürchtungen über einen Ansturm auf die Krankenhäuser. Der Höhepunkt der Covid-Infektionen in China scheint jedoch schneller zu kommen als von den meisten erwartet: Die meisten chinesischen Grosstädte dürften den Infektionshöhepunkt bis zum 20. Januar, also noch vor dem chinesischen Neujahrsfest, erreichen, so die Modelle der Datenwissenschaftler, die mit Daten aus Taiwan und Hongkong rückgetestet wurden.

Trotz der zeitlichen Auswirkungen auf die Mobilität und den Konsum durch die steigenden Infektionszahlen sehen die meisten Anleger über das vierte Quartal hinaus, für das ein schwacher November und Dezember erwartet wird. Betrachtet man die Erfahrungen mit der Wiedereröffnung in anderen asiatischen Ländern, so wird sich der durch den Anstieg der Infektionsfälle verursachte Verbrauchsrückgang wahrscheinlich innerhalb eines Quartals erholen (siehe nachstehende Grafiken).

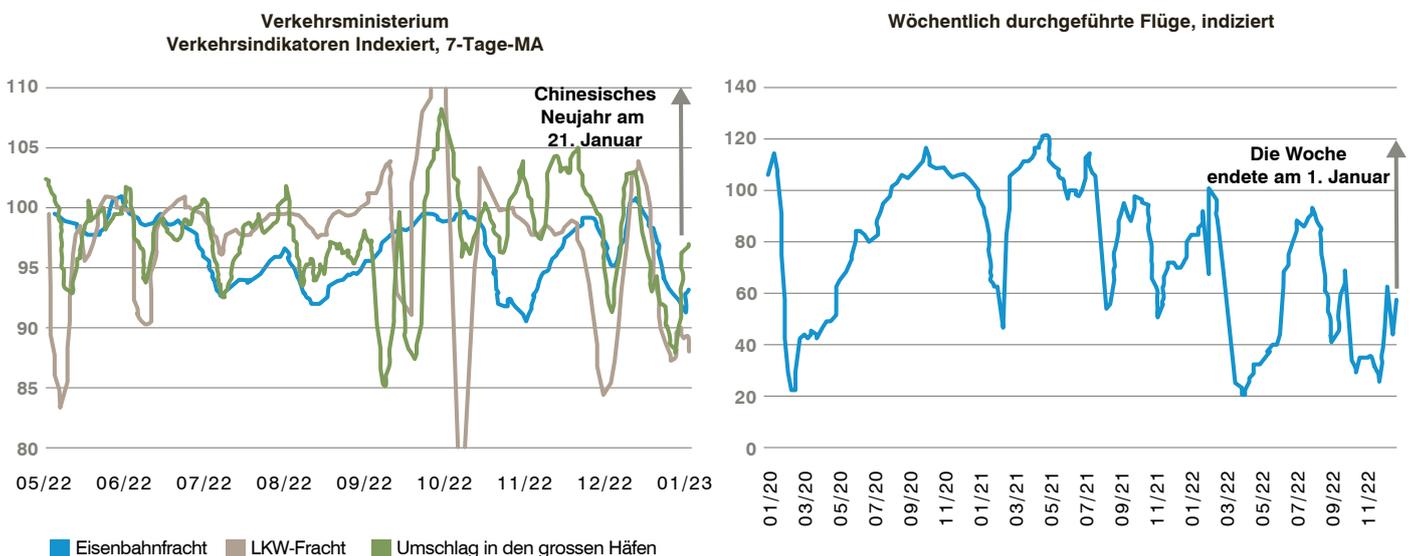
**Abbildung 8: Die Erfahrungen mit der Wiedereröffnung in Asien deuten auf eine reibungslose Erholung der Lieferketten hin, während die Erholung von den anfänglichen Schwierigkeiten beim Verbrauch angesichts der steigenden Zahl von Fällen wahrscheinlich innerhalb eines Quartals eintreten wird**



Quelle: Morgan Stanley

Ausserdem sind die anfänglichen Auswirkungen auf die Lieferketten, die für China und den Welthandel ein grösseres Problem darstellen, nach den Erfahrungen der asiatischen Nachbarn nicht besonders sichtbar. Wir gehen davon aus, dass die Wiedereröffnung zunächst der Logistik zugute kommen wird, da der Verkehrsengpass beseitigt wird, gefolgt von der Wiederaufnahme des verarbeitenden Gewerbes, da sich die Arbeiter von der Infektion erholen, und dann von einer Belebung des Konsums und des Tourismus, da die Mobilität der Verbraucher wieder zunimmt, gepaart mit einem früheren Beginn der Werbeaktionen zum chinesischen Neujahrsfest Ende Januar. Obwohl der Anstieg der Covid-Fälle und ein früherer Beginn des chinesischen Neujahrsfestes 2023 als üblich die Konsumstimmung im ersten Quartal beeinträchtigen könnten, erholen sich die Mobilitäts- und Logistikindizes der Grossstädte rasch, was auf eine Erholung hindeutet und zu verbesserten Prognosen für das zweite Quartal führt (siehe nachstehende Grafiken).

**Abbildung 9: Mit Blick auf das Jahr 2023 hat sich die chinesische Mobilität wieder erholt und wird mit dem ersten uneingeschränkten chinesischen Neujahrsfest wahrscheinlich ihren bisherigen Höchststand übertreffen**



Quelle: CEIC, Morgan Stanley. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein Indikator für die künftige Wertentwicklung und aktuelle oder künftige Trends.

**Rückkehr des Konsumverhaltens: von unten nach oben**

Wir gehen davon aus, dass diese Runde der Konsumerholung nach der Wiedereröffnung Chinas eher organisch als durch Anreize ausgelöst sein wird. In den vergangenen drei Jahren, in denen die Covid-Massentests und die Beschränkungen der Geschäftstätigkeit durchgeführt wurden, ist der Spielraum für die Steuerpolitik wohl erschöpft, was bedeutet, dass die Wahrscheinlichkeit, Konsumgutscheine zu verteilen, wie wir es in Hongkong erlebt haben, geringer ist. Während die Politik zur Förderung des Immobilienmarktes allmählich von der Zentralregierung umgesetzt wird, werden die Massnahmen zur Ankurbelung des Konsums wahrscheinlich auf lokaler Ebene durchgeführt, da die lokalen Behörden ihre Steuerkapazitäten nicht mehr für die Erfüllung der Covid-bezogenen KPIs verschwenden müssen. Die People's Bank of China könnte in der Anfangsphase der Wiedereröffnung akkommodierend bleiben, wird aber wahrscheinlich allmählich die Reflationsrisiken stärker berücksichtigen.

Die Rückkehr der Wachstumsstory in China dürfte die Zinsen und Aktiengewinne hochhalten und die Währung, den RMB, stützen. Die Anlegerstimmung scheint sich zu bessern, denn die Aktien von Hongkong und China haben seit Anfang Dezember einen deutlichen Sprung gemacht. Das Fest ist nicht nur für chinesische Aktien: Noch bevor China offiziell seine Wiedereröffnung ankündigte, erlebten globale Aktien, die von chinesischen Verbrauchern und Touristen abhängig sind, nämlich der Konsum in Hongkong, das Glücksspiel in Macau, der Tourismus in den ASEAN-Ländern und der Tourismus in Japan, bereits im November vor dem chinesischen Markt eine Talsohle und einen Aufschwung, da sie den Schub durch eine der grössten Verbrauchergruppen der Welt vorwegnahmen, der nach drei Jahren der Grenzschliessung ausgelöst wurde.

## Überlegungen und Beobachtungen aus Japan

Kevin Kruczynski

Regelmässige Leser werden wissen, dass Industrie 4.0 für uns von Interesse ist. Da Japan seit langem ein wichtiger Akteur in der globalen Industrielandschaft ist, überrascht es nicht, dass mehrere japanische Unternehmen in Bereichen wie Automatisierung, maschinelles Sehen, Sensoren und Robotik führend sind, was sich direkt auf dieses Thema auswirkt. Wir waren im November in Tokio, um uns mit Unternehmen, Beratern und Experten auf diesem Gebiet zu treffen, und besuchten die Japan International Machine Tool Fair (JIMTOF), eine alle zwei Jahre stattfindende Veranstaltung, die ein Schaufenster für neue Fertigungstechnologien ist.

### Aufholjagd beim digitalen Wandel?

Japanische Unternehmen haben bisher gezögert, sich von Altsystemen zu trennen, was sich auch in der geringen Cloud-Durchdringung in Japan widerspiegelt, aber der Tenor vieler unserer Gespräche deutet darauf hin, dass sich dies zu ändern beginnt. Die Management-Teams begrüßen endlich den digitalen Wandel, und viele nannten Investitionen in neue Systeme für das Kundenbeziehungsmanagement (CRM), die Unternehmensressourcenplanung (ERP), das Produktlebenszyklusmanagement (PLM) und die computergestützte Konstruktion (CAD) als Schlüsselemente für das Erreichen mittelfristiger Gewinn- und Effizienzziele. Der digitale Wandel hat auch in der breiten Bevölkerung Einzug gehalten, wo der bargeldlose digitale Zahlungsverkehr in den letzten drei Jahren einen bedeutenden Aufschwung erlebt hat. So wurde beispielsweise die QR-Code-Zahlungs-App von PayPay Ende 2018 eingeführt und hat inzwischen über 51 Millionen Nutzer und wird von 3,9 Millionen Händlern akzeptiert - eine erstaunliche Leistung in einer bekanntermassen bargeldorientierten Wirtschaft.

### Energie-Effizienz

Dekarbonisierung und Umweltaspekte stehen für die meisten Unternehmen ganz oben auf der Agenda, und Energieeffizienz ist eine wichtige Quelle der Differenzierung zwischen den Produktangeboten in der gesamten Wertschöpfungskette, von den Lieferanten von Komponenten wie Lagern und Ventilen bis hin zu den Systemintegratoren - alle waren bestrebt, ihre Umweltfreundlichkeit, die zusätzlichen Produktivitätsgewinne durch höhere Präzision und die kürzeren Amortisationszeiten bei der Umstellung auf energieeffizientere Produkte und Komponenten im aktuellen Energiepreismarkt hervorzuheben.

### Die Deglobalisierung führt zu Rückverlagerung und veränderten Produktionsmustern

China ist nach wie vor ein wichtiger Produktionsstandort, aber die Ausrüstungslieferanten melden einen deutlichen Anstieg der Aufträge aus den USA und anderen Ländern wie Vietnam und Indien, was darauf hindeutet, dass die Hersteller auf die geopolitischen Spannungen und die staatlichen Anreize reagieren, indem sie ihre Produktionspräsenz ausweiten.

### Auftragsbestand bleibt hoch, aber Abschwächung wird erwartet

Eine Kombination aus kurzfristigen Engpässen in der Lieferkette und langfristigen Trends hat dazu beigetragen, dass die Auftragsbücher mehr als üblich gefüllt sind. Viele Unternehmen, mit denen wir sprachen, haben die höchsten Auftragsbestände ihrer Geschichte. Allerdings rechnen die meisten Teilnehmer mit einer gewissen Abschwächung in den nächsten Quartalen, da die Nachfrage nach bestimmten Produkten wie Unterhaltungselektronik und Smartphones weiter nachlässt. Viele Unternehmen räumen auch ein, dass es wahrscheinlich zu einem gewissen Mass an Doppelbestellungen gekommen ist. Einige gehen davon aus, dass dies bis zu 30% ihres Auftragsbestandes ausmachen könnte. Aber selbst wenn man dies berücksichtigt, bleibt immer noch ein gesunder Auftragsbestand übrig, der abgearbeitet werden muss und der bei einer Konjunkturabschwächung ein Polster bieten sollte.

### Kollaborative Roboter haben neue Anwendungsbereiche erschlossen

Die Automobil- und die Elektronikindustrie waren die ersten Anwender fortschrittlicher Fertigungstechnologien, die problemlos in gut organisierten und statischen Produktionslinien eingesetzt werden konnten. Mit dem Aufkommen kleinerer und billigerer kollaborativer Roboter, die sich den Arbeitsbereich mit dem Menschen teilen, wurde die Automatisierung nun von einer viel breiteren Palette von Branchen wie der Pharmaindustrie, der Lebensmittelverarbeitung und der Logistik übernommen.

### Roboter werden immer intelligenter und eröffnen mehr Anwendungsmöglichkeiten

Verbesserungen in den Bereichen künstliche Intelligenz, maschinelles Sehen und Sensortechnologie machen Roboter intelligenter und eröffnen weitere Anwendungsmöglichkeiten. Wir sahen Demonstrationen von Robotern mit verschiedenen Kombinationen von Sensoren und anderer Hardware, die in der Lage sind, anspruchsvollere Aufgaben auszuführen. Wir sahen sogar mehrere Beispiele, bei denen alte, nicht automatisierte Werkzeugmaschinen von einem Roboter bedient wurden. Ein Unternehmen schätzte, dass etwa die Hälfte, der heute in Japan verkauften Werkzeugmaschinen von einem Roboter bedient wird, während es 2018 nur etwa 20% waren.

### Industrielles Internet der Dinge für mehr Datenkenntnis und Effizienz

Fanuc stellte sein FIELD-System vor, eine Plattform für das Internet der Dinge (IoT), die es Anwendern ermöglicht, Produktionsmaschinen verschiedener Hersteller und Generationen miteinander zu verbinden und so die Sammlung und Analyse von Daten entlang des gesamten Produktionsprozesses zu ermöglichen. Dies hilft bei der vorausschauenden Wartung, der Verringerung von Maschinenstillständen und der Verbesserung der betrieblichen Effizienz. Weltweit hat Fanuc inzwischen über 30'000 Roboter angeschlossen, die das Zero Downtime System nutzen, das den Zustand von Mechanik, Prozessen und Systemen überwacht - das entspricht 4% der installierten Basis und bietet somit noch viel Raum für Wachstum.

### 3D-Druck / Additive Fertigung noch nicht reif für die Massenproduktion

Das Spektrum der Anwendungen, die wir gesehen haben, war nicht sehr überzeugend und deutet darauf hin, dass die additive Fertigung nach wie vor eher für kleine Produktionsserien geeignet ist und nicht als Teil eines Massenproduktionssystems.

Wir sind seit langem der Meinung, dass die Zukunft der Fertigung in der intelligenten Fertigung mit effizienteren, intelligenten Fabriken liegt, und wir erhielten einen umfassenden Einblick in die Komponententechnologien, die dies möglich machen. Im Gegensatz zum Pessimismus an den Finanzmärkten war die Stimmung an der Basis positiv. Die Unternehmen sind sich der nachlassenden makroökonomischen Entwicklung durchaus bewusst, sind aber der Meinung, dass die Auswirkungen einer Konjunkturabschwächung beherrschbar sind. Die Auftragsbücher sind gut gefüllt, da der Arbeitskräftemangel und die hohen Energiepreise den Bedarf an Investitionen in die Effizienz erhöhen. Diese Dynamik in Verbindung mit Faktoren wie der Umstellung auf Elektrofahrzeuge, den von Covid aufgedeckten Engpässen in der Lieferkette und den geopolitischen Spannungen, die die Notwendigkeit eines Umdenkens und einer Neukonfiguration der globalen Produktionsstrukturen deutlich gemacht haben, haben zu einem Investitionszyklus geführt, der von den normalen wirtschaftlich sensiblen Produktionstrends etwas abgekoppelt ist.

## Ausblick

### Mark Hawtin

Es fühlt sich an wie eine gebrochene Schallplatte, wenn wir zum Ausblick in diesem Newsletter kommen. Aktien mit langer Duration wurden für ihre wachstumsstarken und oft verlustbringenden Eigenschaften hart bestraft. Diese Abstrafung hat nicht nachgelassen, da die Bewertungen scheinbar günstige und dann noch günstigere Niveaus erreichen. Dies ist zum grossen Teil auf die makroökonomischen Trends zurückzuführen, bei denen die Ungewissheit über die Entwicklung der Inflation und der Zinssätze das ganze Jahr über sehr unklar blieb. Der Verkauf von Aktienduration wurde zu einer makroökonomischen Forderung, unabhängig von den Fundamentaldaten, und so endete das Jahr damit, dass viele Namen unserer Ansicht nach sehr attraktiv bewertet waren.

Wir sind der festen Überzeugung, dass die Bewertung des Puzzles intakt bleibt und dass die richtig ausgewählten disruptiven Unternehmen in jedem Abschwung oder jeder Rezession wachsen werden. Aus dem obigen Abschnitt über Disruption - Bewertung versus Fundamentaldaten geht hervor, dass - zumindest derzeit - acht von zehn Softwareunternehmen positive Gewinnrevisionen erhalten haben. Wir gehen davon aus, dass dies auch in Zukunft der Fall sein wird, da die Unternehmen in der Lage sind, jede Abschwächung der kurzfristigen Nachfrage durch Kostensenkungen und niedrig hängende Früchte nach Jahren des leichten Überschusses selbst zu bewältigen.

Wir sind der Meinung, dass die Situation durch die Gewinner der Plattformen getrübt wird: die marktbeherrschenden Unternehmen, die sich in den letzten 10-15 Jahren durchgesetzt haben und gewachsen sind. Ihre schiere Grösse hat sie in vielen Fällen wirtschaftlich empfindlich gemacht. Der zusammengefasste Umsatz von Apple, Microsoft, Google, Meta, Amazon und Tesla belief sich im Jahr 2022 auf USD 1'538 Billionen. Ende 2021 wurde der Umsatz dieser Gruppe vom Bloomberg-Konsens der Analysten auf USD 1'776 Billionen geschätzt, was einem Anstieg von 15% entspricht. Ende 2022 war diese Erwartung gesunken, so dass für 2023 nur noch ein Umsatzwachstum von 7% erwartet wurde. Für einen so grossen Teil des Wachstumsuniversums nach Marktkapitalisierung ist das beachtlich und verdeutlicht die Bedenken der Anleger. Es ist durchaus vernünftig zu glauben, dass diese Erwartung weiter sinken könnte. Aber das geht an der Sache vorbei. Dies sind die Gewinner des letzten Generationswechsels - des Wechsels zur Plattformökonomie. In den nächsten 10 Jahren wird es um Digital 4.0 gehen - die Konnektivität von allem und die Vorteile, die traditionelle Unternehmen im Gesundheitswesen, in der Industrie, im Transportwesen und im Finanzsektor daraus ziehen; hier sollten die disruptivsten Unternehmen den Abschwung überstehen, so wie es Salesforce und Amazon bereits 2008/09 getan haben.

Goldman Sachs schätzt, dass die S&P-Gewinne im Jahr 2023 um 3% steigen werden<sup>6</sup>. Das ist der niedrigste Erwartungswert aller Zeiten und halb so hoch wie im nächst schlechteren Jahr 2009, in dem das erwartete Gewinnwachstum Anfang 2009 bei +6% lag. Kurz gesagt, der Pessimismus ist hoch und die Sorgen sind gross. Wir sind nach wie vor der Meinung, dass die Talsohle bei den Durationswerten nahe ist. Der genaue Zeitpunkt ist schwer vorherzusagen, aber ein potenzieller Katalysator könnte ein Rücksetzer im Zusammenhang mit den Ergebnissen des vierten Quartals und dem Prognosezyklus für 2023 sein, der von Ende Januar bis zum Ende des ersten Quartals läuft. Wir bleiben wachsam und warten auf eindeutige Anzeichen, um von den attraktiven Bewertungen zu profitieren.

<sup>6</sup>Quelle: [US Stocks are Forecast to Have Less Pain but No Gain in 2023](https://www.goldmansachs.com/insights/articles/us-stocks-forecast-2023.html) (goldmansachs.com)

## Für weitere Informationen besuchen Sie bitte [GAM.com](https://www.gam.com)

### Wichtige rechtliche Informationen:

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen dienen lediglich zu Informationszwecken und stellen keine Anlageberatung dar. Die in diesem Dokument enthaltenen Meinungen und Einschätzungen können sich ändern und spiegeln die Sichtweise von GAM im aktuellen wirtschaftlichen Umfeld wider. Für die Richtigkeit und Vollständigkeit der Informationen wird keine Haftung übernommen. Die Wertentwicklung in der Vergangenheit ist kein zuverlässiger Indikator für aktuelle oder zukünftige Trends. Die erwähnten Finanzinstrumente dienen lediglich der Veranschaulichung und sind nicht als direktes Angebot, Anlageempfehlung oder Anlageberatung zu verstehen. Die Erwähnung eines Wertpapiers stellt keine Empfehlung zum Kauf oder Verkauf dieses Wertpapiers dar. Die aufgeführten Wertpapiere und Beispiele wurden aus dem von den Portfoliomanagern abgedeckten Wertpapieruniversum ausgewählt, um dem Leser ein besseres Verständnis der dargestellten Themen zu ermöglichen. Die in diesem Material erwähnten Wertpapiere werden nicht notwendigerweise von einem der Portfolios gehalten und stellen keine Empfehlungen der Portfoliomanager dar. Es gibt keine Garantie dafür, dass die Prognosen eintreten werden.

2609 16/01/2023