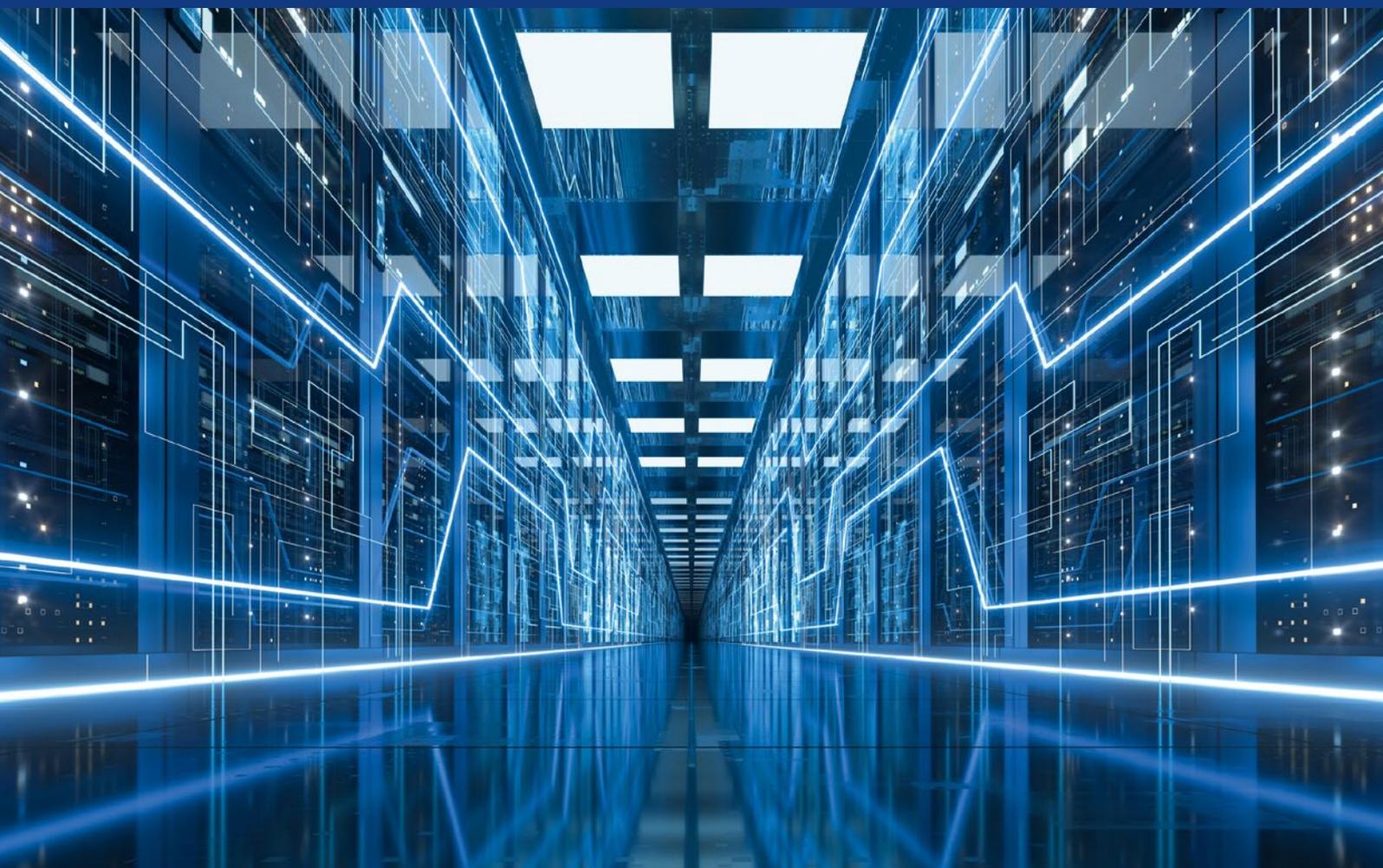


# PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 9-10/2025





# Liebe(r) Leser(in),

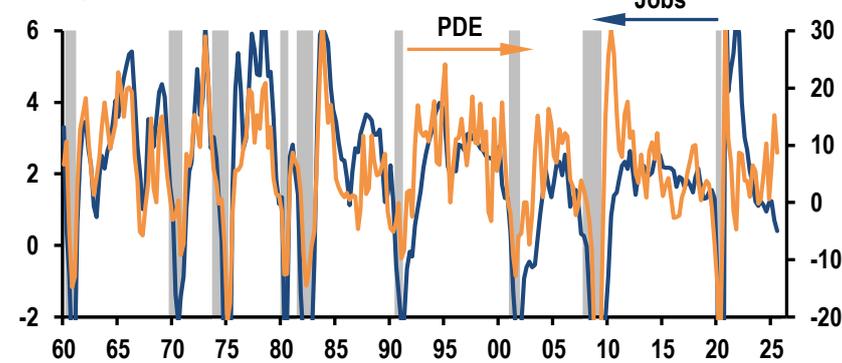
bislang scheinen die Anleger auf Zinssenkungen der Notenbanken und eine erfolgreiche Integration von Künstlicher Intelligenz (KI) in die Prozesse von Produktion und Dienstleistungen in naher Zukunft zu hoffen. Das überdeckt die gegenwärtigen Probleme mit einer sta-

und eine Reaktion auf das nachlassende Arbeitskräfteangebot wider. Aus dieser Sicht könnten starke Produktivitätssteigerungen und ein angespannter Arbeitsmarkt (der derzeit nicht vollumfänglich vorliegt) ein solides Wachstum aufrechterhalten, solange sie zu ausge-

## Anlageinvestitionen in der US-Industrie und Job-Angebot

Grafik 1

% change over 2Q,saar, both scales; 3Q25 is forecast



Source: BEA, BLS, J.P. Morgan

Quelle: JP Morgan Global Economic Research, The odd decouple, 25.09.25,

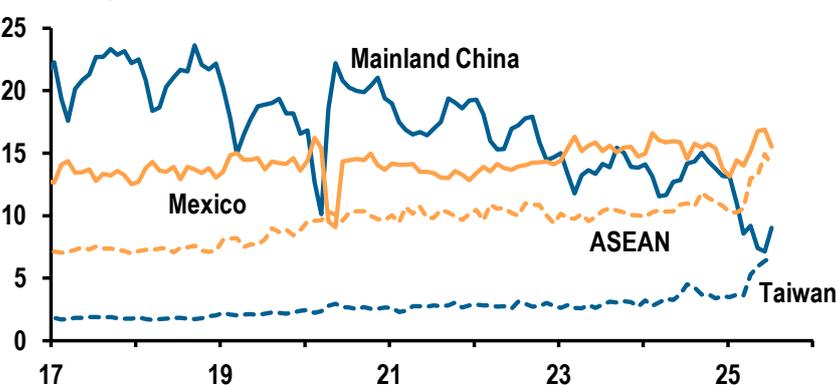
wegen Lohn- und Gewinnsteigerungen führen. In einer pessimistischen Interpretation spiegelt diese Gegenüberstellung eine allgemeine Verlagerung hin zu mehr Vorsicht in der Wirtschaft wider, inmitten eines schmalen Aufschwungs ausschließlich bei Investitionen in neue Technologien, der teilweise zum Erliegen kommen dürfte, da eine Phase zollbedingt vorgezogener Ausgaben in den USA und Asien zu Ende geht. Diese vorsichtiger Haltung wird sich in sinkenden Arbeitseinkommen und einem Kaufkraftrückgang niederschlagen, der durch die zunehmende Weitergabe von Zöllen an die Verbraucherpreise noch verstärkt wird.

gnierenden Konjunktur, keiner Verbesserung am Arbeitsmarkt und nun auch noch den „Shutdown“ der US-Behörden komplett. Das gilt insbesondere für die Vereinigten Staaten, wo bislang immer noch alles zumindest oberflächlich weitgehend rund läuft.

Die beiden Szenarien schließen sich nicht vollständig aus, und die Kräfte, die Produktivitätssteigerungen fördern, können mit erhöhter unternehmerischer Vorsicht und einer zugegebenermaßen zunehmenden Belastung durch den Handelskrieg einhergehen. Tatsächlich muss eine Wirtschaftsprognose bis Mitte 2026 als eine Kombination

## Anteil der US-Importe nach Ländern

% of total goods imports, nsa



Source: Census Bureau, J.P. Morgan

Quelle: JP Morgan Global Economic Research, The odd decouple, 25.09.25,

dieser Faktoren angesehen werden, mit Prognosen für ein dem letzten Trend folgendes schwaches, aber steigendes globales Wachstum, ein schwaches Beschäftigungswachstum und einer Tendenz zu höherer Inflation in den USA. Vor diesem Hintergrund liegen folgerichtig erhebliche Risiken auf beiden Seiten der Basisprognose.

Unsere Risikoeinschätzung tendiert aus drei Gründen weiterhin zu negativen Ergebnissen: Erstens stehen bedeutende Belastungen durch den Handelskrieg bevor, wobei mit einem deutlichen Rückgang der Kaufkraft der US-Haushalte zu rechnen ist. Zweitens messen wir dem negativen Verhalten, das mit dem schwachen Beschäftigungswachstum regelmäßig einhergeht, aufgrund seiner Breite – über Länder und Sektoren hinweg – und seiner empirischen Zuverlässigkeit erhebliche Bedeutung bei. Schließlich hat sich die diesjährige Belebung der weltweiten Investitionsausga-

In einer optimistischen Darstellung spiegeln das starke Investitions-wachstum und die schwache Entwicklung am US-Arbeitsmarkt die erfolgreiche Einführung neuer Technologien, insbesondere von KI,

und eine Reaktion auf das nachlassende Arbeitskräfteangebot wider. Aus dieser Sicht könnten starke Produktivitätssteigerungen und ein angespannter Arbeitsmarkt (der derzeit nicht vollumfänglich vorliegt) ein solides Wachstum aufrechterhalten, solange sie zu ausge-



ben nicht lange genug gehalten, um ein überzeugendes Signal dafür zu liefern, dass sie sich die Produktion hin zu neuen Strukturen verändert und ein zentraler Treiber des globalen Wachstums bleiben wird. Tatsächlich gibt es Anzeichen dafür, dass ein Teil dieses Wachstums bereits wieder nachlassen wird. Wir erkennen zwar die jüngste Widerstandsfähigkeit des Wachstums an, doch ist ein Teil der positiven Wachstumsüberraschung in diesem Jahr auf Verzögerungen zurückzuführen, da die Zollerhöhungen schrittweise und differenzierter als erwartet erfolgt sind. Diese Entwicklung hat zu einer stärkeren Vorverlegung der US-Ausgaben für Waren geführt, für die Zölle angedroht, aber noch nicht eingeführt wurden. Sie hat auch zu einer Verlagerung der US-Importnachfrage hin zu Standorten mit niedrigeren Zöllen geführt – zum Teil, weil China seine Exporte auf Standorte mit niedrigeren Zöllen in Asien umgeleitet hat. Diese Entwicklungen haben zusammen mit der Unsicherheit hinsichtlich der endgültigen Zollsätze dazu geführt, dass sich die Zollerhöhungen langsamer auf die US-Verbraucherpreise ausgewirkt haben. Das Ergebnis ist, dass sich der beobachtete US-Zollsatz langsamer als erwartet entwickelt hat und im Juli ein Niveau von 9,7 Prozent erreichte. Parallel zu dieser langsameren Entwicklung sind die US-Güterimporte gesunken. Sie lagen im Juli in etwa auf dem Niveau des 4. Quartals 2024. Was die Inflation betrifft, so stieg der US-Verbraucherpreisindex in den ersten sieben Monaten dieses Jahres um moderate 2,5 Prozent (im Jahresvergleich), wobei nur ein begrenzter Druck durch die Weitergabe von Zöllen auf die Warenpreise zu beobachten war und die Kaufkraft der Haushalte durch einen rückläufigen Energiepreisindex gestützt wurde.

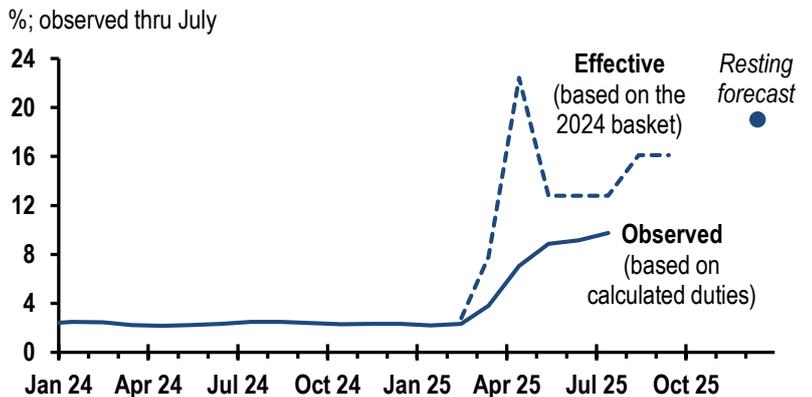
Während die Auswirkungen der Zölle langsamer als erwartet zu spüren waren, nehmen sie aber zu. Hier unsere Thesen:

• **Die Zolleinnahmen der USA werden stark ansteigen.**

Höhere US-Zölle sind eine Steuer auf den Kauf importierter Waren, und der starke Anstieg der Zolleinnahmen deutet darauf hin, dass diese Steuer größtenteils von US-Unternehmen getragen wird. Bis Juli sind die berechneten Zölle gegenüber dem Vorjahresniveau um 252 Mrd. USD (auf Jahresbasis) gestiegen, was etwa 0,8 Prozent des US-BIP entspricht. Es

Entwicklung der US-Zollerhöhungen

Grafik 3



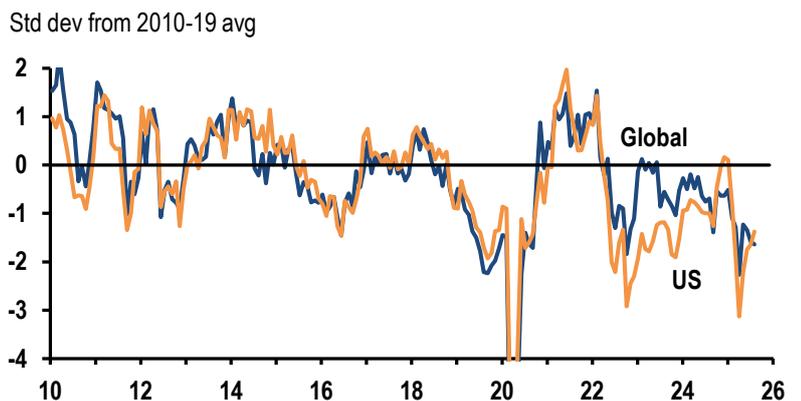
Source: Census Bureau, J.P. Morgan

Quelle: JP Morgan Global Economic Research, The odd decouple, 25.09.25

gibt allen Grund zu der Annahme, dass die beobachteten Zollsätze bis zum Ende dieses Jahres stetig steigen werden und sich unserer Schätzung eines weiterhin bleibenden Zollsatzes von 19 Prozent nähern werden. Der Preisdruck auf US-Waren nimmt zu. In den ersten sieben Monaten dieses Jahres sind die Warenpreise des US-Verbraucherpreisindex um 0,4 Prozent gestiegen. Die Weitergabe der Zölle war begrenzt, während die Preise für Autos und Energie gesunken sind. Die Vorteile sinkender Auto- und Energiepreise scheinen jedoch vorbei zu sein, und die aktuellen Indikatoren deuten auf einen erheblichen Aufwärtsdruck auf die Güterpreis-inflation in den kommenden Monaten hin, da sich die Weitergabe der Zölle auf die Preise verstärkt.

US-Konsumausgaben und Arbeitseinkommen

Grafik 4



Source: S&P Global, national sources. J.P. Morgan. Details on request.

Quelle: JP Morgan Global Economic Research, The odd decouple, 25.09.25

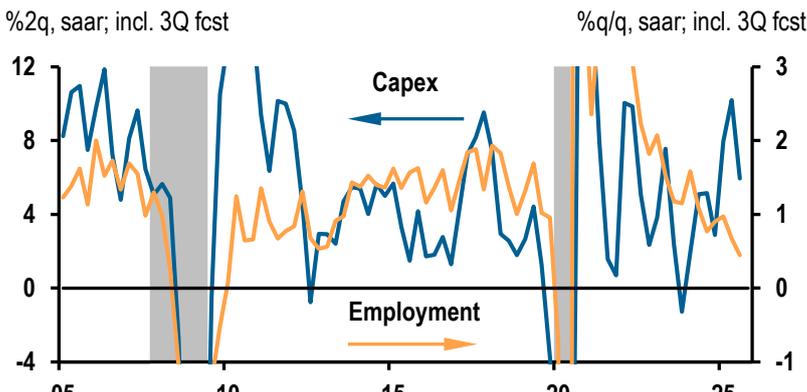


• **Es kommt zu einem Rückgang der realen Kaufkraft.**

Der Anstieg der Inflation in den USA kommt zu einem für die Verbraucher schwierigen Zeitpunkt, da sich die Einstellung neuer Mitarbeiter verlangsamt und das Wachstum der Arbeitseinkommen schwächer wird. Insgesamt wird für die kommenden Monate ein Rückgang der realen Arbeitseinkommen in den USA prognostiziert. Zwar neigen Haushalte dazu, vorübergehende Einkommensschwankungen auszugleichen, doch könnte die Belastung größer ausfallen, da der Schock durch die Zölle dauerhaft ist und die Haushalte zunehmend um ihre Arbeitsplatzsicherheit besorgt sind.

Es wurde erwartet, dass der Handelskrieg die Stimmung in der Wirtschaft insgesamt drücken würde. Dies hat sich bestätigt. Die globalen Indikatoren für die Geschäftserwartungen sind in diesem Jahr gesunken und liegen deutlich unter den Werten des vorherigen Konjunkturzyklus.

**Industrie: Erwartungen weltweit unter der Null-Linie**



Source: National sources, J.P. Morgan. Details on request. Shaded region is US recession bars. Quelle: JP Morgan Global Economic Research, The odd decouple, 25.09.25

stellung von Arbeitskräften. In den Industrieländern hat sich die Einstellung von Arbeitskräften insgesamt abgeschwächt und liegt im dritten Quartal 2025 bei 0,4 Prozent. Abgesehen von den COVID-Lockdowns ist dies das langsamste Tempo seit der frühen Phase der Erholung nach der globalen Finanzkrise. Eine Verlangsamung der Arbeitskräftenachfrage in dieser Größenordnung ist normalerweise ein Warnsignal. Tatsächlich kommt es selten vor, dass die Verlangsamung des Beschäftigungswachstums im privaten Sektor in den USA auf unter 1 Prozent im Jahresvergleich in den zurückliegenden Monaten nicht mit einem weiteren Abgleiten in die Rezession einhergeht. Diese Einschätzung des steigenden Rezessionsrisikos wurde von Fed-Chef Jerome Powell auf der FOMC-Sitzung Mitte September als Grund für eine „vorsorgliche“ Lockerung der Geldpolitik wiederholt. Die Ausgaben für Unternehmensausstattung sind volatil, und es wäre ein Fehler, einem weltweiten Anstieg der Investitionsausgaben, der bislang weniger als ein Jahr anhält, gleiches Gewicht beizumessen. Es ist jedoch wichtig, die beispiellose Gegenüberstellung einer starken Beschleunigung der Ausgaben und einer deutlichen Abschwächung des Beschäftigungswachstums hervorzuheben. Für diese Gegenüberstellung gibt es in der Weltwirtschaft in den zurückliegenden 25 Jahren keinen Präzedenzfall (Quelle: JP Morgan Global Economic Research, The odd decouple, 25.09.25, S. 4; Titel: Anlageinvestitionen und Beschäftigung global ohne China). In den USA ist diese Gegenüberstellung in mehr als 60 Jahren Geschichte nicht zu beobachten.

Grafik 5

**Werfen wir parallel den Blick einmal auf das direkte Marktgeschehen:** Die „US-Community“ ist gerade sehr stark auf weitere Kursanstiege ausgerichtet, die Put-Call

Ratios sind wieder auf dem Tiefstand mehrerer Monate, aber wenn man sich Stimmungsindikatoren wie den AAIIBULL & BEAR Index oder den CNN Greed & Fear Index ansieht, ist es bemerkenswert, wie neutral diese immer noch sind. Daher gibt es noch keine wirklichen Anzeichen für Überschwang oder Euphorie. Das könnte noch bis zum Jahresende stützen. Es hat uns und viele andere Marktteilnehmer doch überrascht, dass es in den vergangenen Wochen zu keiner bemerkenswerten Korrektur gekommen ist.

Die europäischen Märkte verzeichneten zuletzt einen deutlichen Aufwärtstrend, der auf eine Kursexplosion bei Gesundheitsaktien zurückzuführen war. Der EuroStoxx 50 Index schloss genau auf seinem Allzeithoch vom März bei 5.570 Punkten, ebenso wie der Stoxx 600, der bei 565 Punkten lag. Das sind bekanntermaßen die vorherigen Höchststände vom März. Es wäre nun durchaus normal, einen



Rückgang oder eine Pause auf solch bedeutenden Niveaus zu erwarten, da diese eine natürliche Barriere und einen Widerstand darstellen. Dementsprechend sollte es nicht allzu überraschend sein, wenn die europäischen Indizes im Oktober eine Verschnaufpause einlegen und einige ihrer jüngsten Gewinne verdauen. Was diese Konstellation diesmal jedoch ganz anders macht, ist die Tatsache, dass keiner der Indizes bisher Anzeichen einer Erschöpfung des Aufwärtstrends zeigt oder sich im überkauften Bereich des RSI oder MACD befindet. Das allein spricht für eine Fortsetzung des Wegs, sobald diese Niveaus überwunden sind. Denn wenn sie überwunden sind, werden diese wichtigen Widerstände zu Unterstützungen für die Zukunft. Auch wenn wir in letzter Zeit zu vorsichtig waren, müssen wir die Kursentwicklung akzeptieren und respektieren. Wir würden daher erwarten, dass etwaige Rückgänge von diesen wichtigen Widerständen nur geringfügig ausfallen und dann mit weiteren Aufwärtsbewegungen rechnen, bis wir neue Erschöpfungssignale erhalten, die jedoch noch in weiter Ferne liegen. So sieht es mit Abstrichen auch die Investmentbank JP Morgan für die Eurozone.

Der Index, der in Europa nach wie vor das größte Aufholpotenzial hat, ist weiterhin der DAX. Er hat kürzlich seinen letzten Abwärtstrend nach oben durchbrochen und zeigt selbst an seiner 50-Tage-Linie, die gestern entschieden durchbrochen wurde, keine Anzeichen einer Verlangsamung. Auch hier hätten wir erwartet, dass der Index zumindest eine Pause einlegt, aber das ist bislang noch nicht geschehen. Was jedoch die anderen europäischen Benchmarks angeht, gibt es keinerlei Verkaufssignale. Wir könnten hier und da eine kleine Pause erleben, um die jüngsten Gewinne zu verdauen. Aber vorerst müssen wir davon ausgehen, dass sich der Aufwärtstrend durchsetzen und die deutsche Benchmark sich weiter nach oben arbeiten wird, bis sie eine neue Erschöpfungszählung erreicht, die noch ziemlich weit entfernt ist. Das könnte auch für die Indices der zweiten Reihe, den MDAX oder Stoxx 200 Midcap - nicht zu vergessen den österreichischen ATX - gelten.

## JP Morgan prognostiziert bis Jahresende höhere Kurse für den Euroraum

Grafik 6

Equities	Current	Dec-25
S&P 500	6605	6000
MSCI Eurozone	330	345
FTSE 100	9274	9000
TOPIX	3187	3000
MSCI EM (\$)	1344	1250
MSCI China	89	80
MSCI Korea	1073	950
MSCI Taiwan	1103	910
MSCI India	2940	3100
Brazil (Ibovespa)	145306	145000
Mexico (MEXBOL)	61945	60000
MSCI Saudi Arabia	799	1333

Quelle: JPM Morgan, The JP Morgan View, 26.09.25

Die asiatischen Märkte, auf die wir über den Sommer hinweggesetzt hatten, haben die Erwartungen übertroffen. Die nächsten Verkaufssignale sind einfach zu nah, um sich weiter zu begeistern. Die Positionierung der Marktteilnehmer in chinesischen A-Aktien ist mit einer fast vierfachen Standardabweichung extrem hoch.<sup>1</sup>

Herzliche Grüße  
Ihr

P.S. Unser globaler Flaggschiff-Fonds Leonardo UI erhielt im September eine seltene Auszeichnung – er wurde unter 1.758 Fonds von der Wirtschaftswoche zum besten nachhaltigen Fonds 2025 gekürt! (Ausgabe 37/2025, Titel: Hellgrüne Überflieger)

<sup>1</sup> „Vierfache Standardabweichung“ bezieht sich auf einen Bereich von vier Standardabweichungen (oft als 4σ geschrieben) über und unter dem Mittelwert eines Datensatzes. Während die Regel besagt, dass ungefähr 68 Prozent der Daten innerhalb einer Standardabweichung, 95 Prozent innerhalb von zwei und 99,7 Prozent innerhalb von drei Standardabweichungen liegen, werden im Bereich von vier Standardabweichungen etwa 99,9937 Prozent der Daten einer normalverteilten Population liegen. Kurz: so stark vertreten in den Portfolios waren also chinesische A-Aktien sozusagen noch nie. Eine noch höhere Allokation wird damit denkbar unwahrscheinlich, ein Abbau umso mehr.



# Saisonalität liefert Unterstützung

Statistisch gesehen sind August und September die beiden schwächsten Börsenmonate. Das gilt zumindest für den DAX. Das vierte Quartal gilt dagegen als der beste Drei-Monats-Zeitraum. Das lässt sich auch fundamental erklären. Zum einen sind dann so ziemlich alle Marktteilnehmer wieder aus den Sommerferien zurück. Außerdem nutzen institutionelle Anleger die letzten Monate des Jahres für das sogenannte Window-Dressing. Das heißt, sie kaufen die Werte, die in den ersten neun Monaten besonders gut gelaufen sind, um ihren Kunden zu zeigen, „dass sie mit dabei waren“. Schließlich investieren Anleger zum Teil ihr Weihnachtsgeld oder zum Jahresende ausgezahlte Boni.

Nachdem der DAX am 9. Juli sein bisheriges Allzeithoch erreicht hatte, entwickelte er sich seitdem unter dem Strich nur seitwärts. Allerdings hat er seit Ende September wieder etwas Fahrt aufgenommen. Kurzfristig könnte es also noch ein Stück weiter aufwärtsgehen. Unterstützung könnte dabei sowohl von der Saisonalität als auch von der Geldpolitik kommen. Die Marktteilnehmer schätzen, dass die EZB die Leitzinsen bis Ende des kommenden Jahres weiter senken wird.

Langfristig sind die Börsianer allerdings verschiedenen Risiken ausgesetzt. Der starke Euro belastet europäische und insbesondere deutsche Unternehmen. Rund 80 Prozent der Umsätze erzielen die 40 DAX-Werte im Ausland. Durch die Abwertung der US-Währung verteuern sich ihre Produkte im Dollarraum. Entweder müssen die entsprechenden Unternehmen Gewinneinbußen hinnehmen oder ihre Produkte teurer verkaufen. Gleichzeitig schmälert die Währungsumrechnung in Euro die im Dollarraum erzielten Gewinne. Hinzu kommen jetzt noch die unsäglichen US-Einfuhrzölle und eine sich abschwächende Konjunktur in den Vereinigten Staaten.

Es fehlt seit langem an Marktbreite, was die Börse erfahrungsgemäß anfällig für Korrekturen macht. Schließlich sind sowohl der amerikanische Aktienmarkt, gemessen am S&P 500, als auch der DAX mittlerweile hoch bewertet. Das KGV, das auf den Gewinnerwartungen für die kommenden vier Quartale basiert, liegt rund 20 Prozent über dem Durchschnitt der vergangenen 20 Jahre. Die Kursgewinne seit Anfang 2024 gehen daher fast ausschließlich auf eine Ausweitung der Bewertungen zurück. Langfristig kehren Aktien jedoch erfahrungsgemäß immer wieder zu ihren durchschnittlichen KGV-Bewertungen zurück.

Und die Erfahrung lehrt noch etwas. Meistens gibt die Wall Street den Takt vor. Eine Abkopplung der europäischen und deutschen Aktienmärkte von den US-Börsen ist eher selten. Die Outperformance in den ersten Monaten des Jahres hatte somit Seltenheitswert. Nach wie vor spielt die Musik an der New York Stock Exchange.

## Shutdown sorgt für Unsicherheit

In den USA konnten sich die regierenden Republikaner und die oppositionellen Demokraten bislang nicht auf einen neuen Staatshaushalt und eine Anhebung der Schuldengrenze einigen. Dadurch darf die Regierung vorerst kein Geld mehr für Dinge ausgeben, die nicht unbedingt für das Funktionieren des Staates notwendig sind. Die Folge war Ende September ein Shutdown: US-Präsident Donald Trump schickte rund 750.000 Staatsangestellte in den unbezahlten Urlaub und schloss eine Reihe von Behörden. Wie viele Angestellte nach dem Ende des Shutdowns wieder an ihren Arbeitsplatz zurückkehren, ist bislang offen. Es werden aber sicherlich nicht alle 750.000 sein. Unabhängig davon verloren Anfang Oktober bereits 150.000 Staatsbedienstete ihren Job. Das war noch eine Folge der Stellenstreichungen von Elon Musk.

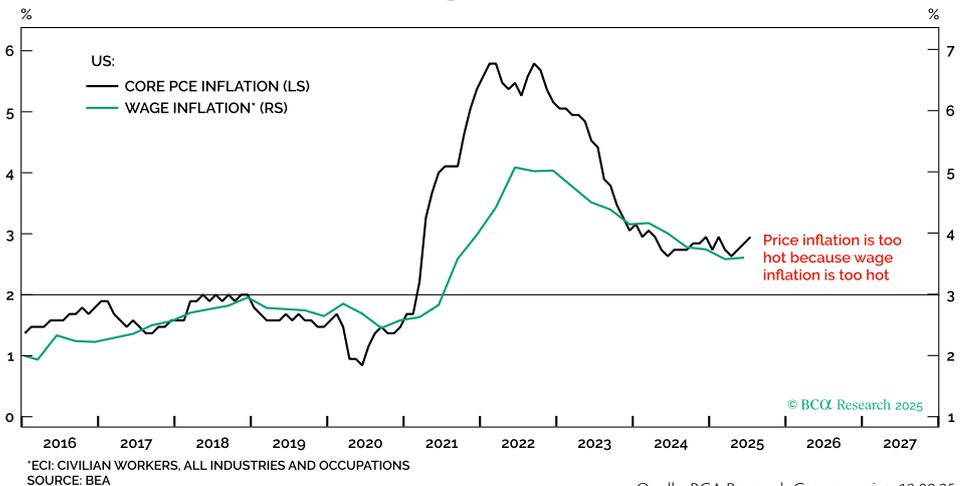
Wann es in Washington zu einer Einigung kommt, ist unklar. Dafür wären im Senat 60 der 100 Stimmen notwendig. Die Republikaner verfügen jedoch nur über 53 Stimmen. Die Demokraten fordern, dass wieder Zuschüsse für Geringverdiener in die Krankenversicherung Medicaid fließen. Diese hatte Trump mit seinem Haushaltsgesetz One Big Beautiful Bill Act (OBBBA) gestrichen und stattdessen Steuererleichterungen für Vermögende und Besserverdiener erlassen. In der Bevölkerung stoßen die Forderungen der Demokraten überwiegend auf Zustimmung. Bei einem Kompromiss wird Trump kaum um Zugeständnisse an die Demokraten herkommen.

Der Shutdown sorgt nicht nur unter den Staatsangestellten, sondern irgendwann auch unter den Anlegern für Verunsicherung. Er könnte die Erhebung volkswirtschaftlicher Daten erschweren, verzögern oder im schlimmsten Fall verhindern. Die amerikanische Notenbank Fed betont jedoch immer wieder, eine datenbasierte Geldpolitik zu verfolgen. Jetzt könnte es passieren, dass sie auf Sicht fahren muss. Pikanterweise fand der bislang letzte Shutdown über den Jahreswechsel 2018/2019 statt. Auch damals hieß der US-Präsident Donald Trump. Mit einer Dauer von 34 Tagen war es der bis dahin längste Shutdown und verringerte das Bruttoinlandsprodukt damals



### Inflation der Verbraucherpreise versus Lohninflation in den USA

Grafik 7



Quelle: BCA Research Counterpoint, 18.09.25

schätzungsweise um 11 Milliarden Dollar. Zuletzt waren wieder einmal amerikanische Staatsanleihen gefragt. Die Rendite zehnjähriger US-Treasuries sank in Richtung 4 Prozent.

### Fed knickt ein

Noch vor dem Shutdown hat sich die Fed dem Druck des US-Präsidenten gebeugt und seit Dezember 2024 das erste Mal die Leitzinsen um 0,25 Prozentpunkte gesenkt – und das, obwohl die Inflation im August mit 2,9 Prozent auf den höchsten Stand seit Januar gestiegen ist. Ein wesentlicher Treiber für die steigenden Verbraucherpreise sind die gestiegenen Löhne. Das ist auch eine Folge davon, dass die USA 1,4 Millionen illegale Immigranten abgeschoben haben, die überwiegend in Billig-Lohn-Segmenten wie in der Landwirtschaft oder als Haushaltshilfen gearbeitet haben.

Die Terminmärkte signalisieren jedenfalls mit einer Wahrscheinlichkeit von mehr als 80 Prozent, dass die Fed in diesem Jahr noch zwei weitere kleine Zinsschritte vornimmt. Damit priorisiert die Notenbank offenbar das Ziel der Vollbeschäftigung und vernachlässigt die Bekämpfung der Inflation.

In den USA sind im August außerhalb der Landwirtschaft nur 22.000 neue Stellen entstanden. Die von der Nachrichtenagentur Reuters regelmäßig befragten Volkswirte hatten hingegen mit 75.000 neuen Jobs gerechnet. Nach einer Faustregel benötigen die Vereinigten Staaten

100.000 neue Stellen pro Monat, um für Vollbeschäftigung zu sorgen. Wenn Menschen ihren Arbeitsplatz verlieren oder um ihn fürchten, schnallen sie den Gürtel enger. Was das für eine Volkswirtschaft bedeutet, die wie die US-amerikanische zu rund 70 Prozent auf dem Konsum basiert, liegt auf der Hand. Allerdings stieg die Arbeitslosenquote zuletzt nur leicht auf 4,3 Prozent. Zum ersten Mal seit 2021 sank die Zahl der offenen Stellen in den USA jedoch unter die Zahl der Arbeitslosen.

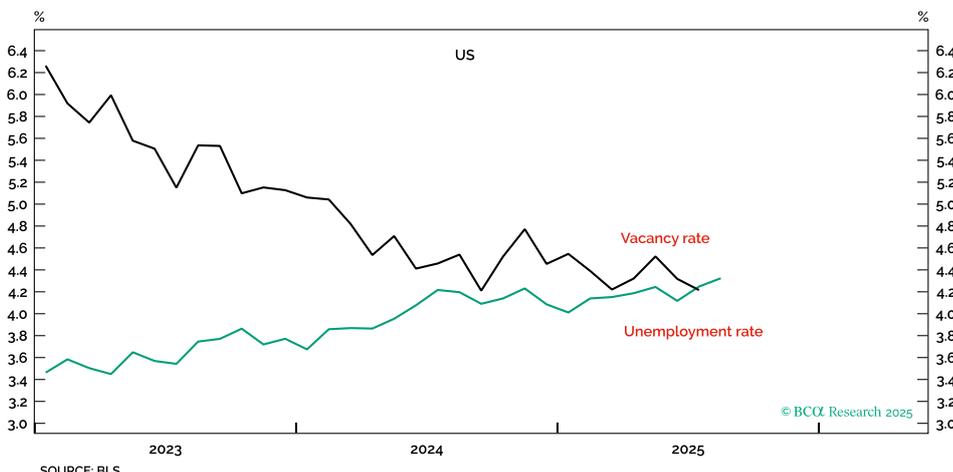
Bereits vor der Zinsentscheidung baute Trump seinen Einfluss auf die Fed aus. Der Senat wählte Stephen Miran mit knapper

Mehrheit zu einem der insgesamt sieben Fed-Gouverneure. Er folgte auf Adriana Kugler, die überraschend und ohne Angabe von Gründen zurückgetreten war. Miran war bis dahin Vorsitzender des wirtschaftspolitischen Beraterstabs des Weißen Hauses und steht für eine lockere Geldpolitik.

In den USA herrscht beim Thema Künstliche Intelligenz (KI) nach wie vor Euphorie. Die großen Tech-Konzerne investieren Dutzende Milliarden in neue Rechenzentren. Den Vogel schoss zuletzt Nvidia ab. Der weltweit führende Hersteller von KI-Hochleistungschips kündigte an, mit bis zu 100 Milliarden Dollar beim ChatGPT-Entwickler OpenAI einzusteigen. Dieser KI-Boom ist dem amerikanischen Arbeitsmarkt jedoch nicht zuträglich. Bildlich ausgedrückt verschlingt die US-Wirtschaft Maschinen, aber keine Arbeitskräfte.

### Offene Stellen und Arbeitslosenquote in den USA in Prozent

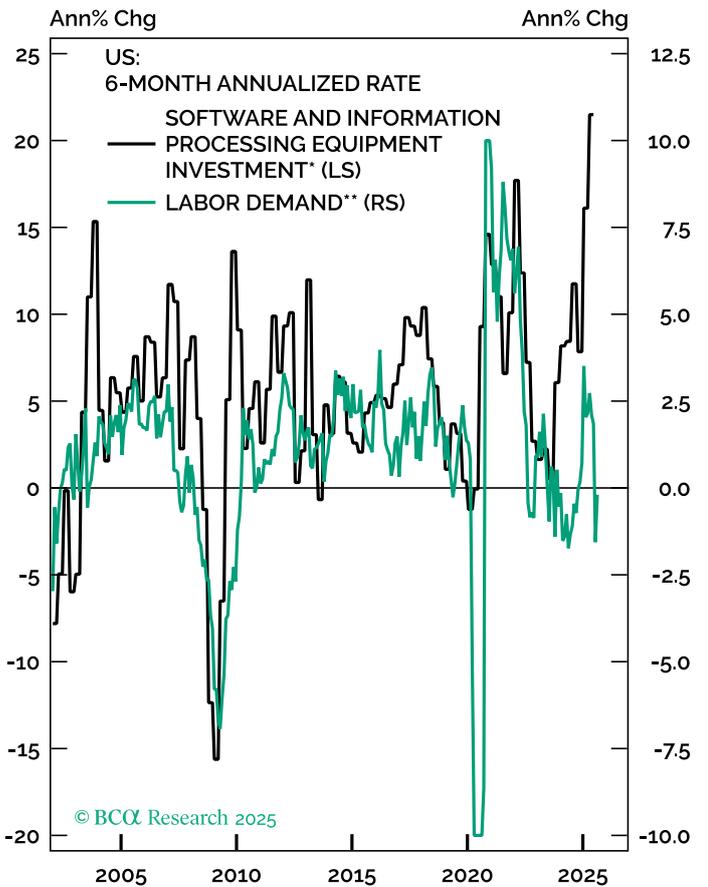
Grafik 8



Quelle: BCA Research Counterpoint, 11.09.25



### Mehr Maschinen, weniger Arbeitnehmer



Grafik 9

\* SOURCE: BEA.  
 \*\* NOTE: SUM OF EMPLOYMENT AND JOB OPENINGS.  
 SHOWN TRUNCATED FOR PRESENTATION PURPOSES.  
 SOURCE: BLS.

Quelle: BCA Research, Quarterly TAA, 01.10.25

KI könnte in Zukunft Tausende von Arbeitnehmern ersetzen und freisetzen. Diese Entwicklungen erklären auch, warum die Finanzmärkte von der Fed weitere Zinssenkungen erwarten.

### Maschinen verdrängen Arbeitskräfte

Zwar hat der Boom bei den Investitionen in KI spürbare Auswirkungen auf die US-Wirtschaft. Diese sind jedoch bislang weniger ausgeprägt als oft behauptet wird. Der aktuelle Investitionsboom der Hyperscaler – also der großen Cloudanbieter wie die Amazon-Tochter AWS, Microsoft und die Alphabet-Tochter Google – erinnert an den Ausbau der Telekommunikationsinfrastruktur während der Dot-com-Ära.

Die direkten Auswirkungen von KI-Investitionen in Ausrüstung auf das BIP-Wachstum scheinen jedoch weniger stark auszufallen als während des Technologiebooms in den 1990er Jahren. Der Fokus liegt derzeit stark auf Rechenzentren, doch aktuelle Makrodaten deuten darauf hin, dass auch die Rolle von Software im aktuellen In-

vestitionszyklus zunehmen könnte. Bislang gibt es jedoch noch keine eindeutigen Anzeichen für eine nennenswerte Beschleunigung des gesamtwirtschaftlichen Produktivitätswachstums der USA.

### Zölle mit wenigen negativen Auswirkungen

Auch die US-Einfuhrzölle wirken sich bislang weniger stark auf die amerikanische Wirtschaft aus als von vielen Marktteilnehmern angenommen. So ist die US-Wirtschaft im zweiten Quartal aufs Jahr hochgerechnet um 3,8 Prozent gewachsen und hat damit die Erwartungen vieler Ökonomen übertroffen. Als Wachstumstreiber erwies sich der Außenhandel. In den ersten drei Monaten hatten die amerikanischen Konsumenten den Kauf aus dem Ausland eingeführter Produkte noch vorgezogen, da sie die US-Einfuhrzölle erwarteten. Jetzt brachen die Importe ein. Das BIP errechnet sich aus der Summe des privaten Konsums, der Investitionen, der Staatsausgaben und der Exporte abzüglich der Importe, da sie nicht im Inland produziert werden. Sinken sie, steigt das BIP.

Allerdings dürfte sich das Wirtschaftswachstum kaum in diesem Tempo fortsetzen. Ein Großteil der Einfuhrzölle gilt schließlich erst seit Anfang August. Der Konsum ist im zweiten Quartal nur um 1,4 Prozent gestiegen. Wenn jetzt die Strafzölle ihre volle Wirkung entfalten, dürfte dies die Stimmung der amerikanischen Verbraucherinnen und Verbraucher signifikant belasten. Denn viele ausländische Exporteure werden die Preise ihrer Waren in den USA anheben müssen, da sie sonst keine Gewinne erzielen können. Da die US-Wirtschaft jedoch zu rund 70 Prozent auf Dienstleistungen basiert und viele Güter gar nicht mehr selbst produziert, sind die Amerikaner auf ausländische Waren angewiesen. Aber auch Firmen, die in den USA produzieren, dürften ihre Preise erhöhen, wenn ausländische Konkurrenten ihre Waren verteuern müssen. Denn sie werden kaum auf höhere Gewinnmargen verzichten.

Und Trump gibt beim Thema Zölle keine Ruhe. Zuletzt verhängte er Einfuhrgebühren für Pharmaprodukte aus dem Ausland in Höhe von 100 Prozent. Ausgenommen davon sind die Hersteller aus der EU. Für sie gilt weiterhin der Pauschalzoll von 15 Prozent. Ebenfalls ausgenommen sind Unternehmen, die den Baubeginn für eine Produktion in den USA bereits festgelegt haben oder mit dem Bau schon begonnen haben. Zu berücksichtigen ist allerdings, dass Vorprodukte, wie beispielsweise Blutplasma, häufig aus Indien stammen und bei der Einfuhr in die USA mit 50 Prozent verzollt werden.

Bislang ist gar nicht klar, ob die von Trump verhängten Zölle Bestand haben. Ein Berufungsgericht erklärte das Gros von ihnen für illegal. Jetzt muss der Oberste Gerichtshof entscheiden. Sollte dieser gegen Trump votieren, würde die Staatsverschuldung der USA zusätzlich



steigen. Finanzminister Scott Bessent rechnet pro Jahr mit Zollein- nahmen von 500 Milliarden Dollar.

### Stagflation nicht wahrscheinlich, jedoch möglich

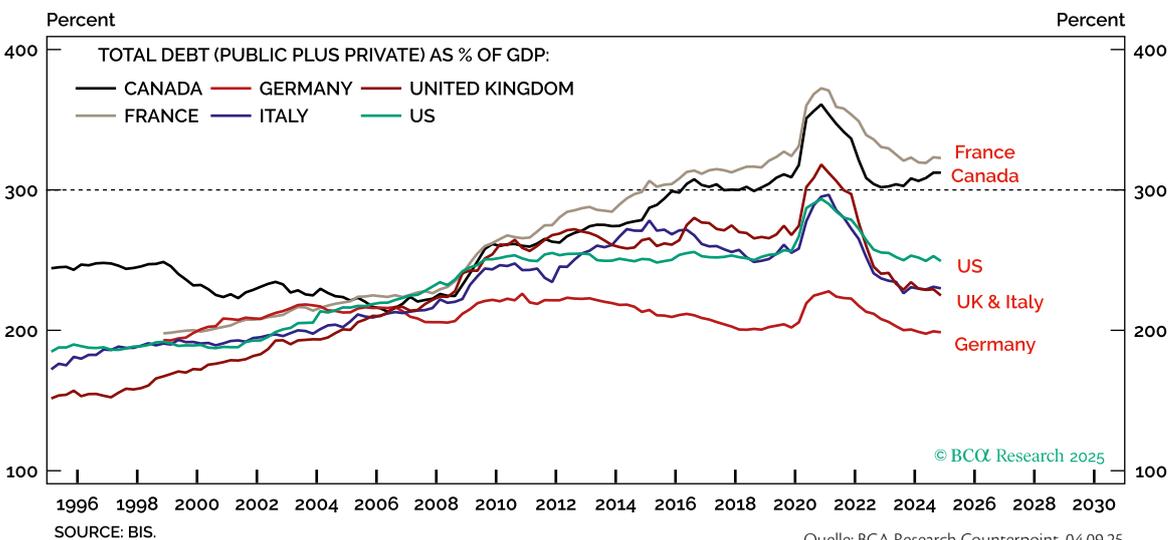
Im schlimmsten Fall droht den USA eine Stagflation, also eine Phase einer schrumpfenden Wirtschaft bei gleichzeitig steigenden Preisen. Die Fed dürfte dies jedoch verhindern, indem sie die Konjunktur mit weiteren Zinssenkungen unterstützt und dafür einen höheren Preis- anstieg in Kauf nimmt. Vor diesem Hintergrund ist ein Szenario wahrscheinlicher, in dem sich das Wirtschaftswachstum abkühlt und die Inflation auf einem höheren Niveau verharrt. Ob die Unter- nehmen dann ihre Gewinne wie im bisherigen Tempo weiter stei-

markt kurzfristig. Bereits im bisherigen Jahresverlauf ist die Börse in Paris schlechter als die meisten anderen europäischen Aktienmärkte gelaufen. Langfristig bestehen jedoch bei den überverkauften Sekto- ren Luxusgütern und Kosmetika durchaus Investmentchancen. Posi- tiv überrascht haben dagegen Spanien und Italien.

Ein Jahr nach Veröffentlichung der Empfehlungen von Mario Draghi macht die EU nur langsame Fortschritte bei deren Umsetzung. Die vorgeschlagenen Maßnahmen sollen die Wettbewerbsfähigkeit Europas wiederherstellen. Der mangelnde Fortschritt ist eher auf den Widerstand verschiedener europäischer Hauptstädte und die fehlende Finanzierung zurückzuführen als auf mangelnden Ehrgeiz. Bislang wurden erst elf Prozent der insgesamt 383 Empfehlungen

### Frankreich hat nach Japan die höchste Gesamtverschuldungsquote unter den G7-Ländern

Grafik 10



gern könnten, ist fraglich. Langfristig gesehen verschlechtern sich die Rahmenbedingungen für die Wall Street. Allerdings neigen Börsianer zum Optimismus. Sie könnten die Zinssenkungen höher gewichten als die sich abkühlende Konjunktur.

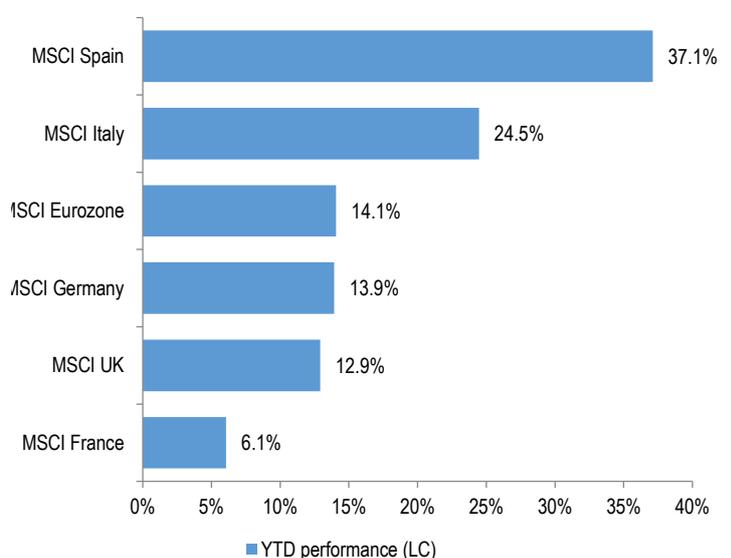
### Frankreich wackelt

In Europa bereitet derzeit vor allem Frankreich Sorgen. Der Staat ist mit 114 Prozent des BIP hoch verschuldet und benötigt dringend eine politische Lösung, um seine untragbare Verschuldung in den Griff zu bekommen. Die Gesamtverschuldung liegt sogar bei mehr als 300 Prozent des BIPs und damit so hoch wie in keinem anderen G7-Staat, außer Japan.

Gleichzeitig herrschen politische Blockaden und Reformunfähigkeit. Die Ratingagentur Fitch stufte im September die Bonitätsnote Frankreichs bereits von A+ auf AA- herab, blieb aber bei einem sta- bilen Ausblick. Dieser Potpourri belastete den französischen Aktien-

### MSCI Frankreich abgeschlagen

Grafik 11





### Umsetzung der von Draghi vorgeschlagenen Maßnahmen

Grafik 12

SECTORS	IMPLEMENTED	PARTIALLY IMPLEMENTED	IN PROGRESS	NOT IMPLEMENTED	# OF MEASURES
Automotive	0%	45.8%	25.0%	29.2%	24
Clean tech	2.6%	30.8%	41.0%	25.6%	39
CRM	33.3%	3.5%	36.8%	26.3%	57
Defense	0.0%	35.7%	35.7%	28.6%	14
Digitalisation & tech	10.6%	12.8%	53.2%	23.4%	47
Energy	0.0%	15.7%	66.3%	18.1%	83
EII's	16.7%	23.8%	38.1%	21.4%	42
Pharma	0.0%	27.8%	55.6%	16.7%	18
Space	0%	27.8%	44.4%	27.8%	18
Transport	26.80%	19.5%	34.1%	19.5%	41
TOTAL	11.20%	20.10%	46%	22.70%	383

SOURCE: EUROPEAN POLICY INNOVATION COUNCIL

Quelle: BCA Research, EIS, 22.09.25

Draghis vollständig umgesetzt, weitere 20 Prozent zeigen zumindest kleinere Fortschritte. Vor allem in den Bereichen Automobil, Verteidigung, Energie sowie Pharma und Raumfahrt geht es nur schleppend voran.

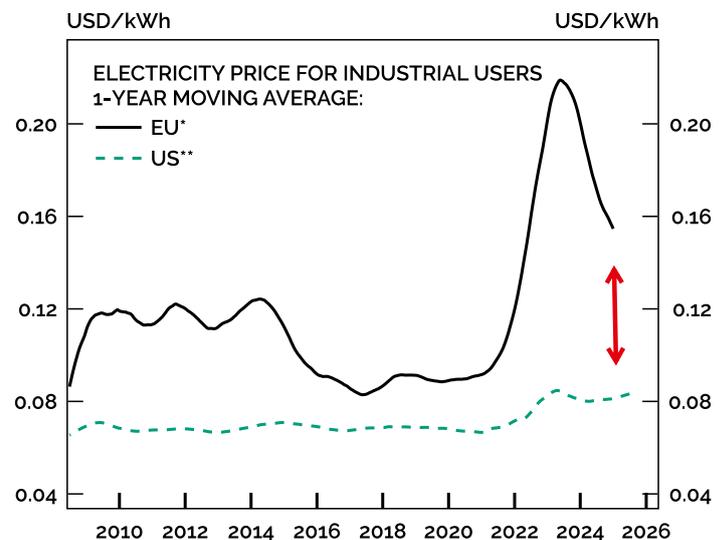
Vor gut einem Jahr hat der ehemalige Ministerpräsident Italiens und Präsident der EZB eine umfassende Analyse der Herausforderungen und Chancen erstellt, mit denen die EU konfrontiert ist. Der sogenannte Draghi-Bericht enthält auch strategische Ansätze zur Förderung von Wachstum und Stabilität. Zudem enthält er viele, teils sehr konkrete Maßnahmenvorschläge. Doch nicht nur Länder wie Deutschland und Frankreich tun sich mit Reformen und Entbürokratisierung schwer. Das bremst das Wirtschaftswachstum.

### EZB im Niemandsland

Die Erwartung der Börsianer, dass die EZB die Leitzinsen bis Ende 2026 massiv senken wird, könnte sich als zu optimistisch erweisen. Denn zumindest in Deutschland ist die Inflation im August und September wieder leicht gestiegen – zuletzt auf 2,4 Prozent. Vor allem Lebensmittel, aber auch Reisen und Restaurantbesuche haben sich spürbar verteuert. Die Kerninflation, bei der die schwankungsanfälligen Preise für Lebensmittel und Energie nicht berücksichtigt werden, lag im September sogar bei 2,8 Prozent und damit deutlich über dem EZB-Ziel von zwei Prozent. Die Energiepreise sind in der EU zuletzt wieder deutlich gesunken, notieren aber immer noch mit weitem Abstand über denen in den USA.

### Elektrizitätspreis im Vergleich

Grafik 13



Quelle: BCA Research, EIS, 22.09.25

### Industrie-Energiepreise EU versus USA

Allerdings steigen die Preise in der Eurozone insgesamt etwas weniger stark als in der größten Volkswirtschaft Europas. Doch auch dort hat die Inflation im September von zwei auf 2,2 Prozent zugelegt. EZB-Präsidentin Christine Lagarde ließ die Finanzmärkte hinsichtlich der künftigen Geldpolitik im Ungewissen und sagte: „Wir können uns nicht auf einen künftigen Zinspfad festlegen, sei es durch Handeln oder Nichthandeln.“



Eine schwache Konjunktur in der Eurozone, ein angeschlagener Absatzmarkt in China und die unsäglichen Einfuhrzölle der USA – das Umfeld für europäische Unternehmen sah schon einmal besser aus. Ihre Gewinne steigen bereits seit geraumer Zeit kaum noch. Vielmehr kündigt ein Unternehmen nach dem anderen den Abbau von Arbeitsplätzen in großem Umfang an.

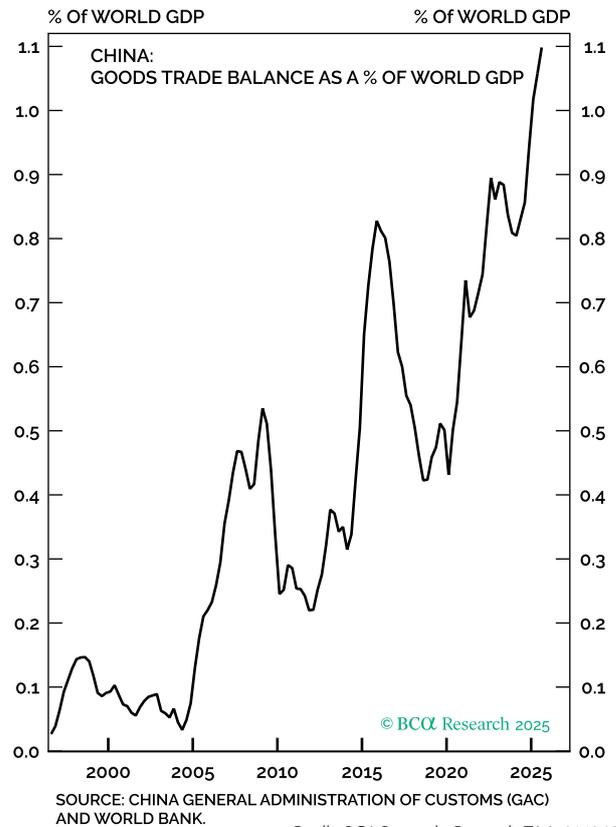
### Peking hält an Wachstumsziel fest

Die chinesische Wirtschaft soll in diesem Jahr weiterhin um fünf Prozent wachsen. Dieses Ziel könnte sich jedoch als zu ambitioniert erweisen. Denn sowohl die Industrieproduktion als auch die Konsumausgaben fielen zuletzt schwächer als erwartet aus. Zumindest gibt es erste Anzeichen einer Stabilisierung des angeschlagenen Immobilienmarktes. Und die Exporte laufen auf Hochtouren. Daran ändern auch die Einfuhrzölle der USA kaum etwas. China hat längst einen Teil seiner Ausfuhren, die früher in die USA gingen, in Länder in Asien und Europa umgeleitet. Die Exporte in die Vereinigten Staaten haben am chinesischen BIP nur noch einen Anteil von rund drei Prozent.

Gemessen am Hang Seng zählt die Börse in Hongkong mit einem Plus von rund 35 Prozent seit Jahresanfang bislang zu den besten Aktienmärkten weltweit.

Grafik 14

### Anteil chinesischer Exporte am weltweiten BIP



### Zinsprognosen 2025/26 nach Quartalen

Grafik 15

Rates	Current	Dec-25	Mar-26	Jun-26	Sep-26
US (SOFR)	4.18	3.65	3.40	3.40	3.40
10-year yields	4.16	4.20	4.15	4.30	4.30
Euro area (depo)	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75
10-year yields	2.74	2.50	2.55	2.60	2.65
Italy-Germany 10Y (bp)	84	90	100	100	100
Spain-Germany 10Y (bp)	57	55	55	55	55
United Kingdom (bank rate)	4.00	4.00	3.75	3.50	3.50
10-year yields	4.73	4.55	4.55	4.60	4.75
Japan (call rate)	0.50	0.75	0.75	1.00	1.00
10-year yields	1.66	1.65	1.75	1.80	1.80
EM Local (GBI-EM yield)	5.89	5.66			

Quelle: JP Morgan, The JP Morgan View, 26.09.25



## JP Morgan zum weiteren Ausblick

Die Kursziele von JP Morgan für die verschiedenen Aktienmärkte haben wir ja bereits in der Einleitung erwähnt. Kurz zusammengefasst: Die Analysten sehen nicht mehr viel Luft nach oben.

Bei den Zinsen erwarten die Banker ein leichtes Nachgeben in Großbritannien und einen Anstieg in Japan. Ihrer Prognose zufolge dürften sich die Zinsen in den USA auf einem hohen Niveau weitgehend seitwärts entwickeln.

Bei den verschiedenen Branchen rät JP Morgan in den USA weiterhin dazu, Aktien in den Bereichen Rohstoffe, Technologie, Telekommunikation und Versorger überzugewichten. In Europa sind zu den Bereichen Rohstoffe, Healthcare und Immobilien noch die Kommunikations-Services, also die Telekom-Gesellschaften hinzugekommen, bei denen sich die Investmentbanker für ein Übergewichten aussprechen. Und in Japan wurden die Finanzwerte hochgestuft.

Grafik 16

### Über- und Untergewichtungen nach Sektoren weltweit sowie Wertentwicklung seit Jahresanfang

	US		Europe		Japan		EM	
Energy	9%	UW	9%	N	25%	N	10%	UW
Materials	7%	OW	3%	OW	3%	UW	42%	UW
Industrials	15%	N	21%	N	16%	OW	28%	N
Discretionary	5%	N	-4%	UW	8%	N	29%	OW
Staples	4%	N	2%	N	7%	UW	8%	OW
Healthcare	0%	N	-5%	OW	-4%	N	20%	N
Financials	13%	N	32%	N	21%	OW	19%	OW
Technology	20%	OW	5%	N	16%	OW	35%	N
Comm Services	25%	OW	13%	OW	38%	N	45%	N
Utilities	15%	OW	21%	N	24%	N	10%	UW
Real Estate	-2%	N	-8%	OW	5%	N	8%	N
<b>Overall</b>	<b>13.6%</b>		<b>11.4%</b>		<b>14.5%</b>		<b>27%</b>	

Quelle: JP Morgan\_View\_2025-9-26



# Macro Quant: Bei Aktien auf 1 bis 3 Monate wieder positiv.

Das kurzfristige taktische Allokationsmodell unseres kanadischen Partners BCA Research, das auch für unseren Flaggschiff-Fonds, den Mischfonds Leonardo UI, Pate steht, hat für die kommenden drei Monate neuen Mut geschöpft und ist bei Aktien in den neutralen Bereich zurückgekehrt. Für den Oktober empfiehlt MacroQuant eine neutrale Allokation in Aktien. Innerhalb der US-Aktiensektoren bevorzugt das Modell Kommunikationsdienstleistungen und IT. Es ist neutral gegenüber Finanzwerten, zyklischen Konsumgütern und Rohstoffen und hat eine negative Tendenz gegenüber Immobilien, Industrie, Gesundheitswesen, Versorgern, Basiskonsumgütern und Energie.

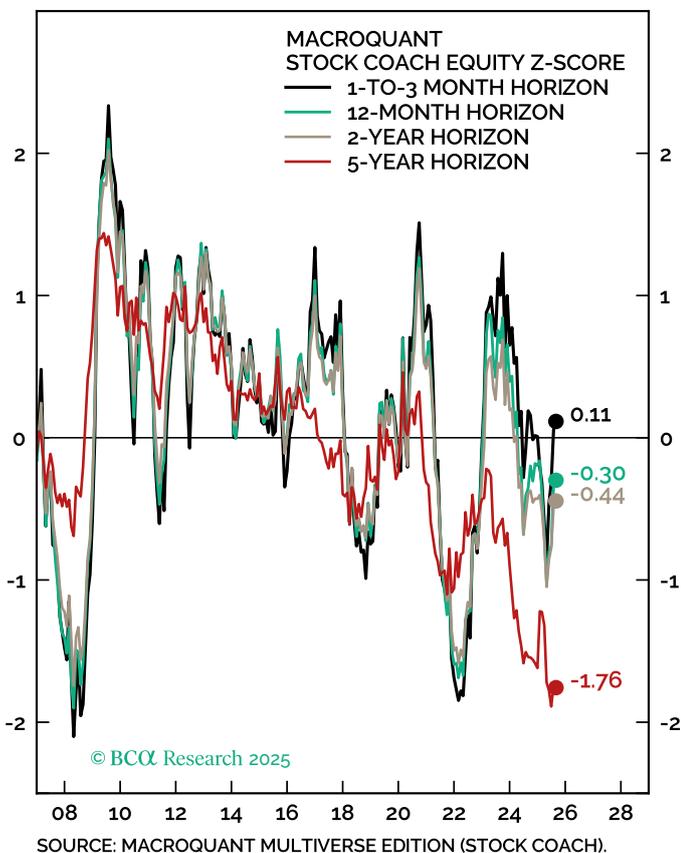
- Über alle Aktienregionen hinweg ist das Modell gegenüber Schwellenländern und den USA Übergewichtet. Es ist neutral gegenüber Japan und empfiehlt eine Untergewichtung von Australien, Kanada, dem Euroraum und Großbritannien.
- Das Modell favorisiert sowohl kurz-, als auch langfristig langlaufende US-Staatsanleihen.
- Das Währungsmodell „Currency Cruncher“ bleibt beim US-Dollar pessimistisch.
- Das Modell bleibt positiv bei Gold und Kupfer, während es gegenüber Öl neutral ist.

Das Macro Quant-Modell war noch Anfang des Jahres, als der Handelskrieg in die heiße Phase ging, auf eine maximal defensive Haltung gegenüber Aktien umgeschwenkt. Jüngste Daten, die auf ein stärkeres Wachstum in den USA, eine Lockerung der geld- und finanzpolitischen Bedingungen und eine unterstützende Marktstimmung hindeuten, haben jedoch dazu geführt, dass die Aktienbewertung für ein 1 bis 3-monatiges Zeitfenster wieder auf neutral gestiegen ist (Equity Z-Score > 0). Dennoch bestehen weiterhin Risiken. Die US-Inflationskomponente des Modells signalisiert Negatives für Aktien.

Interessant sind dabei die einzelnen Komponenten des Modells, die am Ende zu einer positiven Einschätzung für US-Aktien geführt haben. Der aggregierte Aktien-Score liegt bei 60 Prozent und damit nur knapp über dem neutralen Wert von 50 Prozent. Aktieninvestments würden demgemäß leicht überdurchschnittliche Renditen in den nächsten 1 bis 3 Monaten erwirtschaften können. Betrachtet man die einzelnen Komponenten des Modells, so hat sich die Komponente „Wirtschaftsaktivität“ positiv auf die US-Wirtschaft ausgewirkt. Während einige Arbeitsmarktindikatoren – wie die durchschnittliche Wochenarbeitszeit im verarbeitenden Gewerbe, die Beschäftigung im Baugewerbe und die JOLTS-Einstellungsquote – auf potenzielle Abwärtsrisiken hindeuten, deuten die PMI-Indizes für den Dienstleistungssektor und breitere Messgrößen für das Wirtschaftswachstum, darunter die Economic Surprise Indizes, die Konsensprognosen für das BIP-Wachstum und der Beige Book Monitor, auf ein stärkeres Wirtschaftswachstum hin. Die Inflationskomponente ist jedoch auf den 40. Perzentil (von 100) gefallen. Die Einkaufsmanagerindizes für das verarbeitende Gewerbe deuten darauf hin, dass sich die Kluft zwischen Inputkosten und Outputpreisen vor dem Hintergrund einer steigenden Kerninflation des Verbraucher-

## Für Aktien keine positiven Aussichten über den Jahreswechsel hinaus

Grafik 17

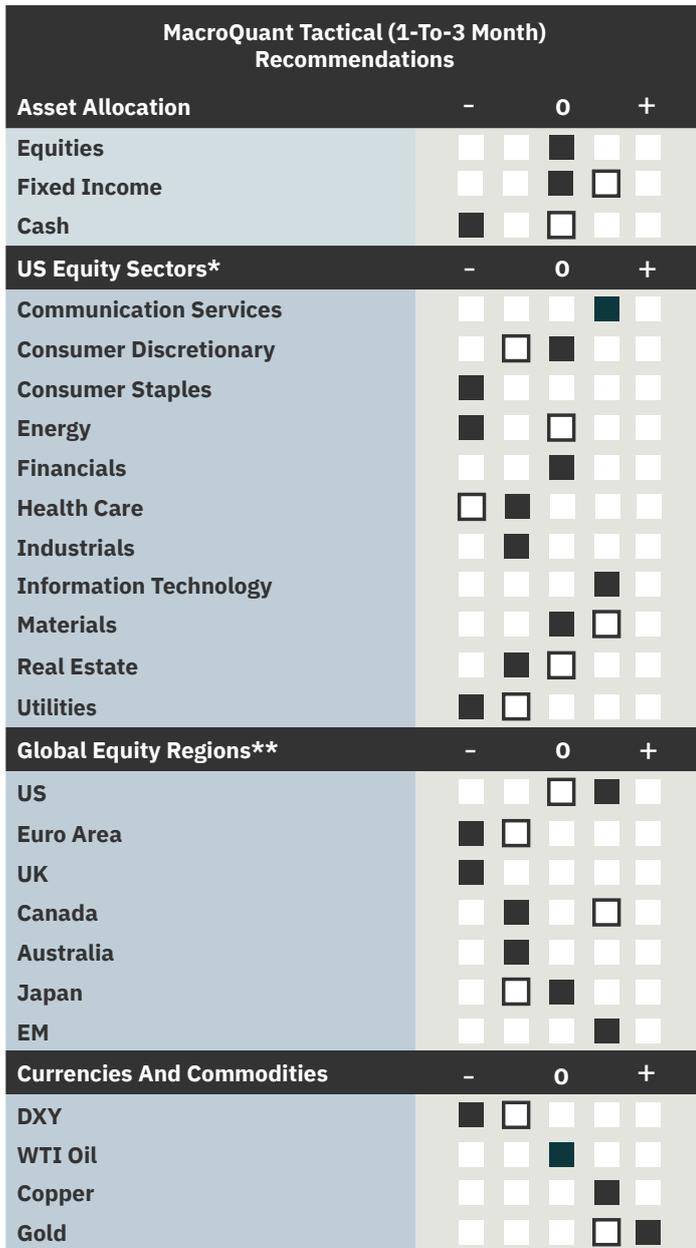


Quelle: BCA Research Macro Quant Monthly, 30.09.25



**Tactical Asset Allocation 1-3 Monate**

Grafik 18



LEGEND:

- - CURRENT
- - PREVIOUS

- 1 (MOST LEFT) - STRONG SELL
- 2 - SELL
- 3 - NEUTRAL
- 4 - BUY
- 5 (MOST RIGHT) - STRONG BUY

- \* RELATIVE TO S&P 500 BENCHMARK SECTOR WEIGHTS.
- \*\* RELATIVE TO MARKET-CAPITALIZATION WEIGHTED AGGREGATE OF THE US, EURO AREA, UK, CANADA, AUSTRALIA, JAPAN, AND EM.

Quelle: BCA Research Macro Quant Monthly, 30.09.25

preisindex vergrößert. Diese Dynamik lässt vermuten, dass die Inflation zunehmend auf Aktien lasten könnte. Der Stimmungindex hat sich deutlich verbessert und ist auf den 81. Perzentil (von 100) gestiegen. Diese Verschiebung spiegelt sich auch im Modell wider, das darauf hindeutet, dass gerade die Stimmung für Aktien positiv ist. Es warnt jedoch davor, dass der Stimmungindex bereits hoch ist und höhere Werte auf eine überhitzte Lage hindeuten könnten. Die Komponente „monetäre und finanziellen Bedingungen“ bleibt für Aktien ebenfalls noch konstruktiv. Wie bereits im August sind es sinkende Renditen von Unternehmensanleihen und sich verringende Risikoprämien bei Hochzinsanleihen, die stützen.

Die Bewertungen hingegen stellen nach wie vor ein Hemmnis dar. Das Modell schätzt, dass der S&P 500 2,7 Standardabweichungen über seinem langfristigen fairen Wert gehandelt wird. Seit 1962 waren Aktien nur in 1 Prozent der Fälle so hoch bewertet. Folglich geht das Modell von einem pessimistischeren Ausblick über längere Zeiträume aus. So liegen die Equity Z-Scores für 12, 24 und 60 Monate in fallendem Ausmaß unter der Null-Linie.

Über alle **Regionen** hinweg ist das Modell gegenüber Schwellenländern und den USA Übergewichtet. Gegenüber Japan bleibt es neutral und empfiehlt eine Untergewichtung von Australien, Kanada, dem Euroraum und Großbritannien. Hier kam es zu wesentlichen Abweichungen in Bezug auf die ebenfalls von BCA Research herausgegebene strategische Asset Allocation, wo Japan und Euroraum Übergewichtet werden.

Im Bereich festverzinslicher Wertpapiere hat sich das Modell gegenüber der Duration von US-Anleihen positiv entwickelt, was hauptsächlich auf eine günstigere Kombination technischer Faktoren zurückzuführen ist. Das Modell verharrt in seiner Skepsis gegenüber dem US-Dollar und sieht weiterhin Aufwärtspotenzial für den Goldpreis.

Das US-Aktiensektor-Modell von MacroQuant, **Sector Selector**, empfiehlt eine Übergewichtung von Kommunikationsdienstleistungen und IT. Starkes Gewinn- und Umsatzwachstum, solide ETF-Zuflüsse und eine relative Kursdynamik verhalfen diesen Sektoren auf das Podium. Der Finanzsektor sicherte sich dank der lockeren geld- und finanzpolitischen Bedingungen den dritten Platz, was jedoch nur für eine neutrale Bewertung ausreichte. Sector Selector bewertet auch die Sektoren „zyklische Konsumgüter“ und „Rohstoffe“ als neutral. Das Modell stuft die Sektoren Immobilien, Industrie und Gesundheitswesen als untergewichtet ein. Eine deutlichere negative Tendenz zeigt sich bei den Sektoren Versorger, Basiskonsumgüter und Energie, was auf ein schwächeres Gewinnwachstum und ungünstige technische Faktoren zurückzuführen ist. Sowohl die USA als auch Japan profitierten zuletzt von besser als erwartet ausgefallene-

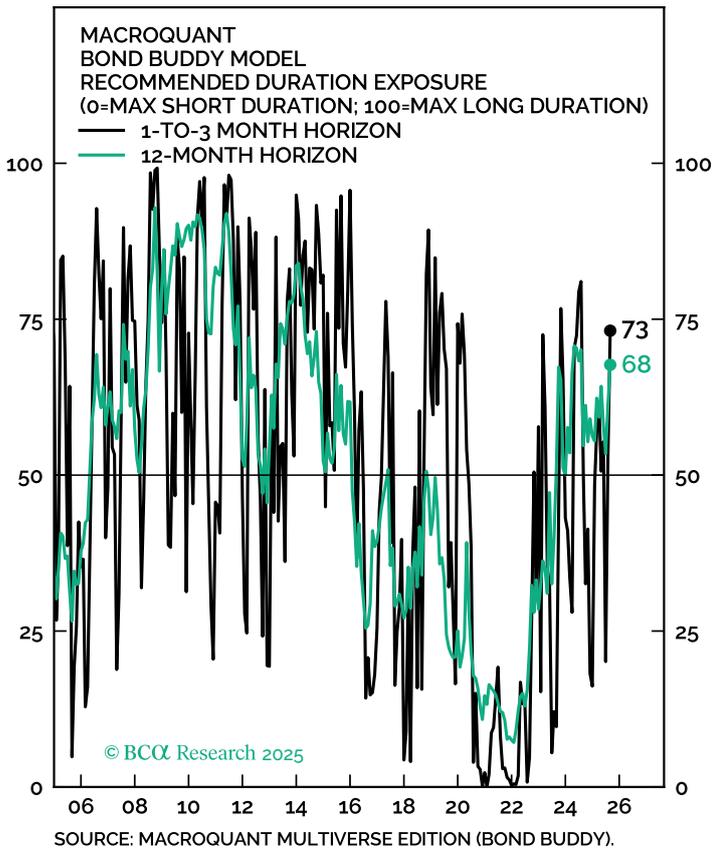


nen Wirtschaftsdaten. Robuste Gewinn- und Umsatzzuwächse, eine relative Preisdynamik und ein günstiger Sektor-Mix hoben die USA auf den zweiten Platz. Das Modell hat einen negativen Ausblick für Australien und Kanada, mit einer ausgeprägteren negativen Tendenz gegenüber dem Euroraum und Großbritannien. Schwächere Gewinn- und Umsatzzuwächse in Verbindung mit der Ausrichtung des Modells auf Kommunikationsdienstleistungen und IT wirkten sich negativ auf diese Regionen aus.

mit langer Duration unterstützt. Auf zyklischer Ebene befindet sich der Bloomberg US Labor Market Surprise Index auf einem niedrigen Niveau, was auf eine Schwäche des Arbeitsmarktes hindeutet. Dies wird durch die Beschäftigungskomponenten der regionalen Fed-Umfragen bestätigt. Auch die Inflationsindikatoren deuten auf Aufwärtspotenzial für Anleihen hin: Die Komponenten für die gezahlten Preise sowohl des ISM- als auch des S&P Global PMI sind gesunken, wenn auch von einem hohen Niveau aus, während die 30-jährige TIPS-Breakeven-Rate im vergangenen Monat zurückgegangen ist. Der 12-Monats-Ausblick des Anleihemodells legt mehr Gewicht auf längerfristige Bewertungen des fairen Wertes und weniger auf die oben genannten technischen und zyklischen Faktoren. Unter Berücksichtigung von Faktoren wie dem trendmäßigen BIP-Wachstum und der demografischen Entwicklung beziffert das Modell den langfristigen fairen Wert für die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen auf 3,54 Prozent (derzeitiger Stand rund 4,1 Prozent). Dementsprechend ist Bond Buddy auch hinsichtlich der Duration über einen Zeitraum von 12 Monaten optimistisch, und zwar mit einem Wert, der im 68. Perzentil der erwarteten Renditeverteilung liegt.

**Duration jetzt erhöhen**

Grafik 19

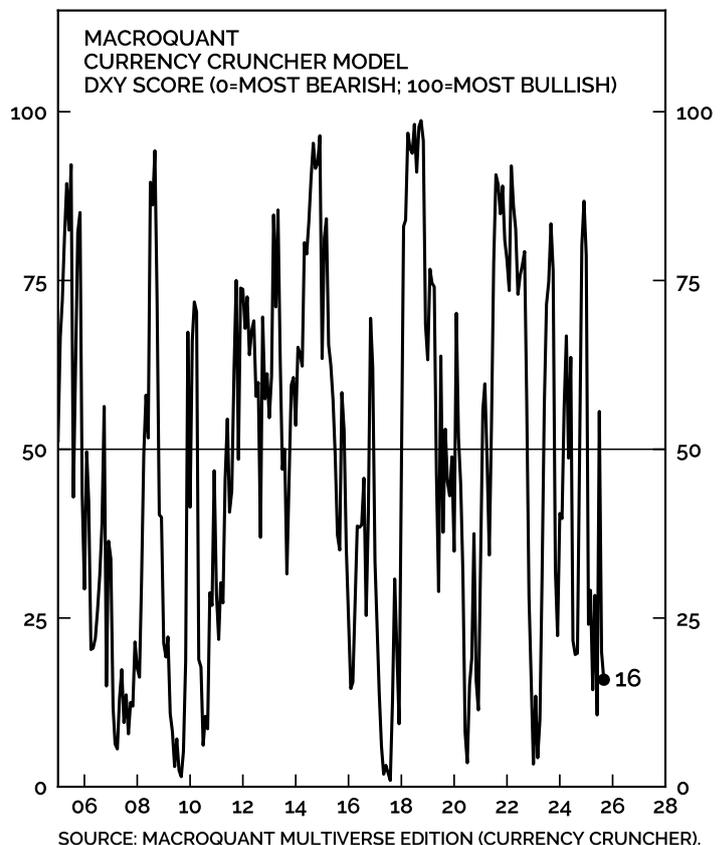


Quelle: BCA Research Macro Quant Monthly, 30.09.25

Beim sogenannten „Bond Buddy“-Modell von MacroQuant, das die US-Staatsanleihen bewertet, werden weiter sinkende Renditen erwartet. Der Wert liegt im 73. Perzentil der erwarteten Renditeverteilung über einen Zeitraum von 1 bis 3 Monaten – ein Signal für steigende Kurse. Auf der technischen Seite hat sich die optimistische Stimmung gegenüber US-Staatsanleihen im zurückliegenden Monat verstärkt, während die spekulativen Netto-Positionen in Anleihen von einem niedrigen Niveau aus zunehmen. Wie in der Zusammenfassung der Wirtschaftsprognosen (SEP) berichtet, gehen die US-Notenbanker nun davon aus, dass sowohl die Aufwärtsrisiken für die Arbeitslosigkeit als auch die Abwärtsrisiken für das Wachstum im Vergleich zur vorherigen SEP gestiegen sind, was eine Positionierung

**So schlechte Perspektiven für den US-\$ gab es zuletzt 2023**

Grafik 20



© BC& Research 2025

Quelle: BCA Research Macro Quant Monthly, 30.09.25



Außerhalb der USA bevorzugt das Modell in einem währungsgesicherten Portfolio aus Staatsanleihen aus Industrieländern 10-jährige Schuldverschreibungen von Frankreich, Großbritannien und Italien gegenüber Japan, Kanada und der Schweiz.

Zu Beginn des Monats Oktober liegt der „Currency Cruncher“-Score für den US-Dollar Währungsindex DXY beim 16. Perzentil der erwarteten Renditeverteilung, was auf schlechte Renditen hindeutet. Nach der Stabilisierung des DXY im vergangenen Monat haben sich einige unserer momentum- und positionierungsbasierten technischen Indikatoren für den Dollar positiv entwickelt. Allerdings signalisiert der zunehmend optimistische Ausblick von Bond Buddy hinsichtlich der Duration niedrigere Renditen für US-Staatsanleihen. Der Spread zwischen dem aktuellen Aktivitätsindikator für die USA und den Euroraum – ein von Goldman Sachs veröffentlichter Maß-

stab für das Wirtschaftswachstum – hat sich ebenfalls verringert. Diese Daten haben die Attraktivität von Nicht-US-Anlagen erhöht und somit zu einem Rückgang der Gesamtbewertung des Dollars im vergangenen Monat beigetragen. Auch die Bewertungen liefern einen überzeugenden Grund für eine pessimistische Einschätzung des Greenback. Basierend auf seinem fairen Wert gemäß der Kaufkraftparität wird der US-Dollar 17 Prozent über seinem fairen Wert gehandelt (Grafik 11). Dies wird langfristig ein Gegenwind für die Währung bleiben. Aufgrund seiner pessimistischen Einschätzung des Dollars geht das Modell derzeit von einer Abwertung des USD gegenüber allen wichtigen Währungen der Industrieländer aus. Das größte Abwärtspotenzial sieht es für US-Dollar gegenüber der schwedischen Krone (USD/SEK) und dem Schweizer Franken (USD/CHF).

### 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 ein 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 beziehungsweise Trendintensität. Zwischen Werten von +100 bis -100 ist der Markt ohne klaren Trend, darüber und darunter gibt es entsprechende Signale.
- 4) MACD:** Der Moving Average Convergence/Divergence Indikator zeigt das Zusammen- beziehungsweise Auseinanderlaufen zweier unterschiedlich langer gleitender Durchschnitte. Schneidet der kurz- den langen Durchschnitt von unten nach oben, gibt es ein Kaufsignal – umgekehrt ein Verkaufssignal.
- 5) Williams %R:** Der Williams ProzentR 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
Chartbild	positiv	neutral/positiv	neutral	positiv	positiv
ADX	positiv	positiv	negativ	positiv	neutral/positiv
MFI - Money Flow Index	positiv	negativ	neutral/negativ	positiv	neutral
Ci - Commodity Channel Index	neutral/negativ	neutral/negativ	neutral/negativ	neutral	neutral/negativ
MACD	neutral	neutral	neutral	neutral/negativ	neutral
Williams %R	neutral/negativ	negativ	negativ	neutral	neutral/negativ
<b>Gesamttendenz</b>	<b>positiv</b>	<b>neutral/negativ</b>	<b>negativ</b>	<b>positiv</b>	<b>neutral/positiv</b>

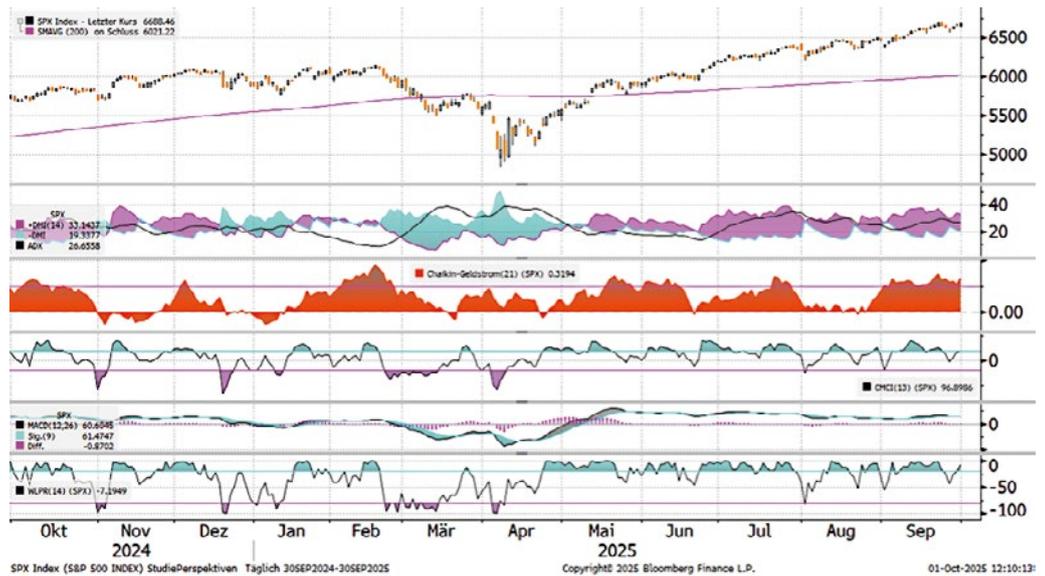


### Standard&Poor's 500 Kurs-index

Der S&P 500 Index, der die 500 größten in den USA börsennotierten Unternehmen umfasst, befindet sich seit April in einem stabilen Aufwärtstrend und konnte entsprechend im September neue Höchststände erreichen. Die 200-Tage-Linie bietet bei 6.021 Punkten eine solide Unterstützung. Der ADX-Indikator ist positiv und zeigt eine Fortsetzung des bullischen Trends. Der Geldstromindex zeigt nach einer Flaute im August seit Anfang September deutliche Zuflüsse. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator befinden sich seit Ende September außerhalb der neutralen Zone auf dem Weg nach oben, geben aber noch keine klaren Verkaufssignale. Der MACD läuft auf hohem Niveau seitwärts und ist daher leicht negativ.

**Ergebnis: positiv**

Grafik 22



### EuroStoxx 50 - Kursindex

Der Euro Stoxx 50-Index konnte die Höchststände im Februar wieder nicht durchbrechen und scheiterte bereits mehrfach an der 5.500 Punkte Marke. Die 200-Tage-Linie bei 5.289 Punkten und der Bereich um 5.000 Punkte liefern weiter guten Support, denn die nächste Marke nach unten wäre erst wieder der Bereich zwischen 4.800 und 4.500 Punkten. Der ADX-Indikator ist nach uneinheitlichen Signalen seit Mitte September positiv. Der Geldstromindex zeigt seit Anfang August leichte, aber stetige Mittelabflüsse. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator sind im überkauften Bereich angekommen und geben schon leichte Verkaufssignale. Der MACD läuft absolut seitwärts und ist neutral.

**Ergebnis: neutral/negativ**

Grafik 23

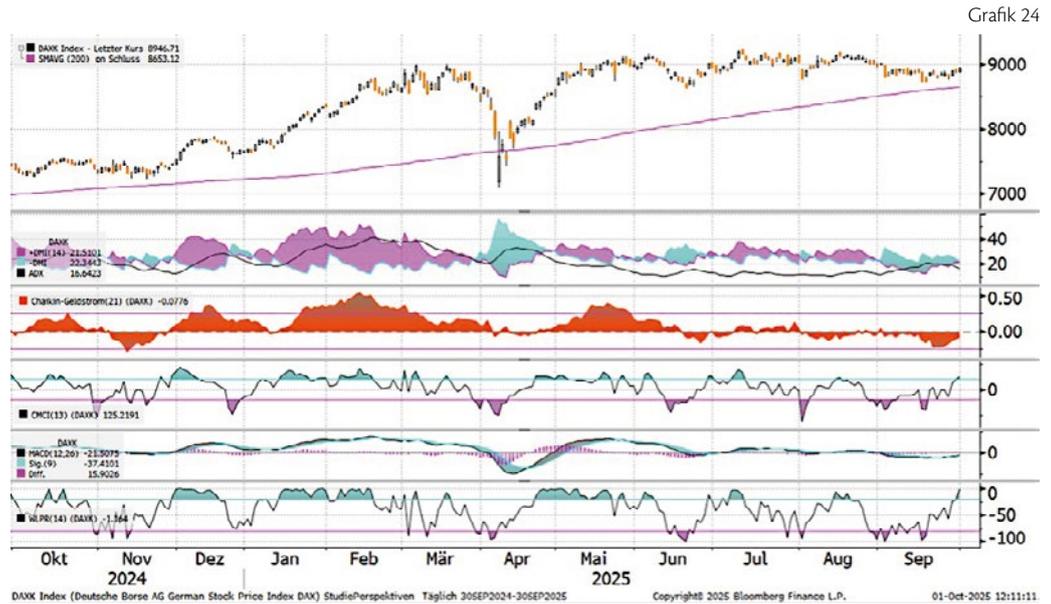




### DAX40 – Kursindex

Der DAX40-Kursindex konnte die Höchststände aus dem Juli nicht halten und kämpft nun seit geraumer Zeit gegen die 9.000 Punkte-Marke. Die 200-Tage-Linie verläuft jetzt bei 8.653 Punkten bietet guten Support. Nächste Unterstützungslinie verläuft dann jedoch erst im Bereich um 8.000 Punkte. Der ADX-Indikator ist nach einer positiven Phase seit Anfang September negativ. Der Geldstromindex zeigt abnehmende aber stetige Mittelabflüsse. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator sind im überkauften Bereich und geben erste Verkaufssignale. Der MACD gibt keine Impulse und läuft seitwärts.

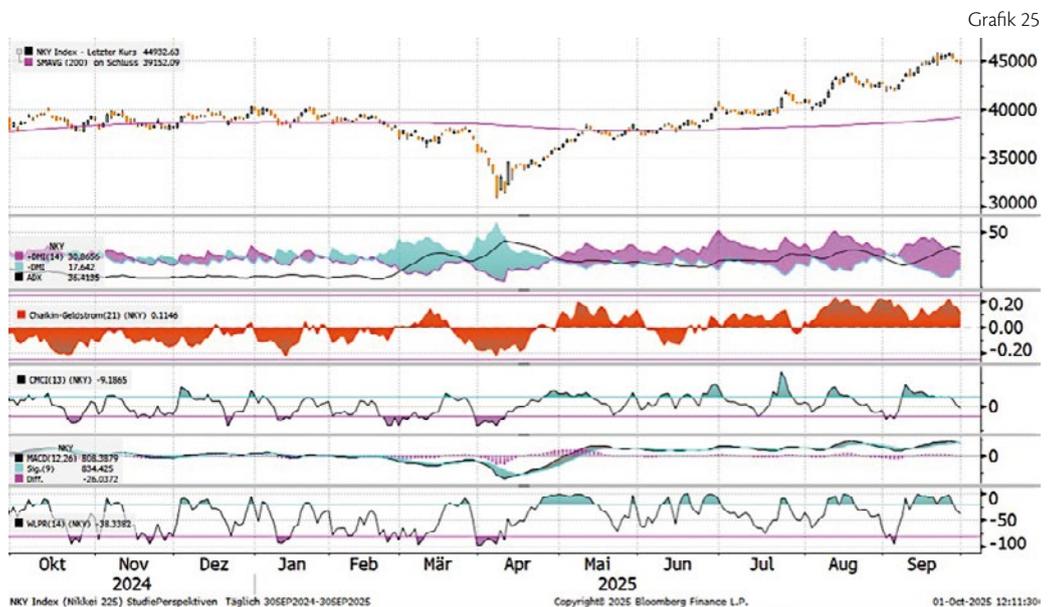
**Ergebnis: negativ**



### Nikkei 225 - Kursindex

Der japanische Markt konnte die 40.000 Punktemarke letztendlich durchbrechen und erreichte im September neue Höchststände von mehr als 45.000 Punkten. Der Bereich um 40.000 Punkte und die 200-Tage-Linie bei 39.152 Punkten sollten gute Unterstützung bieten. Der ADX-Indikator bleibt seit Anfang September deutlich positiv. Der Money-Flow-Index zeigt seit Anfang September deutliche Mittelzuflüsse. Der MACD gibt ein leichtes Verkaufssignal. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator sind aus dem überkauften Bereich in die neutrale Zone zurückgekehrt.

**Ergebnis: positiv**





## Hang Seng – Kursindex

Der chinesische Markt konnte die 25.000 Punkte Marke letztendlich hinter sich lassen und erreichte im September neue Höchststände. Der 25.000 Punkte Bereich und die ansteigende 200-Tage-Linie bei 23.197 Punkten sollten guter Support sein. Der ADX-Indikator zeigt sich seit Anfang August leicht positiv. Der Money-Flow-Index befindet sich nach Mittelzuflüssen seit Anfang Mai nun im September im neutralen Bereich. Der MACD ist neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator haben sich deutlich aus dem neutralen Bereich nach oben bewegt und geben aber schon leichte Verkaufssignale.

**Ergebnis: neutral/positiv**

Grafik 26





# Galilei Global Bond Opportunities UI

Tearsheet | Oktober 2025

Der Galilei Global Bond Opportunities UI ist ein global ausgerichteter Rentenfonds mit einem opportunistischen Investmentansatz. Die ICM Investmentbank setzt in diesem Fonds die bewährte Anleihestrategie fort. Seit mehr als 10 Jahren wurden in den ICM betreuten Vermögensverwaltungsmandaten die Anleihestrategie im Direktinvestment erfolgreich eingesetzt. Der Fonds kann flexibel die Chancen des gesamten Rentenmarktes ausnutzen, dafür stehen alle Gattungen des Rentenuniversums zur Verfügung. Der Galilei Global Bond Opportunities UI unterliegt keinen Ratingeinschränkungen. Es wird vor allem in Hartwährungsanleihen investiert. Es können sowohl Währungsrisiken als auch Zinsrisiken abgesichert werden. Für die Titelauswahl wird ein fundamentaler Analyseprozess verwendet.

## Aktueller Kommentar des Fondsmanagers

In den vergangenen Monaten haben sich die internationalen Rentenmärkte sehr unterschiedlich entwickelt. Bei Staatsanleihen der entwickelten Länder standen steigende Renditen im Vordergrund. Sowohl in den USA als auch in Europa legten die Renditen deutlich zu, da Investoren weiterhin Inflationsrisiken und eine länger restriktive Geldpolitik einpreisten. Besonders bei 10-jährigen US-Treasuries und deutschen Bundesanleihen führte dies zu Kursverlusten bei bestehenden Papieren. Gleichzeitig sorgten hohe Haushaltsdefizite und steigende Emissionen für zusätzlichen Druck. Unternehmensanleihen zeigten sich im Vergleich stabiler. Die Risikoaufschläge gegenüber Staatsanleihen haben sich teilweise eingengt, da Anleger wieder verstärkt auf Unternehmensqualität und solide Bilanzen vertrauten. Investment-Grade-Anleihen entwickelten sich besser als Staatsanleihen, während auch der High-Yield-Sektor von einer verbesserten Risikostimmung profitierte. Viele Unternehmen konnten sich in diesem Umfeld günstiger refinanzieren, da die Nachfrage institutioneller Investoren hoch blieb. Insgesamt lässt sich festhalten, dass Staatsanleihen durch Renditeanstiege unter Druck standen, während Unternehmensanleihen von stabileren Fundamentaldaten und einer relativen Risikoappetitsteigerung profitierten. Dieses Muster unterstreicht die unterschiedliche Wahrnehmung von Sicherheit und Renditechancen an den internationalen Kapitalmärkten.

Durch diese Ausgangslage ist es weiterhin herausfordernd, attraktive Renditen für US-\$ bzw. EUR-Anleihen zu finden und es stehen weiterhin nur zwei Möglichkeiten zur Verfügung – Verlängerung der Laufzeit, oder Verschlechterung der Bonität. Aktuell weist das Portfolio eine durationsgewichtete Rendite von rund 7% aus, die Restlaufzeit beträgt 2,95 Jahre und das durchschnittliche Rating liegt bei B+.

ISIN: DE000A3DD937

WKN: A3DD93

Kategorie: Anleihen Flexibel Global

Auflagedatum: 22.05.2022

Währung: EUR

Rechtsform: OGAW

Fondsvolumen: 55,90 Mio. EUR

Ertragsverwendung: ausschüttend

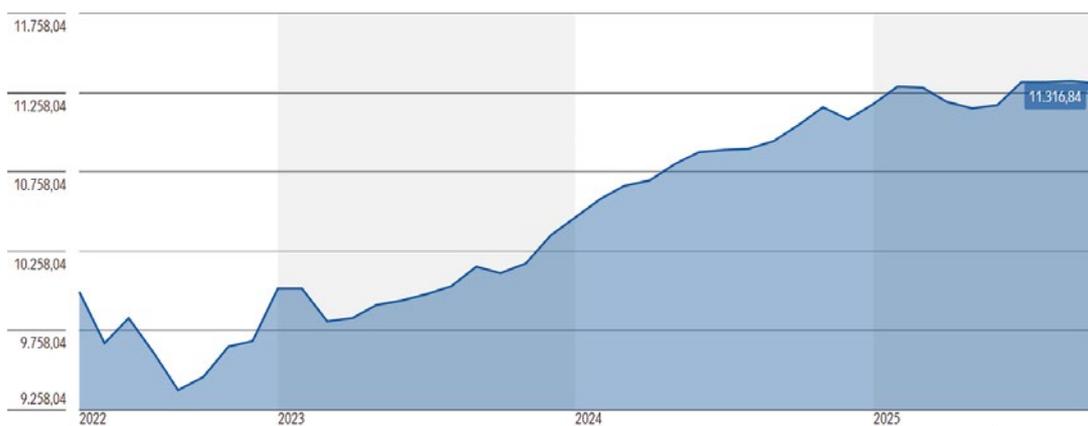
Performance p.a.: +4,27%

Performance 2023: +7,58%

Performance 2024: +8,19%

Performance YTD: +2,55%

Seit Auflage: +15,42%



Quelle: Morningstar



# Leonardo UI

## Tearsheet | Oktober 2025

Der **Leonardo UI** verbindet eine kurzfristige, taktische Anlagestrategie mit einer gezielten, langfristigen Auswahl von Unternehmensanleihen. Das gemeinsam mit BCA Research entwickelte quantitative Allokationsmodell steuert die Investitionen flexibel über Aktienindizes, Staatsanleihen und Liquidität. Ein zentrales Element ist der gezielte Einsatz von Terminmarktinstrumenten, um Transaktionskosten zu senken und schnell auf Marktveränderungen zu reagieren. Überschüssige Liquidität wird in Unternehmensanleihen aller Bonitätsstufen investiert. So kombiniert der Fonds eine Top-down-Asset Allocation mit einer Bottom-up-Selektion und bietet Anlegern ein ausgewogenes Verhältnis von taktischer Flexibilität und strategischer Stabilität.

### Aktueller Kommentar des Fondsmanagers

In den letzten vier Monaten haben die Aktienmärkte der entwickelten Länder insgesamt positiv tendiert. Besonders in den USA stiegen die Kurse kräftig: Der S&P 500 verzeichnete ein Plus von rund 8 % im dritten Quartal, getragen von Technologie- und Wachstumswerten. Anleger setzten auf robuste Unternehmensgewinne und eine mögliche Lockerung der Geldpolitik, was die Risikobereitschaft stärkte. Der MSCI World konnte ebenfalls deutlich zulegen. In Europa verlief die Entwicklung verhaltener: Der MSCI Europa ex-UK stieg lediglich um knapp 3 %, da schwächere Konjunkturdaten und politische Unsicherheiten die Stimmung belasteten. Großbritannien hingegen überraschte mit einer relativ soliden Performance. Insgesamt zeigte sich eine klare Outperformance der US-Märkte gegenüber Europa, unterstützt durch hohe Innovationsstärke und Investorenvertrauen in den Technologie-Sektor.

Der Leonardo UI hat sich seit Jahresanfang vor allem durch eine sehr niedrige Volatilität ausgezeichnet. Dies ist auf eine defensive Aufstellung im Aktienbereich zurückzuführen. Das Aktien-Exposure liegt aktuell bei rund 17 Prozent. Dieses Exposure verteilt sich auf Europa, Japan sowie Emergingmarkets.

ISIN: DE000A0MYG12

WKN: A0MYG1

Kategorie: Mischfonds Flexibel Global

Auflagedatum: 15.10.2007

Währung: EUR

Rechtsform: OGAW

Fondsvolumen: 111,90 Mio. EUR

Ertragsverwendung: ausschüttend

Performance YTD: **+3,69%**

Performance 3 Jahre: **+47,02%**

Performance 5 Jahre: **+41,03%**

Performance 10 Jahre: **+74,12%**

Seit Auflage: **+126,56%**



Quelle: Morningstar



# Cybersecurity Leaders UI

Tearsheet | Oktober 2025

Der Fonds zielt auf langfristiges Kapitalwachstum durch Investitionen in globale Aktienmärkte, die vom Thema Cybersecurity profitieren. Im Fokus stehen Unternehmen, die als führend im Bereich der Cybersecurity gelten – also dem Schutz digitaler Systeme, Netzwerke und Daten vor Angriffen. Dies umfasst Sicherheitslösungen für Geräte, Infrastrukturen und Informationssysteme aller Größenordnungen. Ergänzend kann der Fonds in geringem Umfang über erwerbbar Zertifikate auch in Blockchain-Technologien und ausgewählte Kryptowährungen investieren. Das Fondsmanagement agiert aktiv und unabhängig von einem Referenzindex und trifft Anlageentscheidungen auf Basis eigener Analysen sowie wirtschaftlicher und politischer Entwicklungen.

## Aktueller Kommentar des Fondsmanagers

Die Cybersecurity-Branche durchläuft einen Wandel. Geopolitische Spannungen und zunehmende Angriffe auf kritische Infrastrukturen zeigen: Neben Datensicherheit gewinnen Verfügbarkeit und digitale Resilienz massiv an Bedeutung. Die jüngsten Cybersecurity-Vorfälle an großen Flughäfen haben eindrücklich verdeutlicht, wie verwundbar kritische Infrastrukturen sind. Funktionierende IT-Systeme sind heute nicht nur geschäftskritisch, sondern essenziell für das Funktionieren unserer Gesellschaft.

Vor diesem Hintergrund haben wir im Cybersecurity Leaders Fonds gezielte Anpassungen vorgenommen. Wir haben Unternehmen höher gewichtet, die auf sichere Kommunikation und resiliente Netzwerke spezialisiert sind. Dazu gehört unter anderem Frequentis aus Österreich – ein führender Anbieter hochsicherer Kommunikationslösungen für Luftfahrt, Polizei und Rettungsdienste.

Eine weitere Position ist Arqit Quantum. Das Unternehmen entwickelt quantensichere Verschlüsselung und adressiert damit eine zentrale Herausforderung: Heutige Verschlüsselungsmethoden werden durch die rasant wachsende Rechenleistung von Quantencomputern und KI-Systemen zunehmend unsicher. Sensible Daten, die heute verschlüsselt werden, könnten in wenigen Jahren entschlüsselt werden. Arqit bietet Lösungen, die auch gegen diese künftigen Bedrohungen schützen.

Eine weitere Neuaufnahme ist die kanadische Telesat, die im Bereich sichere Satellitenkommunikation tätig ist – eine Technologie, die unter anderem auch für militärische Anwendungen zunehmend an Bedeutung gewinnt.

Ausblick: Der Fonds notiert aktuell auf Allzeithoch. Wir sehen uns für die Zukunft gut aufgestellt und rechnen mit weiterem Wertzuwachs.

ISIN: DE000A3D0588

WKN: A3D058

Kategorie: Aktien Technologie

Auflagedatum: 14.03.2023

Währung: EUR

Rechtsform: OGAW

Fondsvolumen: 28,40 Mio. EUR

Ertragsverwendung: ausschüttend

Performance p.a.: +24,39%

Performance YTD: +12,07%

Performance 1 Jahr: +28,50%

Performance 2024: +28,37%

Seit Auflage: +72,03%



Quelle: Morningstar



# Bachelier UI

## Tearsheet | Oktober 2025

Der **Bachelier UI Fonds** setzt auf ein ausgewogenes Portfolio aus Blue-Chip-Aktien nach Artikel 6 SFDR d.h. wir integrieren Nachhaltigkeitskriterien in den Anlageprozess. Unser Fokus liegt auf der Balance zwischen Value- und Growth-Werten, um langfristige Chancen zu nutzen und gleichzeitig die Volatilität zu minimieren. Neben der gezielten Aktienausswahl nutzen wir aktiv den Einsatz von Derivaten, um zusätzliche Performance zu generieren. Diese Vorgehensweise hilft uns, Marktschwankungen besser zu managen und gleichzeitig laufende Erträge für den Fonds zu erwirtschaften. Insgesamt ist ein disziplinierter Investmentansatz entscheidend. Durch die Kombination aus qualitativ hochwertigen Aktien und aktiven Derivatestrategien positionieren wir uns optimal für langfristiges Wachstum und nachhaltige Performance.

## Aktueller Kommentar des Fondsmanagers

Die US-Wirtschaft zeigt sich mit starken Einzelhandelsumsätzen, höherem BIP-Wachstum, steigenden Aufträgen langlebiger Wirtschaftsgüter und sinkenden Arbeitslosenanteilen sehr robust. Die prognostizierten zwei weiteren Zinssenkungen der Fed bis Dezember erscheinen damit etwas weniger sicher (Wahrscheinlichkeit nur noch 40% nach 58%). Laut US-Notenbankchef Jerome Powell sind die Risiken für die Vollbeschäftigung zwar gestiegen, aber die langfristigen Inflationserwartungen entsprechen noch immer dem 2%-Ziel. Die Preisentwicklung sei sehr unsicher, doch erwarte er bei den Zöllen nur einen Einmaleffekt, verteilt über mehrere Quartale. Weil sowohl Beschäftigung als auch Inflation unsicher seien, gäbe es keine risikolose Geldpolitik. Gleichzeitig droht in den USA gerade ein Government Shutdown, da das Repräsentantenhaus für den neuen Haushalt nur eine Übergangsregelung bis 21. November verabschiedet hat und die Entscheidung nun bei den Demokraten im Senat liegt.

Vor diesem Hintergrund erscheint ein bullisches Aktienumfeld mittelfristig weniger plausibel, es sei denn, dass die handels- und geopolitischen Spannungen sich wieder vermindern, die Fiskalpolitik weiter gelockert und die Zinsen von der FED und EZB gesenkt werden. Darum werden wir in diesem Umfeld die Risiken im Auge behalten, aber auch bereit sein, Chancen zu nutzen. D.h. in Anbetracht sich rasch verändernder Marktbedingungen favorisieren wir Aktien mit nachhaltigem Ertragswachstum und fairen Bewertungsniveaus. Gerade US-Großunternehmen werden wahrscheinlich weiter an Dynamik gewinnen, wobei der derzeit schwächere US-Dollar immer noch als zusätzlicher Kaufanreiz dienen könnte. Darum bleiben wir mit Blick auf das Jahresende weiter leicht positiv für Aktien, sehen aber langfristig durchaus Abwärtsrisiken. Wir stehen zu unserer allgemeinen Übergewichtung im US-Markt -vor allem in Tech- und Konsumwerten-, werden aber die hohen Niveaus bei einigen Aktien nutzen um mit Derivaten die Abwärtsrisiken zu verkleinern.

ISIN: DE000A1JSXE3

WKN: A1JSXE

Kategorie: Aktien ESG

Auflagedatum: 02.05.2012

Währung: EUR

Rechtsform: OGAW

Fondsvolumen: 7,90 Mio. EUR

Ertragsverwendung: ausschüttend

Performance p.a.: 0,03%

Performance YTD: +6,80%

Performance 3 Jahre: +21,28%

Performance 5 Jahre: +10,30%

Seit Auflage: 0,39%



Quelle: Morningstar



# Abaki Fixed Income Convexity UI

Tearsheet | Oktober 2025

Der ICM Abaki Fixed Income Convexity Fund basiert auf der Nutzung der Konvexität ultra-langer Anleihen. In diesem Sinne ist er der Nachfolger der NRW-Zinsstrategie (A3GTR7), die sich auf das Bundesland Nordrhein-Westfalen als Emittenten konzentrierte. Die Strategie kombiniert die Wertentwicklung hochbonitärer Anleihen mit einer gezielten Absicherung über Eurex-Bond-Futures, um das Durationsrisiko zu steuern und Marktneutralität zu erreichen. Das Ziel ist es, durch die Vereinnahmung von Zinskonvexitätsprämien eine stabile und attraktive Rendite unabhängig von allgemeinen Zinstrends zu erwirtschaften. Die Strategie nutzt die mathematische Eigenschaft, dass Anleihen mit hoher Laufzeit stärker auf Zinsänderungen reagieren. Das gilt insbesondere auch für die Duration der Anleihen. Sie ist somit strukturell darauf ausgerichtet, von Zinsschwankungen zu profitieren – steigende Volatilität sorgt folglich zu höheren erwartbaren Renditen. Die Strategie wird prognosefrei und marktneutral umgesetzt, indem sie sich ausschließlich auf finanzmathematische Modelle zur monetären Vereinnahmung von Konvexitätseffekten stützt. Das Kernprinzip besteht darin, dass Zinsbewegungen regelmäßig durch Glätten der aufgebauten Duration oder durch den Verkauf von Zinsoptionen genutzt werden.

## Aktueller Kommentar des Fondsmanagers

Die Zinsmärkte tendieren die letzten Monate seitwärts und drücken die implizite Volatilität in Richtung eines 4-Jahres-Tiefs. Somit entspricht die gemessene Unsicherheit jener vor dem dynamischen 300-Basispunkte-Anstiegs. Die gefühlte Unsicherheit im Markt scheint jedoch eher hoch und begründet sich mit diversen geopolitischen und geldpolitischen Krisenpotentialen. Eine signifikante währungsübergreifende Beobachtung stellt die starke Verteilung der Zinskurven dar. Die Inflationsrisiken sowie die entsprechende Zentralbankpolitik scheinen kurzfristig ausgeglichen zu sein. Jedoch deutet sich an, dass der Markt ohne steigende Laufzeitprämien nicht mehr bereit ist langlaufende Schuldtitel nachzufragen. Als bestes Beispiel dienen japanische Staatsanleihen. Das mit 200% (des BIP) verschuldete Land verzeichnet seit Jahren aufgrund struktureller Nachteile geringe Wachstumsquoten. Die Zentralbankpolitik soll unter der designierten Premierministerin Takaichi wieder expansiver werden. Was der Aktienmarkt feiert und das Segment kurzer Anleihen mit Aufschlägen honoriert, bereitet den Investoren langfristiger Schuldtitel erhebliche Sorgen. Sie erleben den gleichen Tag mit starken Abschlägen und 30jährige Anleihen notieren bei einer Rendite von 3.2%.

Auch das europäische Laufzeitcluster langer Anleihen (über 10J) gerät nun verstärkt in den Fokus. Anfang 2026 werden die ersten niederländischen Pensionsfonds den Systemwechsel von einer leistungsorientierten Garantie hin zu einer beitragsorientierten Struktur vollziehen. Es ist damit zu rechnen, dass im Januar viel Durations-Angebot auf eine moderate Nachfrage treffen wird. Positionierung und Vorzieh-Effekte könnten Ende November schon beginnen. Wir gehen davon aus, dass die Marktbewegungen wieder größer werden, die Volatilität allgemein und im Speziellen die Renditen langer Anleihen steigen. Konzeptionell sind wir von einem weiteren Zinsanstieg durch eine systematische Absicherung des Zinsänderungsrisikos nicht betroffen. Die Kernstrategie des Fonds profitiert von erhöhter Marktunsicherheit.

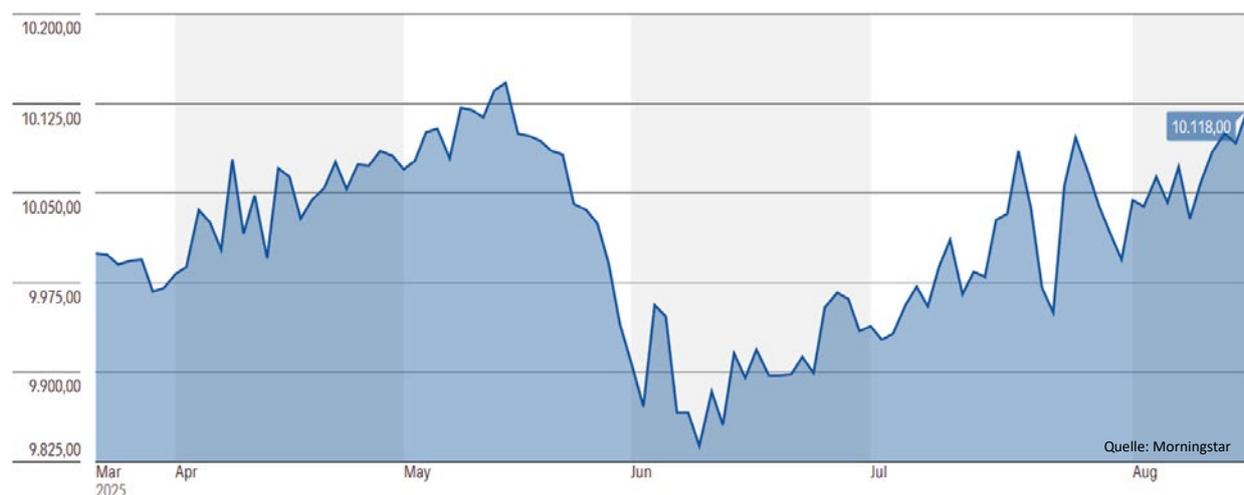
ISIN: DE000A40RCV7

Kategorie: Anleihen sonstige

Aufledgedatum: 21.03.2025

Währung: EUR

Fondsvolumen: 17,50 Mio. EUR





# Abaki Volatility UI

Tearsheet | Oktober 2025

Der **Abaki UI** kombiniert ein solides Basisportfolio im Anleihesektor mit systematischen Optionsstrategien, um die Volatilitätsrisikoprämie gezielt zu vereinnahmen – basierend auf einem regelbasierten, risikogesteuerten Ansatz. Das Basisportfolio besteht überwiegend aus in Euro denominierten Anleihen hoher Bonität (Investment Grade oder besser). Zur Wahrung der Flexibilität und einer kontrollierten Zinssteuerung liegt der Schwerpunkt auf kurzlaufenden Anleihen.

Die Substrategien zur Vereinnahmung von Volatilitätsrisikoprämien setzen auf liquide, börsennotierte Optionen und folgen einem systematischen Handelsansatz. Ihr Anteil am Gesamtportfolio ist risikoorientiert limitiert und durch Tail-Risk-Absicherungen ergänzt. Das bedeutet: Bei abrupten Marktbewegungen werden potenzielle Verluste durch gezielt eingesetzte Absicherungsinstrumente zumindest teilweise, häufig sogar vollständig kompensiert.

## Aktueller Kommentar des Fondsmanagers

Seit Jahresbeginn zeigt sich an den Märkten ein heterogenes Bild: Nach deutlichen Rücksetzern im ersten Halbjahr haben sich viele Regionen – insbesondere die USA – bis Anfang Herbst wieder erholt. Risikofreudige Anlagesegmente profitierten von geld- und fiskalpolitischen Impulsen, während defensivere Strategien ihren stabilisierenden Charakter beibehielten.

Der Abaki UI verzeichnete in den vergangenen Monaten eine moderat positive Entwicklung. Die Renditen liegen stabil im positiven Bereich, getragen von regelmäßigen Prämieinnahmen. Die Monatsrenditen bewegen sich im Schnitt um +1 %, was auf ein Umfeld mit attraktiven Chancen bei gleichzeitiger Vorsicht hinweist.

Die Volatilität des Abaki UI ist deutlich niedriger als bei vergleichbaren Produkten – ein Ergebnis des konservativen Risikoeinsatzes und der geringeren Schwankungsintensität. In den vergangenen vier Monaten traten – wie erwartet – keine nennenswerten Rückschläge auf.

ISIN: DE000A3D9G10

WKN: A3D9G1

Kategorie: Aktien sonstige

Auflagedatum: 11.07.2023

Währung: EUR

Rechtsform: OGAW

Fondsvolumen: 23,60 Mio. EUR

Ertragsverwendung: ausschüttend

Performance p.a.: +4,79%

Performance YTD: +1,31%

Seit Auflage: +9,74%





# Alexander von Humboldt UI

Tearsheet | Oktober 2025

Der **Alexander von Humboldt (AvH) UI** Fonds ist ein vermögensverwaltender Mischfonds mit Fokussierung auf Schwellenländer und einer Aktienquote von mindestens 51 %. Ausschüttungen sollen in ihrer Höhe die vom Anleger direkt zu tragende Steuerlast aus erzielten Erträgen decken. Das Fondsmanagement ist im permanenten direkten Austausch mit interessanten Unternehmen und verschafft sich auch vor Ort einen Eindruck über die jeweilige Marktpositionierung, denn Stock-Picking hat in Märkten, die von Analysten wegen ihrer geringen Marktkapitalisierung häufig stiefmütterlich behandelt werden, einen besonderen Reiz. Der Anlagefokus besteht in der Erwirtschaftung eines möglichst hohen Wertzuwachses. Das Fondsmanagement investiert in Unternehmen, die überwiegend Ihre wirtschaftlichen Aktivitäten in diesen Ländern konzentrieren. Die Auswahl der Aktieninvestments folgt dem Value-Gedanken im Sinne der Investorenlegende Warren Buffett.

## Aktueller Kommentar des Fondsmanagers

Die Schwellenländer entwickelten sich im laufenden Jahr uneinheitlich, beeinflusst durch Zinspolitik, geopolitische Spannungen und Chinas schwächerem Wachstum. Kapitalabflüsse und Währungsvolatilität belasteten viele Märkte. Rohstoffexporteure wie Brasilien profitierten von stabilen Energiepreisen. Trotz Herausforderungen bleiben Emerging Markets wichtige Wachstumstreiber. Der breite MSCI Emerging Markets Index stieg in den ersten 3 Quartalen des laufenden Jahres um rund 29% auf USD-Basis. Betrachtet man die Performanceentwicklung auf EUR-Basis, so lag diese bei rund 12%. AvH Emerging Markets lieferte im gleichen Zeitraum eine EUR-Rendite von knapp 6% ab. Mehr als die Hälfte des Portfolios entfiel auf zwei Branchen – Basiskonsumgüter (28,5%) und Finanzwerte (24,8%). Die Gewichtung weiterer 6 Branchen des Portfolios schwankte zwischen 8% und 1%.

Unilever Nigeria, mit einer Gewichtung von knapp 5%, war die größte Basiskonsumgüter Position des Portfolios. Auf EUR-Basis hat sich die Aktie seit Jahresanfang um rund 110% verteuert. Die größte Position aus dem Finanzsektor ist das georgische Investmentunternehmen – Georgia Capital. Das Unternehmen fokussiert sich auf den Erwerb und die Entwicklung von Unternehmen in Georgien und anderen aufstrebenden Märkten und investiert in eine Vielzahl von Sektoren, darunter Energie, Gesundheitswesen, Immobilien und Finanzdienstleistungen. Die Aktien von Georgia Capital werden an der Londoner Börse gehandelt. Seit Jahresanfang haben sich diese um rund 90% auf EUR-Basis verteuert.

Auf der Länderebene haben die Philippinen die höchste Gewichtung von 12%. Auf das philippinische Unternehmen Pryce Corporation entfallen 5,2% des Portfolios. Es ist vor allem bekannt für seine Aktivitäten im Handel und der Distribution von Flüssiggas (LPG) und anderen petrochemischen Produkten. Die Aktien des im Jahr 1994 gegründeten Unternehmens haben sich seit Jahresanfang um rund 6% auf EUR-Basis verteuert. Mit einem KGV von 7 ist das Unternehmen immer noch sehr günstig bewertet.

ISIN: DE000A1145F8

WKN: A1145F

Kategorie: Mischfonds Emerging Markets

Auflagedatum: 16.01.2015

Währung: EUR

Rechtsform: OGAW

Fondsvolumen: 58,4 Mio. EUR

Ertragsverwendung: ausschüttend

Performance p.a.: +5,17%

Performance YTD: +9,59%

Performance 3 Jahre: +20,85%

Performance 5 Jahre: +62,80%

Seit Auflage: +71,77%





## Disclaimer

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

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

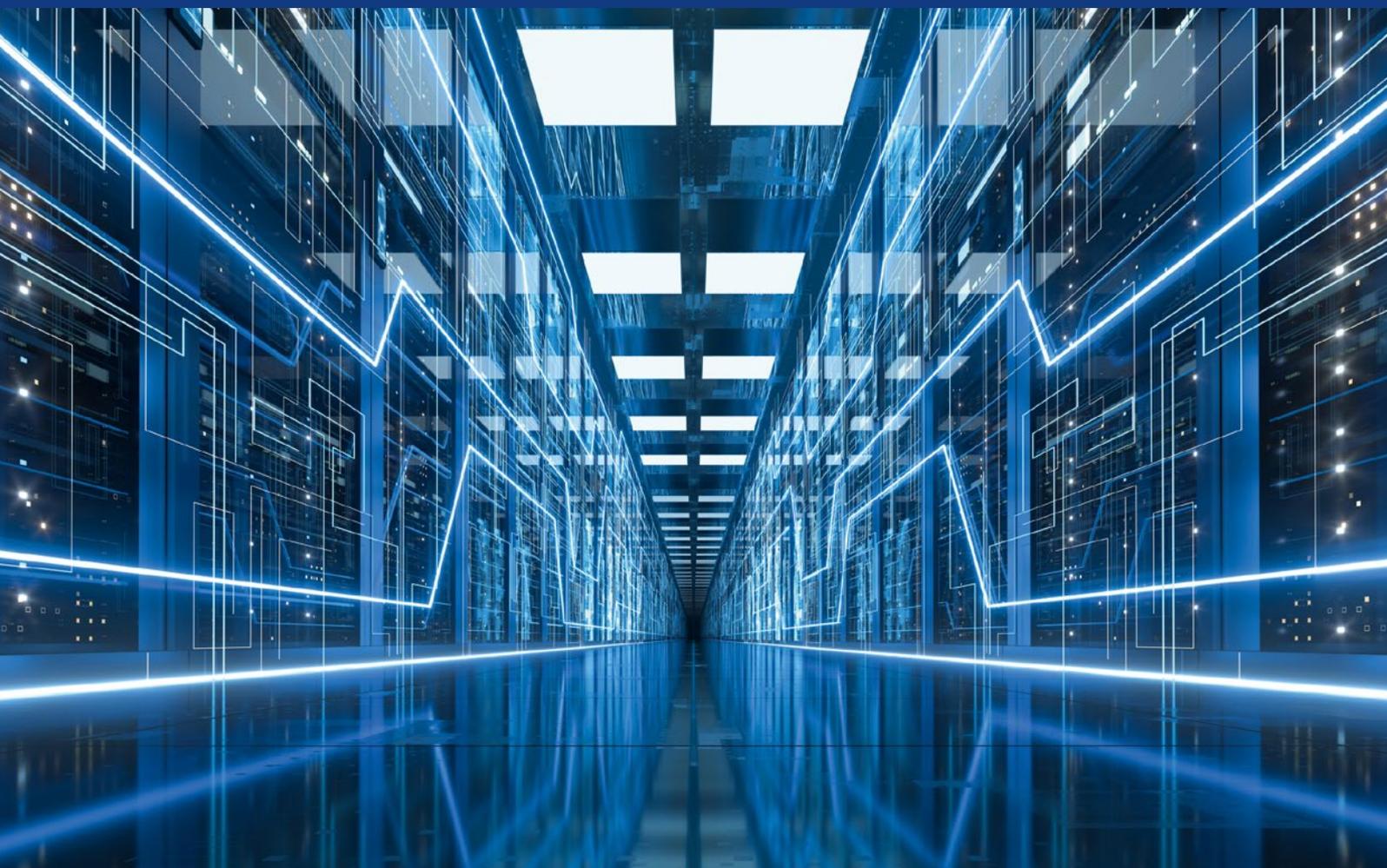
4. Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkauf- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die ICM InvestmentBank AG Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die ICM InvestmentBank AG sämtliche Daten auf der verlinkten Seite

bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.

5. Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1, A2QSG7), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Galilei Global Bond Opportunities UI (A3DD93, A3DD94), des Cybersecurity Leaders UI (A3D058, A3D059) und des ABAKI (A14XNT, A3D9G1), ABAKI Fixed Income Convexity (A40RCV, A40RCU). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: keine

### HyperLinks:

<http://www.bcaresearch.com/public/general/copyright.asp>,  
<http://www.nomura.com/>, <http://www.crediteurope.eu/en/research/>,  
<http://www.jpmorgan.com>, <https://www.goldman360.com>,  
<https://www.research.unicredit.eu>.

**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](mailto:info@i-c-m.de)

[www.i-c-m.de](http://www.i-c-m.de)

Herausgeber:  
ICM InvestmentBank AG  
Erscheinungsdatum:  
11.10.2025

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.