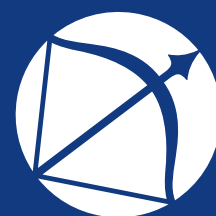


# PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 11-12/2025





# Liebe(r) Leser(in),

seit mehr als drei Jahren befindet sich die Wall Street nun schon im Rally-Modus. Nach einem schwachen Start zu Jahresbeginn bewegt sich der S&P 500 wieder auf Rekordniveau. Und wenn man JP-Morgan glaubt, steht nicht nur in den US-Aktienindizes ein weiteres positives Jahr vor uns.

Auf den ersten Blick sieht das Umfeld nach einem Goldilocks-Szenario aus: Die US-Wirtschaft wächst bei halbwegs moderater Inflation. Voraussichtlich wird das amerikanische Bruttoinlandsprodukt (BIP) in diesem Jahr um knapp zwei Prozent zulegen. Die Inflation lag mit zuletzt drei Prozent zwar über dem Ziel der US-Notenbank Fed von zwei Prozent, befindet sich noch im moderaten Bereich.

Es gibt jedoch gleich mehrere Haare in der Suppe. So basiert das Wirtschaftswachstum in den USA maßgeblich auf dem Boom der Künstlichen Intelligenz (KI). Ohne diesen

**Aktienindices Ende 2026**

Grafik 1

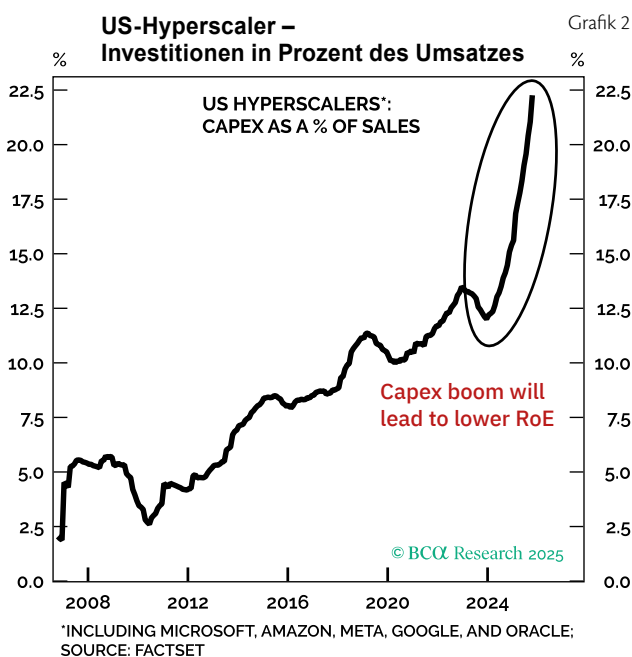
Equities	Current	Dec-26	Change (%)
S&P 500	6,842	7,500	10%
MSCI Eurozone	344	385	12%
FTSE 100	9,703	10,300	6%
TOPIX	3,338	3,750	12%
MSCI EM (\$)	1,367	1,575	15%
MSCI China	84	100	19%

Quelle: JP Morgan

würden sich die Vereinigten Staaten wahrscheinlich bereits in einer Rezession befinden. Die sechs großen amerikanischen Technologiekonzerne, auch Mag 6 genannt, also Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft und Nvidia, werden in diesem Jahr voraussichtlich bis zu 400 Milliarden Dollar in Rechenzentren und sonstige KI-Infrastruktur investiert haben. Das entspricht etwa 1,3 Prozent des US-BIP. Für das nächste Jahr sind sogar noch höhere Ausgaben zu erwarten.

Die Investitionen der amerikanischen Hyperscaler im Vergleich zu Ihren Umsätzen steigt steil an. Die Gesellschaft für deutsche Sprache hat den Begriff KI-Ära zum Wort des Jahres 2025 gewählt. Das sagt eigentlich alles.

KI sorgt schon heute für Produktivitätsgewinne. So hat Coca-Cola bereits im vergangenen Jahr zu Weihnachten KI-generierte TV-Werbungen produziert. Dafür waren nur sechs Mitarbeiter beziehungsweise vier Wochen Zeit notwendig. Die Kosten beliefen sich auf nur ein Zehntel der Kosten für herkömmlich hergestellte Werbeclips. Doch diese Produktionsgewinne haben auch ihre Schattenseiten. So gab Salesforce bereits bekannt, 4.000 seiner ehemals 9.000 Mitarbeiter im Kundenservice durch KI-Agenten ersetzt zu haben. HP will in den kommenden Jahren 6.000 Stellen dank KI streichen. Bei Intel und Amazon sollen sogar 24.000 beziehungsweise 30.000 Arbeitsplätze wegfallen. Bei UPS sind es sogar 48.000.



Grafik 2

Quelle: BCA Research EMS

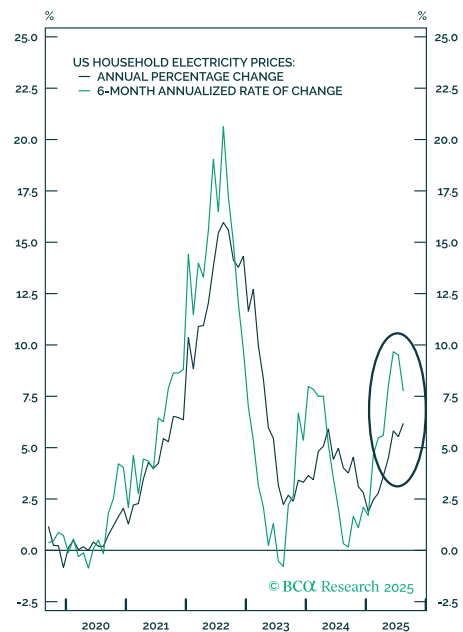


## An der Wall Street wird daher eine entscheidende Frage diskutiert:

Hat sich eine KI-Blase entwickelt, die zu platzen droht, oder erleben wir gerade eine industrielle Revolution, die sich mit der Einführung der Elektrizität vergleichen lässt? Allein den Chatbot ChatGPT nutzen weltweit jede Woche rund 800 Millionen Menschen, also etwa zehn Prozent der gesamten Bevölkerung. KI-Agenten verändern bereits heute den Arbeitsalltag der Menschen und werden im Kundenservice oder bei der Softwareentwicklung eingesetzt. Allerdings haben selbst technikaffine Pioniere wie der Amazon-Gründer Jeff Bezos oder der Microsoft-Gründer Bill Gates in den vergangenen Monaten vor zu hohen Erwartungen an KI gewarnt. So basiert der KI-Boom zu einem großen Teil auf zirkulären Geschäften. Die großen amerikanischen Tech-Konzerne beteiligen sich untereinander und schieben sich milliardenschwere Aufträge hin- und her. Nvidia will mit 100 Milliarden Dollar bei OpenAI einsteigen. Der ChatGPT-Erfinder wiederum plant, in den kommenden Jahren Rechenleistungen im Wert von bis zu 1,5 Billionen Dollar einzukaufen, was für eine hohe Nachfrage nach KI-Chips sorgt.

Erschwerend kommt hinzu, dass bislang nur Nvidia mit KI richtig Geld verdient. Die anderen Technologiekonzerne müssen erst noch unter Beweis stellen, dass sich ihre milliardenschweren Investitionen in absehbarer Zeit auszahlen. Vor diesem Hintergrund sind sie mittlerweile gezwungen, umfangreich Schulden aufzunehmen, um ihre enormen Ausgaben für Rechenzentren zu finanzieren, da dies nicht mehr aus dem laufenden Geschäft gelingt.

## Preisentwicklung Strom in den USA



Es gibt noch einen weiteren Schwachpunkt. KI-Rechenzentren verbrauchen ein Vielfaches an Strom im Vergleich zu herkömmlichen Datencentern. Künftig sollen unter anderem kleine Kernkraftwerke der neuen Generation die benötigte Energie liefern. Das Problem ist jedoch, dass sich diese noch in der Entwicklung befinden. Zudem sind sie aktuell vergleichsweise teuer. Es gibt durchaus Zweifel, ob diese neuen AKWs tatsächlich gebaut werden. Damit stellt sich die Frage, ob die Energieversorgung in den USA mit der rasanten Ausbreitung von KI-Rechenzentren mithalten kann. Dies könnte sich als Flaschenhals erweisen. Schon heute sorgen neue Rechenzentren für einen spürbaren Anstieg der Energiepreise.

Etwas abgemildert werden könnte die Gesamtsituation durch die US-Notenbank, und zwar mit einer expansiven Geldpolitik. Denn im Gegensatz zur EZB verfolgt die Fed

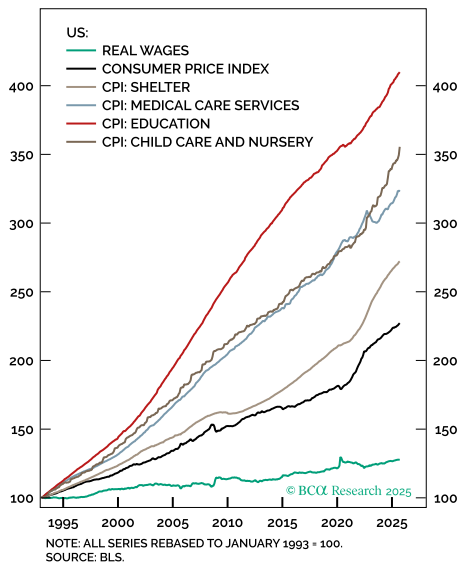
nicht nur das Ziel einer Inflationsrate von zwei Prozent, sondern auch das der Vollbeschäftigung. Vor diesem Hintergrund müsste sie die Leitzinsen eigentlich weiter senken. Genau das erwarten die Börsianer spätestens ab Mai nächsten Jahres, wenn der bisherige Notenbank-Chef Jerome Powell durch einen Trump-getreuen Nachfolger abgelöst wird. Doch auch Powell hat sich zuletzt zugunsten des Arbeitsmarkts entschieden und trotz der wieder gestiegenen Inflation in diesem Jahr dreimal die Leitzinsen gesenkt. US-Hypothekenzinsen haben möglicherweise bereits die Lockerung der Geldpolitik durch die Fed im Jahr 2026 eingepreist. Auch der Trump'sche Politikmix würde eher eine Lockerung der Geldpolitik begünstigen, da die fiskalischen Mittel - mit Ausnahme von Zöllen - fast vollständig ausgeschöpft sind. In den übrigen Teilen der Welt stünden sogar noch mehr Mittel zur Verfügung, zumal die übrigen Länder ihren fiskalischen Spielraum nach der Pandemie nicht so stark ausgeschöpft haben wie die USA.

Nicht Inflation ist in Amerika das Problem, sondern Erschwinglichkeit. Der Verbraucherpreisindex liegt zwar über seinem Zielwert und könnte aufgrund der Zölle im Jahr 2026 leicht ansteigen. Die „Güterinflation“ ist in einer Welt, in der die Fiskalpolitik nicht mehr verschwenderisch ist, allerdings nur vorübergehend. Tatsächlich erreichten die Auswirkungen der Zölle auf die langfristigen Inflationskennzahlen im April (bei umfragebasierten Kennzahlen) und im August (bei marktbasieren Kennzahlen) ihren Höhepunkt.



### Erschwinglichkeit wird mit Inflation verwechselt

Grafik 4



Quelle: BCA Research

Das Problem für den US-Verbraucher besteht darin, dass sie in den zurückliegenden vierzig Jahren beobachtet haben, wie die Preise für Güter der Mittelklasse im weitesten Sinne das reale Einkommenswachstum überholt haben. Die Erschwinglichkeit von Spielzeug, T-Shirts und Toastern macht sicher noch keine Mittelklasse aus. Vielmehr ist es die Erschwinglichkeit von Wohnen, Gesundheit und Bildung.

**Aber es gibt aber auch noch eine Reihe von Themen außerhalb von KI, aus denen sich im kommenden Jahr außergewöhnliche Situationen ergeben könnten.**

**Zum Beispiel beim Ölpreis:** Der derzeitige Überfluss an Öl ist eindeutig ein Ergebnis der Förderpolitik der OPEC. Es liegt nahe, dass geopolitische Faktoren eine entscheidende Rolle bei der Entscheidung Riads gespielt haben, einen Wettbewerb um Marktanteile zu starten. Durch die Beibehaltung niedriger Ölpreise verschafft sich Kronprinz Mohammed bin Salman auch die Gunst des auf den Verbraucherpreisindex fixierten Präsidenten Trump. Der fiskalische Break-even-Preis für Brent liegt für Saudi-Arabien je-

doch über 80 US-Dollar (derzeit 64 US-Dollar). Daher kann Riad seine aggressive Marktanteilspolitik nicht auf Dauer fortsetzen. Auch wenn es seltsam klingt, sind niedrige Ölpreise das einzige Mittel gegen niedrige Ölpreise. Die Welt muss jährlich etwa 3 bis 5 Millionen Barrel pro Tag an Produktionsausfällen ersetzen. Bei derart niedrigen Preisen ist dies nicht möglich. Daher ist zu erwarten, dass sich 2026 eine Gelegenheit für aggressive Long-Positionen bieten wird, sobald die OPEC ihre Förderpolitik ändert – möglicherweise nach den US-Zwischenwahlen – und wenn sich eine weltweite Belebung der Investitionsausgaben dazugesellt.

### Der Krieg in der Ukraine könnte 2026 enden:

Unweigerlich dürfte das zu einem Rücksetzer in den Kursen europäischer Rüstungsaktien führen. Genau dann würden wir kaufen. Die Logik hinter der europäischen Aufrüstung ist nicht nur dieser Konflikt. Es ist auch die Angst vor einer Abkehr der USA, vor künftiger Feindseligkeit Russlands und nebenbei die Hoffnung auf Konjunkturimpulse.

### Spannung zwischen China und den USA:

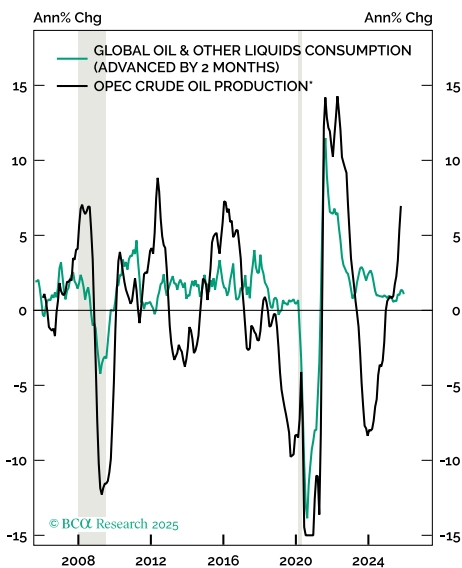
Die große Errungenschaft der zweiten Amtszeit von Trump könnte letztendlich sein, dass sich die Feindseligkeit gegenüber China, die er in seiner ersten Amtszeit heraufbeschworen hatte, wieder umkehrt. Niemand sonst kann das. So wie nur Nixon nach China reisen konnte, kann nur Trump ein Handelsabkommen mit China schließen. Dies dürfte sich am Ende positiv auf chinesische Aktien auswirken, da viele langfristige Anleger ihre Allokation in der größten Volkswirtschaft der Welt (die sie in vielen Fällen bei null gehalten haben) wieder aufstocken müssen.

### Am Ende bleibt Europa unser Favorit:

Die makroökonomische Erzählung über Europa ist seit 2020 falsch. Europa ist kein Museum; seine Gewinne haben seit der Pandemie tatsächlich mit denen der USA Schritt gehalten. Es hat einfach keine fiskalischen Anreize wie ein betrunkenen Seemann gesetzt. In Zukunft besteht jedoch die geopolitische Notwendigkeit, Konjunkturmaßnahmen zu ergreifen, die die Wirtschaft anzukur-

### Riyadh könnte den Ölpreis nach oben treiben

Grafik 5

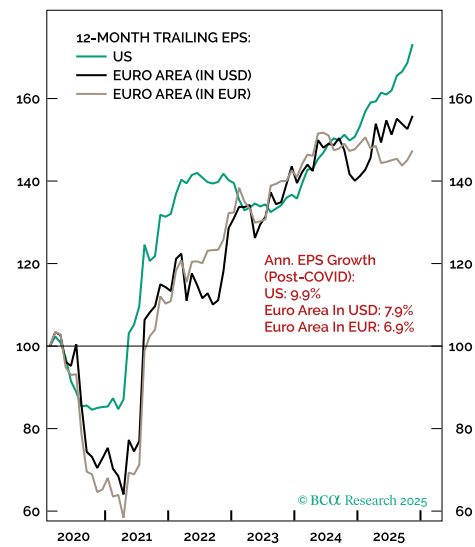


\* SERIES TRUNCATED AT -15% FOR PRESENTATION PURPOSES. NOTE: BOTH SERIES SHOWN AS 3-MONTH MOVING AVERAGE. SHADDED AREAS DENOTE NBER-DESIGNATED RECESSIONS. SOURCE: EIA, OPEC.

Quelle: BCA Research

### Auch in Europa hat sich der Gewinn pro Aktie leicht erhöht

Grafik 6



NOTE: ALL SERIES REBASED TO FEBRUARY 2020 = 100. SOURCE: MSCI INC. (SEE COPYRIGHT DECLARATION).

Quelle: BCA Research



beln und Reformen durchzuführen. Darüber hinaus wird Europa von dem Segen eines massiven globalen Überangebots an Flüssigerdgas (LNG) profitieren. Daher bleiben wir optimistisch für den Alten Kontinent und suchen nach weiteren Möglichkeiten, um 2026 und darüber hinaus von dieser Einschätzung zu profitieren.

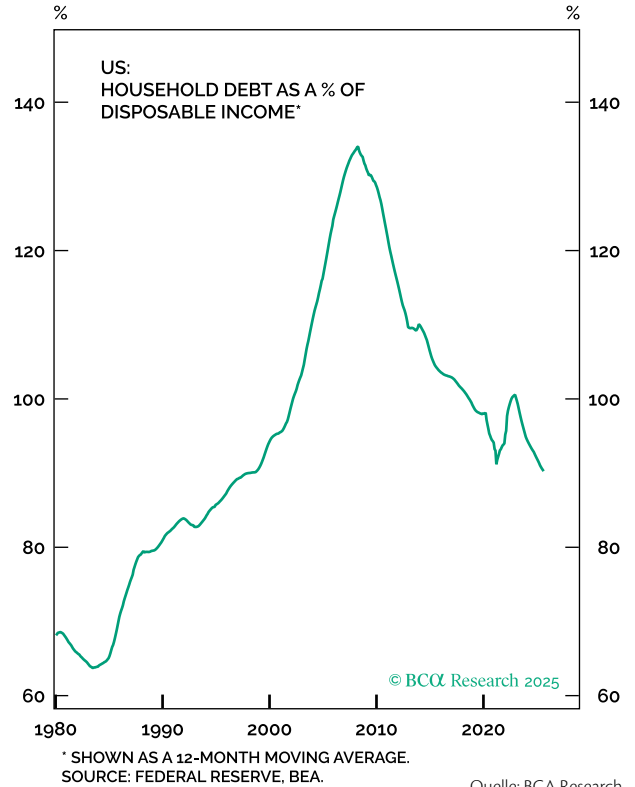
**Zum Joker könnte Japan werden:** Der makroökonomische Datenkranz im Land der aufgehenden Sonne ändert sich derzeit grundlegend. Erstens stehen fiskalische Anreize bevor, die dazu beitragen werden, das japanische Wachstum vor einer globalen Konjunkturabschwächung zu schützen. Zweitens sehen wir bereits Anzeichen für einen Wandel in den Unternehmen – durch den Trend bei der Kapitalumschlagshäufigkeit, eine größere Bereitschaft zu ausländischen Übernahmen mit zunehmender M&A-Aktivität und Buy-outs von börsennotierten zu privaten Unternehmen. Drittens wird sich der Abschlag bei japanischen Vermögenswerten (sowohl Aktien als auch Yen) wieder angleichen, sobald die Anleger erkennen, dass japanische Unternehmen ernsthaft daran interessiert sind, Werte freizusetzen. Viertens ist die fiskalische Nachhaltigkeit kein Problem, da das Verhältnis von Kreditkosten zum zugrunde liegenden Wachstum weiterhin gesund ist. Und schließlich bieten japanische Aktien mit einer geringen Gewichtung im Low-Tech-Bereich, aber einer Übergewichtung in Sektoren wie dem Industriesektor, einen Puffer für den Fall, dass es zu einem beginnenden Ausverkauf von Technologiewerten kommt. Sie spielen auch eine Rolle in unserem Thema, dass die Gewinner der KI letztlich nicht die Hyperscaler sein werden, sondern andere Anwender, die Nischenanwendungen in Branchen wie dem Industriesektor und dem Gesundheitswesen finden.

Die wichtigste makroökonomische Frage für die nächsten 12 Monate lautet, ob im Langfristvergleich derzeit unterverschuldeten US-Haushalte wieder mehr Kredite aufnehmen werden. Solange sich der Anleihemarkt ruhig verhält, wird dies auch für Aktien gelten. Gerade der Mini-Ausverkauf an den US-Börsen im November ging mit höheren Anleiherenditen einher. US-Haushalte werden bei Renditen über 4 Prozent für 10-jährige Staatsanleihen keine neuen Kredite aufnehmen. Wenn die Trump-Regierung also die Kreditzinsen drückt, könnten Haushalte, die ihre Verschuldung abgebaut haben, die Wirtschaft wieder ankurbeln.

Herzlichst, Ihr

**Verschuldungsquote privater US-Haushalte massiv gesunken**

Grafik 7



Quelle: BCA Research



# Temporär eingetrübtes Gesamtbild

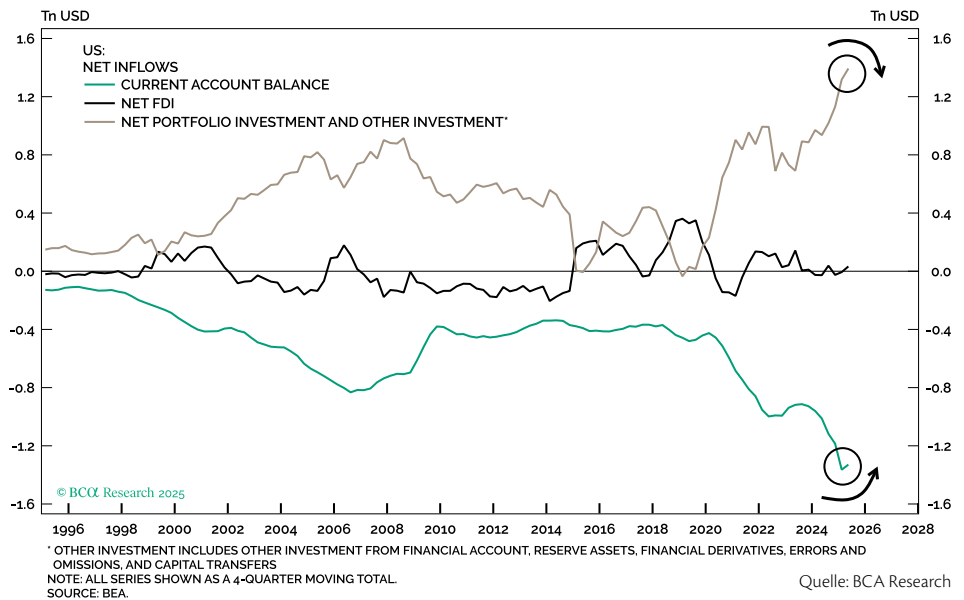
In den nächsten Monaten kommt einiges zusammen. Angefangen mit dem pessimistischen Ausblick für den US-Dollar als Indiz dafür, dass die USA nicht mehr als Konsument letzter Instanz fungieren können, muss die Weltwirtschaft stimuliert werden, um auf Sicht das auf unhaltbarem Höchststand stehende US-Leistungsbilanzdefizit zu verringern. **Daraus erklärt sich andererseits die geopolitische Notwendigkeit für die USA, sich aus einer zunehmend multipolaren Welt zurückzuziehen.**

Auch die Besorgnis über die KI-Investitionsblase wird anhalten. Es gibt zahlreiche Anzeichen dafür, dass die Anleger von KI zu begeistert sind. Wir vermuten, dass es in den ersten beiden Quartalen zu weiteren Turbulenzen kommen könnte, insbesondere da Investments wie NVIDIA erneut unter Druck geraten, weil immer mehr Alternativen auf den Markt kommen (darunter Googles Tensor Processing Units, TPUs). Allerdings wäre es seltsam, wenn der Investitionszyklus so schnell nach seinem Beginn wieder enden würde.

Die Fed sollte die US-Wirtschaft weiter stimulieren, wird dies aber möglicherweise nicht sofort zu Jahresbeginn 2026 tun. Arbeitsmarkt und Inflation offenbaren Anzeichen für eine Abkühlung der US-Wirtschaft. Solange Präsident Trump jedoch keine Kontrolle über die Fed hat, könnte es zu Unklarheiten in der Geldpolitik kommen. Das Ende der Amtszeit von Fed-Chef Jerome Powell im Mai könnte daher ein entscheidender Moment sein, den Anleger abwarten müssen, bevor sie mit einer weiteren geldpolitischen Lockerung rechnen können.

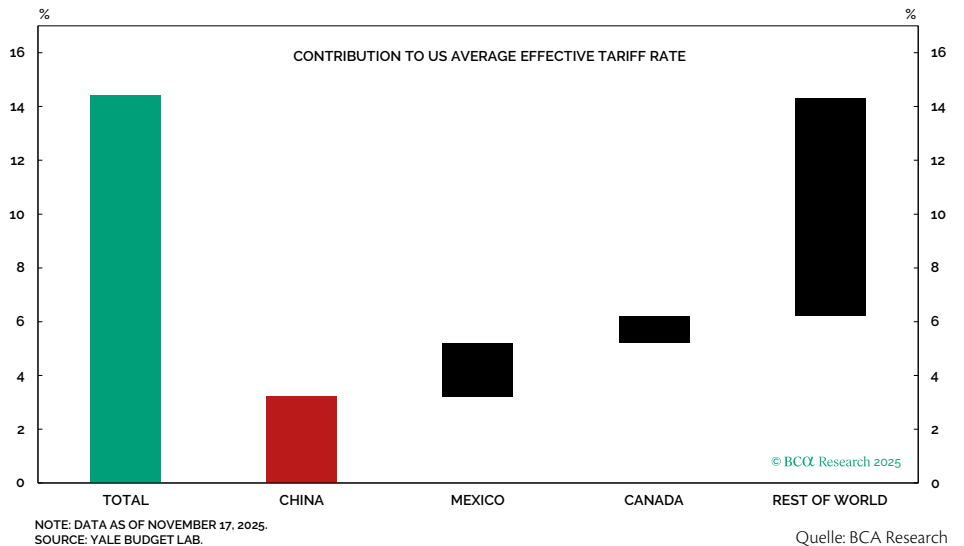
**US-Leistungsbilanz dürfte sich bessern, weil ausländische Portfolio-Investitionen sinken**

Grafik 8



**China allein macht 22% der durchschnittlichen US-Zölleinnahmen aus**

Grafik 9



Die Unsicherheit dürfte vorbei sein, wenn Präsident Trump seinen Mann in der Fed haben wird. Und wenn die Zwischenwahlen näher rücken, könnte er in Panik geraten und beginnen, den „Zollhebel“ wieder enthusiastischer einzusetzen, um die Wirtschaft ohne Zustimmung des Kongresses anzukurbeln. Am ehesten könnten Zölle ge-

genüber China fallen, sobald die geopolitischen Beziehungen zwischen Peking und Washington eine Entspannung erfahren. Diese Zölle machen einen wesentlichen Teil des gesamten Zollaufkommens aus. Allein schon ihre Umschaltung wird eine große Sache sein.



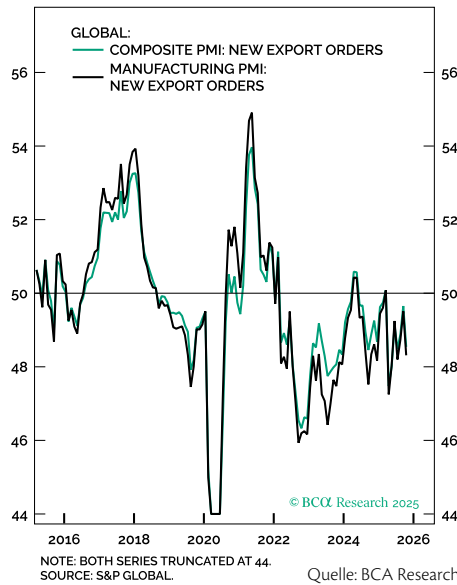
Der US-amerikanische S&P 500 könnte daher in den ersten beiden Quartalen 2026 einen deutlichen Einbruch erleben, da die Unsicherheit in der Geldpolitik auf noch schwache globale Konjunkturimpulse trifft. Der Arbeitsmarkt dürfte weiterhin zu kämpfen haben, was das Verbrauchervertrauen weiter belasten wird. Die KI-Investitionsausgaben könnten ebenfalls gelegentliche Rückschläge erleben, da die Begeisterung nachlässt. Das globale Wachstum wird zu kämpfen haben, da die Nachwirkungen der vorzeitigen Zollerhöhungen auf die Realität unzureichender globaler Investitionsanreize treffen.

Bis zur Jahresmitte dürfte sich jedoch eine erneute geld- und fiskalpolitische Lockerung ankündigen, sodass US-Aktien im Laufe des Gesamtjahres einstellige Renditen erzielen könnten. Eine lockere Geldpolitik stellt zwar eine Chance für den Anleihemarkt dar, aber eine mögliche Schwäche des US-Dollars dürfte die Gesamtrendite in Euro betrachtet aufzehren. Daher dürften die Märkte außerhalb der USA spätestens in der zweiten Jahreshälfte wieder besser abschneiden. Dies gilt umso mehr, als wir davon ausgehen, dass sich der Rest der Welt bis Mitte des Jahres wieder der globalen Investitionsstory verschreiben wird.

Das größte Risiko im Jahr 2026 besteht – wie schon beschrieben – darin, dass sich die KI-Story zum Schlechten wendet. Man findet bislang nicht ausreichend Belege für einen anhaltenden Produktivitätsboom durch KI, aber das könnte sich noch ändern. Wenn KI letztendlich nicht zu einer Steigerung der Produktivität führt, wie es die Internetrevolution der 1990er Jahre getan hat, dann werden Investitionen in die KI-Infrastruktur zu gestrandeten Vermögenswerten. Bislang gibt es auch keine Anzeichen dafür, dass KI einen starken Einfluss auf den Arbeitsmarkt hat. Es stimmt zwar, dass jüngere/Nachwuchskräfte seit Ende 2022 einen Rückgang

### Einkaufsmanager-Indices zeigen schwaches Wirtschaftswachstum

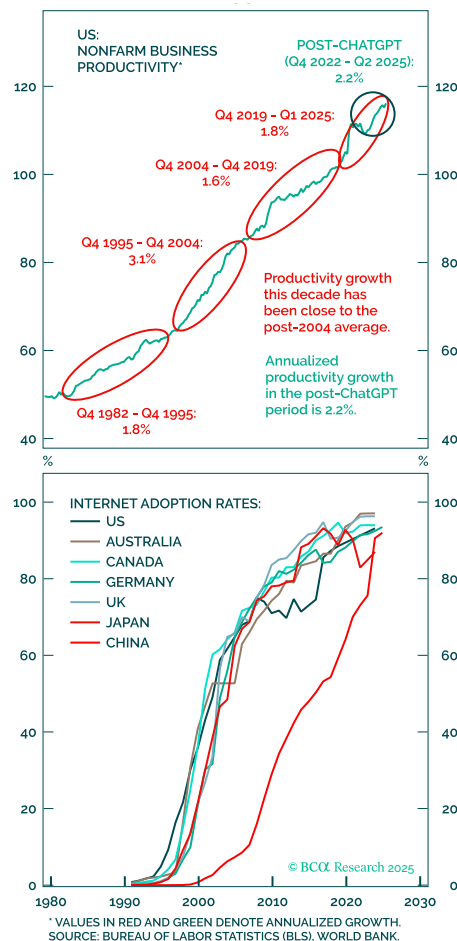
Grafik 10



der Beschäftigung verzeichnen, aber dies ist nicht unbedingt auf KI zurückzuführen. Schwächere und neu eingestellte Mitarbeiter sind oft die ersten, die gehen müssen, wenn Unternehmen Personal abbauen, was darauf hindeutet, dass die anhaltende Abschwächung auf dem Arbeitsmarkt durch eine nachlassende Gesamtnachfrage und nicht durch eine technologische Revolution verursacht wird.

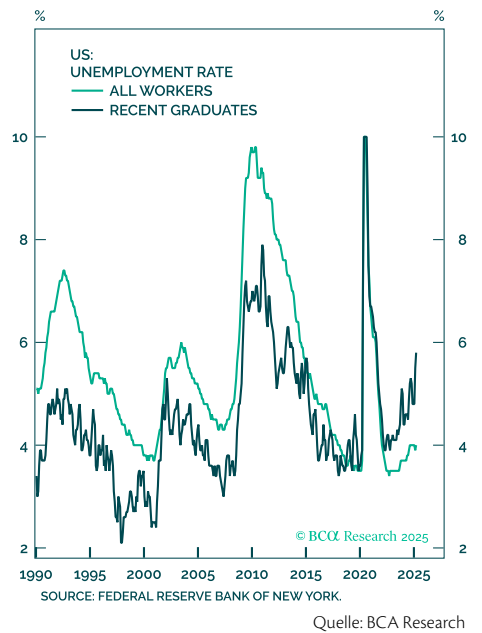
### Produktivitätszuwachs durch Internet

Grafik 11



### US-Schulabgänger finden schlechter einen Job

Grafik 12

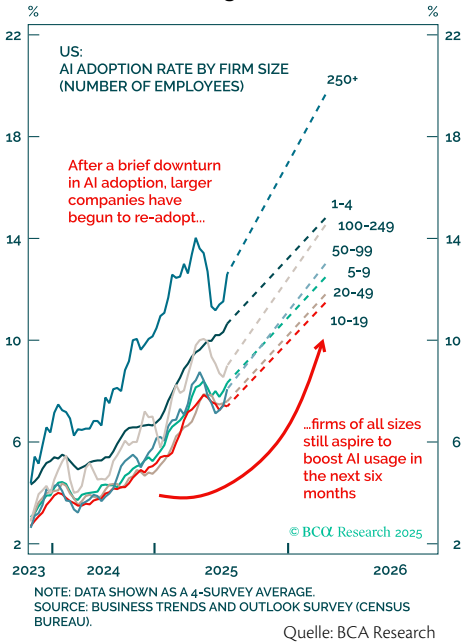




Obwohl CEOs Schwierigkeiten haben, Arbeitskräfte durch KI zu ersetzen, setzen sie weiterhin enthusiastisch auf diese Technologie. Unsere Lieblingsgrafik zur Messung des Verhältnisses zwischen Anspruch und Umsetzung hat einen deutlichen Anstieg verzeichnet, was für den Markt ein positives Signal darstellt. Nach mehreren enttäuschenden Monaten Anfang 2025 begannen größere Unternehmen, KI wieder schneller einzuführen. Die nebenstehende Grafik ist von entscheidender Bedeutung. Sie zeigt, dass die Ambitionen zur Einführung von KI gestiegen sind. Unserer Ansicht nach sind es diese Ambitionen der Führungsetagen, die den Technologieverkauf ankurbeln, was wiederum die US-Wirtschaft in Abwesenheit starker Verbraucher ankurbelt. Wenn sich die tatsächliche Einführungsrate jedoch zu lange in die falsche Richtung entwickelt, wird dies zu einem Einbruch der Verkäufe führen, da CEOs ihre KI-Budgets kürzen werden.

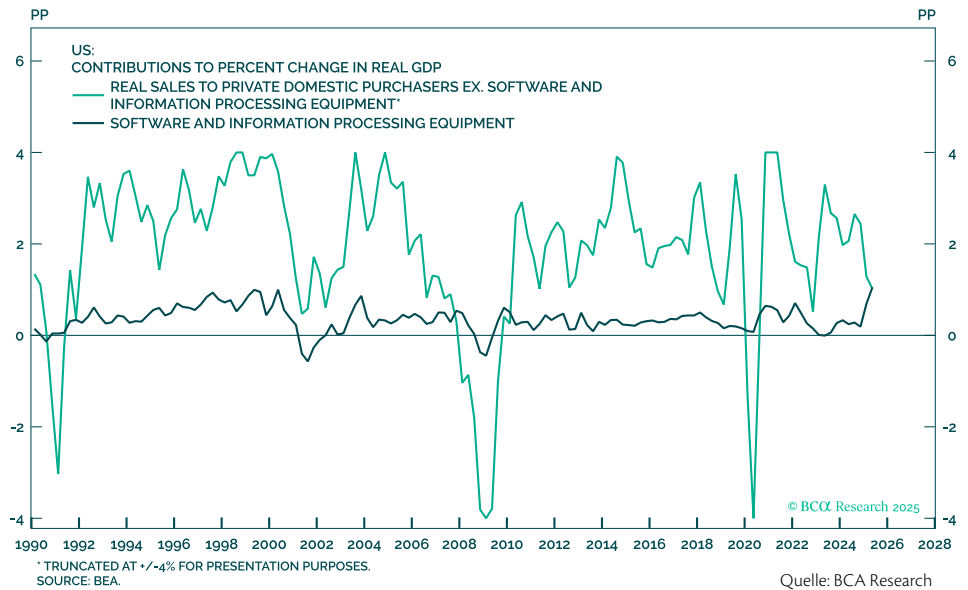
**AI-Pläne in Abhängigkeit von der Beschäftigtenzahl**

Grafik 13



**Steigender Anteil von IT-Umsätzen am US-BIP**

Grafik 14



Alles hängt miteinander zusammen. Die bestehenden und geplanten KI-Investitionen setzen voraus, dass die tatsächliche Nachfrage nach KI-Produkten weiter steigt. Andernfalls wird die Sinnhaftigkeit des Ausbaus von Rechenzentren von den Investoren, die ihn finanzieren, in Frage gestellt werden.

Glücklicherweise gibt es neue Produkte auf dem Markt, die die Fantasie von Investoren und Führungskräften gleichermaßen beflügeln. Das Add-in „Claude for Excel“ von Anthropic hat ebenso wie die Veröffentlichung von Gemini 3 von Google begeisterte Kritiken erhalten. Es wäre in der Tat sehr merkwürdig, wenn die Geschichte der Investitionsausgaben nach nur 18 Monaten schon zu Ende wäre. Schließlich dauerte die Geschichte der Investitionen in den Ausbau des Internets ein Jahrzehnt lang.

Damit unsere Prognose eintrifft, muss der Rest der Welt daher Konjunkturmaßnahmen ergreifen, um den Rückgang des US-Wachstums auszugleichen. Wir verfolgen sorgfältig die Anzeichen für fiskalische Impulse weltweit – mit Schwerpunkt auf

den G20-Volkswirtschaften. Deutschland wird 2025 die Führung von China übernehmen.

Die Kursavancen in Europa kamen schon Ende des ersten Quartals zum Stillstand. Mittlerweile ist jedoch wieder das typische Muster zu beobachten. Die Aktienmärkte in den USA entwickeln sich besser als die in Europa, obwohl die Bewertungen hier immer noch günstiger sind. Das hängt sicherlich mit der größeren Dynamik und Innovationskraft der Vereinigten Staaten zusammen. In puncto KI spielt die Musik eben in den USA, vielleicht auch noch in China, aber nicht in Europa.

In Deutschland, der größten Volkswirtschaft Europas, kämpfen Branchen der Old Economy, wie die Autoindustrie oder die Chemiebranche, hingegen mit einem rückläufigen Geschäft. Zu einem guten Teil liegt das an der ausufernden Bürokratie, Regulierungen und den (zu) hohen Kosten für Energie. Man muss allerdings auch konstatieren, dass das Wirtschaftswachstum in Deutschland im dritten Quartal immerhin nur stagnierte,



**Deutschland vorne bei staatlichen Investitionen in den nächsten Jahren**

Grafik 15

COUNTRY	FISCAL THRUST* (% OF POTENTIAL GDP)					
	2025	2026	2027	2028	2029	2030
CANADA	-0.25	0.17	-0.26	-0.02	-0.29	-0.14
GERMANY	-0.22	1.04	0.95	0.11	-0.04	-0.23
JAPAN	-0.26	0.49	0.13	0.16	0.31	0.40
SOUTH KOREA	0.62	-0.23	0.12	-0.02	-0.18	-0.15
INDONESIA	0.41	-0.19	-0.04	-0.05	0.04	0.03
ARGENTINA	0.76	-0.70	-0.16	-0.03	0.23	0.11
AUSTRALIA	0.27	-0.40	-0.35	-0.10	-0.13	0.01
BRAZIL	0.32	-0.41	-0.77	-0.58	-0.40	-0.19
CHINA	1.11	-0.17	-0.15	-0.18	-0.24	-0.17
FRANCE	-0.59	0.17	0.15	-0.16	-0.13	-0.27
G20	-0.01	-0.13	0.00	-0.04	-0.26	-0.12
INDIA	-1.13	-0.01	-0.02	-0.02	-0.05	-0.07
ITALY	-0.46	-0.52	-0.16	-0.47	-0.02	-0.07
MEXICO	-1.48	-0.04	-0.20	-0.08	0.10	0.00
RUSSIA	-0.27	-1.20	0.17	0.07	-0.17	0.00
SOUTH AFRICA	-0.01	-0.19	-0.38	-0.29	-0.21	-0.10
TURKEY	-1.77	-0.17	-0.16	0.03	0.01	0.00
UK	-2.01	-0.88	-0.66	-0.28	-0.27	-0.16
US	-0.01	-0.21	0.08	0.09	-0.53	-0.18

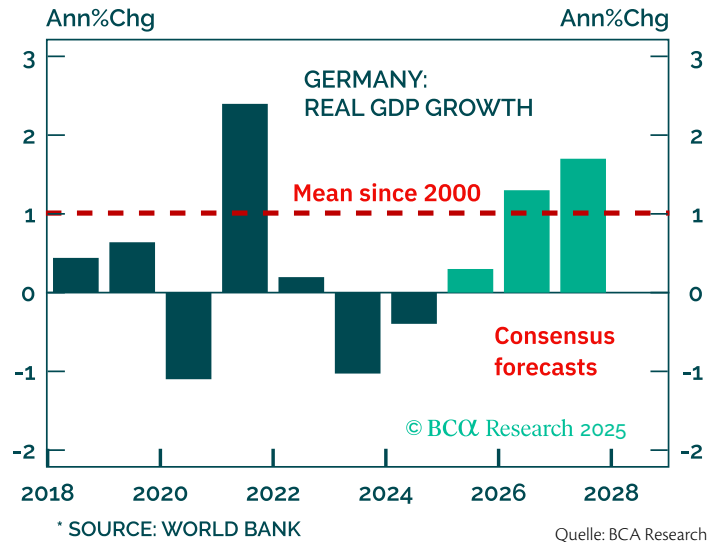
\* FISCAL THRUST IS THE INVERTED CHANGE IN CYCLICALLY-ADJUSTED PRIMARY BALANCE AS A % OF GDP. SOURCE: IMF.

Quelle: BCA Research

obwohl die Exporte in die USA aufgrund der Strafzölle rückläufig waren. Das bedeutet, dass die Binnenwirtschaft zulegte. Jetzt besteht die Hoffnung, dass die deutsche Wirtschaft nach Jahren der Rezession im Jahr 2026 wieder wächst – wenn auch nur geringfügig. Nach einer wahrscheinlichen Stagnation im laufenden Jahr rechnet die OECD 2026 mit einem Plus beim deutschen BIP von 1,0 Prozent. Und die Aussichten verbessern sich weiter.

**Deutschlands reales BIP-Wachstum**

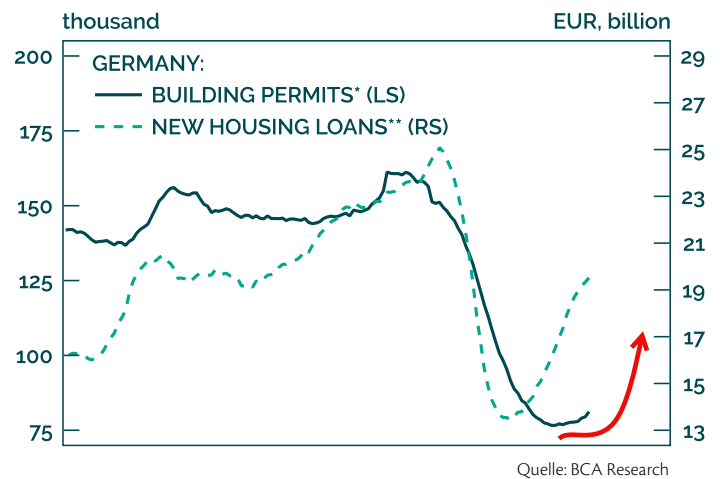
Grafik 16



Für die zumindest kleine Belebung in Deutschland könnten besser Abschreibungen für Ausrüstungs-investitionen, Subventionen für Elektroautos und die geplanten Investitionen in die Verteidigung und Infrastruktur sowie die Einführung eines subventionierten Industriestrompreises sorgen. Einen positiven Impuls könnte auch ein mögliches Ende des Ukraine-Kriegs liefern. Der Bau zeigt bereits erste Erholungstendenzen.

**Deutschlands Wohnungsbau**

Grafik 17



Insgesamt könnte sich in Europa das Konsumklima verbessern. Denn den Haushalten geht es in der EU finanziell tendenziell besser. Quelle: BCA Research Outlook 2026, Dezember 2025 (S. 17)

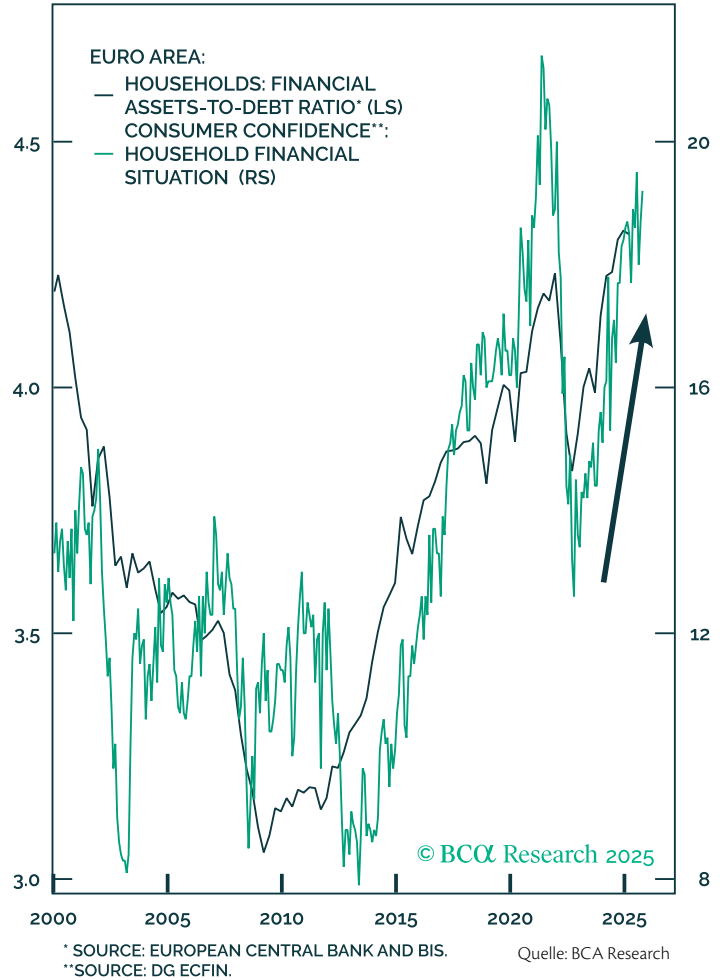


Dazu kommt ein geldpolitisches Umfeld, das zumindest das Wirtschaftswachstum nicht bremst. Der Einlagenzins der EZB liegt bei 2,0 Prozent. Im kommenden Jahr könnte die EZB jedoch auf eine expansive Geldpolitik umschalten.

**Fazit:** Im Jahr 2026 wird das globale Wachstum in den ersten beiden Quartalen mit Gegenwind zu kämpfen haben, sich aber in den letzten beiden Quartalen erholen, wenn die politischen Entscheidungsträger beginnen, sich auf globale Investitionen zu konzentrieren. Daher werden wir weitere Anzeichen für globale Konjunkturmaßnahmen abwarten müssen. Interessant für Short-Positionen in US-DOLLAR wird es spätestens dann werden, wenn Trump die Kontrolle über die Fed übernimmt. Dann dürften die politischen Entscheidungsträger weltweit erkennen, dass sie sich nicht mehr darauf verlassen können, dass die US-Fiskalpolitik ihre exportorientierten Volkswirtschaften ankurbelt.

**Euro-Region – private Haushalte haben gesunde Finanzen**

Grafik 18





# Asset Allocation: für die nächsten Wochen noch immer positiv

Auch im Dezember bleibt die taktische Allokation „MacroQuant“ für einen Zeitraum von 1 bis 3 Monaten vorerst optimistisch für Aktien, was vor allem auf günstige technische Faktoren und unterstützende finanzielle Bedingungen zurückzuführen ist. Das Wirtschaftswachstum ist jedoch im November deutlich gesunken, was den Gesamtwert nach unten gezogen hat. Das Modell sieht keine unmittelbaren Risiken für die US- oder die Weltwirtschaft, aber es zeichnen sich erste Risse ab.

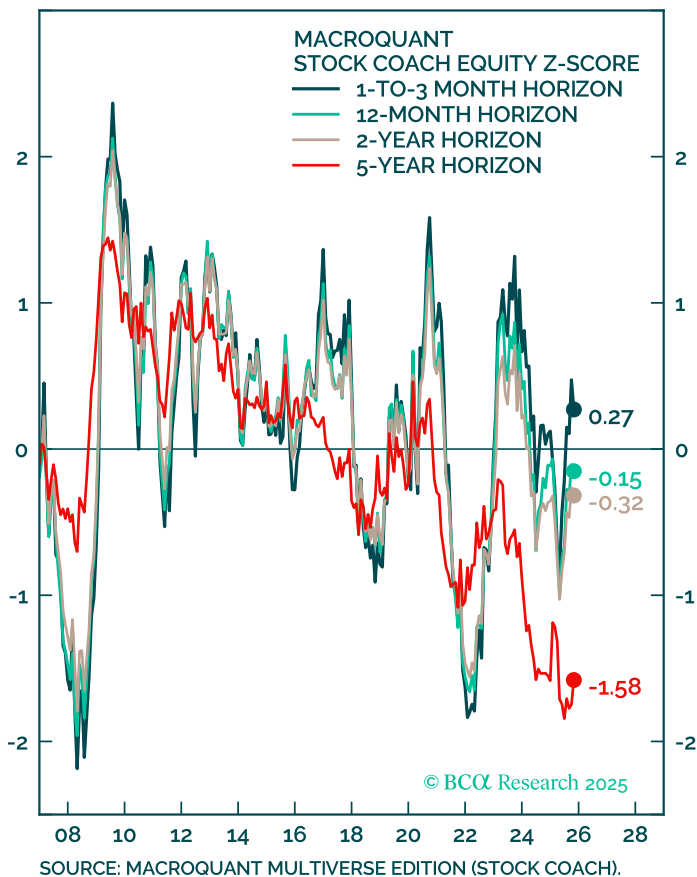
Das Modell erwartet für Aktien mit einem Zeithorizont von mehr als 12 Monaten unterdurchschnittliche Renditen. Das liegt vor allem daran, dass die Bewertungen bei längerfristigen Zeithorizonten ein größeres Gewicht in der Modellbewertung haben. Sofern wir nicht wirklich in ein neues goldenes Zeitalter rasanten, durch KI induzierten Wirtschaftswachstums eintreten, sind die derzeit hohen Bewertungsniveaus ein sehr schlechtes Zeichen für Aktien.

Das Modell war im Oktober und November leicht konstruktiv in Bezug auf die Duration festverzinslicher Wertpapiere, und dieser Trend hält auch im Dezember an. Sollten sich die Risse im wirtschaftlichen Umfeld vertiefen, würden wir erwarten, dass das Modell gegenüber Anleihen positiver wird.

Gegenüber dem US-Dollar bleibt es beim pessimistischen Ausblick, wenn auch deutlich weniger als noch zu Beginn dieses Jahres. Es ist nach wie vor optimistisch gegenüber Gold, wie es seit Mitte 2024 mit wenigen Ausnahmen der Fall war. Der Kupfer-Score fiel jedoch aufgrund der oben erwähnten Verschlechterung der Konjunkturerwartungen wieder in den neutralen Bereich zurück. Das Modell stufte Öl auf „untergewichten“ herab.

kurzfristig noch positiv

Grafik 19

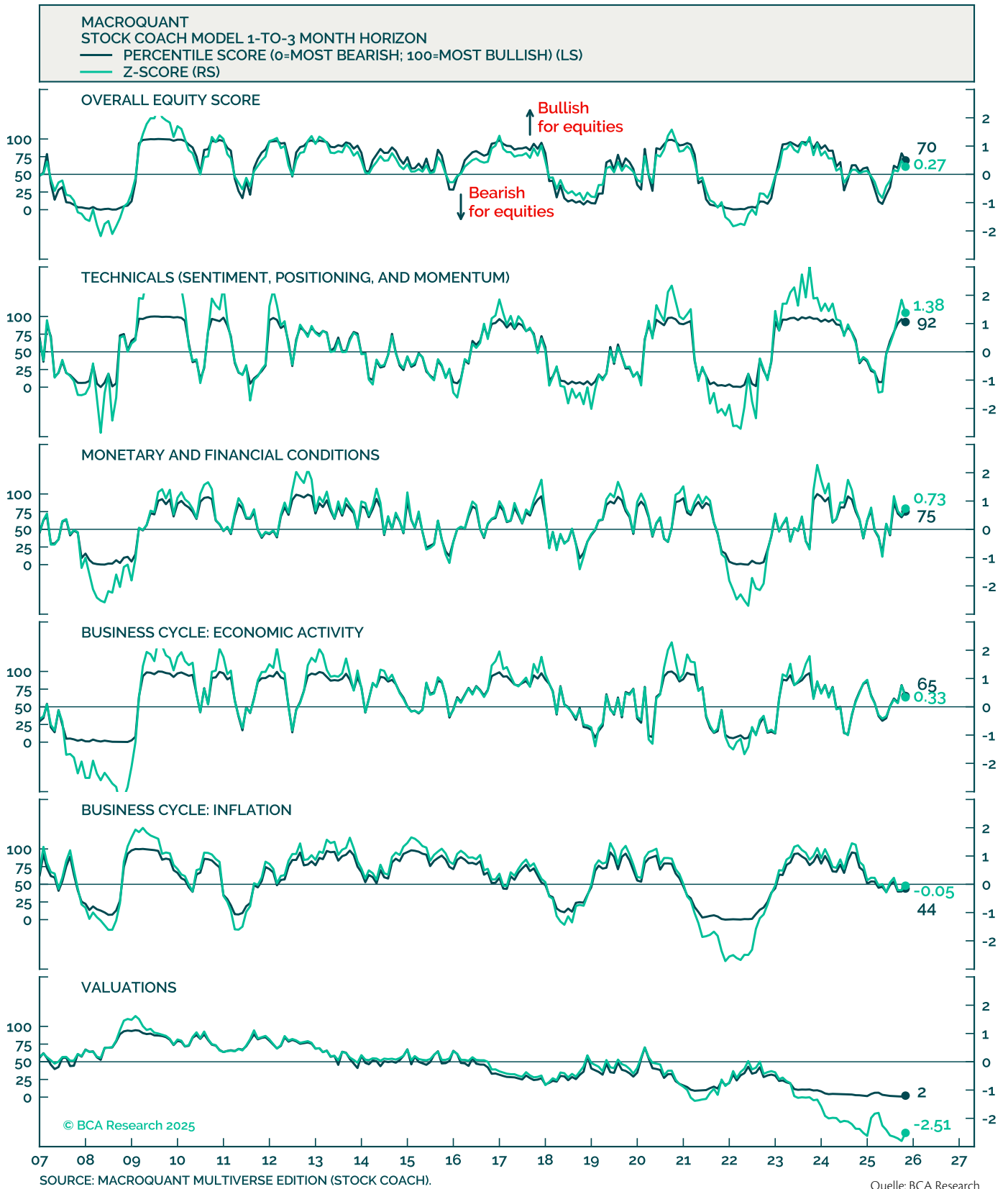


Quelle: BCA Research



Indikatoren im Detail

Grafik 20



Die obenstehende Grafik zeigt die verschiedenen Komponenten des monatlichen US-Aktienmodells „Stock Coach“ von MacroQuant. Der Aktien-Score liegt bei 70 Prozent, was einen leichten Rückgang gegenüber Oktober bedeutet, aber dennoch mit überdurchschnittlichen Renditen in den nächsten 1 bis 3 Monaten vereinbar ist.



Betrachtet man die einzelnen Komponenten, so ist der Wert für die Wirtschaftstätigkeit in diesem Monat zurückgegangen. Zwar übertraf der ISM-Einkaufsmanagerindex für Dienstleistungen die Erwartungen, doch die steigende Zahl der Entlassungen, die durch WARN-Meldungen und die Umfrage von Challenger, Gray und Christmas signalisiert wurde, belastete den Wert.

Die Inflationskomponente hat sich kaum verändert. Leichte Rückgänge der Gesamtinflation und der Inflationsrisikoprämie der Fed von Cleveland wurden durch die steigenden langfristigen Inflationserwartungen in der Umfrage der Fed von Philadelphia ausgeglichen.

Der Stimmungindex liegt bei überzeugenden 92 Prozent und stützt weiterhin den Gesamtaktienindex. Im Gegensatz dazu hat sich das hochfrequente DayTrader-Modell von MacroQuant, das die Aktienstimmung täglich bewertet, deutlich von seinem Höchststand Ende Oktober entfernt. Dies bietet Raum für eine erneute Stärkung der Stimmung.

Die Komponente der monetären und finanziellen Bedingungen ist weitgehend unverändert geblieben und sorgt weiterhin für eine konstruktive Haltung gegenüber Aktien. Die Renditen von Staatsanleihen sind gesunken und der Finanzbedingungenindex der Fed hat sich entspannt, was auf Rückenwind für das BIP-Wachstum hindeutet.

Demgegenüber ist der Anteil kleiner Unternehmen, die eine leichtere Verfügbarkeit von Krediten melden, rückläufig, und das allgemeine Kreditwachstum hat sich abgeschwächt.

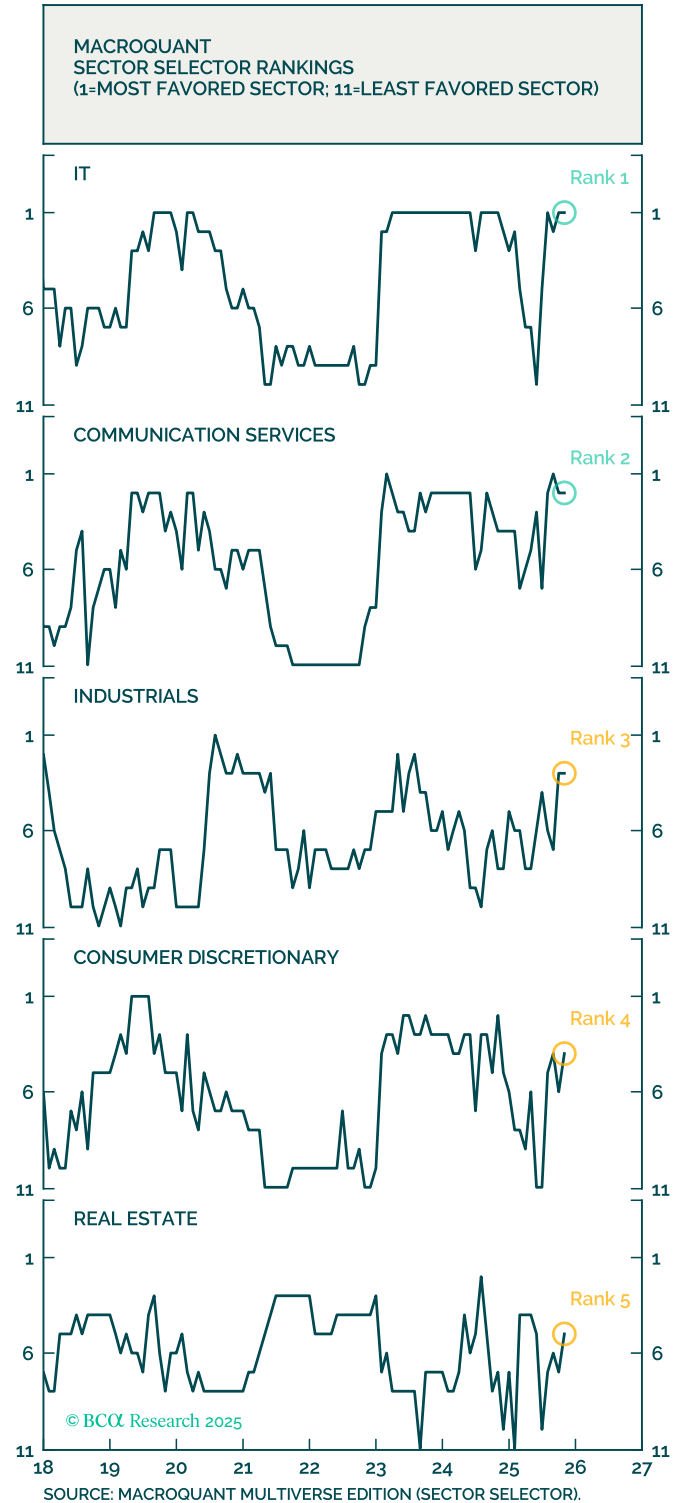
Die Bewertungen bleiben trotz eines Anstiegs des Wertes auf das 2. Perzentil ein Hemmnis. Das Modell schätzt, dass der S&P 500 2,5 Standardabweichungen über seinem langfristigen fairen Wert notiert, was zu einer vorsichtigeren Haltung in Bezug auf längerfristige Horizonte führt.

Das US-Aktiensektor-Modell von MacroQuant, Sector Selector, empfiehlt eine Übergewichtung von IT- und Kommunikationsdienstleistungen. Wie bereits in den vergangenen Monaten haben starke Gewinn- und Umsatzzuwächse, solide ETF-Zuflüsse und eine relative Kursdynamik diese Sektoren gestützt.

Subjektiv würden wir diese Signale mit Vorsicht betrachten. Wie wir im Bericht dieser Woche hervorgehoben haben, deutet der jüngste Ausverkauf der Aktienkurse von Meta und Oracle auf eine wachsende Skepsis gegenüber der AI-Capex-Erzählung hin.

## IT und Kommunikationsdienstleistungen bleiben die Favoriten

Grafik 21

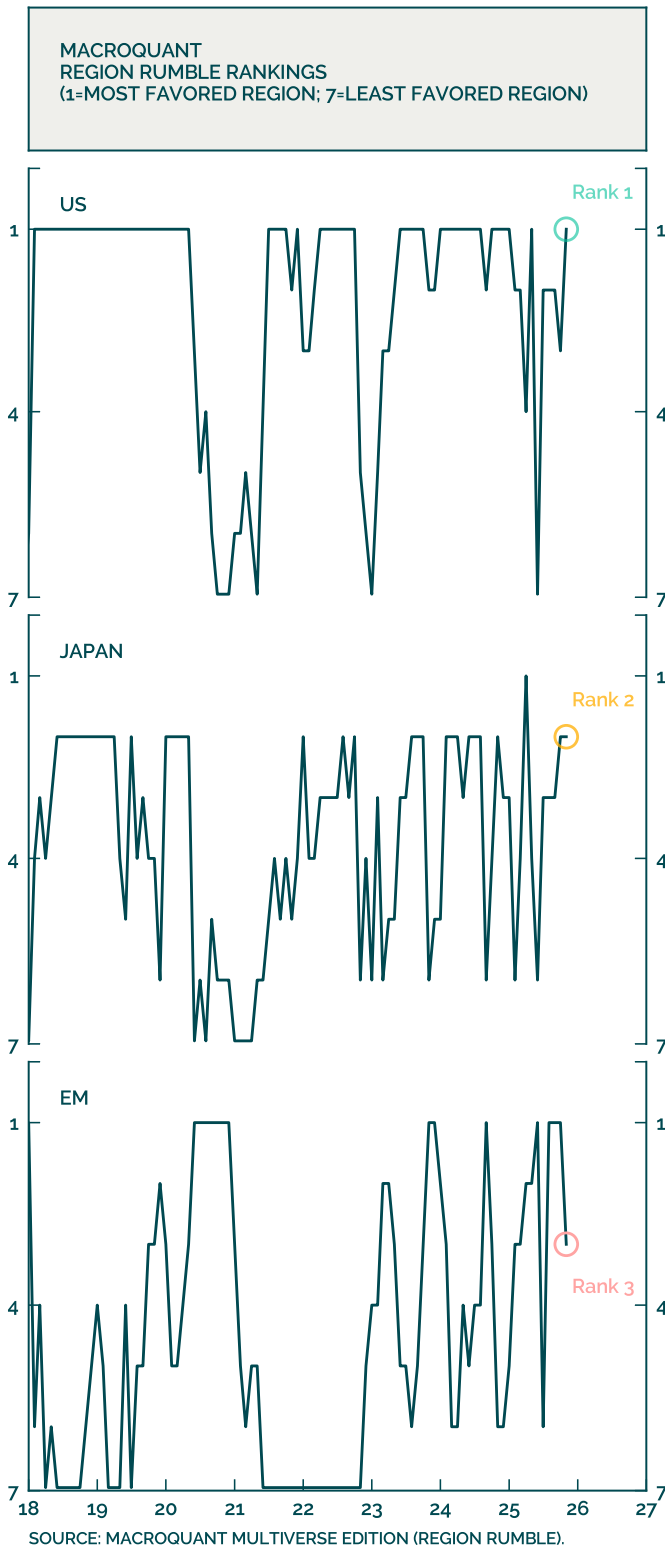


Quelle: BCA Research



**Erst USA, dann Japan**

Grafik 22



Das Modell ist neutral gegenüber Industrie-, Konsumgüter- und Immobilienaktien. Es ist untergewichtet in den Bereichen Rohstoffe, Finanzwerte und Gesundheitswesen, mit einer ausgeprägteren negativen Tendenz gegenüber Versorgern, Basiskonsumgütern und Energie. Obwohl die drei am wenigsten bevorzugten Sektoren im November den Gesamtmarkt übertrafen, sieht das Modell ihr schwaches Gewinn- und Umsatzwachstum als Signal dafür, dass es anderswo bessere Chancen gibt.

Das regionale Aktienmodell von MacroQuant, Region Rumble, empfiehlt eine Übergewichtung der USA innerhalb eines globalen Portfolios. Es ist neutral gegenüber Japan und untergewichtet Schwellenländer, Australien, den Euroraum, Großbritannien und Kanada.

Das Modell hat die USA aufgrund des starken Gewinn- und Umsatzwachstums, der jüngsten relativen Kursdynamik und einer günstigen Branchenzusammensetzung auf „übergewichtet“ hochgestuft. Ausschlaggebend für die Hochstufung waren die Aufwärtskorrekturen der Gewinn- und Umsatzprognosen, die diejenigen der globalen Aktien übertroffen haben.

Japan liegt mit einer neutralen Allokation auf dem zweiten Platz, was auf besser als erwartete Wirtschaftsdaten und solide Zuflüsse in den Aktienmarkt zurückzuführen ist.

Die Schwellenländer haben ihren Podiumsplatz behauptet. Während die Erwartungen des Modells hinsichtlich eines schwächeren Dollars weiterhin Unterstützung bieten, haben die weniger optimistischen Aussichten für die Öl- und Kupferpreise sowie die jüngste Underperformance gegenüber globalen Aktien die Region belastet. Trotz des dritten Platzes weist Region Rumble den Schwellenländern im globalen Portfolio eine leichte Untergewichtung zu, was darauf zurückzuführen ist, dass die USA rund 65 Prozent der globalen Marktkapitalisierung ausmachen (und eine Übergewichtung nur begrenzte Allokationsmöglichkeiten für andere Regionen lässt).

Das Modell ist gegenüber Australien, dem Euroraum, Großbritannien und Kanada eher pessimistisch, was angesichts der Tatsache, dass der Sector Selector den Technologiesektor bevorzugt, nicht überraschend ist.

Gerade das Ländermodell fließt in die Allokation unseres ETF-Portfolios ein, das auf inzwischen auf eine Historie von fast 18 Jahren zurückblicken kann. Alle Positionen, die aus dem Anleihenfonds-Segment stammen (Abaki, Galilei, Rex), sind neben der Cash-Komponente als reine Liquiditätsreserve gedacht. Sie machen zusammen rund 48,5 Prozent aus. Trotz der Investitionsquote in Aktien mit nur rund 51,5 Prozent hat das Portfolio mit 9,45 Prozent Performance seit Jahresanfang den reinen Aktienindex MSCI Welt in Euro (5,21 Prozent) geschlagen.





**Kurz zu den Anleihemärkten:** Das „Bond Buddy“-Modell von MacroQuant ist über einen Zeitraum von 1 bis 3 Monaten in Staatsanleihen leicht übergewichtet, mit einem Wert, der im 60. Perzentil der erwarteten Renditeverteilung liegt (der Bereich „leicht übergewichtet“ des Modells liegt zwischen dem 60. und 80. Perzentil).

Was die Stimmung angeht, zeigt die Sentix-Umfrage unter institutionellen Anlegern eine im Vergleich zum Vormonat weniger optimistische Einschätzung der Rohstoffpreise, was die Anleihebewertung nach oben treibt. Die von MarketVane gemessene optimistische Stimmung gegenüber Staatsanleihen ist jedoch nach einem Anstieg im September und Oktober in diesem Zeitraum unverändert geblieben. Dies wirkt sich leicht negativ auf die Gesamtbewertung aus.

Was den Konjunkturzyklus angeht, haben sich viele Indikatoren zugunsten von Anleihen gewendet. So ist beispielsweise der S&P Goldman Sachs Commodity Index rückläufig, die langfristigen Inflationserwartungen der University of Michigan tendieren nach unten und der G10 Inflation Surprise Index von Citi ist gesunken. Regionale Umfragen der Fed unter Unternehmen zu ihren Preis-erwartungen deuten jedoch auf eine hartnäckige Inflation hin, was den Anleihe-Score belastet.

Das Modell sieht auch langfristig Aufwärtspotenzial für Staatsanleihen. Unter Berücksichtigung struktureller Faktoren wie dem trendmäßigen BIP-Wachstum, den langfristigen Inflationserwartungen und der demo-

grafischen Entwicklung beziffert Bond Buddy den fairen Wert der Rendite 10-jähriger US-Anleihen auf 3,54 Prozent (Grafik 7). Dementsprechend liegt die 12-Monats-Laufzeitbewertung beim 59. Perzentil der erwarteten Renditeverteilung, nahe der Obergrenze des neutralen Bereichs.

Außerhalb der USA bevorzugt das Modell in einem währungsgesicherten Portfolio aus Staatsanleihen aus Industrieländern Frankreich, Großbritannien und Italien gegenüber Kanada, der Schweiz und Spanien.

Wenn man die Prognose von JP Morgan hingegen zugrunde legt, dürfte bei den langen Staatspapieren 2026 nahezu nirgends mehr als der Kupon verdient werden.

#### lange Staatsanleihen Ende 2026

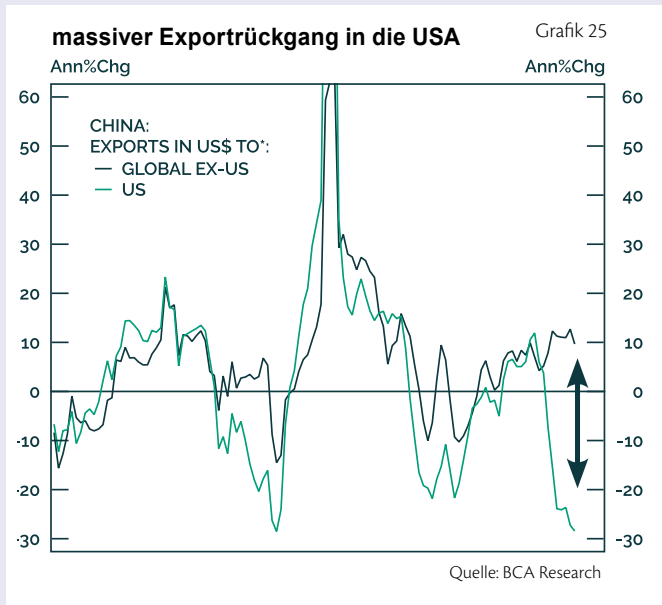
Grafik 24

Rates	Current	Dec-26	Change
US 10-year yields	4.09	4.35	0.26
Germany 10-year yields	2.75	2.75	0.00
UK 10-year yields	4.48	4.75	0.27
Japan 10-year yields	1.87	1.90	0.03
EM Local (GBI-EM yield)	5.90	5.70	-0.20

Quelle: JP Morgan



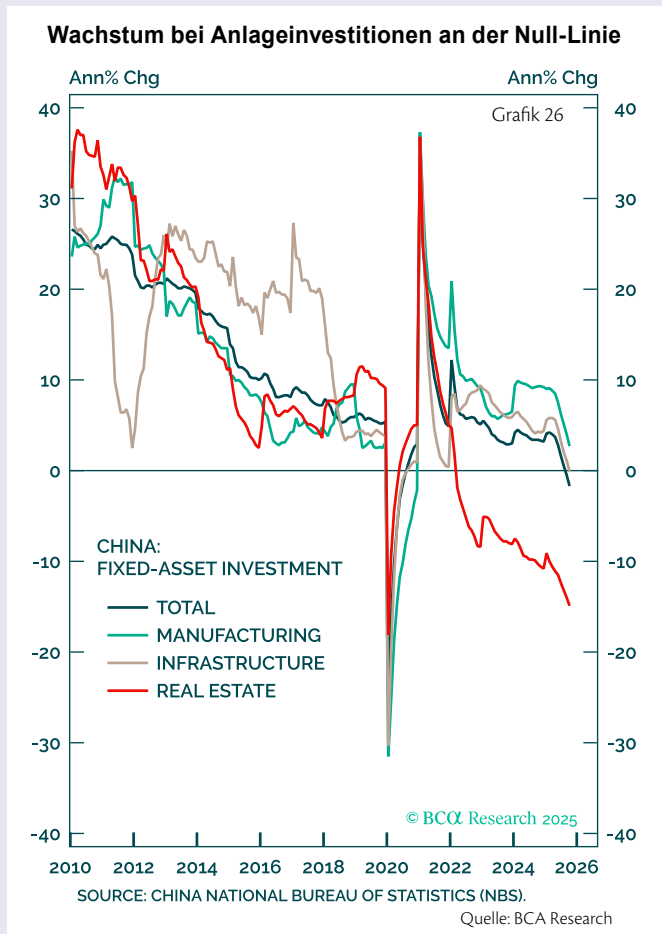
# China: Stimulieren oder stagnieren – die Regierung hat die Wahl



Nicht anders als zu erwarten war, sind zudem die chinesischen Exporte in die USA eingebrochen. Die amerikanischen US-Importe aus anderen asiatischen Ländern und Mexiko sind jedoch stark gestiegen. Dies spiegelt eindeutig die Umschlaggeschäfte Chinas wider, die darauf abzielen, die US-Zölle zu umgehen.

Im dritten Quartal ist die chinesische Wirtschaft nur um 4,8 Prozent gewachsen. Das offizielle Ziel für das Gesamtjahr liegt bei 5,0 Prozent und könnte verfehlt werden. Die konjunkturelle Abschwächung der nach den USA zweitgrößten Volkswirtschaft der Welt zeigt sich auch am Einbruch der Kupfernachfrage.

Trotz staatlicher Interventionen lässt vor allem die Erholung des Immobilienmarktes auf sich warten. Die Nachfrage nach und die Preise für Wohnungen sind zuletzt weiter gefallen. Das sorgt bei vielen Chinesen für Vermögensverluste, da sie für die Altersvorsorge überwiegend in Broughtgold investieren. Wenn die Vermögen schrumpfen, sinkt auch die Konsumlaune. Dazu kommt noch eine hartnäckige Deflation.



Obwohl der kürzlich diskutierte Fünfjahresplan einige ermutigende Anzeichen enthält, sind konkrete Maßnahmen zur Ankurbelung der Binnenkonjunktur in China bislang ausgeblieben. Einige Kommentatoren argumentieren, dass sinnvolle Konjunkturmaßnahmen unwahrscheinlich sind und China stattdessen weiterhin auf sein exportorientiertes Wachstum setzen wird.

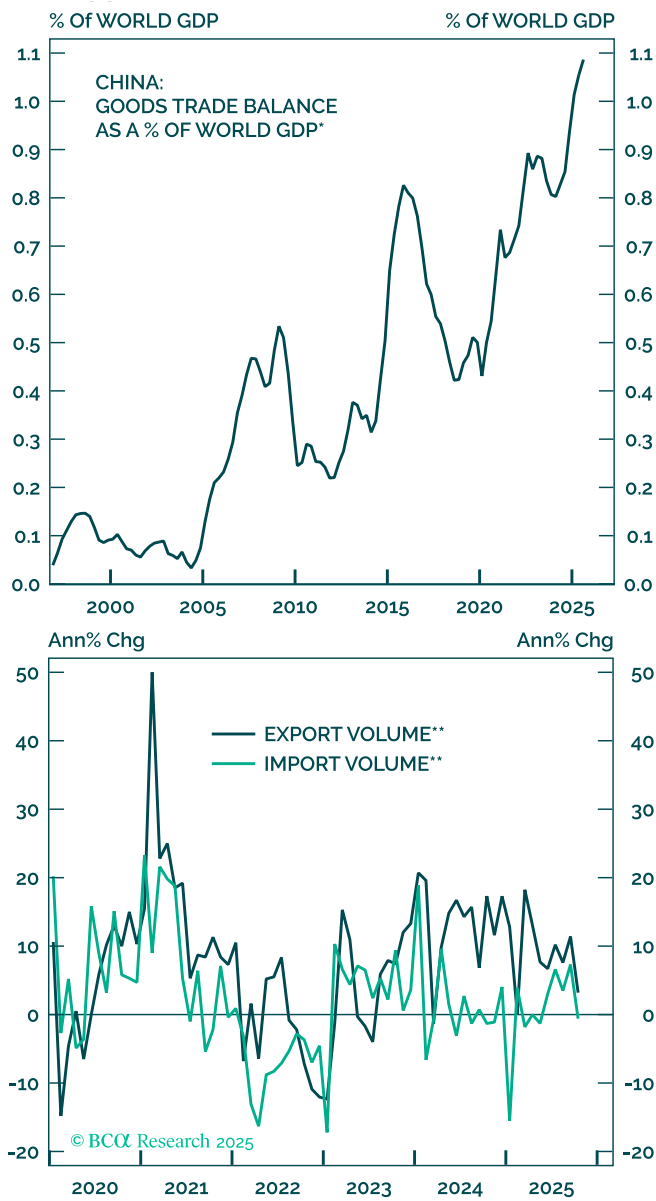
Unseres Erachtens steht für Peking derzeit viel mehr auf dem Spiel. Die aktuelle Entwicklung des BIP-Wachstums zeichnet ein viel binäreres Bild für die chinesischen Entscheidungsträger. Grob gesagt gibt es vier Möglichkeiten, wie eine Wirtschaft wachsen kann: 1) Investitionen, 2) Nettoexporte, 3) Konsum der privaten Haushalte und 4) Staatsausgaben. Ein flüchtiger Blick auf die Entwicklung der ersten beiden Komponenten zeigt, dass es unmöglich ist, den bisherigen Kurs beizubehalten, wenn China einen deutlichen Rückgang der Wirtschaftstätigkeit vermeiden will.

**Investitionen:** Derzeit gehen sowohl die Investitionen in der Industrie als auch im Wohnungsbau zurück – zum ersten Mal seit Beginn der Pandemie.



**Gütermarkt: Handelsbilanzüberschuss in Prozent des Welt-BIP**

Grafik 27



\* SOURCE: CHINA GENERAL ADMINISTRATION OF CUSTOMS (GAC) AND WORLD BANK.  
 \*\* NOTE: SERIES SHOWN TRUNCATED FOR PRESENTATION PURPOSES. SOURCE: CHINA GENERAL ADMINISTRATION OF CUSTOMS (GAC).

Die Anti-Involutionskampagne hat zu einer deutlichen Verlangsamung der Kreditvergabe an den Industriesektor geführt, und obwohl sich der Immobilienmarkt letztendlich stabilisieren könnte, sehen wir angesichts der aktuellen Krise wenig Spielraum für eine Ausweitung der Investitionen im Wohnungsbau.

**Nettoexporte:** Der Handelsüberschuss Chinas beläuft sich auf gigantische 1,1 Prozent des globalen BIP (Grafik 24 – Panel 1). Eine Wette auf weiteres exportgetriebenes Wachstum Chinas ist eine Wette darauf, dass dieser Überschuss noch weiter zunehmen wird – was nicht nur aufgrund ungünstiger Basiseffekte unwahrscheinlich ist, sondern auch, weil es mittlerweile eine deutliche Feindseligkeit seitens der übrigen Welt gegenüber dem Exportmodell Chinas gibt. Tatsächlich hat das Exportwachstum bereits begonnen zu sinken, was darauf hindeutet, dass die Nettoexporte 2026 eher als Wachstumsbremse wirken werden (Grafik 24 – Panel 2). Das bedeutet, dass der private Konsum und die Staatsausgaben 2026 einen bedeutenden Ausgleich für das Wachstum schaffen müssen, wenn China eine wirtschaftliche Kontraktion vermeiden will. Mit anderen Worten: Wenn Peking es versäumt, sinnvolle Konjunkturmaßnahmen zu ergreifen, dann deshalb, weil es sich bewusst für eine Konjunkturabschwächung entscheidet, ohne zu versuchen, diese zu verhindern.

Doch die Hoffnung bleibt. Nichtsdestotrotz sind chinesische Aktien, gemessen am Shanghai Composite Index, im bisherigen Jahresverlauf um fast 20 Prozent gestiegen. Dieser Erholung gingen allerdings Jahre mit stagnierenden oder fallenden Kursen voraus.

Natürlich besteht nach unserer Einschätzung das Risiko, dass die chinesischen Entscheidungsträger Ideologie über Pragmatismus stellen. Allerdings sind wir derzeit bereit, darauf zu wetten. Die günstigen Bewertungen in China sowie die steigende Wahrscheinlichkeit eines Handelsabkommens mit den USA geben uns eine gewisse Sicherheit, dass wir eine Position mit positiver Konvexität halten.

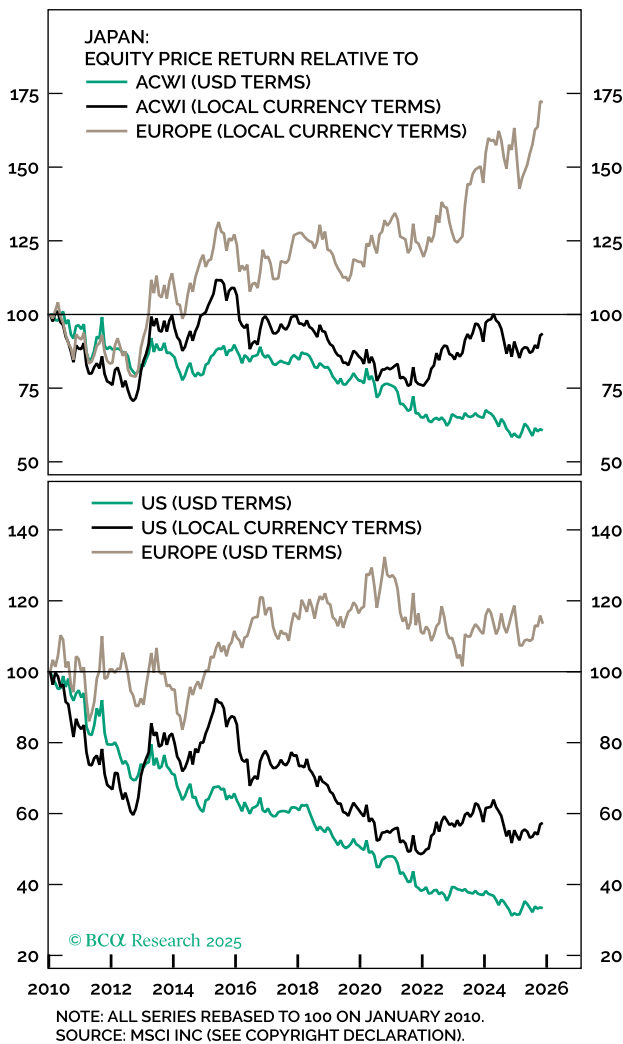


# Japan inzwischen auf dem Weg zur Normalität

Japanische Aktien sind inzwischen zu den Kursen des Jahres 1989 zurückgekehrt. Anämisches Wachstum unterbrochen durch Depressionen hatten über die vergangenen 35 Jahre das Marktgeschehen geprägt. Dazu haben über Jahrzehnte von der Notenbank künstlich gedrückte Zinsniveaus und eine schwache Währung beigetragen. Das Blatt scheint sich nun zusehends zum Positiven zu wenden und japanische Industriek Aktien zusammen mit dem Yen an Attraktivität zu gewinnen. Die fiskalischen Anreize in Japan werden, wie wir erwarten, letztendlich auch in produktivere Investitionen fließen. Die-

**Noch junge Outperformance japanische Aktien**

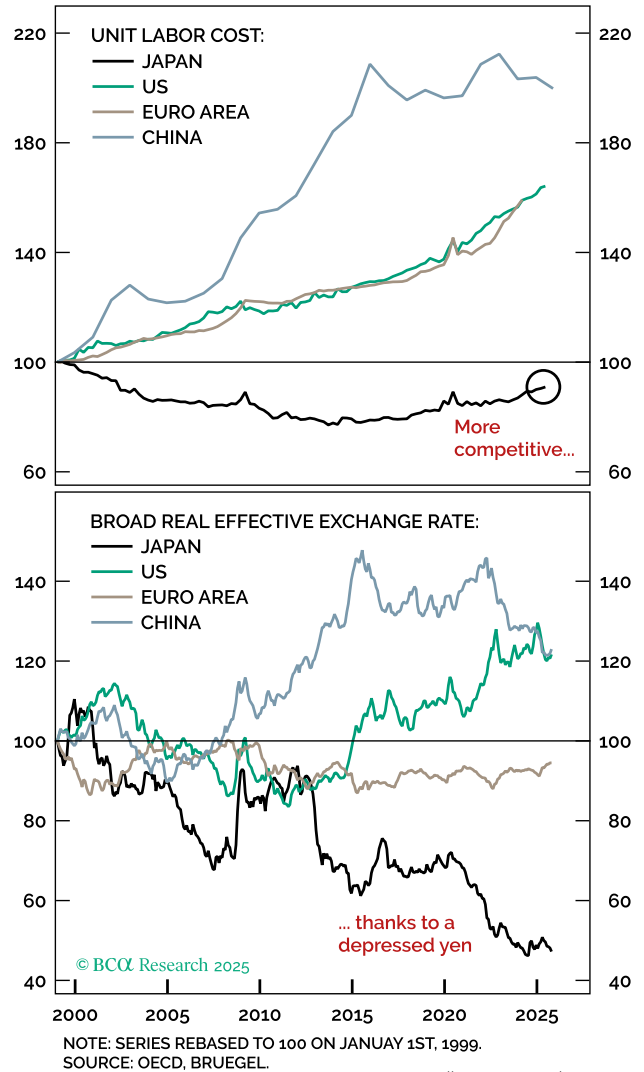
Grafik 28



Quelle: BCA Research Geo Macro

**Niedrige Lohnstückkosten und unterbewertete Währung sind schlagende Argumente**

Grafik 29



ser Hebel wird auch dazu beitragen, das japanische Wachstum inmitten einer weltweiten Konjunktur-abschwächung abzufedern, was jedoch nicht unser Basisszenario ist. Wenn diese fiskalischen Maßnahmen richtig ausgerichtet werden, werden wir bald Veränderungen durch die japanische Unternehmensreform sehen. Die ersten Anzeichen dieser Reform sind bereits durch eine zunehmende Verschiebung der Kapitalumschlagshäufigkeit erkennbar. Japanische Unternehmen sind – anders als in der Vergangenheit - zunehmend bereit, Risiken einzugehen. Der externe Katalysator hierfür war auch die Akzeptanz von aktivistischeren Investoren, die private Übernahmen von börsennotierten Unternehmen tätigen und die M&A-Aktivitäten zunehmen lassen. Japanische Aktien sind einfach zu günstig und bieten sowohl Bottom-up- als auch Top-down-Anlegern Chancen. Und man darf auch nicht unterschätzen, was die KI gerade im Einsatz bei der Produktion im Land der Roboter an Wertschöpfung generieren könnte.



Die Zinsen werden in Japan zwar tendenziell steigen, aber aus den richtigen Gründen, aber nicht zu stark. Auch die finanzielle Nachhaltigkeit ist kein Problem.

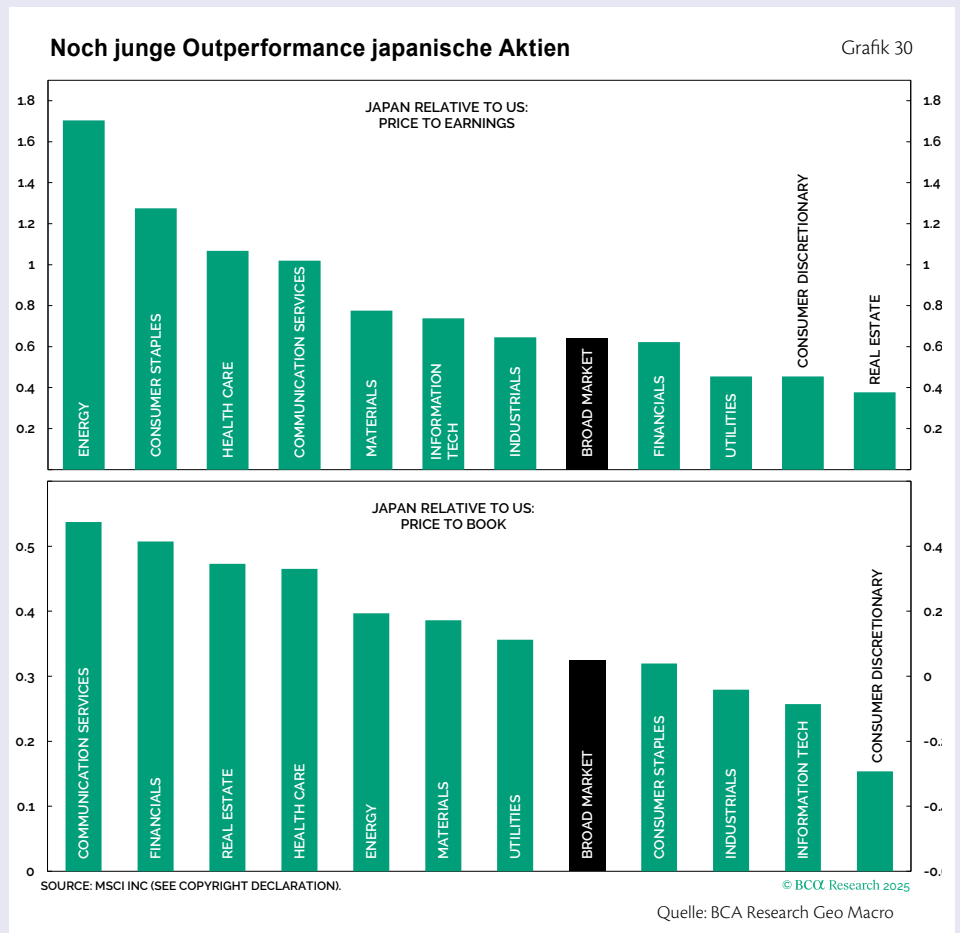
Anleger sollten die derzeitige Schwäche japanischer Aktien und des Yen nutzen, um gegenüber den USA eine deutliche Übergewichtung in Japan aufzubauen. Das Währungsrisiko sollte ungesichert bleiben, da ein stärkerer Yen ein wichtiger Treiber für die strukturelle Outperformance Japans sein wird. Unterdessen werden die meisten japanischen Sektoren auf Basis des KGV mit einem erheblichen Abschlag gegenüber ihren US-Pendants gehandelt und sind auf Basis des KBV deutlich günstiger. Diese Bewertungslücke ist angesichts der sich verbessernden Aussichten für die japanische Rentabilität übertrieben, wenn sich, wie wir erwarten, die Auslastungsraten der Anlagen erhöhen.

Japans begrenzte Exposition gegenüber dem Technologiesektor ist gerade heute ein Glücksfall. Der Technologiesektor macht nur 12 Prozent des MSCI Japan aus, aber wenn wir uns irren und sich KI tatsächlich als Dreh- und Angelpunkt für den Aktienmarkt erweist, dann gibt es für japanische Unternehmen viele leicht zu erreichende Vorteile, die sie durch den Einsatz von KI nutzen können. Von einer Verlagerung der globalen Investitionsausgaben hin zu asiatischen und europäischen Volkswirtschaften angetrieben werden, dann ist auch Japan ein Gewinner.

Inländische Reformen, die Haushaltsvermögen in Aktien lenken, werden den japanischen Aktienmarkt zusätzlich weiter stützen. Die NISA-Reform (Nippon Individual Savings Account) hat Japans steuerfreies Anlagesystem zu einem dauerhaften, flexiblen und deutlich größeren Instrument für Privatanleger gemacht. Es wurde 2024 einge-

führt und fasste die bisherigen Programme „Tsumitate“ und „General“ zu einer einzigen Struktur mit einer jährlichen Beitragsgrenze von 3,6 Millionen Yen zusammen – aufgeteilt in eine Ansparquote (Tsumitate) von 1,2 Millionen Yen und eine Wachstumsquote von 2,4 Millionen Yen, mit einer lebenslangen Obergrenze von 18 Millionen Yen, von denen bis zu 12 Millionen Yen für den Wachstumsanteil verwendet werden können. Die steuerfreie Haltedauer wurde auf unbestimmte Zeit festgelegt, und Mittel aus Verkäufen können ohne Verlust der Steuervorteile reinvestiert werden. Die Wechselwirkung zwischen dem Yen und der Aktienperformance ist für unsere optimistische Einschätzung von zentraler Bedeutung. Bisher stehen japanische Aktien in lokaler

Währung sowohl absolut als auch im Vergleich zum ACWI und zu US-Benchmarks weiterhin in negativer Korrelation zum japanischen Yen. Diese Korrelation wird sich jedoch verschieben, wenn der Aufschwung japanischer Aktien weniger von Umrechnungsgewinnen als vielmehr von Strukturformen abhängt. Insgesamt bedeutet die positive Verbindung zwischen dem Yen und der relativen Performance japanischer Aktien gegenüber der gemeinsamen Währung in Verbindung mit der steigenden Wahrscheinlichkeit, dass sich die negative Korrelation in lokaler Währung abschwächen wird, dass Anleger japanische Aktien gegenüber den US- und ACWI-Benchmarks Übergewichten und ihr Yen-Engagement ungesichert (!) lassen sollten.





Wir haben auch keine Präferenz zwischen nominalen und realen Staatsanleihen. Zwar dürfte die Inflation aufgrund von Maßnahmen zur Verbesserung der Er-schwinglichkeit und der anhal-tenden Desinflation im Immo-bilien-sektor im Jahr 2026 kein gro-ßes Thema sein, doch ist dies vom Markt bereits weitgehend eingepreist (Grafik 32).

Unsere derzeit größte interne Debatte dreht sich um die Duration. In unserem Basisszenario einer sanften Landung ist es un-wahrscheinlich, dass die 10-Jah-res-Rendite deutlich unter 4 Pro-zent fallen wird. Wir werden abwarten, um unsere Einschät-zung im Laufe des nächsten Mo-nats zu bestätigen, aber wir er-wägen eine Herabstufung der Duration auf neutral, wenn die 10-Jahres-Renditen unter 3,8 Prozent fallen.

### ICM 15er-Aktienportfolio

Im 15er-Aktienportfolio sind zur Zeit 12 von 15 möglichen Plät-zen belegt, was einer Investiti-onsquote von 80 Prozent ent-spricht. Die aktuellen hohen Be-wertungen und die Indexhöchst-stände lassen uns vorsichtiger in unserer Asset-Allokation wer-den. Die aktuelle Performance YTD des Portfolios liegt bei 7,15 Prozent und damit leicht über der Performance des MSCI Welt in Euro.

15er Aktienportfolio												Auslastung: 80%			12.12.25			Grafik 31		
No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Datum	Kauf	Kurs	Kurs aktuell	P/L 2025 YTD	P/L total	ESG Grade							
1	BABADF	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	USD	ADC	27.01.25	11241,28	156,88	156,88	86,50%	-98,60%	B+							
2	AZNL	ASTRAZENECA/d	Healthcare	G80009895292	GBP	LSE	28.01.25	11242,28	13410,00	13410,00	28,10%	19,28%	A+							
3	BHCF	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	ADC	26.07.24	8,38	7,02	7,02	-12,97%	-16,25%	B-							
4	BA	BOEING CO/d	Industrials	US0970231058	USD	NYQ	17.05.24	183,25	200,71	200,71	13,40%	9,53%	A-							
5	ENIMI	ENI/d	Energy	IT0003132476	EUR	MIL	28.03.24	14,60	15,97	15,97	21,97%	9,38%	A							
6	MRONL	MELROSE IND/d	Industrials	G800BNGDN821	GBP	LSE	26.03.25	526,95	561,20	561,20	1,34%	6,50%	B+							
7	NOVOB.CO	NOVO NORDISK B/d	Healthcare	DK0062498333	DKK	CPH	04.08.25	318,08	321,75	321,75	-48,45%	1,15%	A-							
8	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNEI000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	63,75	63,75	38,44%	-32,32%	B+							
9	CRM.N	SALESFORCE INC O/d	Technology	US7946613024	USD	NYS	10.09.25	248,63	262,35	262,35	-21,53%	5,52%	B+							
10	SAPG.DE	SAP SE	Technology	DE0007164600	EUR	GER	12.11.25	220,34	209,10	209,10	-11,51%	-5,10%	A							
11	TUI1n.DE	TUI N	Consumer Cyclical	DE000TUAG505	EUR	GER	04.12.24	7,92	8,18	8,18	-2,01%	3,29%	B							
12	TLWL	TULLOW OIL/d	Energy	G80001500809	GBP	LSE	27.09.19	83,59	6,10	6,10	-71,83%	-92,70%	B							
13	VOWG_p.DE	VOLKSWAGEN VZ	Consumer Cyclical	DE0007664039	EUR	GER	13.03.24	112,49	108,05	108,05	21,35%	-3,95%	A-							
14																				
15																				

	Aktien depot in €	MSCI in €
Performance in 2017	24,84%	5,50%
Performance in 2018	-9,56%	-5,92%
Performance in 2019	16,53%	27,49%
Performance in 2020	-3,15%	11,86%
Performance in 2021	10,88%	30,73%
Performance in 2022	9,03%	-15,12%
Performance in 2023	20,61%	18,25%
Performance in 2024	10,45%	24,10%
Performance in 2025 (YTD)	7,15%	6,26%



## Neues zu einzelnen Portfolio-Mitgliedern:

### Salesforce Inc. & SAP SE

#### Konkurrenten:

Beide Unternehmen stehen im globalen Wettbewerb — besonders bei der Einführung von KI-gestützten Automatisierungslösungen für Unternehmen.

- Salesforce versucht mit KI und Automatisierungsplattformen zu wachsen und hat ehrgeizige Ziele: Bis 2029/30 peilt Salesforce ein Umsatzvolumen von mehr als 60 Milliarden USDollar an – getrieben durch KI, strategische Übernahmen und den Ausbau seines Produktportfolios.
- Auf der anderen Seite stärkt SAP seine Angebote im Bereich Enterprise Data und AI – etwa mit der Strategie, Daten zentral zu managen, KI-gestützte Analysen zu ermöglichen und unternehmensweite Prozesse zu automatisieren.

Man kann von einer „neuen Rivalität“ zwischen Salesforce und SAP sprechen: Je nachdem, welche Anforderungen ein Unternehmen hat (FrontOffice vs. BackOffice, CRM/Service vs. ERP/Operations), kann die Entscheidung für eines der beiden Systeme oder eine Kombination fallen.

#### Integrationspartner:

Denn es geht auch gemeinsam; ein konkretes Beispiel dafür liefert die Lösung Vigiency Field Service. Sie erlaubt Firmen, das ERP-System SAP mit der CRM-Service-Plattform von Salesforce zu verbinden – so können Unternehmen etwa SAP-Stammdaten, Ersatzteil und Vertragsinformationen direkt in Salesforce nutzen, Serviceaufträge planen oder

Rechnungen automatisch ins SAP-Finanzsystem einspielen. Ein weiteres Beispiel bietet enosix: Diese Lösung ermöglicht es, Order-to-Cash-Prozesse über SAP und Salesforce „nahtlos“ abzubilden — also Angebote, Bestellungen oder Rechnungen sowohl in SAP abzuwickeln als auch in Salesforce darzustellen und weiterzuverarbeiten. Diese Integrationslösungen adressieren ein zentrales Problem vieler Unternehmen: Die getrennte Nutzung von ERP (für Logistik, Produktion, Finanzen) und CRM/Service (für Kundenkontakt, Sales, Service) führt häufig zu Medienbrüchen, Doppelarbeit oder verzögerten Prozessen. Mit Salesforce-SAP-Integrationen lassen sich diese Silos endlich aufbrechen – was insbesondere für global aufgestellte Industrie und Fertigungsfirmen attraktiv ist.

Für Firmen, die sowohl effizienten Kundenservice als auch stabile Prozesse im Hintergrund brauchen, scheint eine hybride Lösung – also Salesforce für CRM, Service und Vertrieb + SAP für ERP, Finanzen und Logistik – besonders attraktiv. Dank moderner Integrationslösungen wie Vigiency oder enosix wird diese Kombination heute realistischer und wartbarer als früher. Für Unternehmen mit komplexen Prozessen kann ein solches Setup enorme Vorteile bringen – bessere Kundenerfahrung, schlankere Prozesse, weniger IT-Komplexität und effektive Kosteneinsparung.

**Salesforce** hat gerade unter Berufung auf eine robuste Nachfrage nach für KI-Anwendungen seine Schätzungen für den Umsatz und den bereinigten Gewinn im Geschäftsjahr 2026 angehoben. „Unsere Produkte Agentforce und Data 360 sind die treibenden Kräfte und erzielen einen Jahresumsatz von fast 1,4 Milliarden US-Dollar – ein explosiver Anstieg von 114 Prozent gegenüber dem Vorjahr“, sagte Marc Benioff, CEO von Salesforce, in einer Erklärung. KI-Agenten,

die autonom arbeiten und Entscheidungen treffen können, helfen den großen Unternehmen betriebliche Effizienz zu maximieren und Gewinnmargen zu steigern. Agentforce gewinnt an Fahrt, da Unternehmen zunehmend auf autonome KI setzen, um repetitive und administrative Aufgaben zu rationalisieren und zu automatisieren.

Die ARR (jährliche Benutzungsgebühr für Kunden) von Agentforce überstieg im dritten Quartal eine halbe Milliarde Dollar und hat sich damit gegenüber dem Vorjahr mehr als vervierfacht. Im Oktober prognostizierte Salesforce für 2030 einen Umsatz von mehr als 60 Milliarden US-Dollar und lag damit über den Marktschätzungen. Das Unternehmen erwartet nun für das Geschäftsjahr 2026 einen Umsatz zwischen 41,45 und 41,55 Milliarden US-Dollar, verglichen mit seiner früheren Prognose von 41,1 bis 41,3 Milliarden US-Dollar. Man hob die Prognose für den bereinigten Jahresgewinn pro Aktie auf 11,75 bis 11,77 US-Dollar an, verglichen mit seiner früheren Erwartung von 11,33 bis 11,37 US-Dollar. Der Umsatz für das dritte Quartal lag bei 10,26 Milliarden US-Dollar.

Die Salesforce-Aktie konnte die Erwartungen in den zurückliegenden Monaten nicht erfüllen und befand sich in einer Bodenbildung, die jetzt seit Mitte November abgeschlossen scheint. Bei einem aktuellen Kurs von 238,72 US-Dollar steht ein Total Return YTD von -28,2 Prozent zu Buche. Das allgemeine Kursziel bei 325 US-Dollar ist noch 36 Prozent entfernt. Ähnlich sieht es beim Konkurrenten SAP SE aus. Das Kursziel bei 287,5 Euro ist auch noch 36,5 Prozent vom aktuellen Kurs von 210,50 Euro entfernt. Der Total Return YTD von SAP ist zwar mit 11,8 Prozent besser als CRM, aber enttäuschend genug. Das zeigt für beide Portfoliomitglieder deutliches Aufwärtspotential, denn im Markt für Unternehmenssoftware sieht man derzeit eine wachsende Dynamik.



## Kurzbeschreibung der Portfolio-Mitglieder

**AstraZeneca PLC** ist ein wissenschaftlich orientiertes biopharmazeutisches Unternehmen mit Sitz im Vereinigten Königreich. Das Unternehmen konzentriert sich auf die Erforschung, Entwicklung und Vermarktung von verschreibungspflichtigen Medikamenten (Onkologie, Herz-Kreislauf, Nieren und Stoffwechsel (CVRM), Atemwege und Immunologie). Das AstraZeneca hat etwa 191 Projekte in der Entwicklungspipeline und vertreibt seine Produkte in mehr als 125 Ländern.

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

**Boeing Company** ist ein Luft- und Raumfahrtunternehmen mit Sitz in Arlington, Virginia. Das Unternehmen ist in drei Segmenten tätig: Commercial Airplanes (BCA), Defense, Space & Security (BDS), Global Services (BGS). Das Segment BCA entwickelt, produziert und vermarktet Verkehrsflugzeuge für die kommerzielle Luftfahrtindustrie weltweit. Die Familie der produzierten Verkehrsflugzeuge umfasst die Typen 737, 767, 777 und 787. Gemeinsam mit dem europäischen Wettbewerber Airbus bildet der Konzern das Duopol für Großraumflugzeuge.

**Eni SpA (Eni)** ist ein in Italien ansässiges Unternehmen, das in der Exploration, Erschließung und Förderung von Kohlenwasserstoffen, der Lieferung und Vermarktung von Gas, Flüssigerdgas (LNG) und Strom, der Raffination und Vermarktung von Erdölprodukten sowie im Rohstoffhandel tätig ist. Zu den Segmenten des Unternehmens gehören Exploration & Produktion, Gas & Strom sowie Raffination & Marketing in mehr als 40 Ländern.

**Melrose Industries PLC** ist ein reines Luft- und Raumfahrtunternehmen mit Sitz im Vereinigten Königreich. Das Unternehmen liefert fortschrittliche Luft- und Raumfahrtkomponenten und -systeme an alle großen Originalgerätehersteller sowohl im zivilen als auch im Verteidigungsbereich. Der Geschäftsbereich Triebwerke ist ein globaler Zulieferer für den Luft- und Raumfahrtmarkt; der Geschäftsbereich Strukturen ist ein globaler Zulieferer für zivile und militärische Flugzeugzellen mit mehreren Technologien, darunter leichte Verbundwerkstoff- und Metallstrukturen sowie elektrische Verteilungssysteme und Komponenten.

**Novo Nordisk A/S** ist ein weltweit tätiges Gesundheitsunternehmen, das sich mit der Diabetesversorgung und der Erforschung, Entwicklung, Herstellung und Vermarktung von pharmazeutischen Produkten befasst. Der Geschäftsbereich Diabetes- und Adipositas-Therapie umfasst Insulin, GLP-1, andere proteinbezogene Produkte wie Glucagon, proteinbezogene Verabreichungssysteme und Nadeln sowie orale Antidiabetika. Der Geschäftsbereich Biopharmazeutika umfasst die Therapiebereiche Hämophilie-Behandlung, Wachstumshormontherapie und Hormonersatztherapie. Die Produkte sind in mehr als 180 Ländern erhältlich.

**Ping An Insurance (Group) Company** aus China bietet Versicherungen, Banking, Vermögensverwaltung und Internetfinanzierungen an. Mit einem Umsatz von 136,1 Milliarden US-Dollar und einem Gewinn von 11,8 Milliarden US-Dollar steht das Unternehmen laut Forbes Global 2000 auf Platz 29 der weltgrößten Unternehmen (Stand 2024) und gehört zu den größten Versicherungsunternehmen der Welt. Die Aktiengesellschaft kam im Mai 2025 auf eine Marktkapitalisierung von 115,2 Milliarden Euro.

**Salesforce, Inc.** ist ein Anbieter von Customer-Relationship-Management (CRM)-Technologie. Das Unternehmen unterstützt Organisationen jeder Größe dabei, ihr Geschäft für die Welt der künstlichen Intelligenz (KI) neu zu gestalten. Mit seiner Plattform „Agentforce“ können Unternehmen Menschen und KI-Agenten zusammenbringen; es umfasst eine Reihe anpassbarer Agenten für den Einsatz in den Bereichen Vertrieb, Service, Marketing und Handel.

**SAP SE (SAP)** ist ein in Deutschland ansässiges Unternehmen für Geschäftsanwendungssoftware. Das Segment SAP Business Network umfasst seine cloudbasierten kollaborativen Geschäftsnetzwerke und Dienstleistungen im Zusammenhang mit dem SAP Business Network. Darüber hinaus vermarktet und vertreibt das Unternehmen Cloud-Angebote, die von SAP Ariba, SAP Fieldglass und Concur entwickelt wurden. Das Segment Customer Experience umfasst On-Premise- und cloudbasierte Produkte, die Front-Office-Funktionen über die gesamte Customer Experience hinweg ausführen.



**TUI AG** ist ein weltweit tätiger integrierter Tourismuskonzern mit Sitz in Deutschland und ist das größte Touristikunternehmen der Welt. Es beinhaltet Reisebüros, Incoming-Agenturen, Hotels, Fluggesellschaften, Kreuzfahrtschiffe und Reiseveranstalter. Die TUI AG ging 1997 aus dem 1923 gegründeten Mischkonzern Preussag AG hervor und vollzog eine Neuausrichtung zum heutigen weltweit aktiven Touristikonzern.

**Tullow Oil plc** ist ein unabhängiges Öl- und Gasexplorations- und -produktionsunternehmen mit Sitz in London. Die Haupttätigkeit des Unternehmens ist die Entdeckung und Förderung von Öl und Gas, zum großen Teil in Westafrika, Ostafrika und Südamerika.

**Volkswagen AG** ist ein in Wolfsburg ansässiges Unternehmen, das Fahrzeuge herstellt und vertreibt. Zum Markenportfolio gehören Volkswagen, Audi, SEAT, SKODA, Bentley, Bugatti, Lamborghini, Porsche, Ducati, Volkswagen Nutzfahrzeuge, Scania und MAN.

### 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 3 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 lan-

ger gleitender Durchschnitte. Schneidet der kurze den langen Durchschnitt von unten nach oben, gibt es ein Kaufsignal - umgekehrt ein Verkaufssignal.

**5) Williams ProzentR:** 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.

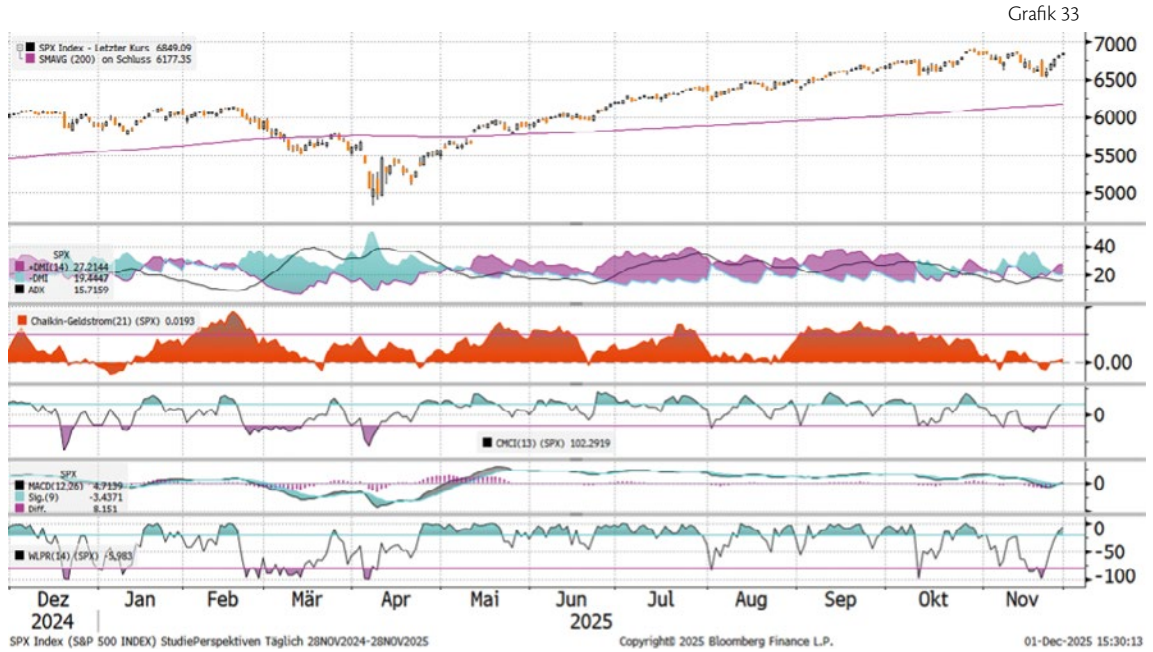
Abb. 32: Technische Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

Indikatoren	AKTIENINDICES				
	S&P500	EuroStoxx50	DAX40	Nikkei225	Hang Seng
Chartbild	neutral/positiv	neutral/positiv	neutral/negativ	neutral/positiv	neutral/positiv
ADX	neutral	neutral	negativ	neutral	neutral/negativ
MFI - Money Flow Index	neutral	neutral	neutral/negativ	positiv	neutral
Ci - Commodity Channel Index	neutral	neutral	neutral	neutral	neutral
MACD	neutral/positiv	neutral	neutral/positiv	neutral	neutral
Williams %R	neutral/negativ	neutral	neutral	neutral	neutral
<b>Gesamtrendenz</b>	<b>neutral/positiv</b>	<b>neutral/positiv</b>	<b>negativ</b>	<b>positiv</b>	<b>neutral</b>



### Standard & Poor's 500 Kursindex

Der S&P 500 Index befindet sich seit April in einem stabilen Aufwärtstrend und konnte erneut im Oktober neue Höchststände erreichen. Die Marke oberhalb von 6.500 Punkten und die 200 Tage Linie bei 6.177 Punkten bieten eine solide Unterstützung. Der ADX-Indikator zeigt sich uneinheitlich. Der Geldstromindex zeigt nach deutlichen Mittelzuflüssen im September/Oktober seit Anfang November Gewinnmitnahmen.

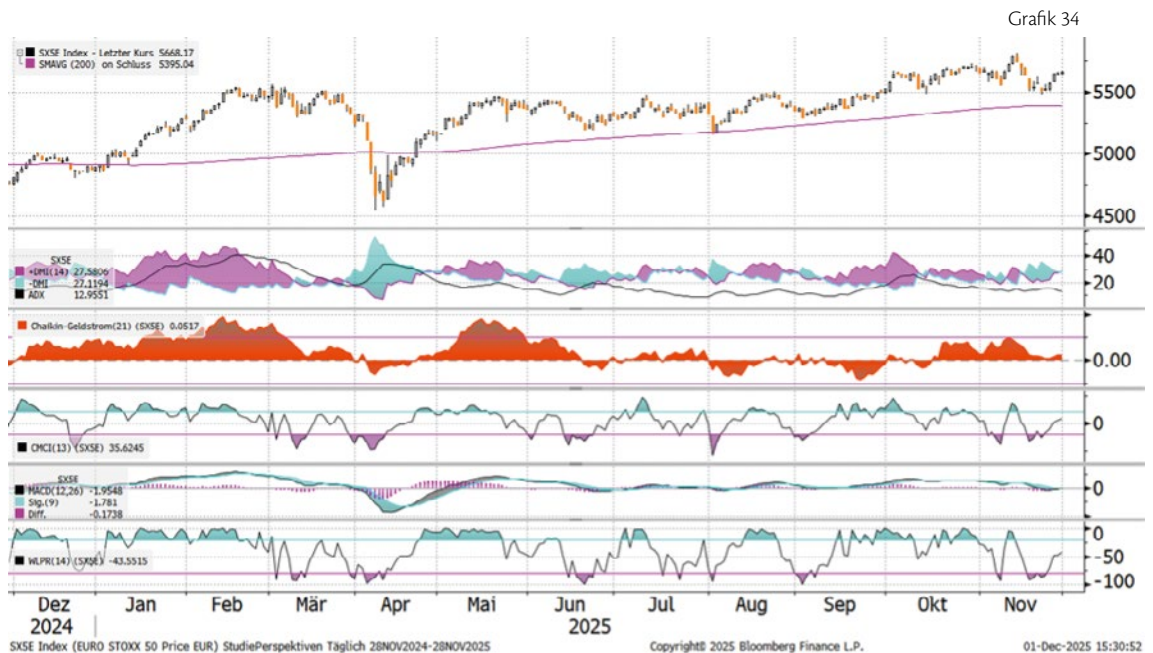


Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator haben nach oben gedreht, sind aber noch nicht in der überkauften Zone angekommen. Der MACD läuft seitwärts und ist daher neutral.

**Ergebnis: neutral/positiv**

### EuroStoxx 50 - Kursindex

Der EuroStoxx50-Index konnte die Höchststände im Februar letztendlich durchbrechen und etablierte sich oberhalb der 5.500 Punkte Marke. Die 200 Tage Linie bei 5.395 Punkten und der Bereich um 5.500 Punkte sind jetzt guter Support, denn die nächste Marke nach unten wäre erst wieder der Bereich von 5.000 Punkten. Der ADX-Indikator ist nach uneinheitlichen Signalen seit Mitte November neutral. Der Geldstromindex zeigt seit Mitte Oktober abnehmende Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator sind auf dem Weg nach oben, aber noch nicht im überkauften Bereich angekommen. Der MACD läuft absolut seitwärts und ist neutral.

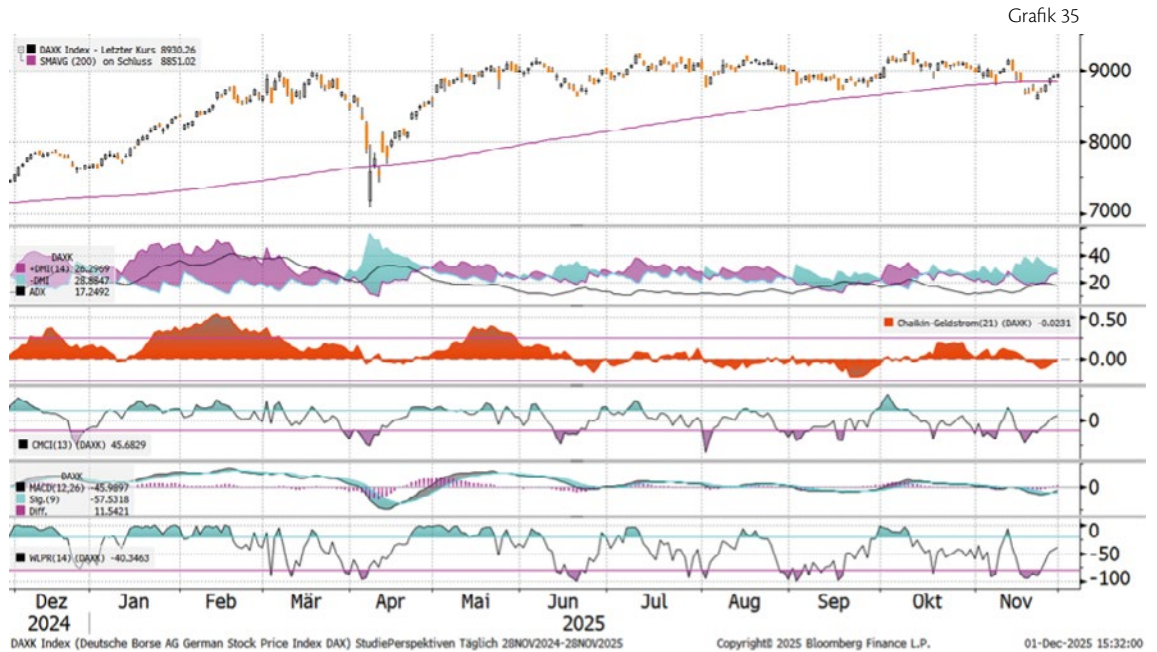


**Ergebnis: neutral/positiv**



### DAX40 – Kursindex

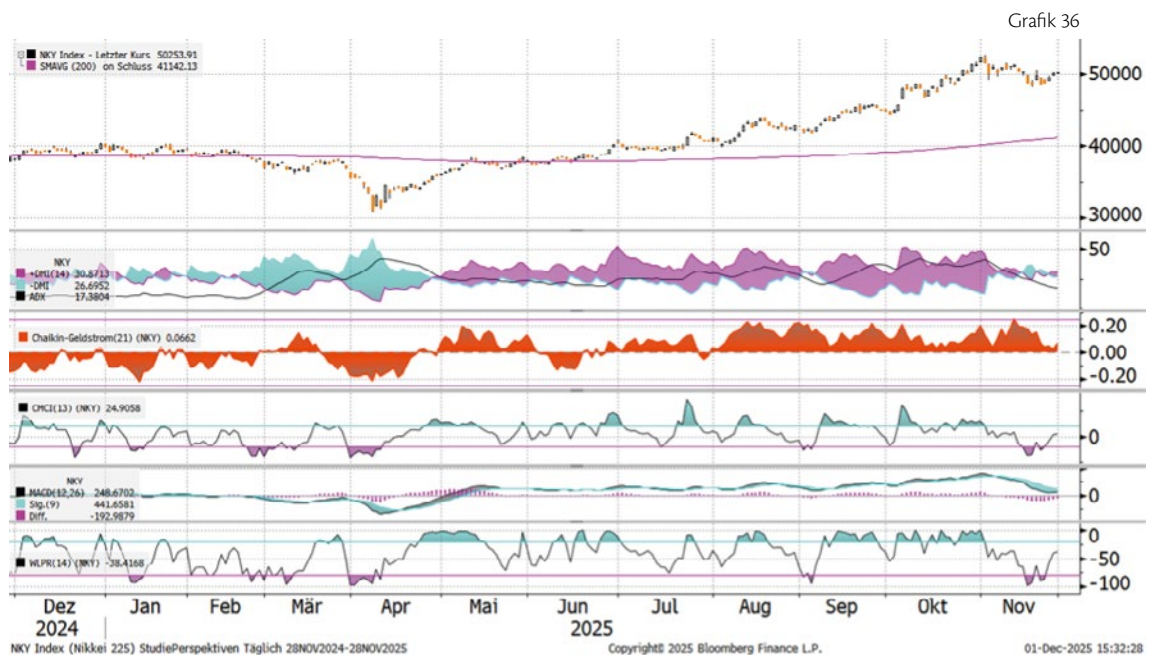
Der DAX40-Kursindex konnte zwar im Oktober neue Höchststände erreichen, musste dann aber im Verlauf um die 200 Tage Linie bei 8.851 kämpfen und sie zeitweise nach unten verlassen. Die nächste Unterstützungslinie verläuft bei circa 8.700 Punkten und dann erst bei 8.000 Punkten. Der ADX-Indikator zeigt sich seit Anfang November negativ und deutet auf eine Fortsetzung der Korrektur hin. Der Geldstromindex zeigt leichte, aber stetige Mittelabflüsse. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator sind auf dem Weg Richtung überkauften Bereich, geben aber noch keine Verkaufssignale. Der MACD gibt noch keine wesentlichen Impulse und läuft noch seitwärts.



**Ergebnis: negativ**

### Nikkei 225 - Kursindex

Der japanische Markt befindet sich seit Mitte April in einem soliden Aufwärtstrend, konnte Anfang November sogar die magische Marke von 50.000 Punkten überschreiten und konsolidiert auf dem hohen Niveau. Die Support-Bereiche um 40.000 Punkte und die 200 Tage Linie bei 41.142 Punkten sind weit entfernt. Der ADX-Indikator bleibt seit Anfang November uneinheitlich. Der Money-Flow-Index zeigt seit Anfang November abnehmende Mittelzuflüsse. Der MACD hat nach einem leichten Verkaufssignal wieder im neutralen Bereich gedreht. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator sind aus dem überverkauften Bereich wieder in die neutrale Zone zurückgekehrt.



**Ergebnis: positiv**

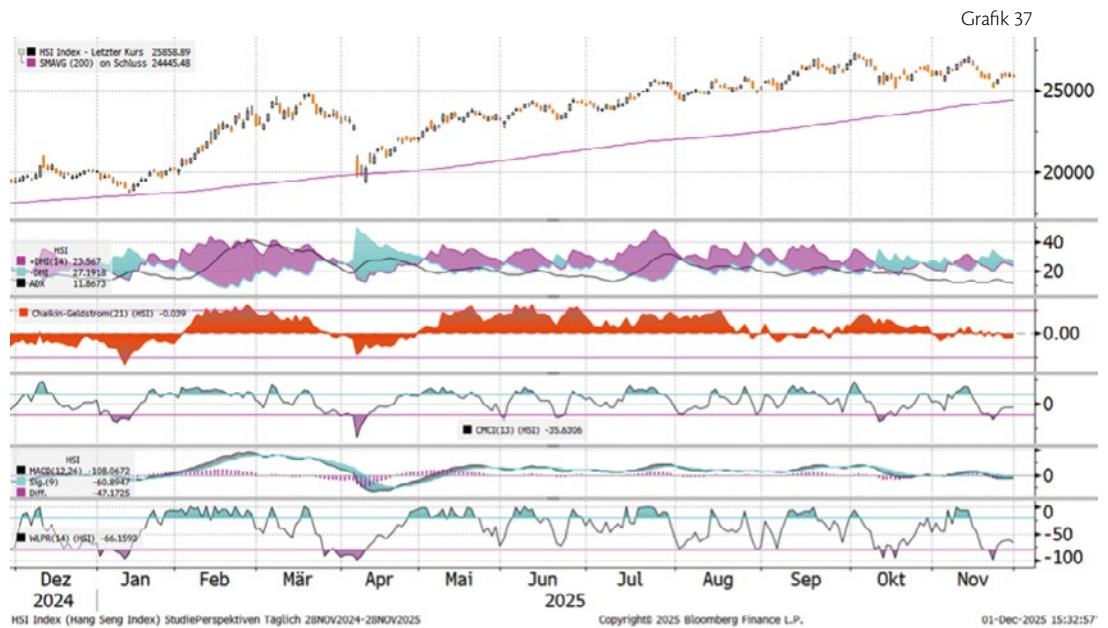


## Hang Seng – Kursindex

Der chinesische Markt konnte die Höchststände vom Anfang Oktober nicht überschreiten und befindet sich in einer Konsolidierung oberhalb der 25.000 Punkte. Die ansteigende 200 Tage Linie bei 24.445 Punkten ist ein weiterer guter Support. Der ADX-Indikator zeigt sich seit Anfang Oktober uneinheitlich und leicht negativ. Der Money-Flow-Index ist nach Mittelzuflüssen im Oktober seit Anfang November neutral.

Der MACD pendelt um die Nulllinie und ist neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator haben sich aus dem überverkauften Bereich nach oben bewegt und sind jetzt neutral.

**Ergebnis: neutral/positiv**



## Disclaimer

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

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

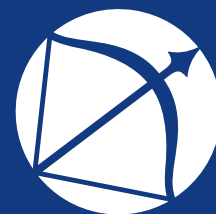
- Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage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

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

- Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1, 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 (A4ORCV, A4ORCU). 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.ru/en/research/>,  
<http://www.jpmorgan.com>, <https://www.goldman360.com>,  
<https://www.research.unicredit.eu>



Titelbild: torakarin/Shutterstock.com

#### **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:  
12.12.2025

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.