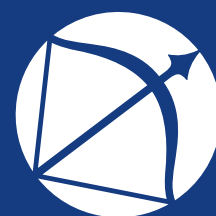


PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 1-2/2026





Liebe(r) Leser(in),

Das Jahr 2026 hatte schon relativ unruhig begonnen. Kaum waren die Nachwirkungen des Weltwirtschaftsforums in Davos verdaut, brach zum Monatsende die Rally bei Gold und Silber abrupt ab. Die Dynamik der vergangenen Wochen war selbst für erfahrene Marktteilnehmer außergewöhnlich. Solche Fahnenstangen sieht man selten – und erfahrungsgemäß bleibt das meist nicht ohne Folgen.

Der Absturz setzte ein klares Ausrufezeichen: Silber verlor an einem Tag 27 Prozent, Gold 10 Prozent – der größte Tagesverlust seit 1980. Inzwischen sind die Verluste weiter gestiegen. Derartige Momentum-Wechsel markieren häufig für lange Zeit das Ende einer Preisrally. Die Volatilität wirkte wie ein Brandbeschleuniger: Gehebelte Positionen wurden zur Falle, Musterdepots rutschten tief ins Minus, Totalverluste sind die bittere Realität vieler Anleger. Anfang Februar set-

zen sich die Schwächetendenzen fort, teilweise werden bereits die letzten Tiefs getestet. Von einer markttechnischen Bereinigung kann man noch nicht sprechen: Silber notiert noch immer rund 60 Prozent über seiner 200-Tage-Linie. Auf diesem Niveau endeten seit 1982 nahezu alle Rallys. Und es ist nicht auszuschließen, dass das jüngste Hoch – ähnlich wie 1980 und 2011 – für viele Jahre Bestand haben könnte. Zwangsliquidierungen bei Edelmetallen hatten damals wie heute Kettenreaktionen ausgelöst. Margin-Calls zwangen Investoren, auch Positionen in anderen spekulativen Risikoklassen zu schließen. Entsprechend verloren die Aktienkurse und zuletzt erwischte es auch noch den Kryptobereich.

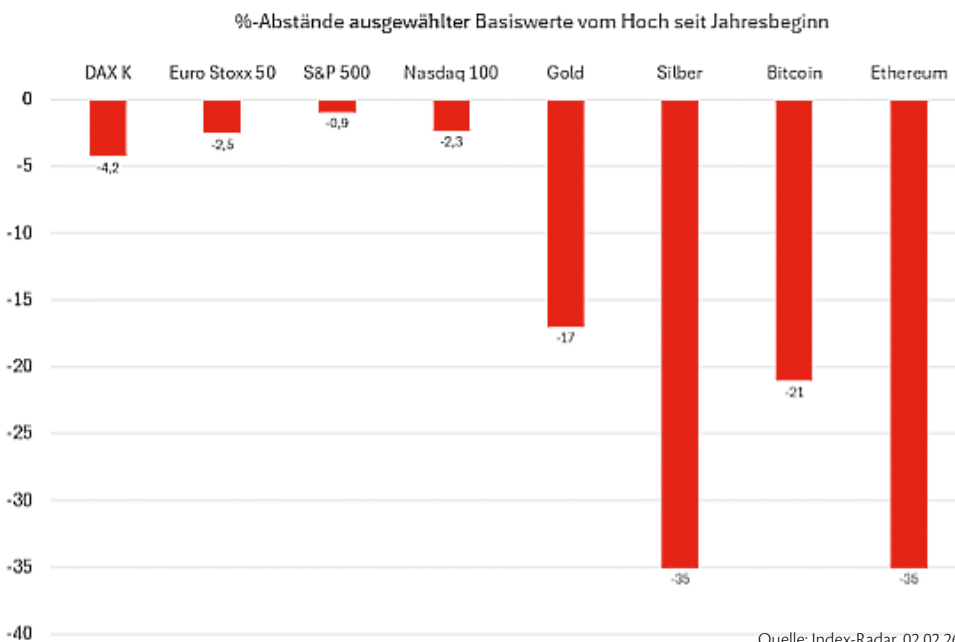
Zusätzlich belasten strukturelle Themen: hohe Investitionen in Künstliche Intelligenz (KI) sowie anhaltende Disruptionssorgen. Nach dem Softwaresektor (Oracle, SAP,

Salesforce, Microsoft, Acrobat) geriet auch der Gamingbereich unter Druck. Auslöser war Googles „Genie“, ein World Model, das aus simplen Prompts spielbare 3D-Welten erzeugt. Take-Two Interactive und Roblox reagierten mit deutlichen Kursabschlägen.

Neben der markttechnischen Überdehnung an den Aktien- und Rohstoffmärkten rückt nun die Geldpolitik in den Fokus. Die voraussichtliche Nominierung von Kevin Warsh als künftiger Fed-Chairman wirkt wie ein Richtungswechsel. Er gilt als wachsam gegenüber Inflationsrisiken, Anhänger einer eher kleinen Zentralbankbilanz und befürwortete – für ihn völlig untypisch – weitere Leitzinssenkungen. Erfreulicherweise scheint die Sorge vor politischer Einflussnahme auf die Notenbank abzunehmen. Das könnte auch der US-Währung nützen, denn ein Teil der Goldnachfrage stammte aus den Diversifikationsbemühungen einiger Notenbanken. Sie wollten mit ihren Währungsreserven weg vom US-Dollar. Zunächst dürfte die Volatilität weiter hoch bleiben. Zahlreiche Quartalszahlen, darunter die von Amazon und Alphabet, konnten nicht wirklich beruhigen – genauso wie ein schwacher US-Arbeitsmarktbericht und eine EZB-Sitzung ohne eine weitere Zinssenkung.

Vom Verlaufshoch weit entfernt.

Grafik 1



Stayin' Alive: Der KI-Boom läuft weiter – doch der Markt wird wählerischer

Das neue Jahr begann mit einer auffälligen Verschiebung der Marktstory: Während die großen US-Indizes zuerst weiterhin von der KI-Story getragen wurden, rückten außerhalb der USA jene Regionen stärker in den Vordergrund, die in den Jahren zuvor eher als „Nachzügler“ galten. Schwellenländeraktien hatten 2025 einen außergewöhnlich



starken Lauf (plus 31 Prozent in US-Dollar) und lagen damit 9 Prozentpunkte vor denen der Industrienationen; zu Jahresbeginn 2026 setzen sie sich in Dollar gerechnet erneut ab. Gleichzeitig ist diese Aufholbewegung – gemessen an der langen Phase der relativen Schwäche von 2018 bis 2024 – eher der Beginn einer Normalisierung als das Ende einer Übertreibung.

Ein wichtiger Treiber dieser Rotation ist der US-Dollar. Die Dollarschwäche 2025 gehörte zu den markanteren Bewegungen der jüngeren Vergangenheit; für 2026 wird ein eher gedämpftes Dollar-Umfeld erwartet, mit einem DXY-Korridor grob um 97 bis 98 über das Jahr hinweg. In der Praxis wirkt ein schwächerer Dollar oft wie ein „Finanzierungs- und Bewertungswindschatten“ für Schwellenländer-Assets – insbesondere, wenn gleichzeitig die Geldpolitik nicht in eine restriktive Richtung dreht.

Genau hier ist das Umfeld derzeit bemerkenswert freundlich: In vielen Schwellenländern befinden sich die Notenbanken bereits in einer Lockerungsphase – und bei einem großen Teil wird mit weiteren Zinssenkungen gerechnet. Parallel dazu ist für die Federal Reserve 2026 eher ein „On-hold“-Szenario plausibel, wenngleich die Märkte im zweiten Halbjahr wieder eine Tür für zusätzliche Lockerung offenhalten – vorausgesetzt, die Inflation bleibt ruhig und Energiepreise spielen mit. Das Ergebnis: Die Finanzierungskosten der Schwellenländer sind zuletzt weiter gesunken; die Spreads im EMBI-Universum werden als so eng wie selten beschrieben.

Die zweite große Klammer, die diese Entwicklung zusammenhält, ist die Bewertung.

JP Morgan

Grafik 2

Country	Official interest rate	Current	Last change (bp)	Forecast next change (bp)
Brazil	SELIC O/N	15.00	18 Jun 25 (+25bp)	Mar 26 (-50bp)
Mexico	Repo rate	7.00	18 Dec 25 (-25bp)	25 Jun 26 (-25bp)
Chile	Disc rate	4.50	16 Dec 25 (-25bp)	15 Dec 26 (+25bp)
Colombia	Repo rate	9.25	30 Apr 25 (-25bp)	Jan 26 (+50bp)
Peru	Reference	4.25	11 Sep 25 (-25bp)	On hold
Uruguay	Reference	9.25	28 Dec 12 (+25bp)	3Q 14 (-25bp)
Czech Republic	2-wk repo	3.50	7 May 25 (-25bp)	On hold
Hungary	2-wk dep	6.50	24 Sep 24 (-25bp)	Jan 26 (-25bp)
Israel	Base rate	4.00	5 Jan 26 (-25bp)	Mar 26 (-25bp)
Poland	7-day interv	4.00	3 Dec 25 (-25bp)	Mar 26 (-25bp)
Romania	Base	6.50	7 Aug 24 (-25bp)	Aug 26 (-25bp)
Russia	Key pol rate	16.00	19 Dec 25 (-50bp)	Dec 25 (-50bp)
South Africa	Repo rate	6.75	20 Nov 25 (-25bp)	May 26 (-25bp)
Turkey	Eff. fund. Rate	38.00	11 Dec 25 (-150bp)	22 Jan 26 (-150bp)
Hong Kong	Disc. wndw	4.00	10 Dec 25 (-25bp)	Sep 27 (+25bp)
China	7-day rev repo	1.40	7 May 25 (-10bp)	2Q 26 (-10bp)
Korea	Base rate	2.50	29 May 25 (-25bp)	On hold
Indonesia	BI rate	4.75	17 Sep 25 (-25bp)	Apr 26 (-25bp)
India	Rev Repo	5.25	5 Dec 25 (-25bp)	On hold
Malaysia	O/N rate	2.75	9 Jul 25 (-25bp)	On hold
Philippines	Rev repo	4.50	11 Dec 25 (-25bp)	Feb 25 (-25bp)
Thailand	1-day repo	1.25	17 Dec 25 (-25bp)	Apr 26 (-25bp)
Taiwan	Official disc.	2.00	21 Mar 24 (+12.5bp)	On hold

Source: J.P. Morgan

Quelle: JP Morgan, Equity Strategy, 26.01.26; S. 3;

Wer den Markt derzeit nur als „KI-Thema“ liest, übersieht, dass sich die Bewertungsunterschiede zwischen Regionen wieder stark ins Bewusstsein schieben: Für den S&P 500 wird für 2026 ein prospektives KGV vom 22-fachen ausgewiesen, während Europa eher um 15,4-fache liegt. In den Schwellenländern liegt das Bewertungsniveau in der Breite deutlich darunter – häufig wird ein Verhältnis vom etwa 14-fachen gegenüber dem 20-fachen in den entwickelten Märkten genannt. Kombiniert mit weiterhin posi-

tiven Gewinnrevisionen und einer im historischen Vergleich eher niedrigen Positionierung ergibt sich ein Setup, das nicht mehr allein von „Story-Aktien“ lebt, sondern von klassischer Relativattraktivität.

Herzlichst, Ihr



USA: Trump ernennt neuen Fed-Chef

Nun ist die Katze aus dem Sack: US-Präsident Donald Trump hat den früheren Fed-Gouverneur Kevin Warsh etwas überraschend als neuen Präsidenten der amerikanischen Notenbank Fed vorgeschlagen. Dieser soll im Mai Jerome Powell ablösen, wenn dessen Amtszeit regulär endet. Powell hat sich bislang erheblich gegen Trumps Bestreben gewehrt, die Leitzinsen um jeden Preis zu senken.

Nun stellt sich die Frage, ob Warsh künftig eine lockere Zinspolitik im Sinne Trumps betreiben wird. Die heftige Korrektur bei Gold und Silber spricht gegen diese These. Die Edelmetalle waren in Erwartung weiterer Leitzinssenkungen der Fed zwischenzeitlich extrem stark gestiegen. Der Hauptgrund für die zuletzt heiß gelaufene Rally dürfte jedoch FOMO sein. Das Akronym steht für „Fear of Missing Out“. Eine nicht unbeträchtliche Zahl spekulativer Anleger hatte Angst, die Rally bei den Edelmetallen zu verpassen, und war auf den immer schneller fahrenden Zug aufgesprungen. Dies spiegelte sich in den enormen Zuflüssen von mit Gold und Silber unterlegten ETFs wider. Es brauchte nur noch einen Auslöser, um die angelaufenen Gewinne mitzunehmen. Und dieser Auslöser hieß Kevin Warsh.

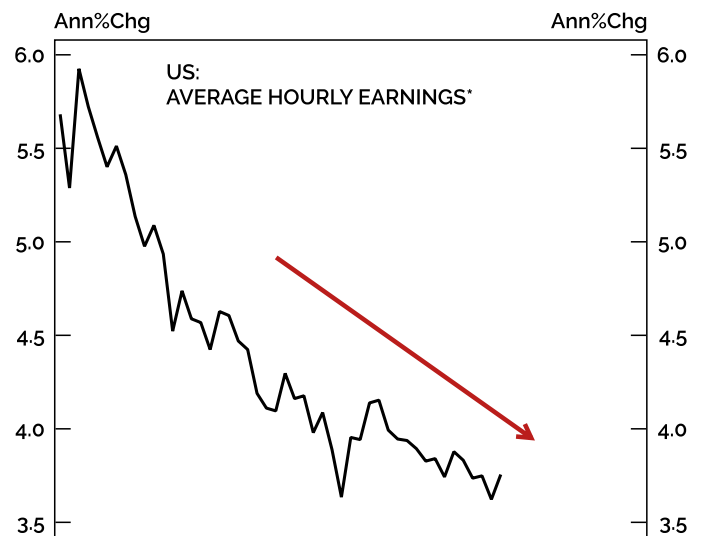
Es bleibt abzuwarten, ob der künftige Fed-Chef bei den Leitzinsen einen ähnlichen Widerstand leisten wird wie Powell. Die Terminmärkte gehen jedenfalls davon aus, dass es erst zur Jahresmitte zu einer weiteren Zinssenkung kommt. Ähnliches signalisiert auch der Dollar. Nachdem der Greenback Ende Januar mit 1,20 US-\$/Euro auf den niedrigsten Stand seit Juni 2021 gesunken war, notierte er zuletzt wieder etwas fester. Das spräche eigentlich gegen eine weitere Einengung der Zinsdifferenz zwischen den USA und Europa.

Mittelfristig ist dennoch mit einer weiteren Lockerung der amerikanischen Geldpolitik zu rechnen. Dass die Terminmärkte erst ab der Jahresmitte mit einer weiteren Zinssenkung der Fed rechnen, hängt sicherlich auch damit zusammen, dass Warsh erst Mitte Mai die Führung der Fed übernehmen wird. Ihm steht ein gewisser Spielraum zur Verfügung, da der Inflationsdruck zuletzt etwas nachgelassen hat. Die Teuerungsrate lag im Dezember bei moderaten 2,7 Prozent. Entlastung kommt unter anderem vom Arbeitsmarkt, wo der Lohndruck nachgelassen hat.

Trump gilt im Wesentlichen aus zwei Gründen als vehementer Befürworter niedrigerer Zinsen. Erstens würde dies den Schuldendienst der USA entlasten – zumindest etwas. Der amerikanische Finanzminister Scott Bessent muss mittlerweile mehr Geld für Zinsen ausgeben, als er für die Verteidigung zur Verfügung stellt. Allerdings wir-

Prozentuale Veränderung der durchschnittlichen Stundenlöhne in den USA

Grafik 3



* SOURCE: US BUREAU OF LABOR STATISTICS.

Quelle: BCA Research: European Investment Strategy, 02.02.26, S. 7;

ken sich Leitzinssenkungen an den Rentenmärkten vor allem bei den kurzen Laufzeiten aus, sodass der Entlastungseffekt für den US-Schuldendienst überschaubar bleiben dürfte. Zweitens drängt Trump die Fed zu weiteren Leitzinssenkungen, da dies den US-Dollar weiter schwächen würde. Bereits im vergangenen Jahr meinte er, ein starker Dollar klinge zwar gut, mit einer schwächeren Währung lasse sich jedoch mehr Geld verdienen. Damit spielte Trump natürlich auf die Exporte der USA an.

Tatsächlich haben die amerikanischen Ausfuhren, beispielsweise nach Europa, bereits im vergangenen Jahr vom geringeren Außenwert der amerikanischen Währung profitiert. Dass die USA sich mit einem schwächeren Dollar tendenziell Inflation importieren, steht auf einem anderen Blatt. Das könnte für Trump gefährlich werden. Das Thema „Erschwinglichkeit“ genießt für die Amerikaner höchste Priorität. Sowohl die Strafzölle als auch ein schwächerer Dollar begünstigen tendenziell die Inflation. Wenn sich die US-Konsumenten immer weniger leisten können, besteht für Trump die Gefahr, dass sie ihn bei den Zwischenwahlen im Herbst abstrafen. Verlieren die Republikaner im Senat und/oder Repräsentantenhaus ihre bislang knappe Mehrheit, dürfte die Regierung nicht mehr wie bisher weitgehend ungehindert durchregieren können. Trump könnte in der zweiten Hälfte seiner Amtszeit zu einer „lame duck“ werden.



Der innenpolitische „Inflationsdruck“ ist auch der Grund dafür, warum Trump gegen die Kreditkartenunternehmen vorgehen will. Ziel ist es, die Zinsen auf 10 Prozent pro Jahr zu deckeln. Tatsächlich belaufen sich die durchschnittlichen Kreditkartenzinsen laut der US-Notenbank Fed auf mehr als das Doppelte. Verbraucher mit schlechter Bonität zahlen sogar noch mehr. Banker warnen allerdings davor, dass bei einer Deckelung der Zinsen viele Konsumenten keine Kredite mehr bekämen, was den Konsum spürbar belasten könnte.

Auf dem Immobilienmarkt will Trump ebenfalls für Entlastung sorgen. Mittlerweile können sich viele Amerikaner den Kauf eines Hauses oder einer Wohnung nicht mehr leisten. Ähnliches gilt jedoch auch für die Miete. Daher sollen die beiden staatlich kontrollierten Hypothekenfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac umfangreich Hypothekenanleihen kaufen, um so für ein sinkendes Zinsniveau zu sorgen. Gleichzeitig will Trump es institutionellen Investoren verbieten, Einfamilienhäuser zu kaufen. Dadurch soll die Nachfrage sinken und die Preise sollen fallen.

Auch sonst greift die US-Regierung immer stärker in die Privatwirtschaft ein. Beispiele hierfür sind das Abschöpfen von Umsätzen von Nvidia aus dessen China-Geschäft, der staatliche Einstieg bei Intel oder die Beteiligung an Förderern von seltenen Erden. Für größere Schlagzeilen sorgt jedoch die amerikanische Politik im Umgang mit Immigranten. Vor allem das rigide Vorgehen der Einwanderungsbehörde ICE gegen legal und illegal eingereiste Auslän-

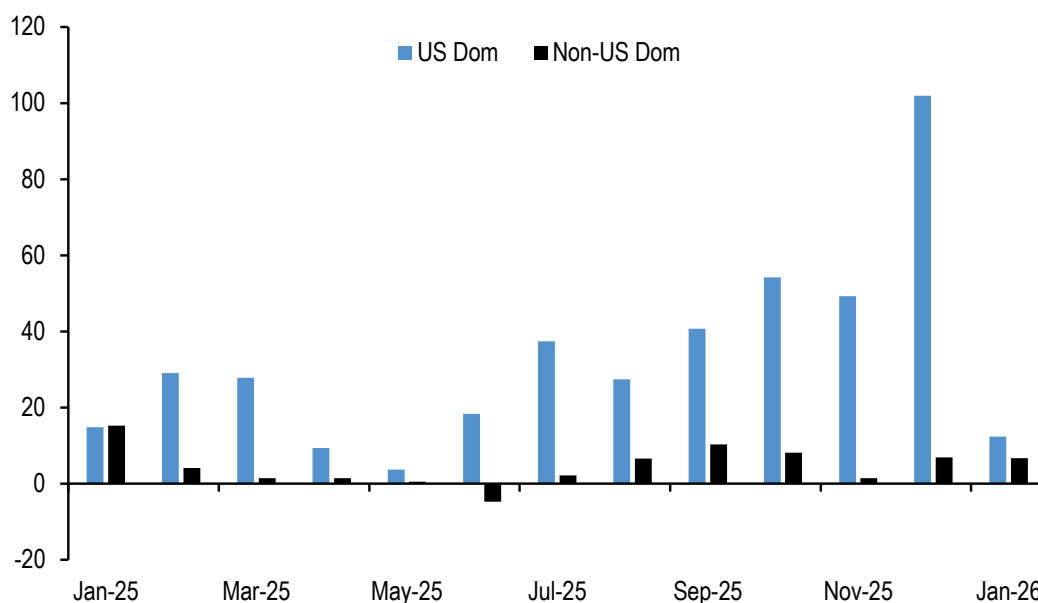
der stößt auch in den USA zunehmend auf Kritik. Das Heimat-schutzministerium gibt an, im vergangenen Jahr 675.000 illegale Migranten abgeschoben zu haben. Mehr als 2,2 Millionen Menschen sollen das Land freiwillig verlassen haben. Die harte Einwanderungspolitik könnte für die USA nicht nur moralisch, sondern auch wirtschaftlich zum Problem werden. In den Jahren 2020 bis 2024 wanderten rund 11 Millionen Menschen in die USA ein. Bislang stammte jeder vierte Krankenpfleger und jeder fünfte Koch aus dem Ausland. Wenn dieser Zustrom versiegt oder gar umgekehrt wird, droht den USA vor allem im Niedriglohnsektor ein massiver Mangel an Arbeitskräften. Gleichzeitig würden die Konsumausgaben der Migranten leiden. Bei der Einwanderung scheint Trump jedoch zumindest ein wenig unter dem politischen und wirtschaftlichen Druck einzulenken.

Auch außenpolitisch hält Trump die Welt weiter in Atem. Nachdem er in Venezuela den bis dato amtierenden Präsidenten Nicolás Maduro absetzen und entführen ließ, hat er jetzt auf das Mullah-Regime im Iran den Druck erhöht. Der Ausgang ist bislang ungewiss. Auch seine Begehrlichkeiten bezüglich Grönlands dürften nicht vom Tisch sein, obwohl sich die Lage dort aktuell offensichtlich etwas entspannt hat.

Gleichzeitig gibt der US-Präsident bei den Strafzöllen keine Ruhe. Zuletzt drohte er Kanada mit höheren Zöllen. Einerseits geht es dabei darum, eine engere Zusammenarbeit zwischen Kanada und China zu torpedieren. Andererseits gibt es Streit um Betriebsgeneh-

Monatliche Mittelzuflüsse in US-Aktien-ETFs in Mrd. Dollar

Grafik 4



Source: J.P. Morgan, Flows and Liquidity

Quelle: The JP Morgan View, 23.01.2026; S. 4;



migungen für amerikanische Flugzeuge in Kanada. Auch Südkorea stellte Trump höhere Strafzölle in Aussicht, sollte das Land das im vergangenen Jahr mit den USA geschlossene Handelsabkommen nicht bald ratifizieren. Die Börsianer an der Wall Street reagieren auf die immer neuen Zollandrohungen Trumps mittlerweile überwiegend mit einem Schulterzucken.

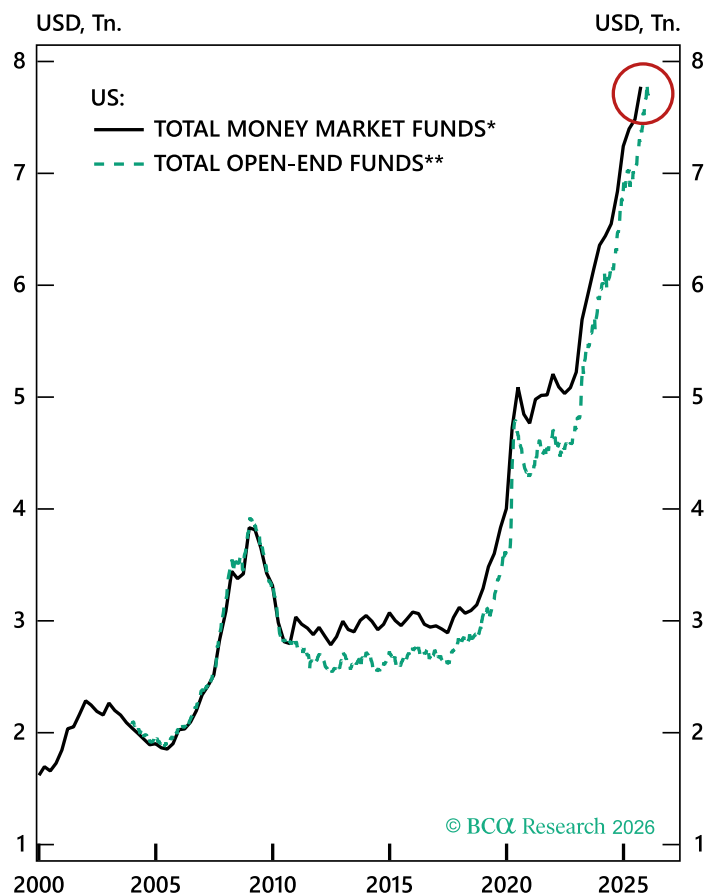
Trotz – oder vielleicht auch wegen – Trump war die Wall Street auch im vergangenen Jahr bei den Anlegern gefragt. Allerdings hielten sich die Mittelzuflüsse aus dem Ausland in Grenzen. Dies dürfte maßgeblich an den hohen Bewertungen und der Dollarschwäche gelegen haben.

In den USA versetzten die hohen freien Cashflows die Unternehmen in die Lage, hohe Ausschüttungen an ihre Anleger zu finanzieren. Da die 20 Prozent der Amerikaner mit den höchsten Einkommen 89 Prozent der Aktien besitzen, kam dieser Effekt vor allem den Vermögenden zugute, die über eine vergleichsweise hohe Sparquote verfügen. Diese Zuflüsse wurden tendenziell in Einlagen, Geldmarktfonds und andere Finanzanlagen reinvestiert, wodurch sich wiederum die Liquiditätslage für risikoreiche Anlagen verbesserte.

Allerdings sind die Bewertungen in den USA – wie eingangs bereits erwähnt – mittlerweile alles andere als günstig. Das gilt inzwischen, auch wenn weniger extrem, für Europa.

Hohe Mittelzuflüsse von Geldmarktfonds

Grafik 5



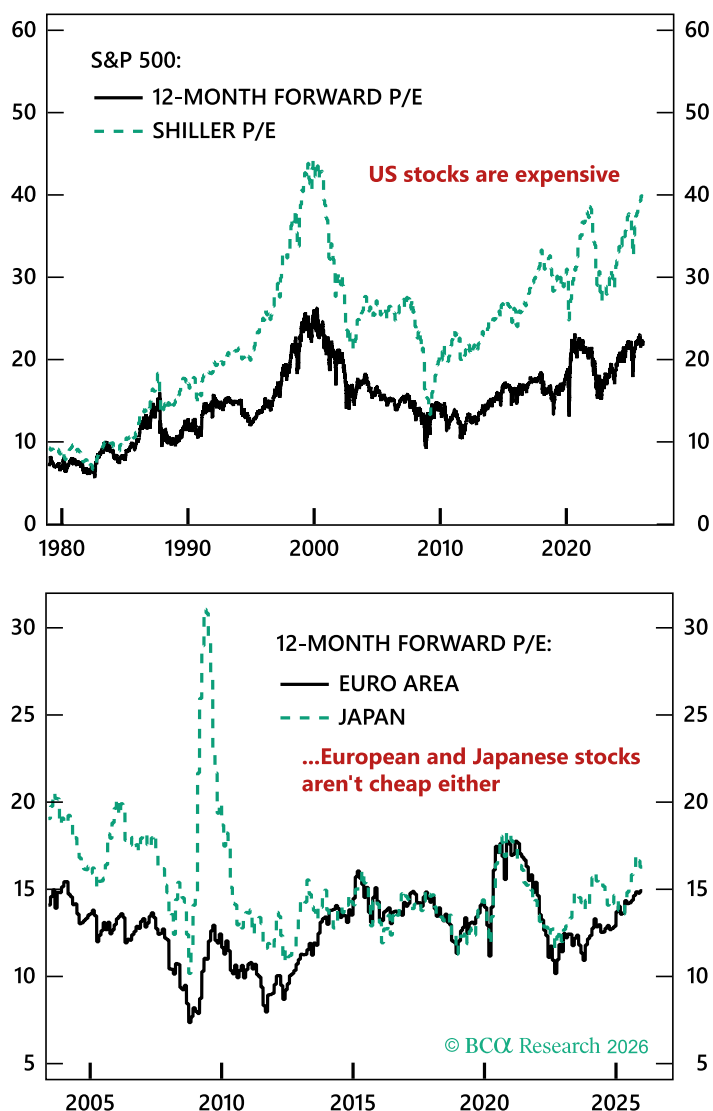
* SOURCE: FEDERAL RESERVE.

** SOURCE: INVESTMENT COMPANY INSTITUTE (ICI).

Quelle: BCA Research: European Investment Strategy, 02.02.26, S. 12;

Hohe Aktienbewertungen in den USA, aber auch in Europa und Japan

Grafik 6



SOURCES: ROBERT SHILLER, S&P GLOBAL, AND FACTSET.

Quelle: BCA Research: European Investment/Global Fixed Income/Foreign Exchange/
Global Asset Allocation Strategies, 02.02.26; S. 19;



Europa: Die Suche nach Alternativen

Während die USA die EU mit Importzöllen von pauschal 15 Prozent sowie verschiedenen Zusatzzöllen, beispielsweise für Stahl und Aluminium, belegen, versuchen die Europäer, sich andere Absatzmärkte zu erschließen. Das gilt umso mehr, da China aufgrund des schleppenden Konsums und der eigenen hohen Produktion europäischen Exporteuren zunehmend Schwierigkeiten bereitet.

Tatsächlich gelang es der EU, sich mit Indien auf einen umfangreichen Zollabbau zu einigen. Die geplante Freihandelszone umfasst circa 2 Milliarden Menschen und damit rund ein Viertel der weltweiten Bevölkerung. Perspektivisch sollen laut EU-Kommission die Zölle für 96,6 Prozent der europäischen Ausfuhren nach Indien gesenkt oder ganz abgeschafft werden. Die Senkungen betreffen unter anderem Maschinen, Chemikalien, Pharmaprodukte und Autos, wenn auch bei Pkws die Stückzahlen stark begrenzt sind. Auch bei Wein, Bier und verschiedenen Lebensmitteln sollen die indischen Einfuhrzölle gesenkt werden. Die EU erhofft sich, dass sich ihre Exporte in das bevölkerungsreichste Land der Welt bis 2032 verdoppeln könnten. Umgekehrt will die EU unter anderem die Zölle für Textilien, Leder- und Schuhwaren oder Gewürze aus Indien abschaffen.

Die EU und Indien haben rund 20 Jahre lang über dieses Abkommen verhandelt. Auf indischer Seite ist der Wille zu einer Einigung

sicherlich auch deshalb gestiegen, weil das Land bislang von hohen Strafzöllen der USA betroffen ist. In trockenen Tüchern ist das Freihandelsabkommen jedoch noch nicht. Zunächst muss der Europäische Rat zustimmen, dann müssen beide Seiten das Abkommen unterzeichnen und schließlich muss das EU-Parlament seine Zustimmung geben.

Dass bei einem solchen Prozedere Fallstricke lauern, hat das geplante Freihandelsabkommen zwischen den südamerikanischen Mercosur-Staaten Argentinien, Brasilien, Paraguay und Uruguay mit der EU gezeigt. Die Verhandlungen dauerten hier sogar 25 Jahre. Nachdem die EU und die Mercosur-Staaten das Abkommen unterzeichnet hatten, beschloss das EU-Parlament, es vom Europäischen Gerichtshof überprüfen zu lassen. Dieser Prozess kann Jahre dauern und auch noch scheitern.

Die EU – und hier vor allem Deutschland als größte europäische Volkswirtschaft – muss sich dringend reformieren. Entscheidende Exportmärkte wie die USA und China brechen zunehmend weg, während der Binnenkonsum lahmt. Gleichzeitig überschwemmt China Europa mit Waren zu Dumpingpreisen.

Deutschland scheint die Rezession nach drei Jahren zwar überwunden zu haben. Doch die Regierung musste ihr Wachstumsziel für dieses Jahr zuletzt von ursprünglich 1,3 auf

nur noch 1 Prozent senken. Noch schlimmer: Laut BDI stammen 0,7 Prozentpunkte davon von den erhöhten Staatsausgaben für Infrastruktur und Verteidigung. Die restlichen 0,3 Prozentpunkte resultieren daraus, dass 2026 besonders viele Feiertage auf Wochenenden fallen. Umgekehrt bedeutet dies, dass weder vom Export noch vom Binnenkonsum Unterstützung zu erwarten sind.

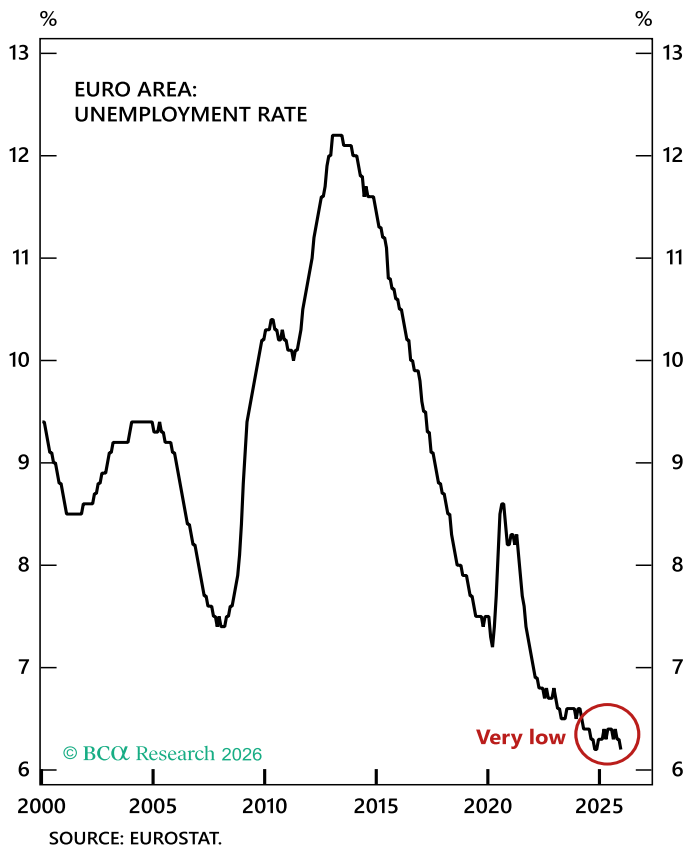
Auch von Seiten der Geldpolitik sind keine positiven Impulse zu erwarten – im Gegenteil. Nach mehreren Zinssenkungen im vergangenen Jahr liegt der Einlagenzins der EZB bei 2 Prozent und damit im neutralen Bereich. Da sich die erwartete Inflation auf einem ähnlichen Niveau bewegt, gibt es für die EZB wenig Anlass, die Zinsen weiter zu senken.

Vielmehr präsentiert sich der Arbeitsmarkt in einer überraschend robusten Verfassung. Gründe hierfür sind die fiskalischen Impulse in Deutschland, ein verbessertes Kreditumfeld sowie solide Bilanzen im privaten Sektor. Dies könnte spätestens im kommenden Jahr zu Anspannungen auf dem Arbeitsmarkt und steigenden Löhnen führen. Dies könnte die EZB im Jahr 2027 wiederum zu einer Anhebung der Leitzinsen veranlassen.



Robuster Arbeitsmarkt in Europa

Grafik 7



Quelle: BCA Research: European Investment Strategy, 02.02.2026, S. 16;

Arbeitslosenquote in Prozent

Die Wirtschaft in Europa leidet nicht nur unter der erdrückenden Bürokratie, sondern auch unter den (zu) hohen Energiepreisen, die deutlich über denen in den USA und China liegen. Hinzu kommt eine gefährliche Abhängigkeit von Importen. Die EU will die Gaseinfuhren aus Russland 2027 vollständig beenden, da Moskau damit seinen Angriffskrieg gegen die Ukraine finanziert.

Neben Pipelinegas aus Norwegen spielt Flüssiggas (LNG) mittlerweile eine entscheidende Rolle bei der Energieversorgung Europas. Rund 60 Prozent der LNG-Importe nach Europa stammen aus den USA. In Deutschland liegt dieser Anteil sogar bei mehr als 90 Prozent. Vereinfacht ausgedrückt hat sich das Lieferantenrisiko von Russland in Richtung USA verschoben.

In Milliarden Kubikmetern

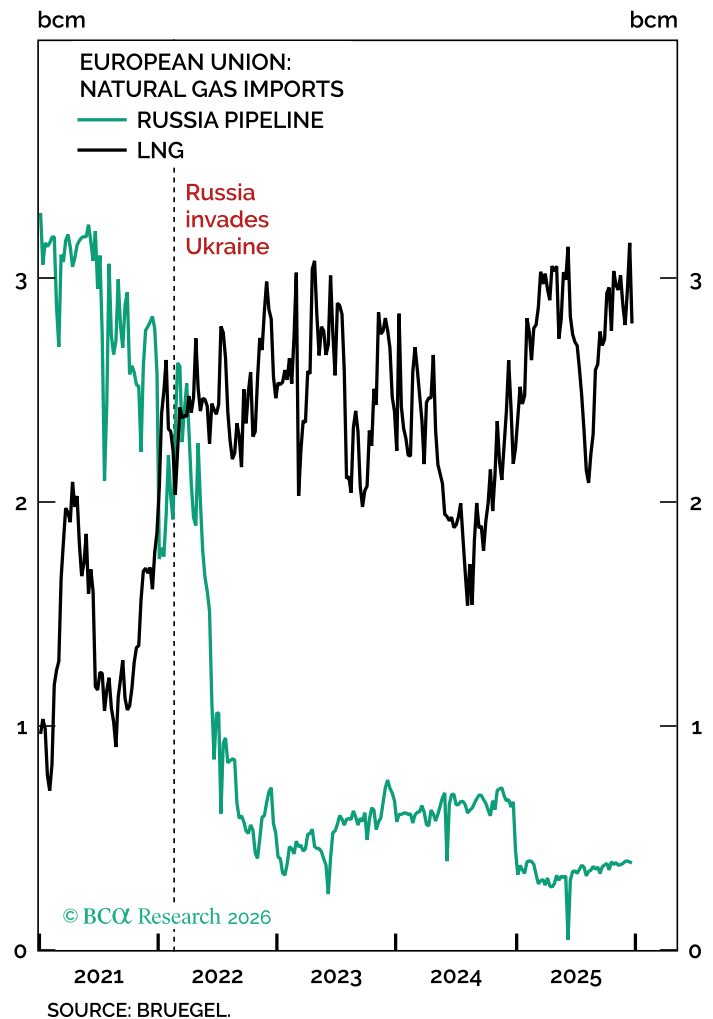
Es gibt allerdings zwei positive Aspekte. Erstens laufen die Lieferverträge bei LNG über deutlich kürzere Zeiträume als bei Pipelinegas. Das erleichtert einen möglichen Wechsel des Lieferanten, beispiels-

weise zu Katar. Außerdem haben sowohl die USA als auch Europa die Zahl ihrer LNG-Terminals deutlich erhöht. Das Angebot an amerikanischem Flüssiggas sollte also künftig steigen, was für sinkende Preise sorgen könnte.

Trotz der geschilderten Probleme Europas haben sich die Aktienmärkte hier im Jahr 2025 ausgesprochen positiv entwickelt. Das gilt insbesondere für die südeuropäischen Börsen. Selbst in Deutschland sind die Aktienkurse stark gestiegen, obwohl die Unternehmen ihre Gewinne kaum gesteigert haben. Diese Rally basierte also vor allem auf einer Ausweitung der Bewertungen und macht sie somit tendenziell anfällig für eine Korrektur.

Verschiebung der europäischen Gasimporte

Grafik 8



Quelle: BCA Research, European Investment Strategy, Januar 2026, S. 12;



China: Überkapazitäten, angeschlagener Immobilienmarkt und schlechte Demografie

In der chinesischen Industrie gibt es erhebliche Überkapazitäten. Da die Inlandsnachfrage nur schleppend verläuft, überschwemmt die Volksrepublik den Rest der Welt mit billigen und häufig subventionierten Waren. Zusätzliche Unterstützung liefert die schwache chinesische Währung. Zwar haben sich die USA durch Strafzölle zu einem guten Teil abgeschottet, doch chinesische Exporte finden auf Umwegen über andere Länder, vor allem in Asien, durchaus den Weg in die Vereinigten Staaten.

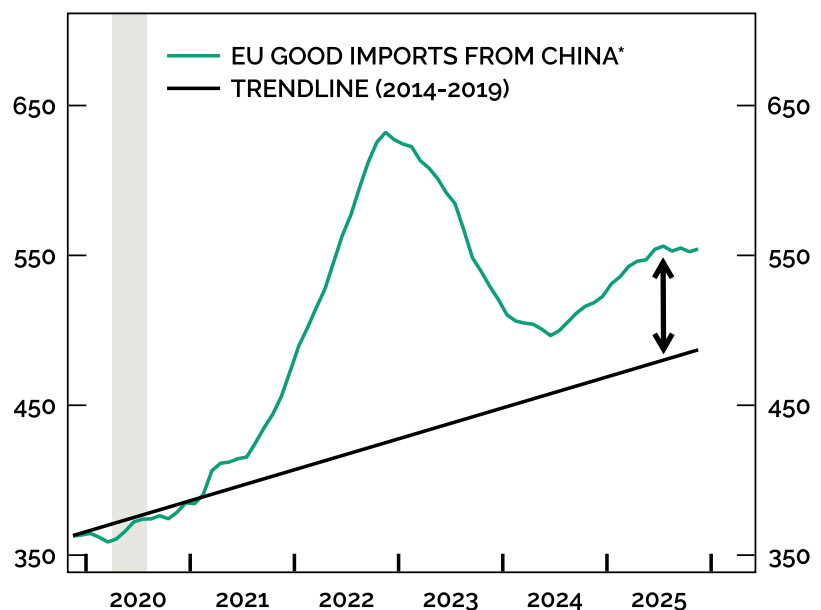
Europa ist allerdings deutlich stärker betroffen. Mittlerweile erreichen sogar Autos, vor allem solche mit Elektroantrieb, hier nennenswerte Marktanteile. In Deutschland geht das etwas unter, weil hier auf den Straßen noch vergleichsweise wenige Pkws aus China herumfahren. Dennoch hat die Bundesrepublik im vergangenen Jahr doppelt so viele Waren aus China importiert, wie dorthin ausgeführt wurden.

In Milliarden Euro

Mit fast 1,2 Billionen Dollar hat der chinesische Überschuss im Außenhandel im vergangenen Jahr einen neuen Rekord erreicht. Nur so gelang es, das offizielle Wachstumsziel Peking von 5 Prozent zu erreichen. Der chinesische Handelsbilanzüberschuss hat aber auch einen positiven Aspekt: China hat im vergangenen Jahr einen wichtigen Beitrag zur weltweiten Liquiditätsversorgung geleistet und damit auch die Finanzmärkte unterstützt.

Seit Jahren steigende China-Importe in der EU

Grafik 9



* SOURCE: EUROSTAT.

Quelle: BCA Research, EIS, 26_01_20-1, S. 5 ;

Der schwache Binnenkonsum in China hängt mit dem nach wie vor angeschlagenen Immobilienmarkt zusammen. Viele Chinesen investieren in Betongold, um ihre Altersvorsorge zu sichern. Fallen die Preise, erleiden sie Vermögensverluste, schränken den Konsum ein und erhöhen die Sparquote, um im Alter über ausreichend finanzielle Mittel zu verfügen.

Früher trug der Immobilienmarkt 20 bis 25 Prozent zur chinesischen Wirtschaftsleistung bei. Es liegt auf der Hand, dass sich eine entsprechende Krise nicht ohne weiteres kompensieren lässt. Es bestehen erhebliche

Zweifel, ob das chinesische BIP im Jahr 2025 tatsächlich um 5 Prozent gestiegen ist, wie die Kommunistische Partei behauptet.

In China wurde in den vergangenen Jahren nicht nur zu viel gebaut, die Nachfrage nach Wohnraum leidet auch unter der demografischen Entwicklung. Laut amtlichen Angaben kommen auf 1.000 Einwohner nur noch 5,63 Kinder. So niedrig lag die Geburtenrate im Reich der Mitte noch nie.

Die Bevölkerung wird schon in 10 Jahren älter als die in den USA sein und in rund 20 Jahren die in Europa altermäßig überholen.

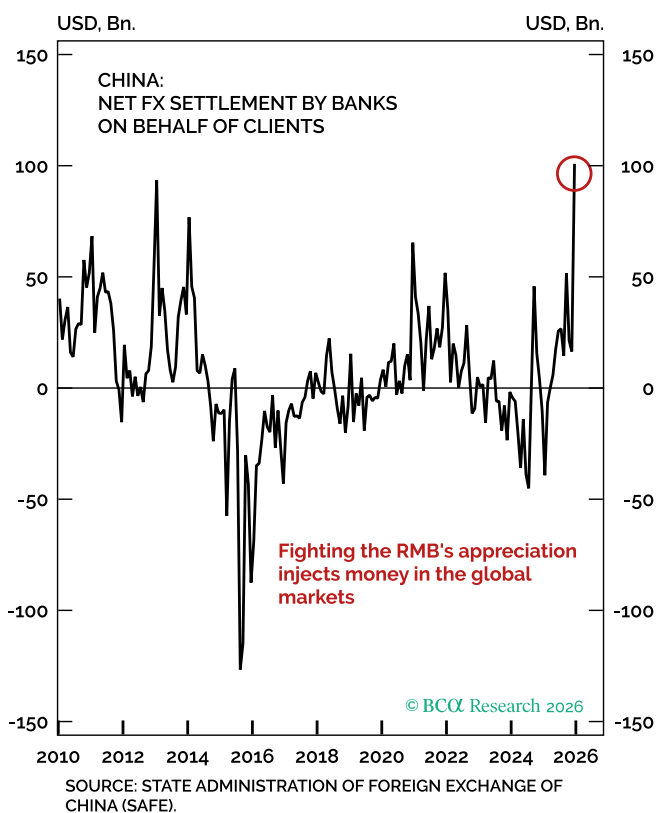


Die jahrelange Ein-Kind-Politik der Kommunistischen Partei erweist sich zunehmend als Bumerang.

Erschwerend kommen in China derzeit politische Unsicherheiten hinzu. Präsident Xi Jinping „säubert“ das Militär und räumt hochrangige Generäle aus dem Weg. Es ist bekannt, dass der mächtigste Mann Chinas die „Taiwan-Frage“ am liebsten noch zu seinen Lebzeiten „lösen“ möchte. Xi ist bereits 72 Jahre alt. Kein Wunder, dass er seinen Einfluss auf das chinesische Militär ausbauen will.

China versorgt die Welt mit Liquidität

Grafik10



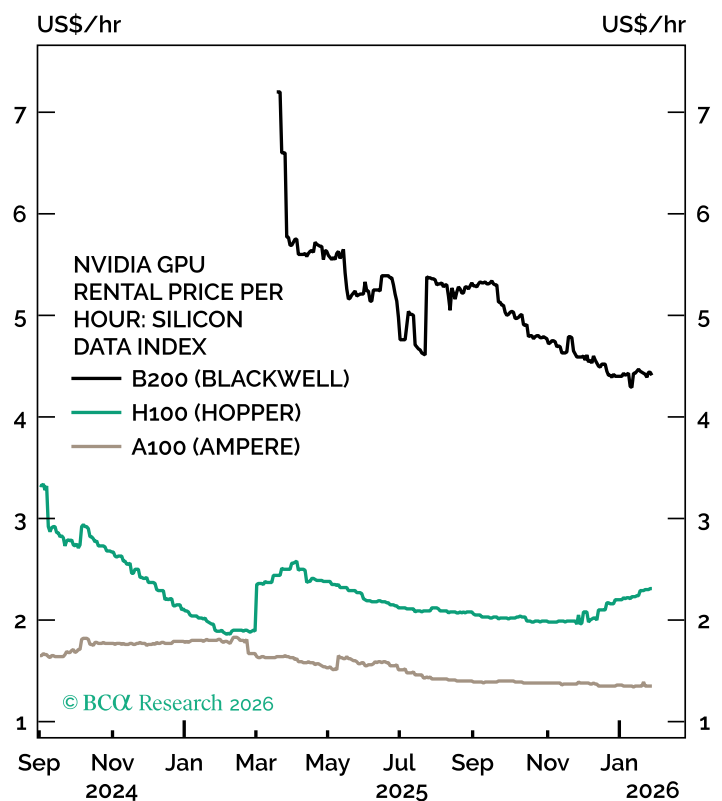
Quelle: BCA Research: European Investment Strategy, 02.02.26, S. 10;

KI: Von Kapazität zu Cashflow

Trotz der regionalen Akzentverschiebung bleibt KI der dominante Konjunktur- und Aktienmarkt-Hebel. Entscheidend ist jedoch, wie sich die Story verändert: Weg von der reinen Vision, hin zur Frage, wann aus Capex messbare Erträge werden. Auf der Hardware-Seite zeigen sich dabei zwei Signale, die zunächst widersprüchlich wirken, aber gemeinsam genau diese Übergangsphase beschreiben: Sinkende Mietpreise für GPUs – etwa bei NVIDIA-Systemen der aktuellen Generation – deuten darauf hin, dass der Markt bereits den nächsten Technologiesprung antizipiert, während Speicherpreise gleichzeitig stark gestiegen sind. Das spricht dafür, dass der Engpass im System real noch nicht vorbei ist, die Börse den Wendepunkt aber früher einpreisen kann, als die Entspannung tatsächlich eintritt.

Mietpreise von Prozessoren sind rückläufig

Grafik11



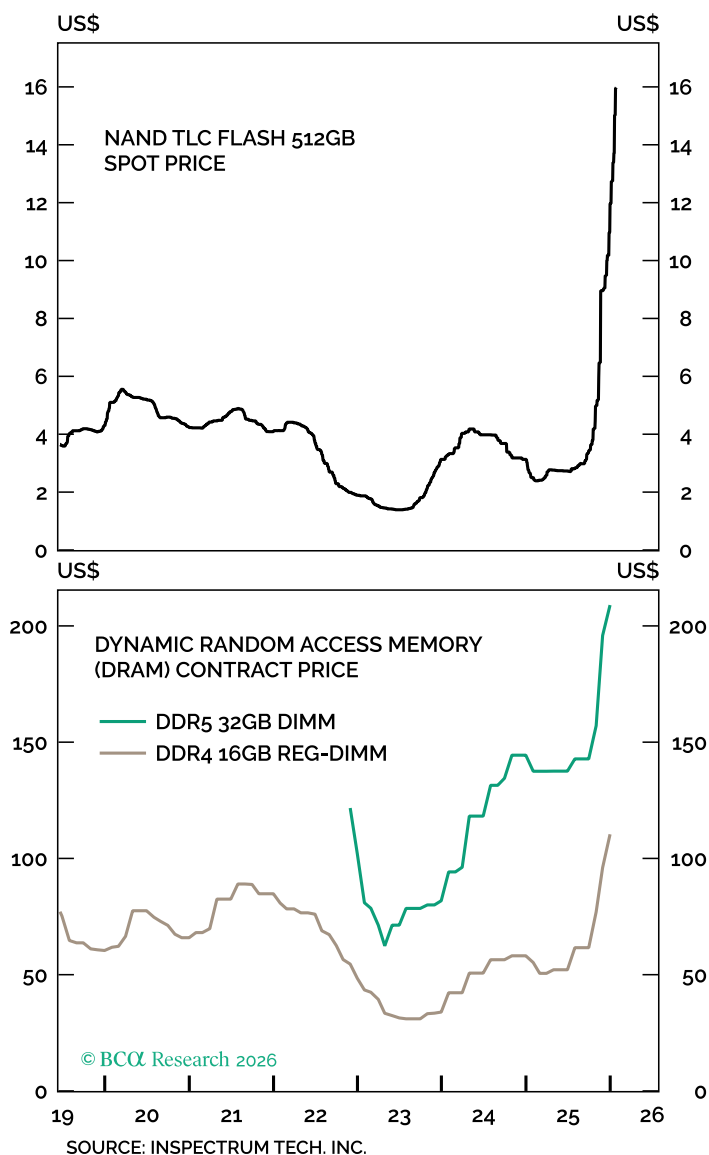
NOTE: THE B200 RENTAL INDEX TRACKS THE COST OF NEWER, HIGH-PERFORMANCE NVIDIA GPUS BASED ON THE BLACKWELL ARCHITECTURE (RELEASED IN 2024). THE H100 AND A100 RENTAL INDEXES TRACK THE COST OF RENTING THE PREVIOUS-GENERATION NVIDIA GPUS BASED ON THE HOPPER (2022) AND AMPERE (2020).

Quelle: BCA Research MacroQuant, 30.01.26, S. 2;



Speicherchippreise gingen durch die Decke

Grafik12

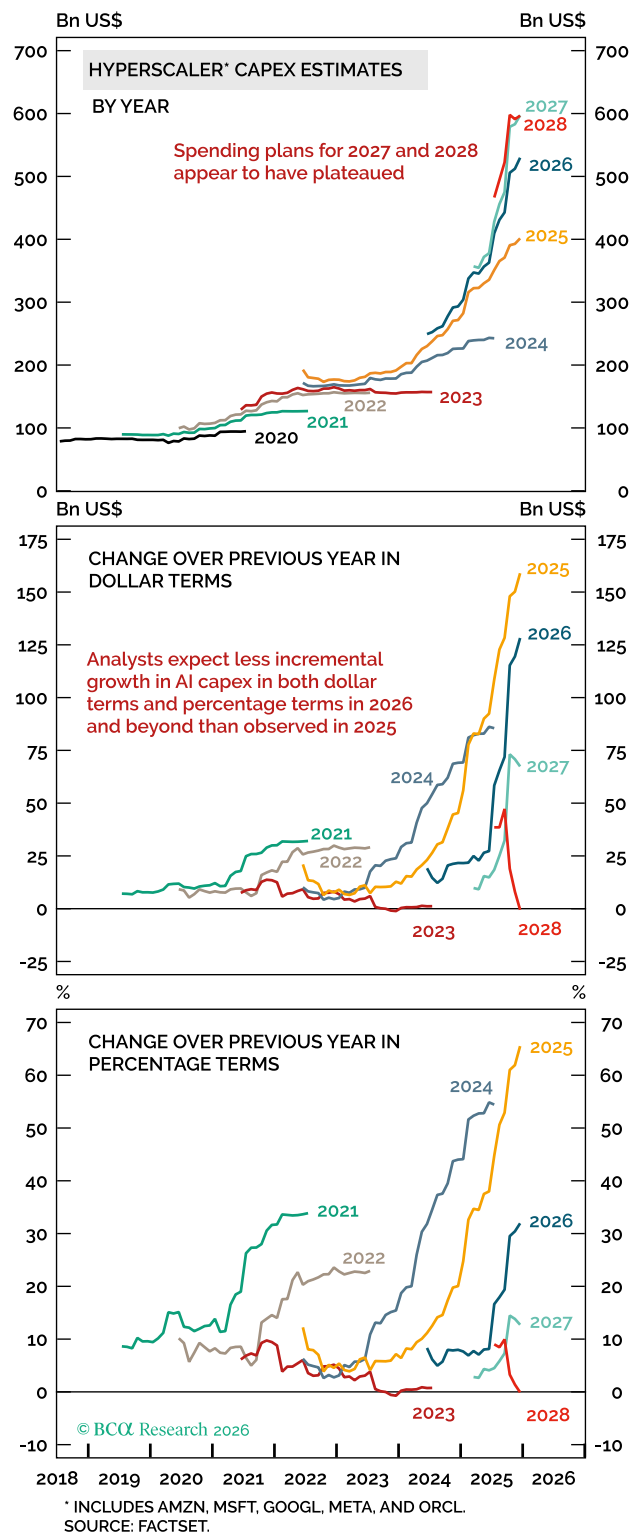


Quelle: BCA Research MacroQuant, 30.01.26, S. 2;

Auf der Investitionsseite zeigt sich ein ähnliches Bild: Für 2026 zeigen die Ausgabenpläne klar nach oben, mittelfristig betrachtet (2027/2028) wirken sie eher wie ein Plateau. Besonders greifbar wird die Größenordnung, wenn man sie bilanziell übersetzt: Bis 2030 könnten sich KI-Assets in der Größenordnung von rund 2 Billionen US-Dollar ansammeln. Bei einer Abschreibungsrate von 20 Prozent entspräche das etwa 400 Milliarden US-Dollar an jährlichen Abschreibungen – eine Zahl, die im Verhältnis zu den aktuellen Gewinnniveaus groß genug ist, um die Aufmerksamkeit der Märkte nachhaltig zu binden.

Pläne für AI-Investitionen steigen noch immer

Grafik13

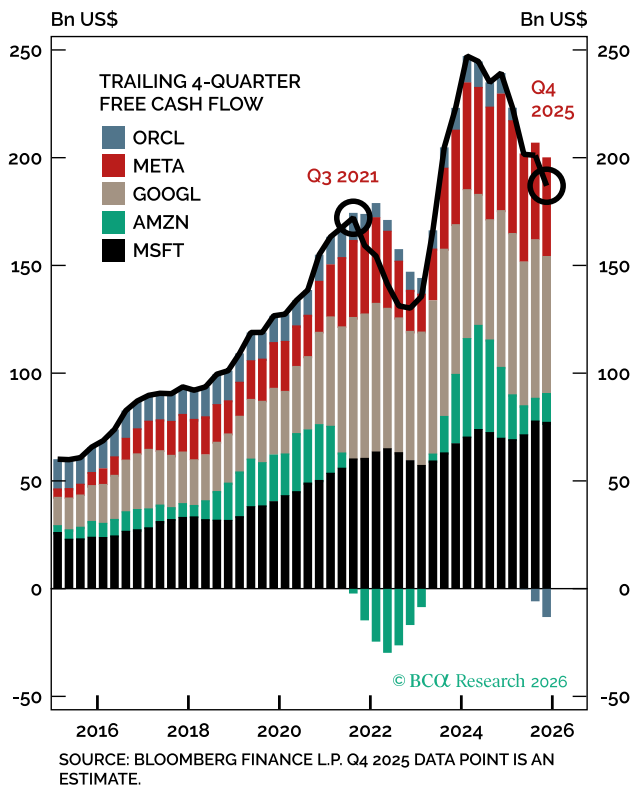


Quelle: BCA Research MacroQuant, 30.01.26, S. 3;



Der freie Cashflow fällt

Grafik14



Damit rücken zwangsläufig Finanzkennzahlen in den Vordergrund. Die Free-Cashflows der Hyperscaler haben zuletzt nachgegeben; gleichzeitig gilt noch, dass operativer Cashflow die Investitionsausgaben übersteigt – die Branche ist also nicht sofort auf externes Kapital angewiesen.

Für die Marktpsychologie ist jedoch weniger der Status quo entscheidend als die Richtung: Erst wenn sich eine breitere Verschlechterung bei Cashflows und verwandten Kennzahlen verfestigt, wird aus „Investitionsmut“ rasch „Investitionsdisziplin“.

Aktien: weiter konstruktiv, aber enger Risikokorridor

Vor diesem Hintergrund ist die aktuelle Aktienbotschaft weniger spektakulär als präzise: Risiken steigen, doch ein eindeutiges „Bärenmarkt-Signal“ ist noch nicht ausgerufen. In der taktischen Einordnung dominiert eine leichte Untergewichtung, mit dem Hinweis, dass deutlich schwächere Signale historisch verlässlicher mit echten Bärenmärkten korrelierten. Gleichzeitig werden klare Trigger genannt: Ein spürbarer Rückgang der KI-Capex-Pläne, ein stärkerer Einbruch bei Cashflows oder eine Verschärfung der finanziellen Bedingungen wären die klassischen Katalysatoren, die aus Vorsicht Defensive machen.

Dass der Markt wählerischer wird, zeigt sich auch daran, wie sich der KI-Trade regional aufspaltet. In Asien haben insbesondere Hardware-Segmente zuletzt deutlich fester performt – gestützt durch bessere Nachfrage und eine festere Preisbildung – und KI-Gruppen außerhalb der USA handeln vielfach zu niedrigeren KGVs als vergleichbare US-Baskets. Das ist kein „Anti-US-Signal“, sondern ein Hinweis darauf, dass die Wertschöpfungskette breiter geworden ist – und dass Marktteilnehmer wieder stärker auf Preis, Zyklus und Cashflow-Qualität achten.

Sektoren: Rohstoffnähe und Realwirtschaft werden wieder wichtiger

Ein weiteres Muster ist die Rückkehr klassischer Zyklik: Minen- und Metallwerte, Bau- und Investitionsgüter sowie ausgewählte Halbleitersegmente werden als Gewinner eines Umfelds beschrieben, in dem Elektrifizierung, Netzausbau und Rechenzentren reale Nachfrage erzeugen. Gleichzeitig werden Sektoren, die 2025 von Nebensortys profitiert haben – etwa Versorger im Zuge der „Power-Rally“ – vorsichtiger gesehen, weil diese Sonderkonjunktur an Dynamik verlieren kann. Auch bei Energie wird die Messlatte höher gelegt: Ein Teil der jüngsten Erholung wird als Gegenbewegung interpretiert, die bei zusätzlichem Angebot wieder unter Druck geraten könnte.

Fazit: KI bleibt der Motor – Diversifikation wird zum Fahrwerk

Der Markt bleibt im KI-Modus, aber er wird bilanzieller. Genau deshalb gewinnt Diversifikation an Bedeutung: regional (weil Bewertungsunterschiede wieder zählen), sektoral (weil Real-Assets und Capex-Profiteure in den Vordergrund rücken) und über Währungen (weil ein weicherer Dollar viele Risikopreise neu sortiert). Für Anleger heißt das nicht, den KI-Zyklus infrage zu stellen – sondern ihn so zu spielen, wie reife Zyklen gespielt werden: mit selektiverem Risiko, mehr Aufmerksamkeit für Cashflows und einem klaren Blick dafür, dass der Wendepunkt an der Börse häufig früher kommt als in der realen Wirtschaft.



Der Glaube an die Edelmetalle bekommt erste Risse

Fast alle Haussen basieren auf einer Grundlage der Wahrheit. Mit genügend Zeit übernimmt jedoch FOMO (Fear of **Missing Out**) die Oberhand, wodurch die Preise die Fundamentaldaten übersteigen. Dies ist bei Gold und Silber geschehen und zunehmend auch bei anderen Metallen.

Im Falle von Gold ist eine Währungsabwertung eine reale Gefahr: Die US-Regierung hat ein hohes Haushaltsdefizit. Wenn keine Korrekturmaßnahmen ergriffen werden, werden die Verschuldung und die Zinszahlungen mit der Zeit nur noch weiter steigen (Chart 1).

Ausländische Investoren halten US-Vermögenswerte im Wert von 69 Billionen US-Dollar (Chart 2). Die Politik von Präsident Trump veranlasste einige dieser Investoren dazu, ihre Bestände zu reduzieren, was im vergangenen Jahr einen Abwärtsdruck auf den Dollar ausübte. Stattdessen kauften ausländische Zentralbanken weiterhin Gold. Während das physische Volumen der Goldkäufe inzwischen zurückgegangen ist, steigt der Dollarwert weiter an (Chart 3).

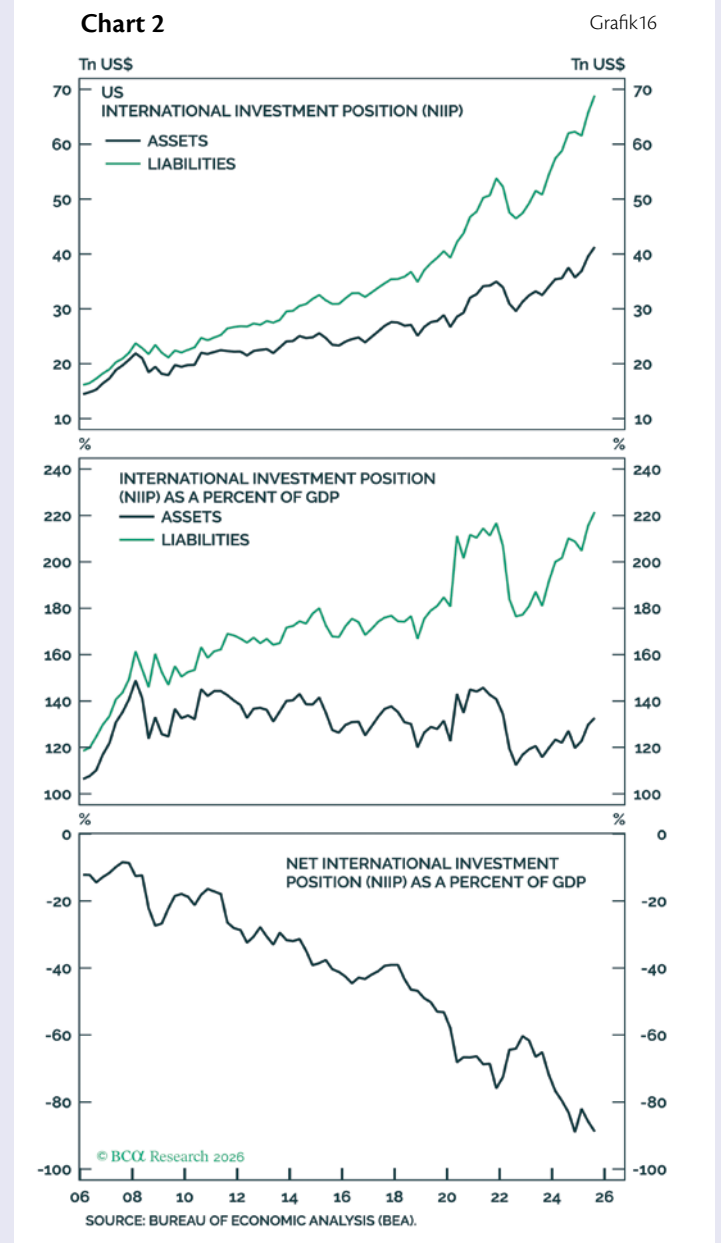
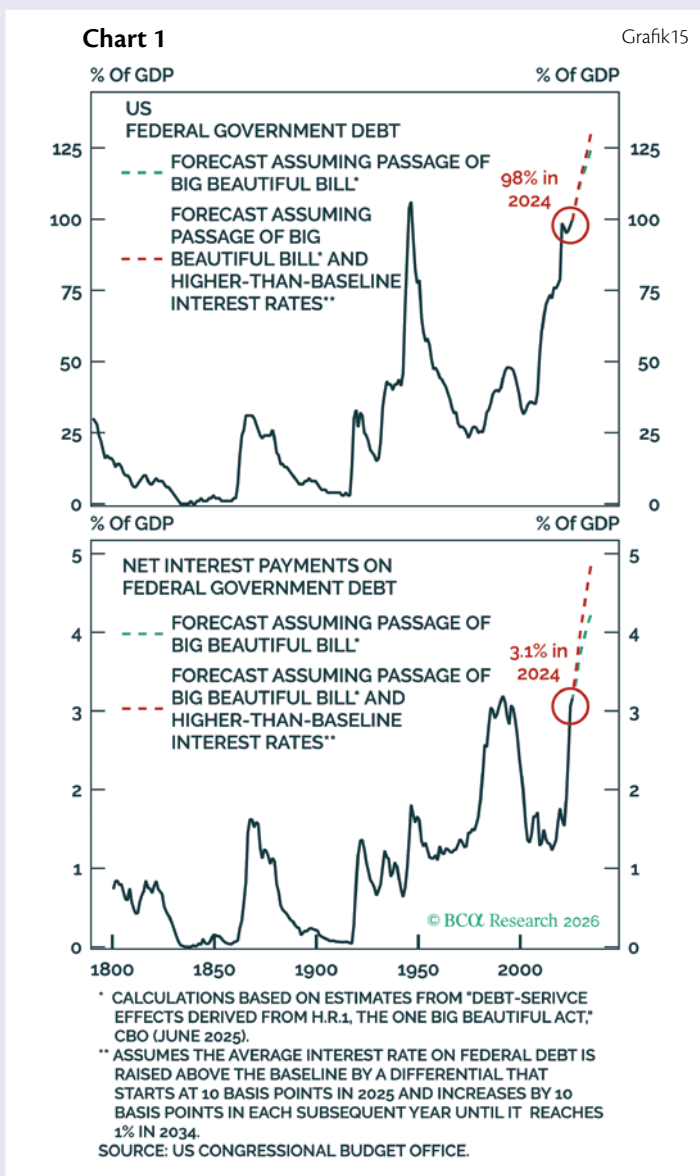
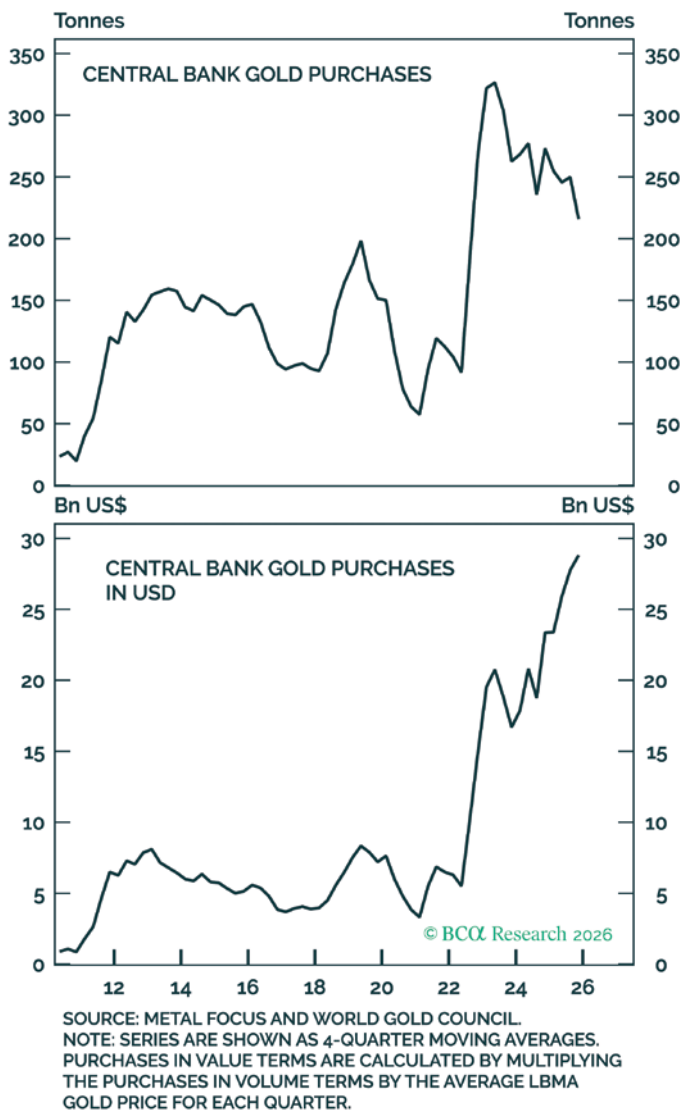




Chart 3

Grafik17



Zentralbanken sind regelmäßig keine großen Käufer von Silber, aber das weiße Metall hat eine Reihe von industriellen Anwendungen. Vor allem wird es in der Halbleiterverpackung und der Montage von Leistungsbau-elementen verwendet. Es wird auch bei der Herstellung von Solarzellen eingesetzt. Dies verbindet es mit den starken Themen KI/Stromerzeugung, die ebenfalls zur Steigerung der Kupferpreise beigetragen haben. Allerdings sind die meisten Metallpreise zu schnell und zu stark gestiegen.

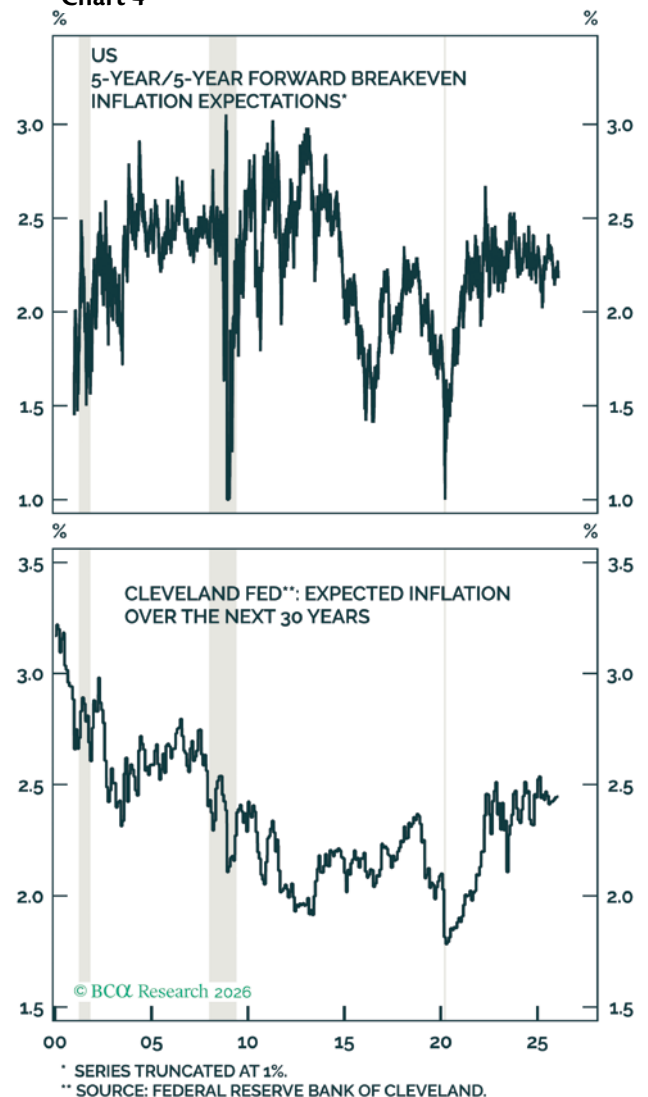
Was Gold betrifft, so ist die Argumentation, wegen der systematischen Entwertung von Fiat-Währungen in knappe oder realwertartige Anlagen zu wechseln (sog. „Debasement Trade“) zwar überzeugend. Doch ist anzumerken, dass die langfristigen Inflationserwartungen relativ stabil geblieben sind (Chart 4).

Die Nominierung von Kevin Warsh durch Präsident Trump als **Fed-Chef** verstärkt den Abwärtsdruck auf die Goldpreise zusätzlich. Warsh behauptet zwar, er werde sich für niedrigere Zinsen einsetzen, aber er **plädierte** bekanntlich 2010, als Gold das letzte Mal eine Hausse erlebte, gegen die quantitative Lockerung. Als Quintessenz lässt sich folgern, dass bei jeder Kursstärke von Gold Teilgewinnmitnahmen in Betracht gezogen werden sollten.

Was Silber betrifft, so kommt man trotz seiner vielfältigen industriellen Verwendungsmöglichkeiten kaum umhin zu folgern, dass sein kompetenhafter Anstieg und anschließender Fall durch spekulative chinesische Handelsgeschäfte sowie Krypto-Investoren, die sich von Bitcoin gelangweilt abgewandt und ihr Geld in Silber investiert haben, noch verstärkt wurden.

Chart 4

Grafik18





Während Kupfer weiterhin von der knappen Versorgungslage und höheren Investitionen in die Stromerzeugung profitieren wird, stellt China ein kurzfristiges Risiko dar. Die Investitionen in Sachanlagen sind im Jahresvergleich um 16 Prozent zurückgegangen, was vor allem auf den schwächelnden Immobilienmarkt und die Stagnation durch übermäßigen, selbstzerstörerischen Wettbewerb (sog. „Anti-Involutionspolitik“ der Regierung) zurückzuführen ist, die darauf abzielt, Überkapazitäten in verschiedenen Branchen wie Solarenergie und Elektrofahrzeuge abzubauen (Chart 5). Dies ist für Kupfer problematisch, da China fast 60 Prozent der weltweiten Nachfrage nach dem roten Metall ausmacht.

Wie sieht die sehr langfristige Prognose für Rohstoffe aus? Die Standard-Wirtschaftstheorie besagt, dass bei einem Anstieg der effektiven Erwerbsbevölkerung – was sicherlich der Fall sein wird, wenn Elon Musks Traum von Milliarden humanoider Roboter Wirklichkeit wird – der Wert des Produktionsfaktors, dessen Angebot begrenzt ist, steigen wird. Land und natürliche Ressourcen gelten allgemein als begrenzt verfügbar. Wenn also das globale BIP dramatisch steigen würde, müsste ihr Wert steigen.

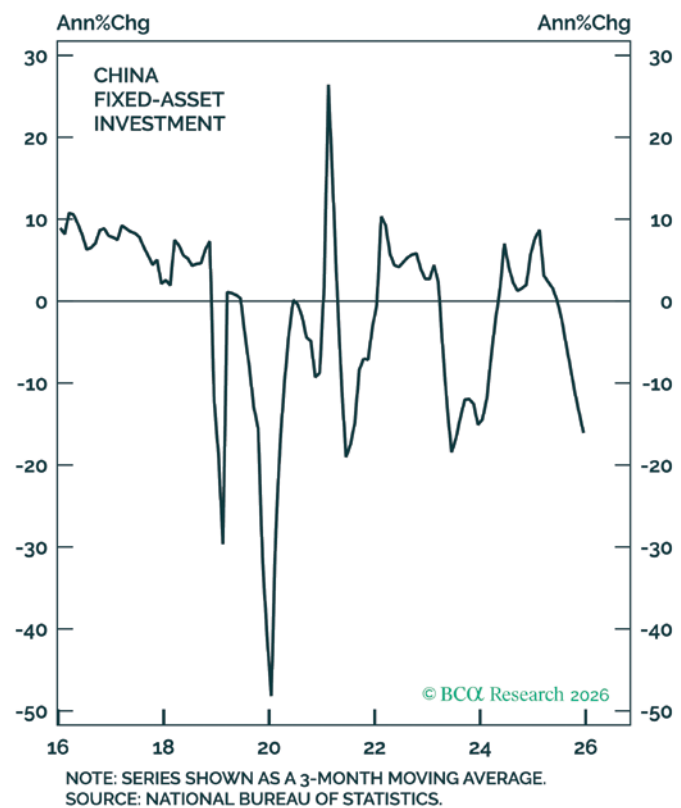
Forever Gold ?

Allerdings gibt es bei dieser Argumentation einen wichtigen Vorbehalt: Wir wissen nicht wirklich, ob viele seltene Metalle tatsächlich selten sind. Nehmen wir zum Beispiel Gold. Gold gab es unmittelbar nach dem Urknall noch nicht. Es entstand im Laufe von Milliarden von Jahren durch die Explosion von Supernovae und die Kollision von Neutronensternen. Die heutigen Teilchenbeschleuniger sind bereits in der Lage, Spuren von Gold zu produzieren. In Anlehnung an das, was bereits mit Diamanten geschehen ist, versucht mindestens ein Unternehmen, dies auf die nächste Stufe zu heben, indem es Gold in großen Mengen herstellt.

Gold-197 (79 Protonen plus 118 Neutronen) ist das einzige stabile Isotop von Gold. Sein Kern ähnelt dem von Quecksilber-198, das ein Proton mehr hat als Gold. Theoretisch kann Quecksilber durch Beschuss mit Neutronen in einem als Beta-Plus-Zerfall bekannten Prozess in Gold umgewandelt werden. Die Technologie dafür ist heute noch weit von der Marktreife entfernt, aber es ist sinnvoll, sich zu fragen, wie man Gold bewerten sollte, wenn man davon ausgeht, dass Alchemie in einer von KI geprägten Zukunft mit hoher Wahrscheinlichkeit möglich sein wird.

Chart 5

Grafik19



Hier ist die Wirtschaftstheorie ganz klar: Selbst wenn dieser Zeitpunkt in ferner Zukunft liegt, sollte Gold heute nur sehr wenig wert sein. Das liegt daran, dass Gold keine Rendite abwirft. Daher sollte sein Preis ausschließlich von seinem Endwert abhängen, egal wie weit dieser in der Zukunft liegt. Konkret bedeutet dies: Wenn die Opportunitätskosten für das Halten von Gold r betragen, sollte der heutige Goldpreis $V/(1+r)^n$ sein, wobei V der Endwert in n Jahren ist. Wenn V nahe Null liegt, sollte der Goldpreis noch näher bei Null liegen. Zwar ist dieses Argument nicht allzu ernst zu nehmen, schon allein deshalb, weil die Wahrscheinlichkeit groß ist, dass die Technologie zur Herstellung von Gold im Labor niemals entwickelt wird. Es legt jedoch nahe, dass man die naturwissenschaftliche Fachliteratur ebenso im Auge behalten sollte wie die Diskussionen über die Geldbewertung.



Asset Allocation: MacroQuant wird vorsichtiger, aber nicht defensiv um jeden Preis

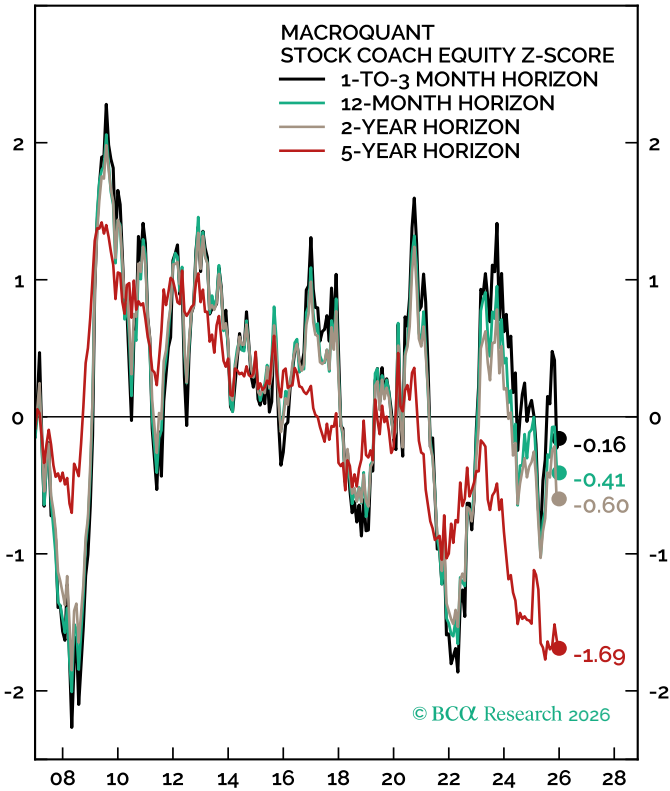
MacroQuant Tactical (1-To-3 Month) Recommendations				Grafik 20			
Asset Allocation	-	0	+				
Equities		■					
Fixed Income			■				
Cash							
US Equity Sectors*	-	0	+				
Communication Services			■				
Consumer Discretionary	■						
Consumer Staples		■					
Energy	■						
Financials			■				
Health Care	■						
Industrials		■					
Information Technology			■				
Materials		■					
Real Estate		■					
Utilities		■					
Global Equity Regions**	-	0	+				
US		■					
Euro Area		■					
UK	■						
Canada	■						
Australia		■					
Japan		■					
EM		■					
US Fixed Income	-	0	+				
Duration		■					
Currencies And Commodities	-	0	+				
DXY		■					
WTI Oil	■						
Copper		■					
Gold		■					

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.

Das auf einen Zeithorizont von bis zu 3 Monaten ausgerichtete Modell unseres Partners BCA Research bleibt bei der Untergewichtung von Aktien, hat aber gleichzeitig die Positionierung von Staatsanleihen von übergewichtet auf neutral zu Gunsten einer höheren Barquote zurückgenommen. Vor diesem Hintergrund wirkt die Modellbotschaft folgerichtig: Risiken nehmen zu, ein „Raus aus allem“ wird jedoch noch nicht abgeleitet. MacroQuant erwartet für die kommenden 1 bis 3 Monate leicht unterdurchschnittliche S&P-500-Renditen und positioniert sich mit einer leichten Untergewichtung bei Aktien. Der Equity-Z-Score liegt bei -0,16 (1–3 Monate) und -0,41 (12 Monate). Historisch gilt laut Report ein Wert unter -1 als deutlich zuverlässigeres Warnsignal für Bärenmärkte; erst dann würde man klar defensiver agieren. Umgekehrt wäre eine Rückkehr in klar positives Terrain ein Anlass, wieder auf Übergewicht zu drehen.

Z-Score für alle Betrachtungszeiträume bei Aktien unter Null

Grafik 21



SOURCE: MACROQUANT MULTIVERSE EDITION (STOCK COACH).

Quelle: BCA Research MacroQuant, 30.01.26, S. 5;



In den Modellkomponenten zeigt sich ein gemischtes Bild: Der Indiator für wirtschaftliche Aktivität verbessert sich – unter anderem über bessere regionale Umfragewerte und nach oben revidierte Wachstumsindikatoren. Auch die Inflationskomponente wird im Report als freundlicher beschrieben. Gleichzeitig hat sich die Stimungskomponente spürbar verschlechtert, während die Bewertungsseite weiterhin Gegenwind liefert: Der S&P 500 wirkt aus Modellsicht „reich bewertet“, was vor allem den längeren Horizont belastet. Für die kurze Strecke ist das Signal weniger eindeutig: Die hochfrequente DayTrader-Komponente zeigt weiterhin unterstützende Bedingungen, insbesondere kurzfristig.

Sektoren: Rohstoffnähe vorn – Technologie mit doppeltem Boden

Innerhalb der USA favorisiert MacroQuant über das Sektormodell („Sector Selector“) vor allem Materials, Energy, IT und Industrials. Materials profitiert im Report von steigenden Rohstoffpreisen und einem schwächeren Dollar; zusätzlich wird auf starke Zuflüsse in die entsprechenden Sektor-ETFs verwiesen. Ähnliche Faktoren stützen Energieaktien: ein höherer Ölpreis, besseres Sentiment und die relative Kursdynamik. IT wird im Modell weiterhin durch robuste Gewinn- und Umsatzdaten getragen. Neutral bewertet werden Financials und Communication Services; untergewichtet sind Utilities, Real Estate und Consumer Staples, mit ausgeprägter negativer Tendenz bei Health Care und Consumer Discretionary.

Bemerkenswert ist dagegen die „zweite“ Ebene im Report: Neben dem Modell formuliert das Team eine Einschätzung, die stärker auf Marktmechanik und Rotation setzt.

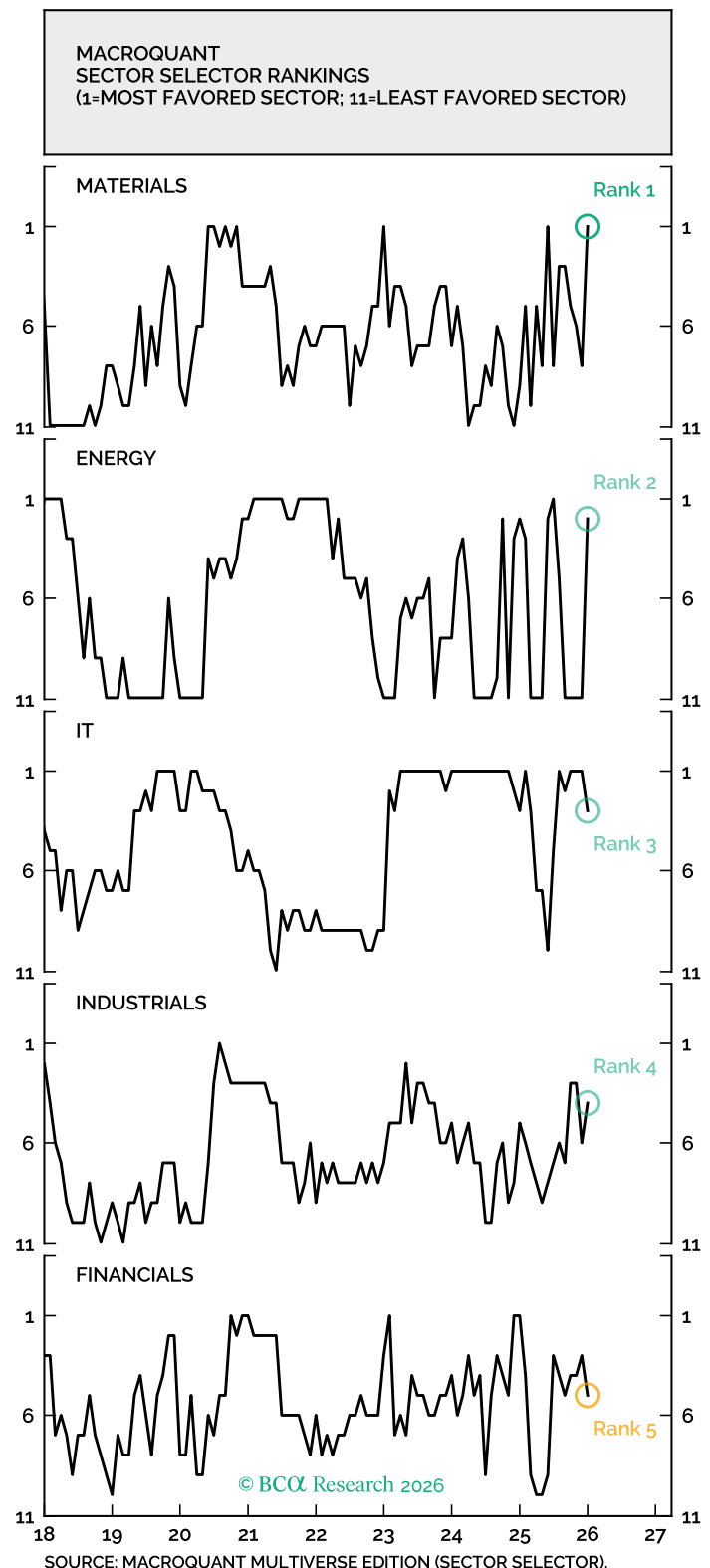
Erwartet wird für die erste Jahreshälfte 2026 – also über den modell-spezifischen Betrachtungszeitraum von bis zu drei Monaten hinweg – eine Rotation weg von Technologie hin zu Nicht-Tech-Sektoren. Konsequenz: Im Portfolio sollte IT untergewichtet und Consumer Staples und Health Care bevorzugt werden.

Regionen: Schwellenländer, Kanada und Japan als Favoriten

Auch regional rückt das MacroQuant-Modell von der US-Dominanz ab. Das Regionalmodell („Region Rumble“) empfiehlt Übergewichtungen in den Emerging Markets, Kanada, Japan und Australien und stuft die USA auf Untergewicht. Als Treiber nennt BCA Research neben Rohstoff- und Währungsimpulsen auch relative Kursdynamik, ETF-Zuflüsse und die Sektorstruktur. Die Emerging Markets werden zusätzlich von starkem Gewinn- und Umsatzwachstum gestützt. Japan profitiert laut Report von besser als erwarteten Konjunkturdaten. Die USA leiden dagegen trotz überraschend guter

Rohstoffaktien vorn

Grafik 22

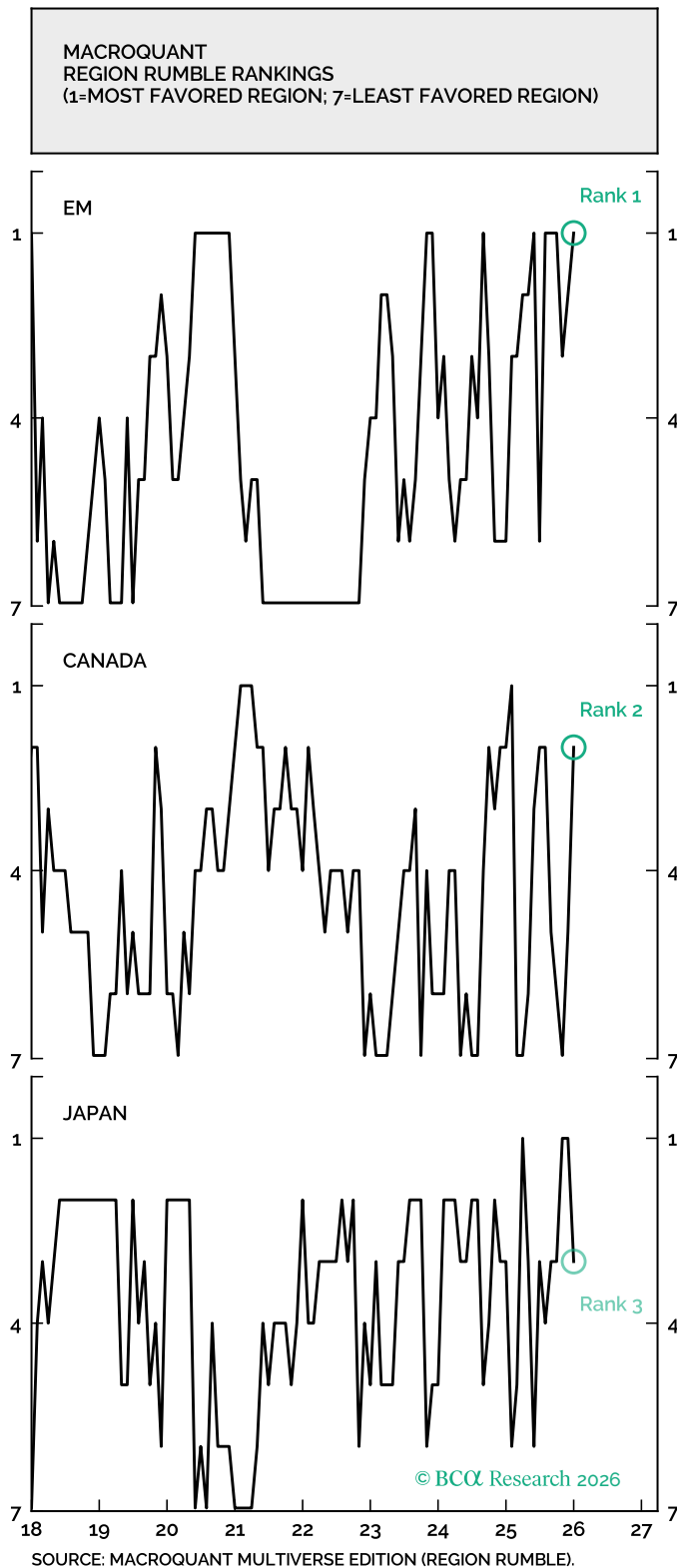


Quelle: BCA Research MacroQuant, 30.01.26, S. 9;



Schwellenländer auf dem ersten Rang

Grafik 23



Quelle: BCA Research MacroQuant, 30.01.26, S. 10;

Daten unter schwächerem Gewinn-/Umsatzwachstum relativ zur Welt sowie relativer Underperformance gegenüber globalen Aktien. Die Eurozone und Großbritannien bleiben untergewichtet, UK sogar stark – technische Faktoren seien zwar noch unterstützend, doch Sektormix und Fundamentaldaten bremsen.

Kurz zu den Anleihemärkten: taktisch Gegenwind, strukturell wieder fairer

Bei US-Staatsanleihen bleibt „Bond Buddy“ taktisch skeptisch: Duration ist für 1 bis 3 Monate untergewichtet, die erwarteten Treasury-Renditen liegen im 33. Perzentil der modellierten Verteilung. Begründet wird das mit einer robusten US-Konjunktur, steigenden Rohstoffpreisen und der Outperformance zyklischer Aktien gegenüber defensiven. Im Report wird als Beispiel genannt, dass das GDP-Now-Modell der Atlanta Fed 4,2 Prozent reales Wachstum für Q4 2025 verfolgt.

Auf 12-Monats-Sicht bleibt das Modell jedoch konstruktiv. Dann rücken „Fair-Value“-Treiber wie Trendwachstum und Demografie stärker in den Vordergrund. Bond Buddy verortet den strukturellen fairen Wert der US-10-Jahresrendite aktuell bei 3,62 Prozent. Daraus leitet das Modell Aufwärtspotenzial für Treasury-Preise und Renditeerwartungen im 55. Perzentil ab.

ETF Portfolio hat sich gut geschlagen.

Das ETF-Portfolio beendete das Jahr 2025 mit einer Performance von 11,09 Prozent. Im Vergleich dazu ging die Benchmark MSCI Welt mit einer Performance von 4,83 Prozent auf Euro-Basis aus dem Rennen.

Im Januar sind 2 Positionen im Portfolio per Stop Loss verkauft worden – DAX und MDAX. Für den Monat Februar hat das MacroQuant Modell des Analyse Hauses BCA Research die Einstufung der Emerging Markets von neutral auf übergewichtet verändert. Die Taktische Asset Allocation bevorzugt vor allem die asiatische Region. Wir haben uns für China als Proxy für die asiatischen Emerging Markets entschieden und eine Position mit einer Gewichtung von circa 10 Prozent aufgebaut. Das Aktien Exposure des Portfolios liegt damit bei knapp 50 Prozent, was auch in etwa der BCA Positionierung entspricht.

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

06.02.26

Referenz-Portfolio Fonds und ETFs

13.220

Stückzahl Gewicht.	NAME WKN / ISIN	Region / Branche	Kauf Kurs	letzter Kurs	Gewinn / Verlust	Kauf Betrag Kauf Datum	Betrag aktuell	Gewinn in % / Verlust in %	Risiko- Klasse (RK)																																																																																				
4.150	9,99% A2PGQN ISHARES MSCI CHINA USD ACC	MSCI China KAUF am 03.02.2026	5,303 €	5,27 €	-0,62%	22.007,04 € 03.02.26	21.870,50 €	-0,62% -136,54 €	C																																																																																				
1.350	ISHARES MSCI EM LATAM A0NA45	Lateinamerika verkauft am 23.01.2025	13,34 €	18,49 €	38,62%	18.009,00 € 21.01.25	24.964,20 €	38,62% 6.955,20 €	C																																																																																				
360	ISHARES STOXX EUR MID200 DE 593399	STOXX Europe Mid 200 KAUF am 23.01.2025	53,440 €	63,54 €	18,90%	19.238,40 € 23.01.25	22.874,40 €	18,90% 3.636,00 €	B																																																																																				
223	X ATX 1C DBX0KJ	Austrian Traded Index	84,28 €	115,02 €	36,47%	19.637,24 € 06.03.25	26.799,66 €	36,47% 7.162,42 €	C																																																																																				
0	ISHARES CORE DAX DE EUR ACC 0,00% 593393	DAX SL VERKAUF am 20.01.2026	200,700 €	204,05 €	1,67%	0,00 € 28.10.25	0,00 €	#DIV/0! 0,00 €																																																																																					
115	X NIKKEI 225 1C A2P7NT	Japan - NIKKEI 225 Kauf am 27.11.2025	90,98 €	98,34 €	8,09%	10.463,07 € 27.11.25	11.309,10 €	8,09% 846,03 €	E																																																																																				
259	Abakii UI P A3D9G1	Zinsstrategie Kauf am 14.08.2024	109,420 €	111,34 €	1,75%	28.339,78 € 14.08.24	28.837,06 €	1,75% 497,28 €	B																																																																																				
14,17%	CASH Position						31.022,73 €																																																																																						
302	ISH EUREX GV 6D A0C4RZ	Government Germany 0-1yr gekauft am 01.08.2024	75,038 €	76,45 €	1,88%	22.661,48 € 01.08.24	23.086,54 €	1,88% 425,06 €	E																																																																																				
283	GALLIET GLB BD OPPRTINTY ULP DE00A3D0937	CASH ERSATZ Kauf am 20.02.2024	96,649 €	99,67 €	3,13%	27.351,67 € 20.02.24	28.206,61 €	3,13% 854,94 €	B																																																																																				
Benchmark: MSCI WORLD			Kurs am 31.12.25	letzter Schlusskurs	4.452,13 USD 3.776,19 EUR	Performance Benchmark	0,49% 0,03%																																																																																						
<table><tr><th>Jahre</th><th>ETF Portfolio</th><th>MSCI in \$</th><th>MSCI in €</th></tr><tr><td>2008 (ab 25.04.08)</td><td>-15,70%</td><td>-39,24%</td><td>-32,00%</td></tr><tr><td>2009</td><td>52,06%</td><td>26,98%</td><td>23,63%</td></tr><tr><td>2010</td><td>17,34%</td><td>9,55%</td><td>17,46%</td></tr><tr><td>2011</td><td>-12,03%</td><td>-7,62%</td><td>-4,72%</td></tr><tr><td>2012</td><td>4,41%</td><td>13,18%</td><td>11,15%</td></tr><tr><td>2013</td><td>18,81%</td><td>24,10%</td><td>18,77%</td></tr><tr><td>2014</td><td>12,70%</td><td>2,93%</td><td>17,29%</td></tr><tr><td>2015</td><td>8,65%</td><td>-2,74%</td><td>8,30%</td></tr><tr><td>2016</td><td>8,03%</td><td>5,32%</td><td>8,50%</td></tr><tr><td>2017</td><td>7,07%</td><td>20,11%</td><td>5,38%</td></tr><tr><td>2018</td><td>-7,68%</td><td>-10,44%</td><td>-5,98%</td></tr><tr><td>2019</td><td>24,95%</td><td>25,19%</td><td>27,68%</td></tr><tr><td>2020</td><td>2,43%</td><td>14,06%</td><td>4,77%</td></tr><tr><td>2021</td><td>21,75%</td><td>20,14%</td><td>28,99%</td></tr><tr><td>2022</td><td>-8,13%</td><td>-19,46%</td><td>-14,39%</td></tr><tr><td>2023</td><td>11,25%</td><td>21,77%</td><td>17,88%</td></tr><tr><td>2024</td><td>11,94%</td><td>17,00%</td><td>25,08%</td></tr><tr><td>2025</td><td>10,60%</td><td>19,49%</td><td>5,37%</td></tr><tr><td>2026 (rtd)</td><td>3,47%</td><td>0,49%</td><td>0,03%</td></tr><tr><td>p.a. (ab 25.04.08)</td><td>8,65%</td><td>6,25%</td><td>7,94%</td></tr></table>										Jahre	ETF Portfolio	MSCI in \$	MSCI in €	2008 (ab 25.04.08)	-15,70%	-39,24%	-32,00%	2009	52,06%	26,98%	23,63%	2010	17,34%	9,55%	17,46%	2011	-12,03%	-7,62%	-4,72%	2012	4,41%	13,18%	11,15%	2013	18,81%	24,10%	18,77%	2014	12,70%	2,93%	17,29%	2015	8,65%	-2,74%	8,30%	2016	8,03%	5,32%	8,50%	2017	7,07%	20,11%	5,38%	2018	-7,68%	-10,44%	-5,98%	2019	24,95%	25,19%	27,68%	2020	2,43%	14,06%	4,77%	2021	21,75%	20,14%	28,99%	2022	-8,13%	-19,46%	-14,39%	2023	11,25%	21,77%	17,88%	2024	11,94%	17,00%	25,08%	2025	10,60%	19,49%	5,37%	2026 (rtd)	3,47%	0,49%	0,03%	p.a. (ab 25.04.08)	8,65%	6,25%	7,94%
Jahre	ETF Portfolio	MSCI in \$	MSCI in €																																																																																										
2008 (ab 25.04.08)	-15,70%	-39,24%	-32,00%																																																																																										
2009	52,06%	26,98%	23,63%																																																																																										
2010	17,34%	9,55%	17,46%																																																																																										
2011	-12,03%	-7,62%	-4,72%																																																																																										
2012	4,41%	13,18%	11,15%																																																																																										
2013	18,81%	24,10%	18,77%																																																																																										
2014	12,70%	2,93%	17,29%																																																																																										
2015	8,65%	-2,74%	8,30%																																																																																										
2016	8,03%	5,32%	8,50%																																																																																										
2017	7,07%	20,11%	5,38%																																																																																										
2018	-7,68%	-10,44%	-5,98%																																																																																										
2019	24,95%	25,19%	27,68%																																																																																										
2020	2,43%	14,06%	4,77%																																																																																										
2021	21,75%	20,14%	28,99%																																																																																										
2022	-8,13%	-19,46%	-14,39%																																																																																										
2023	11,25%	21,77%	17,88%																																																																																										
2024	11,94%	17,00%	25,08%																																																																																										
2025	10,60%	19,49%	5,37%																																																																																										
2026 (rtd)	3,47%	0,49%	0,03%																																																																																										
p.a. (ab 25.04.08)	8,65%	6,25%	7,94%																																																																																										
<table><tr><td colspan="2">Portfolioentwicklung mit Absicherung</td><td colspan="2">RK</td></tr><tr><td>Aktueller Portfoliowert in EURO:</td><td>218.970,80 €</td><td colspan="2">06.02.26</td></tr><tr><td>Portfoliostartwert in EURO:</td><td>211.627,47 €</td><td colspan="2">31.12.25</td></tr><tr><td>Gewinn / Verlust absolut:</td><td>7.343,33</td><td colspan="2"></td></tr><tr><td>Gewinn / Verlust in Prozent:</td><td>3,47%</td><td colspan="2"></td></tr><tr><td colspan="4">Datenlänge der historischen Simulation: 260</td></tr><tr><td colspan="4">Datum der historischen Simulation: 03.02.26</td></tr></table>										Portfolioentwicklung mit Absicherung		RK		Aktueller Portfoliowert in EURO:	218.970,80 €	06.02.26		Portfoliostartwert in EURO:	211.627,47 €	31.12.25		Gewinn / Verlust absolut:	7.343,33			Gewinn / Verlust in Prozent:	3,47%			Datenlänge der historischen Simulation: 260				Datum der historischen Simulation: 03.02.26																																																											
Portfolioentwicklung mit Absicherung		RK																																																																																											
Aktueller Portfoliowert in EURO:	218.970,80 €	06.02.26																																																																																											
Portfoliostartwert in EURO:	211.627,47 €	31.12.25																																																																																											
Gewinn / Verlust absolut:	7.343,33																																																																																												
Gewinn / Verlust in Prozent:	3,47%																																																																																												
Datenlänge der historischen Simulation: 260																																																																																													
Datum der historischen Simulation: 03.02.26																																																																																													
<table><tr><td>Aktien-Exposure</td><td>49,24%</td></tr><tr><td>Renten-Exposure</td><td>36,59%</td></tr><tr><td>Cash</td><td>14,17%</td></tr><tr><td></td><td>100,00%</td></tr></table>										Aktien-Exposure	49,24%	Renten-Exposure	36,59%	Cash	14,17%		100,00%																																																																												
Aktien-Exposure	49,24%																																																																																												
Renten-Exposure	36,59%																																																																																												
Cash	14,17%																																																																																												
	100,00%																																																																																												
<table><tr><td colspan="2">EUR in USD</td><td>1,1790</td><td>DAX30</td><td>24.844,01</td><td>S&P 500</td><td>6.798,40</td></tr></table>										EUR in USD		1,1790	DAX30	24.844,01	S&P 500	6.798,40																																																																													
EUR in USD		1,1790	DAX30	24.844,01	S&P 500	6.798,40																																																																																							

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





Dollar und Rohstoffe: schwächerer Greenback, stärkere Real-Assets

Auf der Währungsseite bleibt „Currency Cruncher“ bärish für den US-Dollar (DXY): Der Score liegt im 33. Perzentil der erwarteten Renditeverteilung. Negative Preisdynamik drückt, ein steigender VIX wirkt nur als teilweiser Gegenpol. Zusätzlich verweist der Report darauf, dass der Dollar zwar näher an den fairen Wert gerückt ist, insgesamt aber noch als teuer gilt.

Die Signale von den Rohstoffpreisen sind dagegen klarer. MacroQuant bleibt über den Komplex hinweg bullish. Für Gold („Gold Digger“) wird weiterhin eine positive Renditeerwartung genannt, wenn auch moderater; das Modell markiert zugleich überkaufte Bedingungen. Gestützt wird der Score unter anderem durch Zentralbankkäufe, langfristiges Momentum, Sentiment und fiskalische Sorgen. Kupfer („Dr. Copper“) wird als „extrem bullish“ beschrieben. Und Öl wurde im Modell deutlich hochgestuft: Der Score sprang in bullisches Terrain, getrieben von starkem Momentum und höheren geopolitischen Spannungen (u. a. USA-Iran); zusätzlich wird ein solides globales Wachstumsbild über PMIs und die Stärke zyklischer US-Aktien angeführt.

Fazit: Der Markt bleibt im KI-Modus – aber mit engerem Risikokorridor

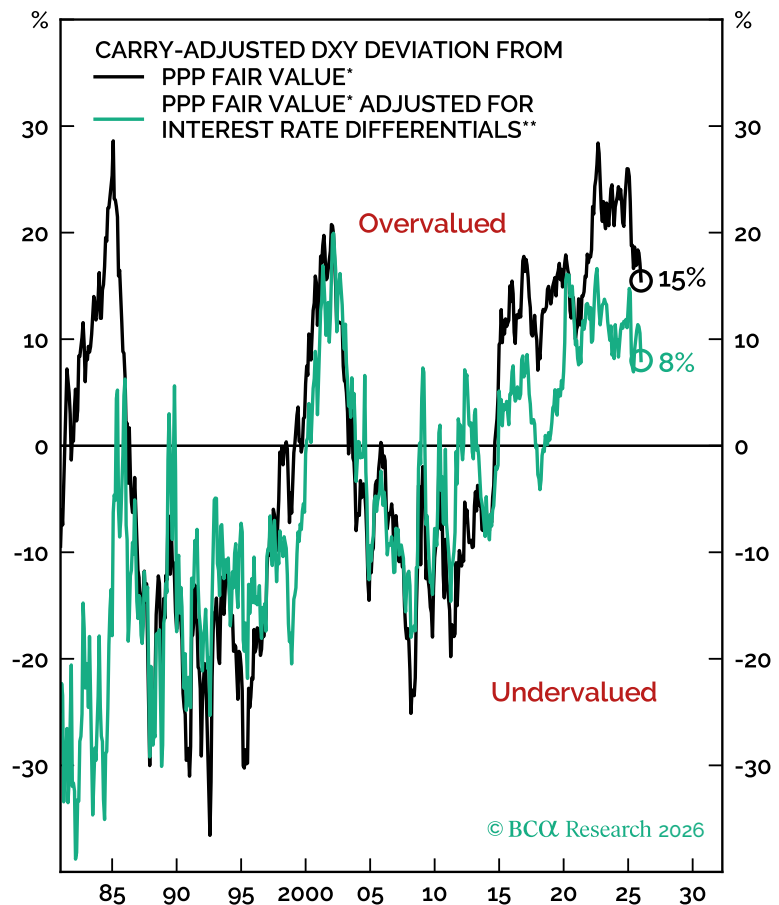
Der Report zeichnet kein Szenario, in dem die KI-Story abrupt endet. Er beschreibt vielmehr eine Phase, in der das Narrativ zunehmend bilanziell wird: Capex-Pläne, Abschreibungen, Cashflows und reale Produktivitätsgewinne rücken in den Vordergrund. MacroQuant übersetzt diese Gemengelage

in eine leicht vorsichtigere Positionierung – leichte Untergewichtung bei Aktien, taktisch defensivere Duration, bärischer Dollar und gleichzeitig eine klare Präferenz für Rohstoffe wie Gold, Kupfer und Öl. Entschei-

dend bleibt, ob sich die beobachteten Risse – insbesondere bei Cashflows und Investitionsplänen – vertiefen. Bis dahin lautet die Botschaft: investiert bleiben, aber selektiver werden.

Dollar hinsichtlich Kaufkraft und Zinsdifferenz immer noch überbewertet

Grafik 25



* BCA PURCHASING POWER PARITY MODEL BASED ON ADJUSTED CPI. PLEASE REFER TO THE FOREIGN EXCHANGE STRATEGY JANUARY 20, 2023 SPECIAL REPORT TITLED "CURRENCY VALUATION AND LONG-TERM RETURNS: PART 1," FOR FURTHER DETAILS.

** 10-YEAR REAL INTEREST RATE DIFFERENTIAL CALCULATED AS THE US MINUS DXY-WEIGHTED SUM OF CANADA, EURO AREA, JAPAN, SWEDEN, SWITZERLAND, AND THE UK.

SOURCE: MACROQUANT MULTIVERSE EDITION (CURRENCY CRUNCHER).

Quelle: BCA Research MacroQuant, 30.01.26, S. 12;



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 oder 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. Schnei-

det der kurze den langen Durchschnitt von unten nach oben, gibt es ein Kaufsignal – umgekehrt ein Verkaufssignal.

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

Abb. 26: Technische Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

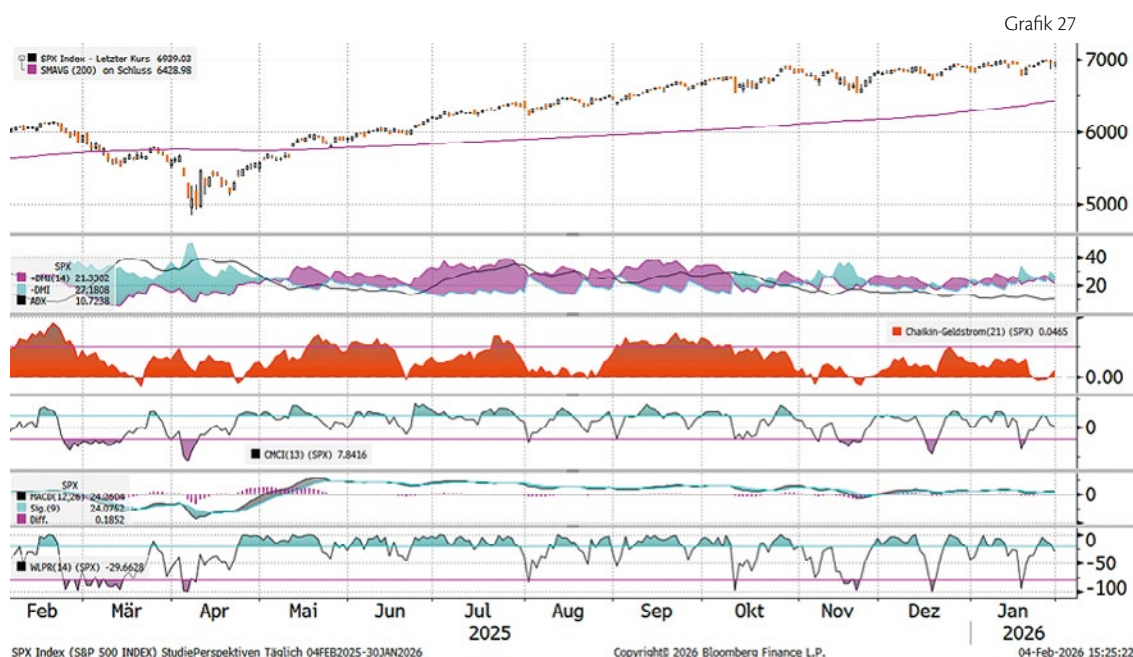
Indikatoren	AKTIENINDICES				
	S&P500	EuroStoxx50	DAX40	Nikkei225	Hang Seng
Chartbild	neutral/positiv	neutral/positiv	neutral/negativ	positiv	positiv
ADX	neutral	neutral/positiv	neutral	neutral/positiv	positiv
MFI - Money Flow Index	neutral	positiv	positiv	positiv	neutral
Ci - Commodity Channel Index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

Standard & Poor's 500 Kursindex

Der S&P 500 Index befindet sich seit April in einem stabilen Aufwärtstrend und seit Anfang Mai 2025 oberhalb seiner 200 Tage Linie. Die 7.000 Punkte Hürde konnte aber noch nicht geknackt werden. Die 200 Tage Linie bei 6.429 Punkten bietet eine solide Unterstützung. Der ADX-Indikator zeigt sich uneinheitlich. Der Geldstromindex zeigt nach Mittelzuflüssen

im Dezember seit Anfang Januar leichte Gewinnmitnahmen. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator haben von oben in den neutralen Bereich gedreht. Der MACD läuft seitwärts und ist daher neutral.

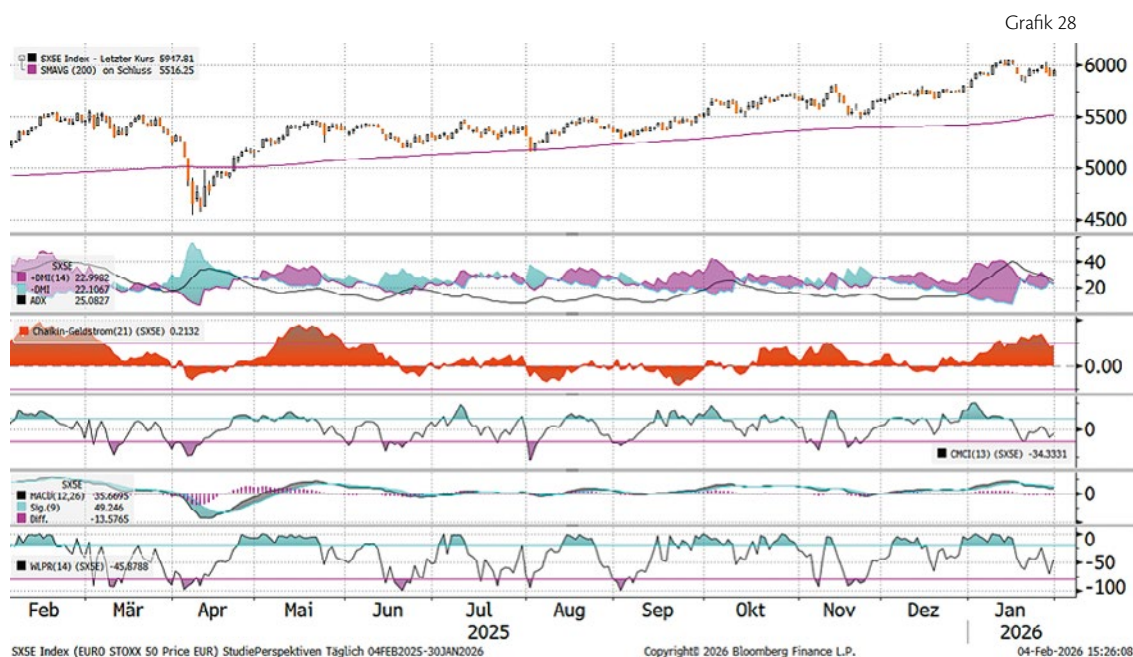
Ergebnis: neutral





EuroStoxx 50 - Kursindex

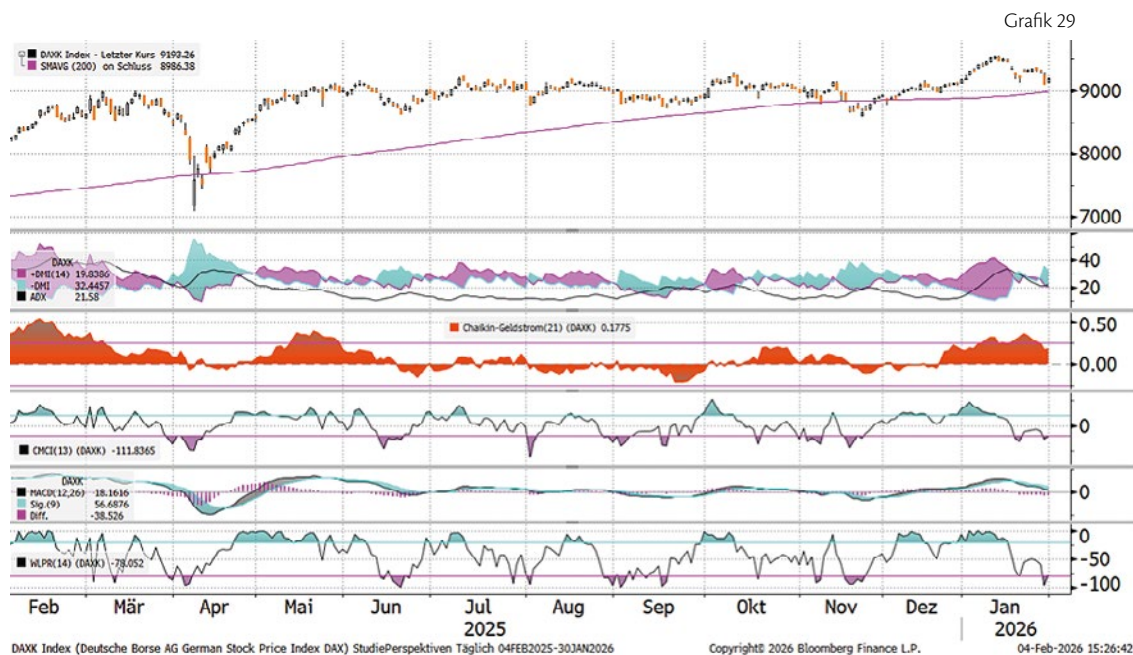
Der EuroStoxx50-Index konnte die 6.000 Punkte Marke letztendlich durchbrechen und etablierte neue Höchststände. Das alte Novemberhoch und die 200 Tage Line bei 5.516 Punkten bieten aktuell eine Unterstützung. Der ADX-Indikator ist nach starken Signalen seit Anfang Januar nun neutral/positiv. Der Geldstromindex zeigt seit Anfang Januar zunehmende Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind in neutralem Terrain. Der MACD läuft absolut



Ergebnis: positiv

DAX40 – Kursindex

Der DAX40-Kursindex konnte zwar Anfang Januar neue Höchststände erreichen, bewegt sich jetzt auf die 200 Tage Linie bei 8.986 Punkten zu. Dies ist auch der erste starke Support. Die nächste Unterstützungslinie liegt bei ca. 8.700 Punkten. Der ADX-Indikator zeigt sich seit Mitte Januar neutral. Der Geldstromindex zeigt im Januar stetige Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator haben aus dem leicht überverkauften Bereich nach oben gedreht und sind nun leicht positiv. Der MACD gibt noch keine Impulse und ist neutral.

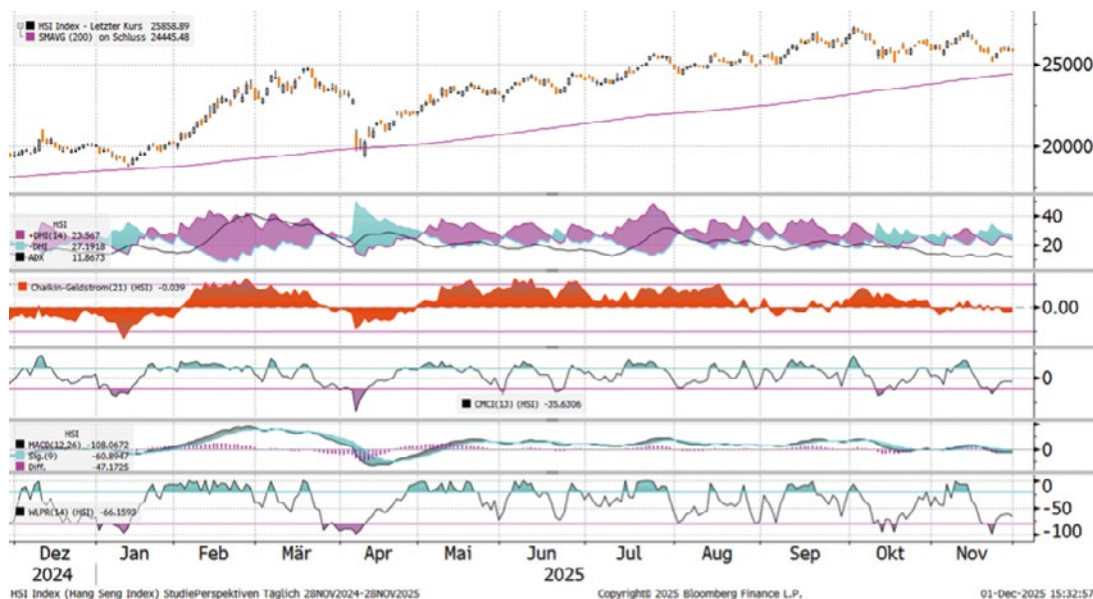


Ergebnis: neutral/positiv



Hang Seng – Kursindex

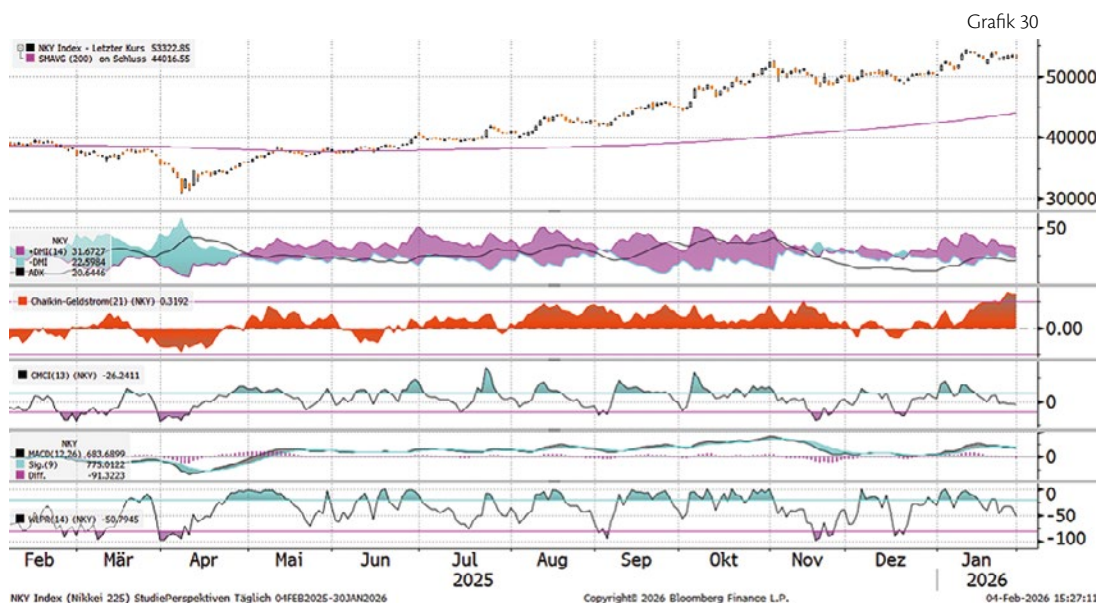
Der chinesische Markt konnte sich oberhalb der 25.000 Punkte etablieren und erreichte im Januar einen neuen Höchststand. Die alten Tops aus Oktober und November 2025 und die ansteigende 200 Tage Linie bei 25.117 Punkten sind guter Support. Der ADX-Indikator zeigt sich seit Anfang Januar eine Fortsetzung des Aufwärtstrends und ist positiv. Der Money-Flow-Index ist nach Mittelabflüssen im Dezember seit Anfang Januar neutral. Der MACD ist neutral. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator haben sich aus dem überkauften Bereich nach unten bewegt und sind jetzt leicht positiv.



Ergebnis: positiv

Nikkei 225 - Kursindex

Der japanische Markt konnte sich Anfang Dezember oberhalb der magischen Marke von 50.000 Punkte etablieren und konsolidiert jetzt auf dem hohen Niveau. Die Support-Bereiche bei 50.000 Punkten und die 200 Tage Linie bei 44.016 Punkten sind stark. Der ADX-Indikator bleibt seit Anfang Januar leicht positiv. Der Money-Flow-Index zeigt im Januar deutlich zunehmende Mittelzuflüsse. Der MACD bleibt im neutralen Bereich gedreht. Der Commodity-Channel-Index und der William %R Oszillator sind aus dem überkauften Bereich wieder in die neutrale Zone zurückgekehrt.



Ergebnis: 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 oder Meinungen ab. Alle verwendeten und zitierten Quellen können auf Anfrage gerne zur Verfügung gestellt werden.

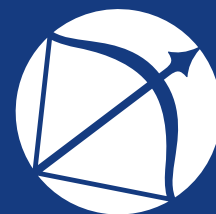
- Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investimentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, 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 (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.bcarsearch.com/public/general/copyright.asp>,
<http://www.nomura.com/>, <http://www.credit-europe.ru/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

www.i-c-m.de

Herausgeber:
ICM InvestmentBank AG
Erscheinungsdatum:
12.02.2026

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.