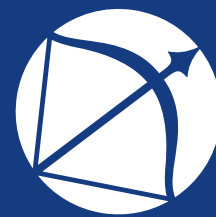


PERSPEKTIVEN



Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



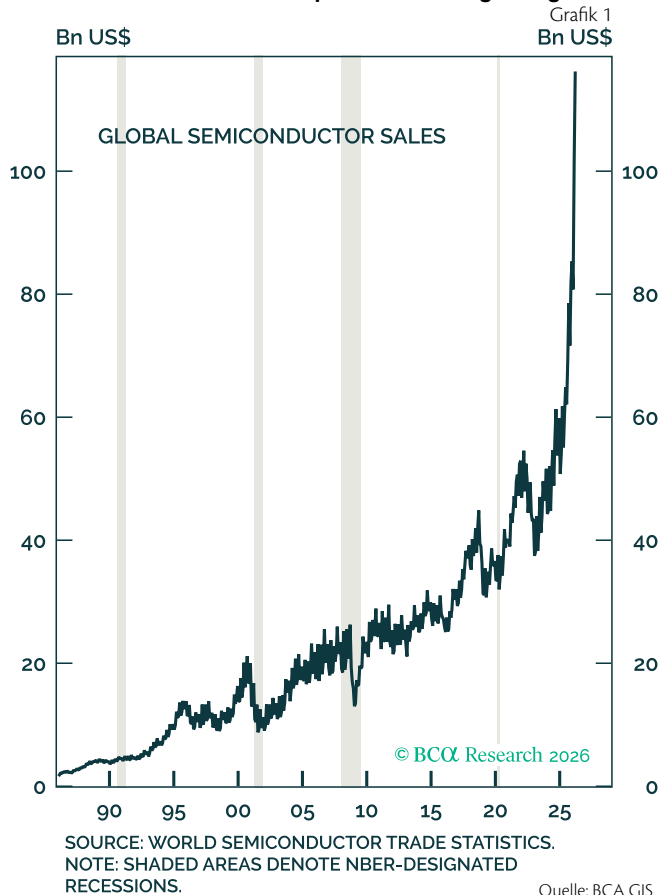
Ausgabe 5-6/2026





Liebe(r) Leser(in),

Umsatz bei Halbleitern parabolisch angestiegen



nach inzwischen weiteren zwei Monaten hat sich die Krise um den Persischen Golf zwar noch immer nicht entspannt, doch die Aktienmärkte scheinen die daraus resultierenden Probleme weitestgehend zu ignorieren. Der Fokus ist auf Künstliche Intelligenz (KI) ausgerichtet, was vor allem die Kurse von Halbleiteraktien binnen kürzester Zeit in die Stratosphäre katapultiert hat. Und in den nächsten Monaten stehen einige riesige Börsengänge an.

So wird in diesen Tagen das US-Raumfahrtunternehmen SpaceX mit einem unglaublich hohen Kurs-Umsatz-Verhältnis (nicht Kurs-Gewinn-Verhältnis!) von über 90 an die Börse gehen. Zum Vergleich: Als Google 2004 an die Börse ging, wurde die Aktie zum etwa 10-fachen des Umsatzes des laufenden Jahres gehandelt. Wenn ein Unternehmen in einem attraktiven Sektor tätig ist, sei es KI, Quantencomputing oder Weltraumtechnologie, werden Anleger wohl zufassen - sei es, dass sie die Perspektiven positiv einschätzen oder nur um den Anschluss an die laufende Aktienhausse nicht zu verpassen. Optimisten werden argumentieren, dass hinter vielen der derzeit hochfliegenden Aktien echte Gewinne stehen beziehungsweise stehen werden.

Das stimmt nur bis zu einem gewissen Grad. Erstens entfällt etwa ein Drittel der Gewinne der Hyperscaler auf „sonstige Posten“, was hauptsächlich Marktwertgewinne aus ihren Beteiligungen an privaten Unternehmen wie Anthropic und OpenAI widerspiegelt. Zweitens wurden die Gewinne der Halbleiterunternehmen zuletzt durch einen Mangel an Rechenkapazität aufgebläht. Wenn Nvidia eine GPU verkauft oder Micron Speicherchips, steigern diese Verkäufe

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 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 (A40RCV, A40RCU). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: keine

HyperLinks:

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



Aktienkurse sehen ihr Top bereits vor der Spitze in den Unternehmensgewinnen

Grafik 2

STOCK/INDEX	PEAK PRICE	START OF 12-MONTH FORWARD EPS DECLINE*	TOTAL RETURN FROM PRICE PEAK TO START OF FORWARD EPS DECLINE* (%)
MICRON	Jun 2000	Jan 2001	-48.0
MICRON	Sep 2006	Dec 2006	-19.8
MICRON	Nov 2014	Mar 2015	-24.5
MICRON	May 2018	Oct 2018	-34.5
MICRON	Dec 2021	Jul 2022	-33.4
INTEL	Aug 2000	Jan 2001	-50.6
INTEL	Mar 2021	Feb 2022	-23.4
NVIDIA	Dec 2001	Jul 2002	-83.4
NVIDIA	Sep 2007	Feb 2008	-41.0
NVIDIA	Sep 2018	Jan 2019	-48.8
NVIDIA	Nov 2021	Aug 2022	-53.8
S&P 500 IT	Mar 2000	Nov 2000	-41.6
S&P 500 IT	Oct 2007	Sep 2008	-28.5
S&P 500 IT	Dec 2021	Jul 2022	-17.0

* DEFINED AS THE MONTH FOLLOWING PEAK 12-MONTH FORWARD EPS FOR EACH EPISODE.
SOURCE: FACTSET.

Quelle: BCA GIS

klar Umsatz und Gewinn. Der Käufer verbucht den Kauf jedoch als Investitionsausgabe. Volkswirtschaftlich betrachtet entsteht netto kein Cashflow, doch die ausgewiesenen Gewinne steigen dennoch. Die einzig gute Nachricht für die Optimisten ist, dass diese Engpässe so schnell nicht nachlassen werden, denn die meisten Echtzeitindikatoren für die KI-Nachfrage deuten darauf hin, dass die Lücke zwischen KI-Nachfrage und -Angebot wächst und nicht schrumpft.

Börsenblasen sind typischerweise durch einen raschen Anstieg der KGVs gekennzeichnet. Für Aktien wird ein höheres Vielfaches auf den Gewinn bezahlt. Aber es geht - wie derzeit zu sehen - auch anders. Die Blase kann sich auch aus einem temporären Anstieg der Gewinne ergeben, wenn ein einmaliger hoher Gewinn als langfristig gesichertes Einkommen betrachtet wird. Das geschah auch schon im Vorfeld der globalen Finanzkrise bei Wohnungsbauunternehmen und Banken. Ihre Kurs-Gewinn-Verhältnisse blieben niedrig, was durch einen nicht nachhaltigen Gewinnanstieg verschleiert wurde. Russlands Invasion in der Ukraine führte zum Beispiel zu einer Vielzahl von Versorgungsengpässen und daraus resultierenden „Übergewinnen“. Aktien von Kohle- und Düngemittelherstellern profitierten von deutlichen Gewinnanhebungen, die sich dann im Jahr 2023 in Gewinnrückgänge verwandelten. Fluggesellschaften sind eine weitere klassische Boom-Bust-Branche. Der Einbruch der Ölpreise in der zweiten Jahreshälfte 2014 steigerte die Gewinne der Fluggesellschaft

ten. Dies veranlasste die Fluggesellschaften, ihre Kapazitäten zu erhöhen, was letztlich zu einem Abwärtsdruck auf die Flugpreise führte. Die hohen Gewinnspannen der Halbleiterhersteller bieten Anreize für Investitionen in neue Kapazitäten, was letztendlich zu einem Preisverfall führen dürfte. Hierfür steht seit Jahrzehnten der Begriff „Schweinezyklus“.

Zuletzt noch zur KI-Nachfrage: Die Indikatoren Akzeptanzraten, Token-Ausgaben, Downloads von KI-Programmierassistenten sowie GPU- und Speicherpreise zeigen noch keine Überhitzung. Irgendwann werden Investoren, die die angesagtesten KI-Aktien kaufen, allerdings Verluste erleiden müssen. Es ist zwar unmöglich zu sagen, wann das passieren wird, aber der erste Schritt, um einen Sturz über die Klippe zu vermeiden, besteht darin, zu wissen, dass es eine gibt.

Allgemein gesagt sind Gewinnblasen in Branchen, die Boom-Bust-Zyklen unterliegen, weit verbreitet. Zu diesen Branchen zählen Rohstoffe, Fluggesellschaften, Transportwesen und – was im aktuellen Umfeld besonders wichtig ist – Halbleiter. Wall-Street-Analysten sind nicht besonders gut darin, vorherzusagen, wann Gewinnblasen platzen werden. Anleger, die darauf hoffen, dass Wall-Street-Analysten ihnen signalisieren, wann eine Gewinnblase kurz vor dem Platzen steht, werden wahrscheinlich wieder einmal enttäuscht werden. Bei fast allen Gewinnblasen an den Börsen begannen die Aktienkur-

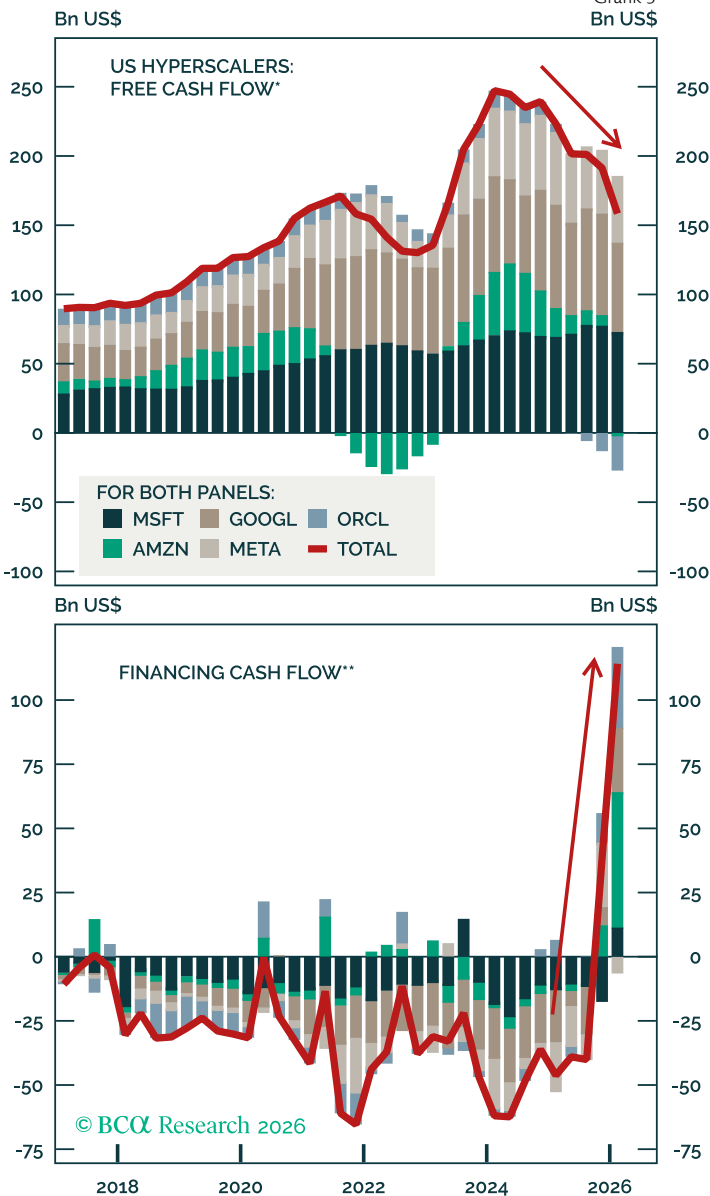


se bereits deutlich vor dem Zeitpunkt zu fallen, an dem die Analysten damit anfangen, ihre Gewinnprognosen nach unten zu korrigieren. Der Technologiesektor war von diesem Trend nicht ausgenommen. Betrachtet man die letzten drei großen Gewinnzyklen im IT-Sektor, so erreichten die Aktienkurse ihren Höchststand zwischen 6 und 10 Monaten vor dem Höchststand der erwarteten Gewinne. Zu dem Zeitpunkt, als die Anleger bemerkt hätten, dass die Gewinnprognosen sanken, waren die IT-Aktien bereits um durchschnittlich fast 30 Prozent gefallen. Der Rückgang bei einzelnen Halbleiteraktien wie Intel, Nvidia und Micron war sogar noch größer.

Alphabets Plan, in diesem Jahr Eigenkapital in Höhe von bis zu 80 Mrd. US-Dollar aufzunehmen, um den Ausbau der KI-Infrastruktur im Umfang von 180 bis 190 Milliarden US-Dollar zu finanzieren, unterstreicht, dass der Investitionszyklus im KI-Bereich reift, und macht die Risiken deutlich, die mit der zunehmenden Emission von Aktien auf dem Markt einhergehen. Zwar ist die Gesamtkapitalbeschaffung im Verhältnis zur Marktkapitalisierung von GOOGL von rund 4,5 Billionen US-Dollar bescheiden, doch ist das absolute Volumen dennoch beeindruckend und vergleichbar mit den erwarteten Erlösen aus den vielbeachteten Börsengängen von SpaceX, OpenAI und Anthropic.

Cash Flow und Kreditaufnahme der US Hyperscaler

Grafik 3
Bn US\$



* SOURCE: FACTSET.
 ** SOURCE: BLOOMBERG FINANCE L.P. Quelle: BCA Bank Credit Analyst

Das wichtigere Signal könnte jedoch psychologischer Natur sein. Der Kreditbedarf deutet darauf hin, dass der KI-Investitionszyklus in eine zunehmend reife und kapitalintensive Phase eintritt, in der selbst kapitalkräftige Hyperscaler zunehmend auf externes Kapital zurückgreifen. Dieser Trend hat sich seit Ende 2025 aufgebaut, als Hyperscaler erstmals ihre Abhängigkeit von den Anleihemärkten erhöhten.

Auch Alphabet zapft die Börse noch vor einer potenziell historischen Welle hochkarätiger Börsengänge an, was den Eindruck verstärkt, dass führende KI-Unternehmen darum wetteifern, sich Kapital auf dem öffentlichen Markt zu sichern, solange die Nachfrage der Anleger noch stark ist. Die Märkte scheinen sich keine Sorgen über sinkende Cashflows zu machen und haben hohe Investitionsausgaben im Technologiesektor bislang belohnt. Dies könnte sich jedoch ändern, da die Fremdfinanzierung zunimmt und sich zunehmend Anzeichen für einen späten Ausbauphase der KI abzeichnen.

Mit Broadcom kam Anfang Juni ein weiterer Paukenschlag, der aufhorchen ließ. Der Chiphersteller konnte für das erste Quartal die Erwartungen des Marktes nicht erfüllen, die Aktie brach zweistellig ein. Analystenschätzungen gingen von einem Umsatz von 22,27 Milliarden US-Dollar aus, der Halbleiterproduzent blieb jedoch mit 22,19 Milliarden US-Dollar unter diesen Erwartungen. Auch im Bereich der KI-Software konnte das Unternehmen die Erwartungen nicht erfüllen. Das Ergebnis von Broadcom zeigte eindrücklich, dass der Markt Superlative erwartet – und er hat auch bereits viel eingepreist. Einen Hinweis offenbart der starke Abverkauf zudem: Angst.

Herzliche Grüße, Ihr



Die Straße von Hormus bleibt ein Risiko

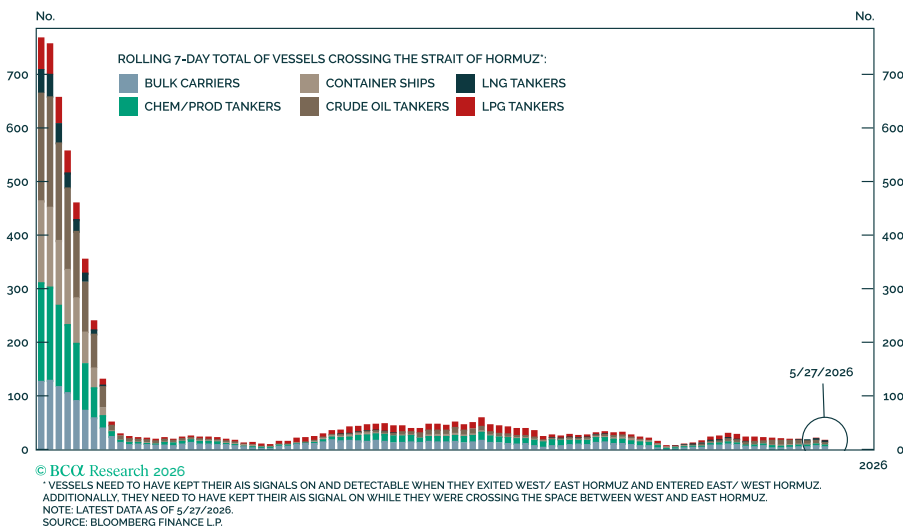
Von entscheidender Bedeutung für die Weltwirtschaft und die Finanzmärkte ist, ob beziehungsweise wie lange die Straße von Hormus wieder gebührenfrei befahrbar ist. Zwischenzeitlich signalisierten Preisabschläge beim Öl die Zuversicht der Anleger für eine Öffnung der Meerenge. Es sind jedoch noch zentrale Fragen offen. Wie lange hält die derzeitige Waffenruhe und was passiert nach deren Ablauf? Des Weiteren ist unklar, in welchem Umfang Förderanlagen, Raffinerien und Infrastruktur im Nahen Osten durch den Iran zerstört wurden und wie lange die notwendigen Reparaturen dauern werden. Schließlich ist bislang nicht bekannt, in welchem Ausmaß das Mullah-Regime beziehungsweise dessen Revolutionsgarden die Meerenge zwischen dem Iran und Oman vermint haben. Auch die Dauer der Minenräumung ist noch unklar.

Fest steht hingegen, dass der Krieg in der Golfregion und die damit verbundene Sperrung der Straße von Hormus die Anfälligkeit der internationalen Transportwege verdeutlicht haben. Trotz der riesigen militärischen Überlegenheit der USA hat es der Iran geschafft, mit überschaubaren Mitteln die Weltwirtschaft unter Druck zu setzen. Und die Straße von Hormus ist bei Weitem nicht das einzige Nadelöhr der internationalen Transportrouten, wenn auch eines der wichtigsten. Vor dem Krieg im Nahen Osten passierten rund 20 Prozent der weltweiten Öl- und Gasproduktion die vom Iran kontrollierte Meerenge. Von mindestens ebenso großer Bedeutung ist jedoch die Straße von Malakka. Rund 30 Prozent des per Schiff transportierten Welthandels werden durch die Meerenge zwischen der Malaiischen Halbinsel und der Insel Sumatra befördert. Weitere neuralgische Punkte sind der Suezkanal, die

Straße von Taiwan und der Panamakanal. Es kann also jederzeit wieder passieren, dass der internationale Handel empfindlich gestört wird.

Es hat sich jedoch auch gezeigt, dass die Weltwirtschaft vergleichsweise widerstandsfähig reagiert hat – zumindest bislang. Dafür gibt es mehrere Gründe. Zwar ist die Straße von Hormus ein wichtiger Transportweg. Doch nicht das gesamte Öl und Gas aus der Golfregion muss sie passieren. Saudi-Arabien betreibt beispielsweise eine mehr als 1.000 Kilometer lange Pipeline vom Ölfeld Abqaiq zum Hafen Yanbu am Roten Meer. Vor dem Irankrieg flossen durch sie pro Tag circa 5 Millionen Barrel Öl. Das entsprach knapp 5 Prozent der weltweiten Produktion. Riad hat die Kapazität nach eigenen Angaben nach Kriegsbeginn auf rund 6 Millionen Fass erhöht. Vom Ölfeld Habschan im Emirat Abu Dhabi führt ebenfalls eine mehrere Hundert Kilometer lange Pipeline nach Fudschaira am Golf von Oman mit einer täglichen Kapazität von 1,5 bis 1,8 Millionen Barrel Öl. In der Region gibt es zudem mehrere kleinere Pipelines mit geringeren Transportvolumina. Somit gelangten auch während des Nahost-Kriegs durchaus nennenswerte Mengen an Öl und Gas aus der Krisenregion auf den Weltmarkt. Das gilt auch für andere Produkte wie Dünger, die aus der Region auf dem Landweg transportiert werden. Gleichzeitig waren die Lager vor Kriegsbeginn gut gefüllt. Das gilt insbesondere für China. Angeblich beliefen sich die Vorräte dort auf deutlich mehr als eine Milliarde Barrel Öl. Schon wenige Tage nach Kriegsbeginn gestattete die Internationale Energieagentur (IEA) ihren 32 Mitgliedsstaaten die Freigabe umfangreicher Ölreserven und milderte damit den Angebotsschock ein Stück weit ab.

Handelsverkehre sind um 95 Prozent eingebrochen



Grafik 4

Unter dem Strich zogen ab Anfang März die Preise für Benzin und Diesel an den Tankstellen jedoch spürbar an. Auch Kerosin verteuerte sich deutlich. Doch insgesamt waren weltweit ausreichende Mengen an Öl und Gas verfügbar. Es stellt sich jedoch die Frage, ob das auf Dauer der Fall ist, oder ob die Welt auf absehbare Zeit mit weniger Öl, Gas und anderen Rohstoffen auskommen muss. Die kommenden Monate werden zeigen, ob der Krieg der USA und Israels gegen den Iran nur vorübergehend durch höhere Risikoprämien für Energierohstoffe für einen Anstieg der Inflation gesorgt hat oder ob langfristig durch eine Angebotsknappheit mit einer höheren Teuerungsrate zu rechnen ist. Die Aktienmärkte setzen derzeit klar auf das erste Szenario.

Quelle: BCA Bank Credit Analyst



Spielraum und Druck für Kevin Warsh

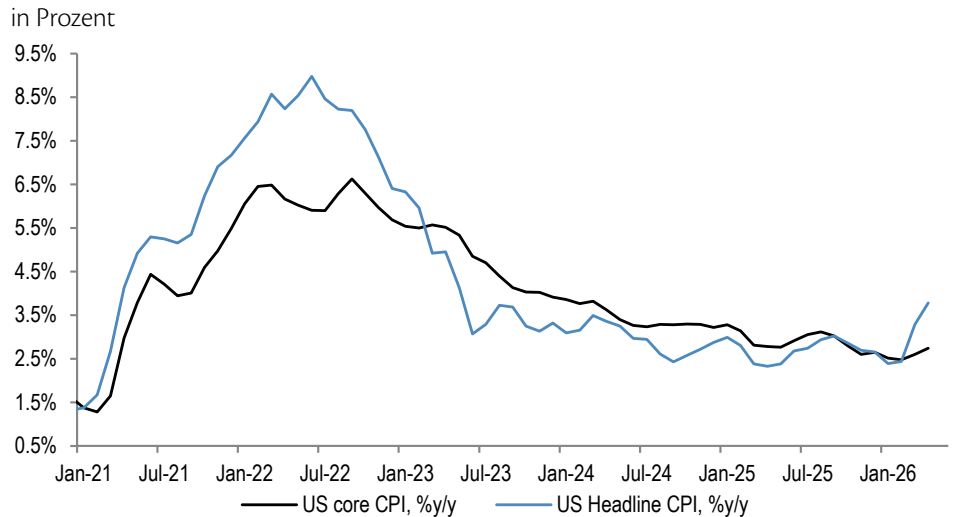
Mitte Mai hat Kevin Warsh Jerome Powell an der Spitze der amerikanischen Notenbank Fed abgelöst. Er übernimmt das Amt in einer schwierigen Lage. Die Inflation ist in den USA im April auf 3,8 Prozent gestiegen. Das ist der höchste Wert seit fast drei Jahren. Im Februar, also unmittelbar vor Beginn des Irankriegs, hatte die Teuerungsrate noch bei 2,4 Prozent gelegen und damit nur wenig über dem Zwei-Prozentziel der Fed.

Die gestiegenen Öl- und Gaspreise haben sich unmittelbar an den Tankstellen ausgewirkt. Der Preis für eine Gallone Sprit stieg auf mehr als vier Dollar, was für das Auto-land USA viel ist. Auch die Strompreise dürften in den kommenden Monaten spürbar anziehen. Diese direkten Effekte des Angebotsschocks beim Öl dürfte die Fed ignorieren. Denn es dauert erfahrungsgemäß sechs bis zwölf Monate, bis eine restriktivere Geldpolitik in der Realwirtschaft ankommt. Bis dahin könnten sich die Energiepreise wieder normalisiert haben. Die Notenbank müsste sich dann den Vorwurf gefallen lassen, das Wirtschaftswachstum unnötig gebremst zu haben. Die indirekten Effekte der gestiegenen Öl- und Gaspreise brauchen etwas länger, bis sie bei den Verbrauchern wirken. Sie werden dennoch kommen. Im verarbeitenden Gewerbe zeigen die gestiegenen Ölpreise bereits Wirkung.

Vor allem für Unternehmen, die energieintensiv produzieren, steigen die Kosten. Erschwerend kommt hinzu, dass der enorme Energieverbrauch der Rechenzentren für Künstliche Intelligenz (KI) bereits vor Beginn des Konflikts in der Golfregion die Strompreise in die Höhe getrieben hat. Auch die Transportkosten verteuern sich. Allerdings dauert es bis zu 2 Jahre, bis sich diese Effekte durch die Lieferketten „gefressen“ haben.

USA - Inflation und Kerninflation im Vergleich

Grafik 5



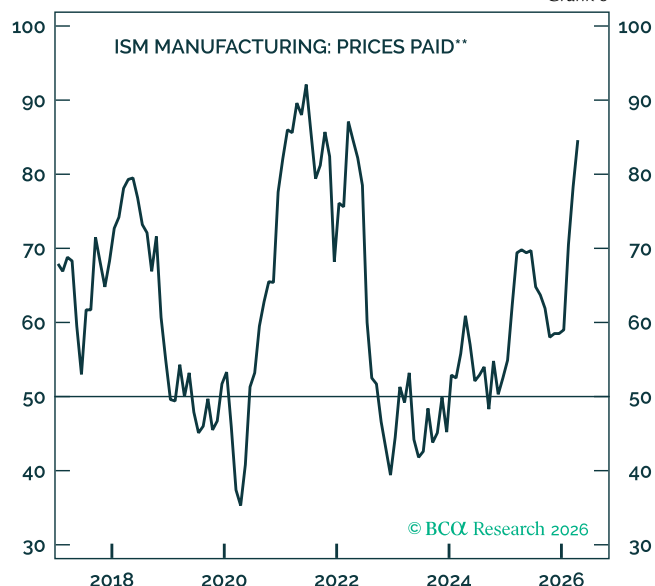
Quelle: JP Morgan Equity Strategy

Außerdem lässt sich schwer abschätzen, in welchem Umfang Unternehmen ihre höheren Kosten an ihre Kunden weiterreichen können. Das hängt maßgeblich von ihrer Preissetzungsmacht ab. Die Kerninflation, also die Teuerungsrate ohne Energie- und Lebensmittelpreise, stieg im April zwar auf 2,8 Prozent, lag aber noch deutlich unter der

herkömmlichen Inflationsrate. Wahrscheinlich wird Warsh diese indirekten Effekte erst einmal abwarten und die Leitzinsen nicht erhöhen. Faktisch bedeutet dies jedoch eine Straffung der Geldpolitik. Denn vor Ausbruch des Irankriegs hatten die Märkte in diesem Jahr mit bis zu 3 Zinssenkungen gerechnet.

Preise ziehen laut US-Einkaufsmanagerindex ISM schon an

Grafik 6



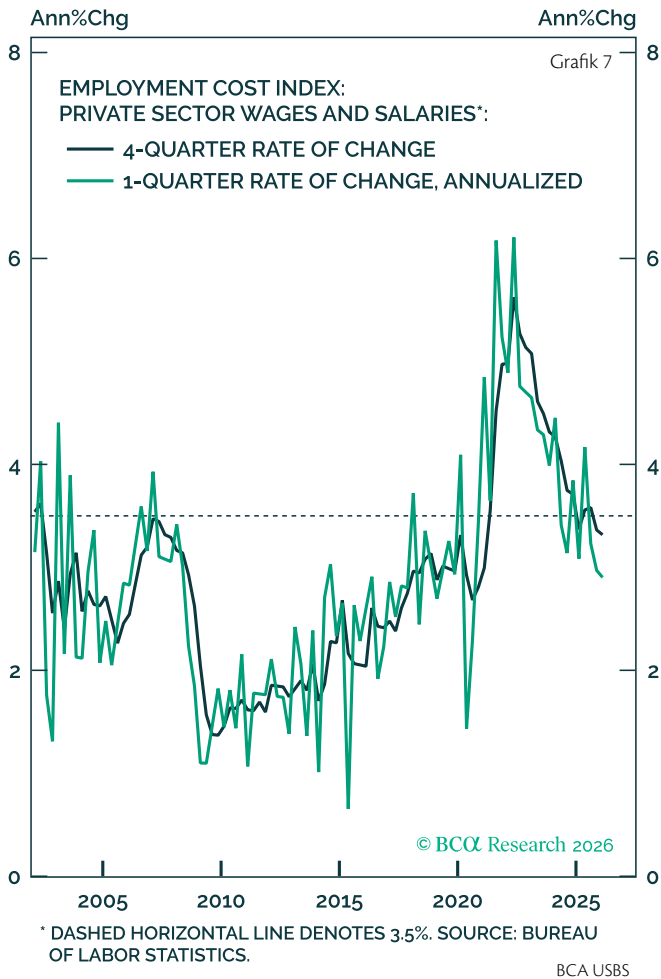
* SOURCE: FEDERAL RESERVE BANK OF NEW YORK.

** SOURCE: INSTITUTE FOR SUPPLY MANAGEMENT.

Quelle: BCA USBS



Bis jetzt bleiben die Lohnerhöhungen unter 3,5 Prozent



Warsh käme in eine Bredouille, wenn sich die Inflationserwartungen verstetigen sollten. Dann könnte es zu höheren Lohnforderungen kommen, worauf die Fed wahrscheinlich mit einer Verschärfung der Geldpolitik reagieren müsste. Bislang sind diese Zweitrundeneffekte jedoch nicht zu beobachten.

Vielmehr sorgt die gestiegene Inflation dafür, dass die realen Einkommen sinken. Dies dürfte über kurz oder lang den Konsum belasten. Dass es dazu bislang noch nicht gekommen ist, liegt an der sinkenden Sparquote. Im März lag diese nur noch bei 3,6 Prozent. Zum Vergleich: Im Januar legten die amerikanischen Verbraucher noch 4,5 Prozent ihrer Einkommen auf die hohe Kante. Es liegt jedoch auf der Hand, dass eine sinkende Sparquote niedrigere Realeinkommen nur eine Zeit lang kompensieren kann. Sollte der Konsum tatsächlich zurückgehen und die US-Konjunktur belasten, würde sich der Spielraum für eine lockerere Geldpolitik vergrößern und Walsh könnte die Leitzinsen senken. Das könnte im kommenden Jahr passieren.

Wahrscheinlich wird US-Präsident Donald Trump schon vorher großen Druck auf Warsh ausüben, damit dieser einen expansiven geldpolitischen Kurs einschlägt. Niedrigere Zinsen würden einerseits den Schuldendienst der USA entlasten und andererseits die Kosten für Fremdkapital von Unternehmen sowie die Zinsen für Kredite und Hypothekendarlehen von Privatleuten senken und damit die Konjunktur ankurbeln. Eigentlich hatte sich Warsh vor seiner Ernennung zum Fed-Chef für niedrigere Leitzinsen ausgesprochen. Nach seiner Argumentation schafft KI dafür den nötigen Spielraum. Denn sie lässt einen Produktivitätsschub erwarten, der die Preise trotz möglicherweise steigender Löhne stabil hält. Tatsächlich führt KI heute bereits in Bereichen wie der Softwareentwicklung oder im Kundendienst zu enormen Effizienzgewinnen. Allerdings ist KI auch mit einem enormen Stromverbrauch verbunden, was sich preisteigernd auswirkt. Bislang ist noch nicht klar, welcher Effekt überwiegt.

Auf den ersten Blick sind Walshs geldpolitische Tendenzen zudem widersprüchlich. Zwar tritt er für niedrigere Leitzinsen ein. Gleichzeitig will er jedoch die Bilanzsumme der Fed verkürzen. Während der Corona-Krise hatte diese im großen Stil Anleihen gekauft, um die Finanzmärkte mit Liquidität zu versorgen und die langfristigen Zinsen zu drücken. In der Spitze stieg die Bilanzsumme der Notenbank auf den Rekordwert von rund neun Billionen Dollar. Zwar ist sie mittlerweile auf knapp 6,7 Billionen Dollar abgeschmolzen. Doch auch das ist Walsh noch viel zu viel. Ein Abschmelzen der Fed-Bilanz ließe sich durch ein Auslaufen von Anleihen oder deren aktiven Verkauf erreichen. Der Fachbegriff hierfür lautet Quantitative Tightening (QT). Unterm Strich würde die Fed den Finanzmärkten einerseits Liquidität entziehen. Andererseits würde das Angebot von Anleihen steigen, was die Kurse sinken und die Zinsen steigen ließe. Walsh argumentiert, dass sich eine quantitative Verschärfung der Geldpolitik und Leitzinssenkungen keineswegs widersprechen. Wenn das Angebot an Staatsanleihen steigt und dadurch die langfristigen Zinsen anziehen, bremst dies das Wirtschaftswachstum. Das eröffnet wiederum Spielraum für niedrigere Leitzinsen.

So oder so, wahrscheinlich wird Walsh zu einer Lockerung der Geldpolitik tendieren und dafür eine etwas höhere Inflation in Kauf nehmen. Dafür sprechen seine früheren Äußerungen sowie der zu erwartende Druck aus Washington. Zudem schwächt sich der Arbeitsmarkt in den USA ab, wodurch die Konjunktur an Schwung verliert. Die Fed ist jedoch, anders als die EZB, nicht nur der Geldwertstabilität, sondern auch der Vollbeschäftigung verpflichtet. Erfahrungsgemäß sieht die Wall Street das Glas meist eher halb voll als halb leer. Die Börsianer würden eine Lockerung der Geldpolitik wahrscheinlich höher gewichten als ein schwächeres Wirtschaftswachstum.



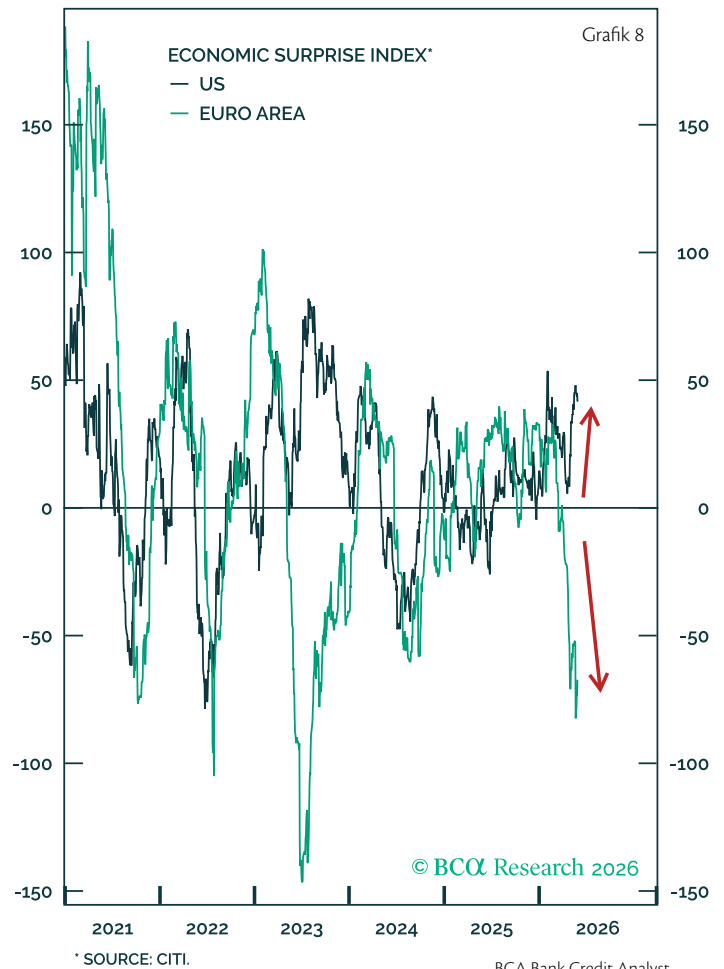
Das erklärt auch, warum der amerikanische Aktienmarkt, gemessen am S&P 500, trotz des schwachen saisonalen Umfelds – der Mai gilt als schwacher Börsenmonat – auf Rekordniveau notiert. Der Hauptgrund für die gute Stimmung der Börsianer sind jedoch die Unternehmensgewinne, die im ersten Quartal überwiegend besser als erwartet ausgefallen sind.

Derweil ist am CITI-Economic Surprise -Index bereits erkennbar, wie stark die ökonomische Entwicklung in USA und der Euroregion auseinanderläuft.

Die aktuelle Berichtssaison übertraf die Erwartungen deutlich stärker als üblich, insbesondere in den USA. Das Gewinnwachstum pro Aktie (EPS) lag in den USA bei +23 Prozent im Jahresvergleich und in Europa lediglich bei +5 Prozent im Jahresvergleich, was beim Gewinn-Überraschungsfaktor 18 Prozentpunkte beziehungsweise 4 Prozentpunkte ausmacht. Der gemittelte Gewinn je Aktie (EPS) des S&P 500 stieg im Laufe des Quartals an und der Anteil der Unternehmen, die die Gewinn-Schätzungen sowohl in den USA als auch in Europa übertrafen, lag über dem Durchschnitt. Erfreulicherweise ist auch der Anteil der Unternehmen, die ihre Gewinnprognosen angehoben haben, auf über den historischen Durchschnitt gestiegen, was die Aktienmärkte generell gestützt hat.

In den USA wird ein großer Teil des Gewinnwachstums von Sektoren getragen, die mit KI-Anwendungen in Verbindung stehen – Technologie, Kommunikationsdienstleistungen und zyklische Konsumgüter – sowie vom Finanzsektor. Das EPS-Wachstum der „Mag-7“ ist das stärkste seit dem 1. Quartal 2024. Gleichzeitig hat die Gruppe deutlich an Bewertung verloren und befindet sich auf 10-Jahres-Tiefs. Dennoch verzeichnen zyklische Werte, diese Sektoren ausgenommen, ein deutlich besseres Gewinn-Wachstum als die traditionellen defensiven Werte. Tatsächlich ist die Entwicklung durchweg robust: 7 der 11 Sektoren verzeichnen ein zweistelliges Gewinn-Wachstum verzeichnen und nur ein Sektor im Jahresvergleich rückläufig ist. In Europa ist der Sektor „langlebige Konsumgüter“ besonders schwach, während auf der anderen Seite Finanzwerte, Energie und Technologie die positiven Treiber sind. Regional gesehen liegen die Gewinne in den USA weiterhin über denen in Europa. Ohne die „Mag-7“-Unternehmen sinkt das Gewinnwachstum pro Aktie im S&P 500 jedoch auf +14 Prozent im Jahresvergleich, wodurch sich der Abstand zu den europäischen Gewinnen verringert. Dieser Abstand verringert sich noch weiter, wenn man den Medianwert betrachtet: Hier liegt das mediane Gewinnwachstum pro Aktie in den USA bei +12 Prozent im Jahresvergleich und in Europa bei +4 Prozent im Jahresvergleich.

Transatlantische Divergenzen



Noch sind es die wenigen großen Technologiekonzerne mit KI-Fantasie und hohen Gewinnen, die die Indizes nach oben treiben. Die auch „Mag 7“ genannten Titel, also Amazon, Alphabet, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia und Tesla haben im ersten Quartal ihre Gewinne so stark gesteigert wie seit zwei Jahren nicht mehr. Dadurch sind sie - wie bereits erwähnt - inzwischen wieder günstig bewertet.

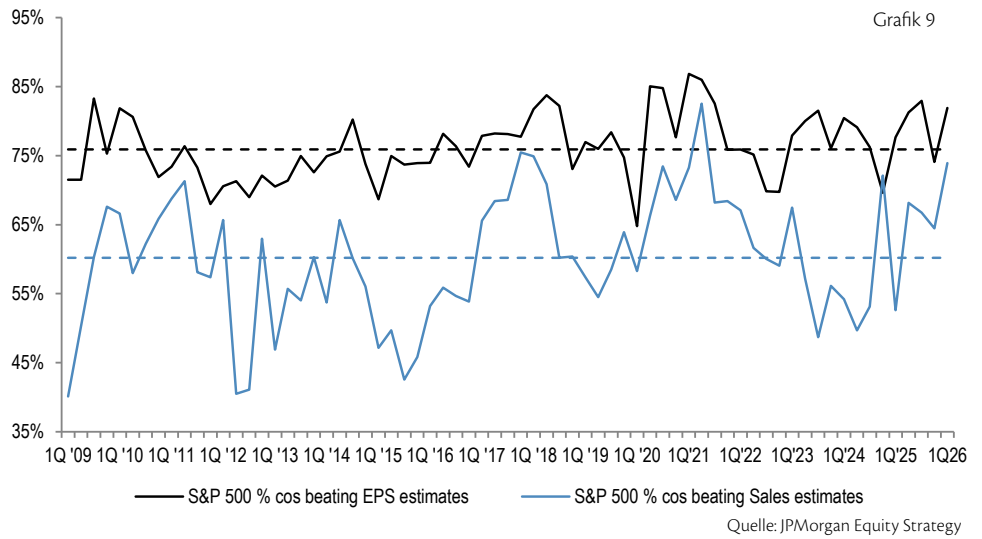


KI ist seit geraumer Zeit das beherrschende Thema an den Finanzmärkten. Und noch immer wollen Anleger auf den bereits rasant fahrenden Zug aufspringen. Doch KI muss erst noch unter Beweis stellen, dass sie das Zeug für die nächste industrielle Revolution hat. Die Erwartungen sind immens – ebenso wie das Enttäuschungspotenzial. Ein Risiko besteht in den gestiegenen Zinsen. Durch sie werden künftige Gewinne stärker in die Gegenwart abgezinst und verlieren an Wert. Sollten die Renditen der zehnjährigen Staatsanleihen die Marke von 5 Prozent nach oben durchbrechen, könnte dies an der Wall Street einen Stimmungsumschwung auslösen. Seit Beginn des Kriegs im Nahen Osten sind die Zinsen bereits spürbar gestiegen. Dass gleichzeitig die Aktienkurse zugelegt haben, ist eher ungewöhnlich.

Zumindest gewinnen die amerikanischen Aktienmärkte inzwischen etwas an Breite. Der Russell 2000 befindet sich seit rund einem Jahr im Rally-Modus und erreicht ebenfalls Rekordwerte. Im Umfeld des Börsengangs von SpaceX erregten zuletzt die Weltraumaktien Aufmerksamkeit. Dadurch sind deren Bewertungen zum Teil auf astronomische Niveaus gestiegen. Zumindest dreht sich nicht mehr jede Schlagzeile um KI, auch wenn sie bislang das beherrschende Thema ist – jedenfalls in den USA.

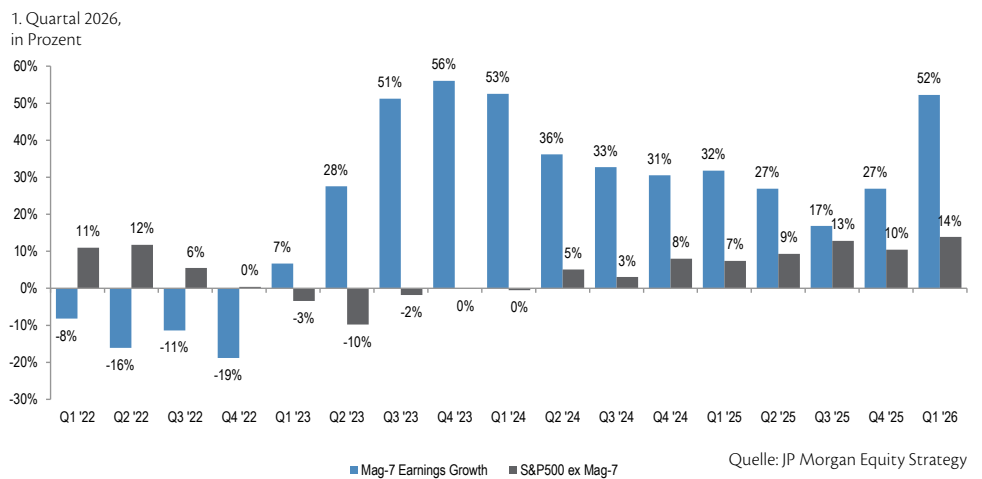
S&P 500 Unternehmen übertreffen Umsatz- und Gewinnprognosen für Q1

Grafik 9



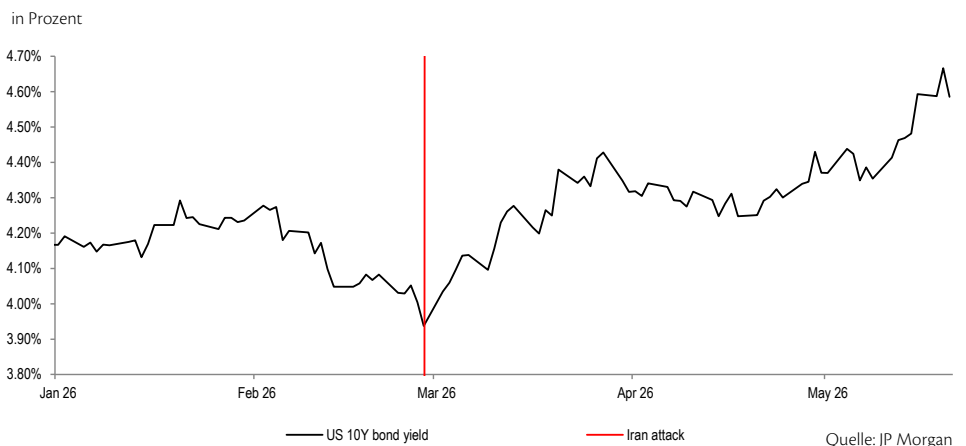
Gewinnwachstum S&P 500 mit und ohne Hyperscaler

Grafik 10



Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen

Grafik 11

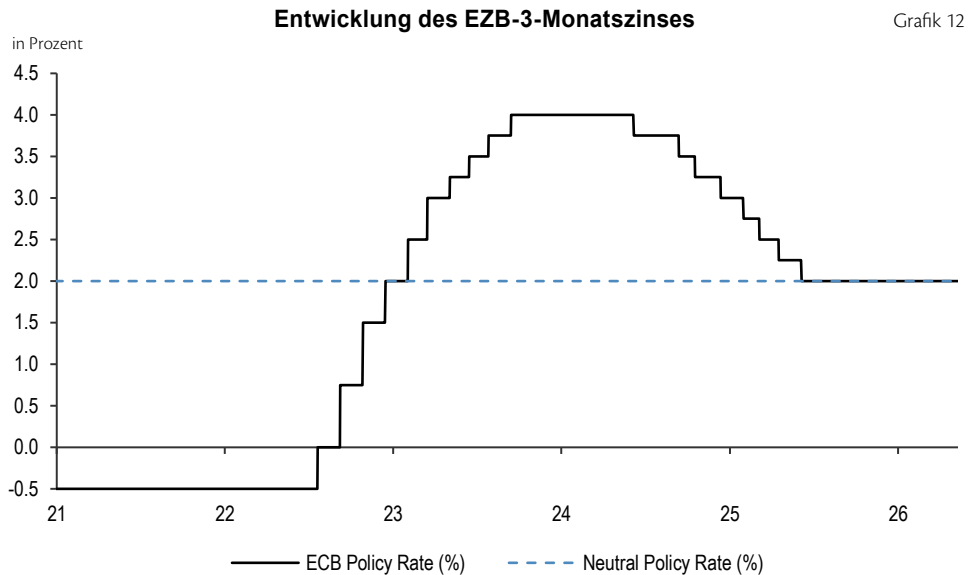




EZB unter Zugzwang

Anders als die USA ist Europa auf den Import fossiler Energieträger angewiesen. Zwar gelang es nach dem Überfall Russlands auf die Ukraine vergleichsweise schnell, russisches Pipelinegas weitgehend durch importiertes Flüssiggas (LNG) zu ersetzen. In Europa stammt dieses zu einem großen Teil aus den USA, während Asien sein Flüssiggas bislang überwiegend aus dem Nahen Osten bezog. Doch der Transport von LNG ist deutlich flexibler als der von Pipelinegas. Immer wieder werden Tanker, die eigentlich für Europa bestimmt sind, im letzten Moment nach Asien umgeleitet, wenn sich dort ein besserer Preis erzielen lässt. Der Konflikt im Nahen Osten betrifft Europa somit nicht nur direkt, sondern auch indirekt.

Im Euroraum ist die Inflation im April von 2,6 auf 3 Prozent gestiegen. Gleichzeitig belief sich die Arbeitslosenquote in der EU im März auf 6 Prozent. Dabei handelt es sich um ein eher ungewöhnlich niedriges Niveau. Die Jugendarbeitslosigkeit ist jedoch besorgniserregend. Sie lag zuletzt bei 15,4 Prozent. Die EZB verfolgt jedoch ausschließlich das Ziel der Geldwertstabilität. Die Aussichten sprechen eher für eine weiter steigende als für eine wieder sinkende Inflation. Außerdem hat die EZB die Leitzinsen bereits deutlich stärker gesenkt als die Fed. Sie sanken von 4,5 auf zuletzt zwei Prozent.



Vor diesem Hintergrund dürfte die EZB künftig wieder restriktiver agieren und die Leitzinsen erhöhen. Aus konjunktureller Sicht kommt dieser Kurswechsel zur Unzeit. Die Wirtschaftsweisen haben ihre Wachstumsprognose für Deutschland für dieses Jahr jüngst von 0,9 auf 0,5 Prozent gesenkt. Hauptgrund sind die Preissprünge bei Öl und Gas.

Den Dax ficht das nicht an. Seitdem Trump im April des vergangenen Jahres erstmals seine Strafzölle ankündigte und kurz darauf wieder einkassierte, befindet sich das deut-

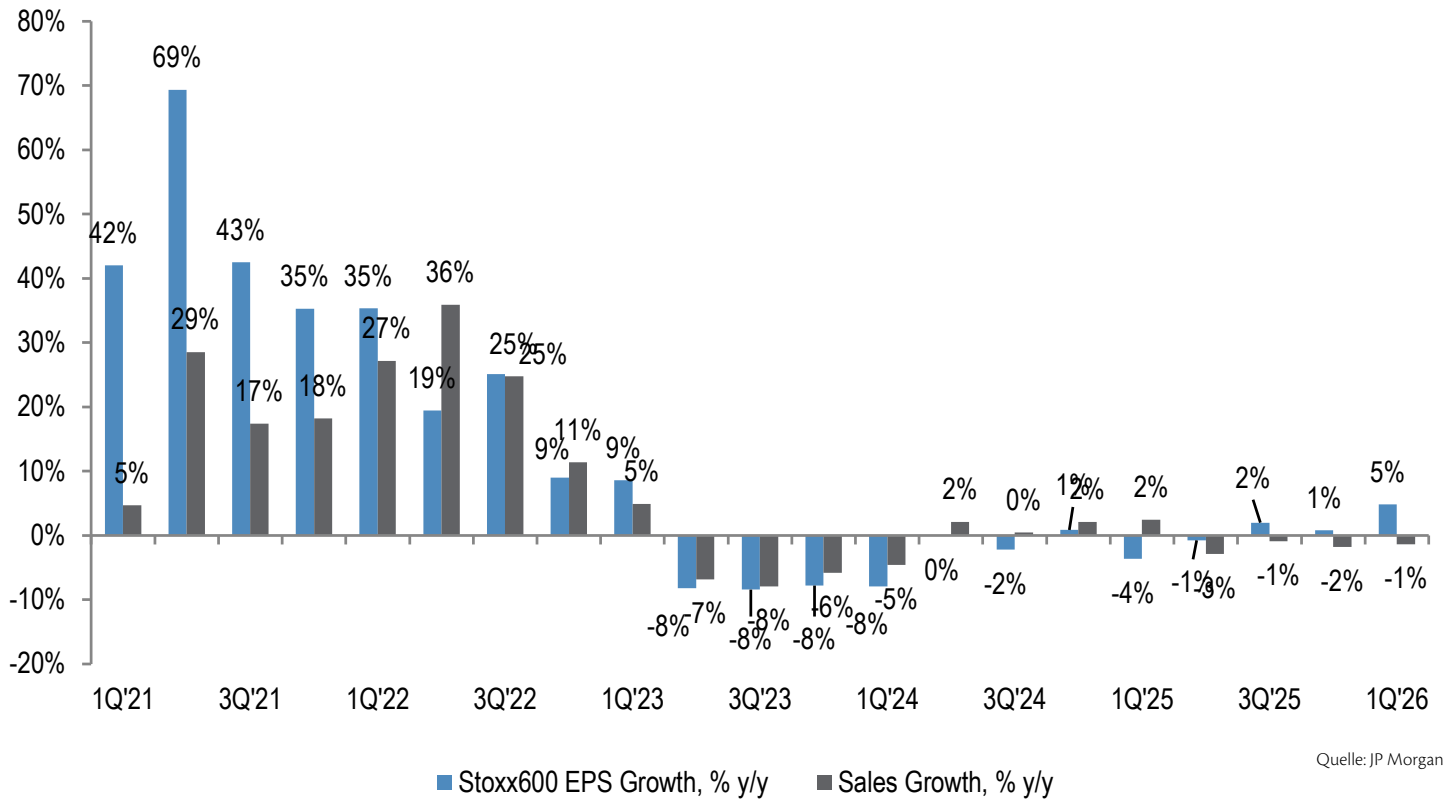
sche Standardwerte-Barometer im Rallyemodus. Dabei ist zu bedenken, dass die Dax-Konzerne im Durchschnitt rund 80 Prozent ihrer Umsätze im Ausland erwirtschaften. Zwar verzeichneten die europäischen Aktiengesellschaften in den ersten 3 Monaten leicht rückläufige Umsätze. Dafür stiegen jedoch die Gewinne sehr viel weniger stark als in den USA.



Stoxx Europe 600¹ Umsatz- und Gewinnentwicklung in Q1

Grafik 13

1. Quartal 2026, in Prozent



Quelle: JP Morgan

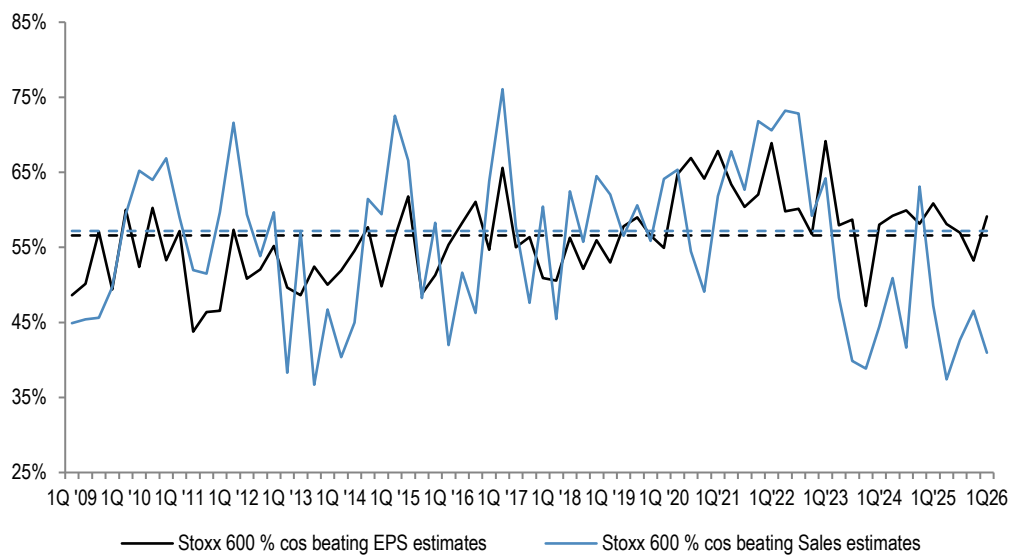
Allerdings schnitten auch in Europa die Unternehmen überwiegend besser ab als von den Analysten prognostiziert. Und das ist für die Börsianer ein entscheidender Punkt.

Sowohl der Dax als auch der Euro Stoxx 50 befinden sich derzeit in der Nähe ihrer Allzeithochs.

Q1: rund 59 Prozent schlagen die Gewinnsschätzungen der Analysten, 41 Prozent sind es bei den Umsätzen

Grafik 14

1. Quartal 2026, in Prozent



Quelle: JP Morgan

¹ Der STOXX Europe 600 Kursindex beinhaltet die 600 größten europäischen Unternehmen. Auswahlkriterium ist die Marktkapitalisierung bezogen auf den Streubesitz mit einer Deckelung der Gewichtung auf 10 Prozent.



China überrascht positiv – bislang

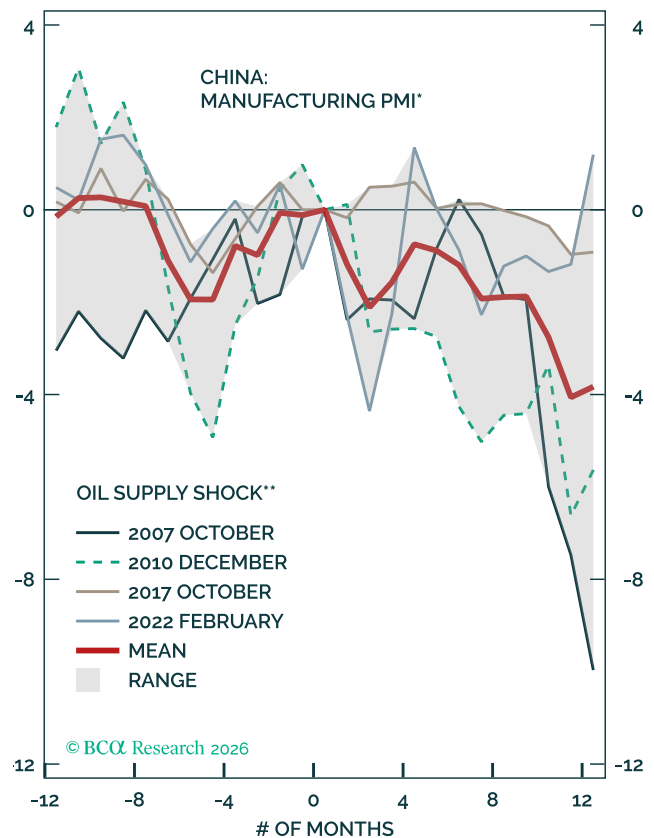
Das chinesische Bruttoinlandsprodukt (BIP) ist im ersten Quartal um 5 Prozent gewachsen. Analysten hatten lediglich mit einem Plus von 4,8 Prozent gerechnet. Dies ist umso bemerkenswerter, da im März bereits Krieg im Nahen Osten herrschte. Inwieweit sich dieser auf die chinesische Wirtschaft auswirkt, wird sich allerdings erst im zweiten Quartal zeigen.

Insbesondere die Industrieproduktion und der Außenhandel entwickelten sich positiv. Der Binnenkonsum blieb hingegen weiterhin schwach. So stiegen die Einzelhandels-Umsätze im März lediglich um 1,7 Prozent und verfehlten damit die Erwartungen. Angesichts der weiterhin ungelösten Immobilienkrise halten sich die chinesischen Verbraucher nach wie vor zurück. Gleichzeitig gibt es in der Industrie beträchtliche Überkapazitäten. Vereinfacht ausgedrückt exportiert China die Produkte, für die es im Inland zu wenig Nachfrage gibt, ins Ausland und hier vor allem nach Europa, da die USA ihren Markt für chinesische Firmen weitgehend dicht gemacht haben. Ein Beispiel sind Elektroautos. Auf den Straßen Europas sieht man immer häufiger Stromer von BYD und Co., auch wenn sich die chinesischen Hersteller im Autoland Deutschland schwerer tun. Aber auch hier wächst ihr Marktanteil.

Der weitere Konjunkturverlauf Chinas hängt stark von der Entwicklung im Nahen Osten ab. Denn kein Land importiert so viel Öl wie China. Auch beim Gas bestehen große Abhängigkeiten von der Golfregion. Längerfristig höhere Öl- und Gaspreise würden die Importkosten Chinas erhöhen und den Handelsüberschuss schmälern. Diese Risiken haben die chinesischen Aktienmärkte bislang kaum eingepreist. Sowohl der Shanghai Composite als auch der Hang Seng notieren seit Jahresbeginn weitgehend unverändert.

Einkaufsmanagerindex fällt weiter

Grafik 15



* SOURCE: S&P GLOBAL / MARKIT ECONOMICS LTD.
 ** DEFINED AS OIL PRICES RISING 2 STANDARD DEVIATIONS ABOVE 12-MONTH MOVING AVERAGE.

Quelle: BCA CIS



JP Morgan und die Kursziele für das restliche Jahr

Die US-Investmentbank JP Morgan geht davon aus, dass zum Jahresende insgesamt höhere Indexstände als sie heute erreicht sind, erzielt werden. Dabei fallen die Über-/Gleich- und Untergewichtungen nicht nur zwischen den Branchen, sondern gerade auch innerhalb der Märkte extrem auseinander. Als bestes Beispiel kann man den Energiesektor heranziehen. So wird von einem tendenziell unverändert hohen Ölpreis ausgegangen, was sowohl bei den US-Titeln, als auch bei ihren europäischen Pendanten sogar zu einer Untergewichtung führt. Heraus sticht die Übergewichtung von europäischen Titeln des Sektors „langlebige Konsumgüter“, wo per Ende Mai über 10 Prozent Minus zu Buche stehen. Die letzten Favoriten „Finanztitel und Gesundheitswesen“ sind in USA und Europa „neutral“ gewichtet. Begleitet wird diese Einschätzung von einer gleichbleibenden Tendenz in den Langfristzinsen und lediglich 2 Zinserhöhungsschritten der EZB im restlichen Jahresverlauf.

Verblüffend ist die Prognose für die Preisentwicklung von Gold. Hier soll zum Jahresende die Marke von 6.000 USD pro Unze gerissen werden.

JP Morgan bleibt fürs Restjahr positiv

Grafik 16

Equities		Current	Dec-26
US	S&P 500	7564	7600
Euro Area	MSCI Eurozone	374	385
UK	FTSE 100	10449	10300
Japan	TOPIX	3957	4300
EM	MSCI EM (\$)	1725	2000
China	MSCI China	76	100
Korea	KOSPI	8476	9000
Taiwan	TWSE	44733	47000
India	MSCI India	2922	3200
Brazil	Ibovespa	175063	190000
Mexico	MEXBOL	68866	68000
Saudi Arabia	MSCI Saudi Arabia	1263	1235

Equity Sectors - YTD Returns & Recommendations

Grafik 17

	US	Europe	Japan	EM
Energy	27.0% UW	28.8% UW	17.2% OW	9.4% OW
Materials	12.0% UW	18.1% OW	26.8% OW	6.5% OW
Industrials	13.8% N	9.4% OW	16.7% N	22.6% N
Discretionary	4.4% N	-10.1% OW	2.4% N	-8.5% N
Staples	10.1% N	2.3% UW	-3.6% UW	-2.8% UW
Healthcare	-2.5% N	-0.1% N	2.1% UW	-4.7% UW
Financials	-6.3% N	4.7% N	21.0% OW	0.9% OW
Technology	21.2% OW	35.8% N	44.8% OW	83.8% OW
Comm Services	10.8% OW	5.1% N	10.2% N	-18.0% N
Utilities	5.1% OW	13.7% N	4.1% UW	7.4% N
Real Estate	10.6% UW	0.3% N	-6.5% N	-0.4% N
Overall	10.8% OW	7.9% OW	16.3% N	23.8% OW

Commodities

Grafik 18

	Current	Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27
Brent (\$/bbl, qtr avg)	92	103	104	98	85
WTI (\$/bbl, qtr avg)	88	95	97	93	80
Gold (\$/oz, qtr avg)	4515	4800	5300	6000	6200
Copper (\$/metric tonne, qtr avg)	13686	13500	13000	12500	11800
Aluminum (\$/metric tonne, qtr avg)	3711	3800	3600	3400	3200
Iron ore (\$/metric tonne, qtr avg)	105	109	105	100	100
Wheat (\$/bu, qtr avg)	6.2	5.6	5.6	5.8	5.7
Soybeans (\$/bu, qtr avg)	11.99	11.00	10.50	11.00	11.00

Rates

Grafik 19

	Current	Jun-26	Sep-26	Dec-26	Mar-27
US (SOFR)	3.62	3.65	3.65	3.65	3.65
10-year yields	4.44	4.40	4.45	4.50	4.55
Euro area (depo)	2.00	2.25	2.50	2.50	2.50
10-year yields	2.95	2.95	2.90	2.85	2.75
Italy-Germany 10Y (bp)	71	80	80	80	80
Spain-Germany 10Y (bp)	41	45	45	45	45
United Kingdom (bank rate)	3.75	4.00	4.00	4.00	4.00
10-year yields	4.80	4.70	4.75	4.75	4.70
Japan (call rate)	0.75	1.00	1.00	1.25	1.25
10-year yields	2.65	2.85	2.95	2.95	2.95
EM Local (GBI-EM yield)	6.23			6.09	

Quelle: JP Morgan



Asset Allocation: Spekulationsblasen wechseln sich ab.

Das MacroQuant-Modell unseres Partners BCA Research aus Montreal steht in Sachen Aktien und Staatsanleihen anders als JP Morgan auf der Bremse. Das Modell schätzt die längerfristigen Aussichten für Aktien pessimistisch ein, sieht die kurzfristige Lage jedoch etwas entspannter. Der Z-Score² des Modells für Aktien für den Zeitraum von 1 bis 3 Monaten liegt bei -0,38 und damit im negativen Bereich. Dies steht im Einklang mit unterdurchschnittlichen, jedoch insgesamt flachen Renditestrukturkurve in den nächsten Monaten – mit anderen Worten: eher eine Konsolidierungsphase als ein regelrechter Bärenmarkt. Ein echter Bärenmarkt würde wahrscheinlich erfordern, dass der Z-Score unter -1 fällt.

Übersetzt auf die Anlagestrategie hieße das aus statistischer Sicht, dass es im Folgemonat noch nicht zu einer negativen Performance kommen sollte.

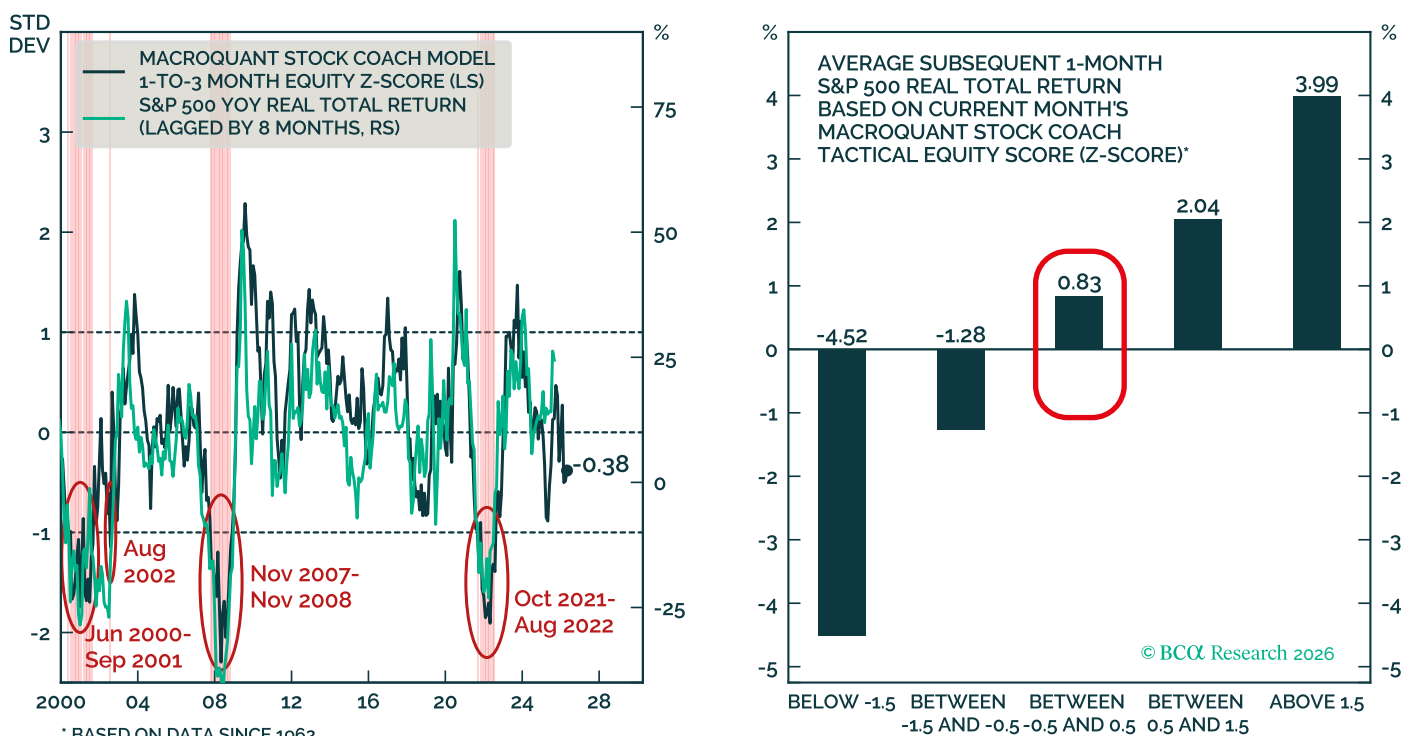
Die verschiedenen Komponenten des US-Aktienmodells von MacroQuant stehen bis auf die Konjunkturaktivität, die deutlich zugelegt hat, unisono im negativen Bereich. Im verarbeitenden Gewerbe stieg die Komponente „Erwartungen hinsichtlich der Auftragseingänge“ in den regionalen Fed-Umfragen zum verarbeitenden Gewerbe gegenüber dem Vormonat an und setzte damit den Aufwärtstrend fort, der seit den Tiefstständen im April 2025 zu beobachten ist. An anderer Stelle stieg das Vertrauen der Bauunternehmen leicht an,

während auch der Anteil der Kleinunternehmen, die positive Gewinnentwicklungen meldeten, zunahm. Auch die breit angelegten Indikatoren für die Konjunktur haben sich positiver entwickelt: Das „GDP-Now“-Modell der Fed von Atlanta hat seine Wachstumsprognose für das zweite Quartal leicht nach oben korrigiert, und Bloomberg hat seine Konsensprognose für die Rezessionswahrscheinlichkeit gesenkt. Andererseits verschlechtert sich der Inflationswert weiter, was auf ein für Aktien weniger günstiges Inflationsumfeld hindeutet.

² Der Z-Score (oder z-Wert) ist ein statistisches Maß, das angibt, wie viele Standardabweichungen ein spezifischer Datenpunkt über (+) oder unter (-) dem Mittelwert einer Normalverteilung liegt.

Z-Score in Kombination mit Durchschnittsrenditen des Folgemonats

Grafik 20

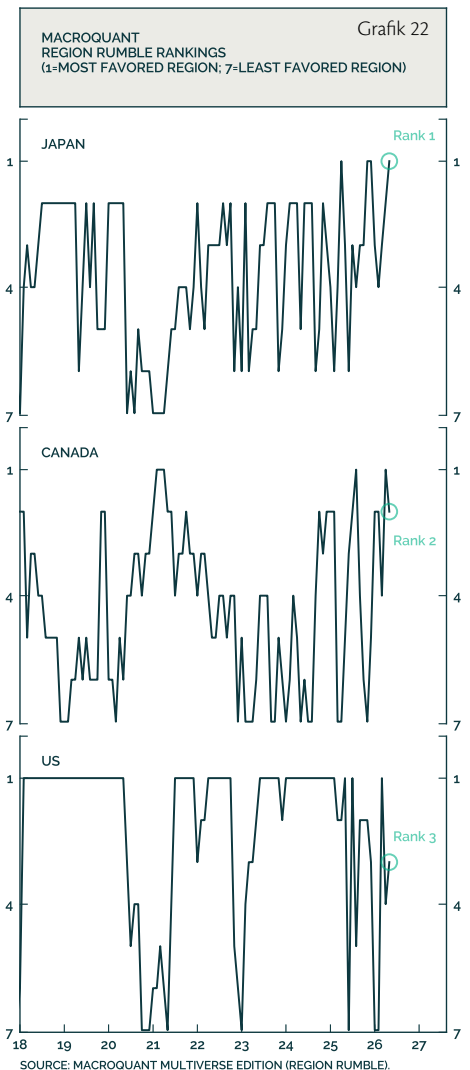
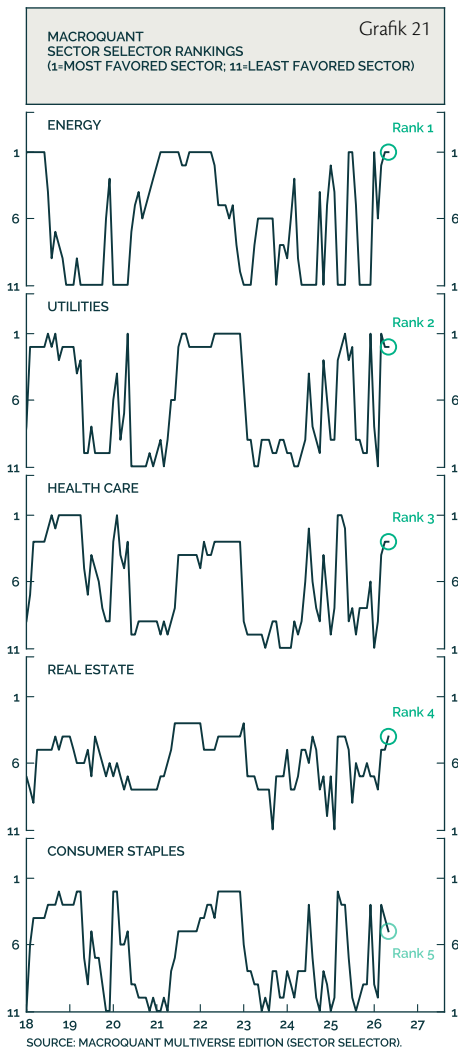


* BASED ON DATA SINCE 1962. SOURCE: MACROQUANT MULTIVERSE EDITION (STOCK COACH). NOTE: RED SHADED AREAS DENOTE TIME PERIODS WHEN THE STOCK COACH MODEL 1-TO-3 MONTH EQUITY Z-SCORE WAS BELOW -1. Quelle: BCA Macro Quant



Die Inflationserwartungen der privaten Haushalte steigen, während die Prognose für die Gesamt-PCE-Inflation in den nächsten 12 Monaten deutlich nach oben geklettert ist. Gleichzeitig deuten die PMI-Umfragen im verarbeitenden Gewerbe auf rasch steigende Inputpreise hin. Auch der Druck auf die Lieferketten nimmt zu, was sich in längeren Lieferzeiten der Lieferanten und einem Anstieg des Drewry World Container Index widerspiegelt. Zudem werden es immer mehr kleine Unternehmen, die Preissteigerungen melden. Sowohl die Stimmung als auch die Bewertungen der monetären und finanziellen Rahmenbedingungen haben sich in diesem Monat kaum verändert und sprechen weiterhin nicht für Aktien. Unterdessen hat sich die Bewertungslage geringfügig verbessert, was auf stärkere Gewinne im S&P 500 zurückzuführen ist. Das Modell stuft den S&P 500 jedoch weiterhin als deutlich überbewertet ein, was eine vorsichtige Haltung auf längere Sicht rechtfertigt.

Das US-Aktiensektormodell von MacroQuant, „Sector Selector“, empfiehlt eine Übergewichtung in den Sektoren Energie, Versorger, Gesundheitswesen, Immobilien, Basiskonsumgüter und Finanzwerte (Grafik 3). Wie bereits im April steht der Energiesektor an erster Stelle, was auf den optimistischen Ausblick des Modells hinsichtlich der Ölpreise sowie auf das im Vergleich zum Gesamtmarkt verbesserte Gewinn- und Umsatzwachstum zurückzuführen ist. Wir interpretieren dieses Signal jedoch mit Vorsicht, da die Ölpreise sehr empfindlich auf geopolitische Entwicklungen reagieren, die das Modell nicht gut vorhersagen kann. Der „Sector Selector“ bevorzugt zudem Versorger, Gesundheitswesen und Basiskonsumgüter, was den weniger konstruktiven Ausblick für den S&P 500 widerspiegelt. Immobilien belegen den vierten Platz, gestützt durch leichte Verbesserungen beim Vertrauen der Bauunternehmen und sich verengende Spreads bei hochverzinslichen Un-



ternehmensanleihen für REITs³, sowohl im Vergleich zu den jüngsten Niveaus als auch gegenüber dem breiteren Markt. Finanzwerte runden die Übergewichtungsempfehlungen des Modells ab. Die Umfrage der Fed unter leitenden Kreditmanagern deutete auf lockere Kreditvergabestandards für kleine Unternehmen im Vergleich zum Vorquartal hin, ein Trend, der durch einen leichten Anstieg des Anteils kleiner Unternehmen bestätigt wird, die von verbesserten Kreditbedingungen berichten. In Verbindung mit der negativen Durationsposition des Modells sorgen diese Entwicklungen dafür, dass Finanzwerte innerhalb der Sektorrangliste günstig positioniert sind. Ansonsten ist das Modell gegenüber IT und Rohstoffen neut-

ral. Es ist in Industrierwerten und Kommunikationsdienstleistungen untergewichtet und weist eine ausgeprägtere negative Tendenz gegenüber Titeln aus dem Bereich zyklische Konsumgüter auf.

³ REITs = Real Estate Investment Trusts; geschlossene Immobilienfonds mit Börsennotiz



Das regionale Aktienmodell von MacroQuant, „Region Rumble“, bevorzugt Japan sowie Kanada und hat die USA innerhalb eines globalen Aktienportfolios ebenfalls auf „Übergewichten“ angehoben (Grafik 4). Japan rangiert an erster Stelle, gestützt durch besser als erwartete Konjunkturdaten und Aufwärtskorrekturen der Gewinnschätzungen, die im vergangenen Monat die meisten anderen wichtigen Märkte übertroffen haben. „Region Rumble“ bevorzugt zudem weiterhin Kanada, wie bereits seit Anfang 2026. Eine günstige Sektorzusammensetzung und solide ETF-Zuflüsse sowie die vom Modell erwarteten höheren Ölpreise dürften kanadische Aktien weiterhin stützen.

Auch die USA sind nun in den Bereich „Übergewichten“ gerückt. Ähnlich wie in Japan trugen besser als erwartete Konjunkturdaten und ein solides Gewinnwachstum zu dieser Heraufstufung bei. Zudem hat die vom Modell prognostizierte Aufwertung des Dollars die Attraktivität der Region erhöht. Ansonsten ist das Modell gegenüber Großbritannien, den Schwellenländern und Australien untergewichtet und behält eine ausgeprägte negative Tendenz gegenüber dem Euroraum bei. In den Schwellenländern wirkte sich eine ungünstige Sektor-Zusammensetzung als zusätzlicher Gegenwind aus. Konjunkturumfragen in Australien deuten auf nachlassende Auftragseingänge im Ein-

zelhandel, im Transportwesen, bei den Versorgungsunternehmen und im Großhandel hin, was die Region belastet hat. Eine schwache Preisdynamik, nachlassende ETF-Zuflüsse und enttäuschende Wirtschaftsdaten haben die Eurozone am Ende der Rangliste gehalten.

ETF-Portfolio mit wenig Volatilität

Die generell vorsichtige Haltung und die Orientierung am zuvor kommentierten MakroQuant-Modell von BCA Research hat sich bislang nicht bewährt. Seit Jahresanfang hat sich das ETF-Portfolio mit einer Performance von 4,55 Prozent positiv entwickelt. Die Benchmark MSCI World hat auf Euro-Basis lag hingegen bei 10,74 Prozent. Auf USD-Basis betrug die Performance 9,74 Prozent.

Anfang Mai wurde das Exposure in Japan verdoppelt und liegt aktuell bei 11,84 Prozent. Die Liquidität wurde komplett abgebaut und in zwei Cash ETFs verzinslich investiert. Sie steht damit jederzeit für Investments in Aktien-ETFs zur Verfügung.

Das aktuelle Aktien-Exposure des ETF-Portfolios liegt bei niedrigen 42 Prozent und verteilt sich auf MSCI China, S&P 500, EURO STOXX 50 und Nikkei.

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

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.



05.06.26										Referenz-Portfolio Fonds und ETFs										10:47									
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	9,09% A2PGQN	ISHARES MSCI CHINA USD ACC KAUF am 03.02.2026	5,303 €	4,84 €	-8,64%	22.007,04 € 03.02.26	20.104,68 €	-8,64% -1.902,36 €	C																				
0	0,00% A0NA45	ISHARES MSCI EM LATAM VERKAUF am 02.04.2026	13,34 €	18,66 €	39,90%	0,00 € 21.01.25	0,00 €	#DIV/0! 0,00 €																					
4.355	10,75% A41U0P	SP500 Euro hedged KAUF am 10.03.2026	4,93 €	5,46 €	10,80%	21.456,65 € 10.03.26	23.774,82 €	10,80% 2.318,17 €	B																				
211	10,31% DBX1ET	Euro Stoxx 50 KAUF am 10.03.2026	101,480 €	108,16 €	6,58%	21.412,28 € 10.03.26	22.821,76 €	6,58% 1.409,48 €	C																				
220	14,84% DBX0AN	verzinslichen Einlage zum EONIA-Zins KAUF am 12.05.2026	149,1169 €	149,28 €	0,11%	32.805,72 € 28.10.25	32.842,26 €	0,11% 36,54 €	A																				
220	11,84% A2P7NT	X NIKKEI 225 1C KAUF am 25.03.26 & verdoppelt 06.05	104,2723 €	119,10 €	14,22%	22.939,91 € 25.03.26	26.202,00 €	14,22% 3.262,09 €	E																				
261	13,28% A3D9G1	Abaki UI P Zinsstrategie KAUF am 14.08.2024	109,420 €	112,54 €	2,85%	28.558,62 € 14.08.24	29.372,94 €	2,85% 814,32 €	B																				
	0,03%	CASH Position					58,72 €																						
500	17,28% A0Q4RZ	ISH EBREX GV €D KAUF am 01.08.2024 & 12.05.26	75,663 €	76,49 €	1,09%	37.831,70 € 01.08.24	38.243,25 €	1,09% 411,55 €	E																				
289	12,58% DE000A3DD937	GAULEI GLB BD OPPRTNTY UI-P CASH ERSATZ KAUF am 20.02.2024	96,649 €	96,34 €	-0,32%	27.931,56 € 20.02.24	27.842,26 €	-0,32% -89,30 €	B																				
Benchmark: MSCI WORLD			Kurs am 31.12.25	4.430,38 USD	3.775,04 EUR	letzter Schlusskurs	4.865,52 USD	4.180,72 EUR	Performance Benchmark	9,82%	10,75%																		
										ETF																			
										Performance seit Start am 25.04.08																			
										Performance seit Start p.a.																			
										MSCI in €																			
										MSCI in \$																			
										MSCI in €																			
										MSCI in \$																			
										6,55%																			
										8,40%																			
										221,262,68 €																			
										211,627,47 €																			
										9,635,21																			
										4,55%																			
										Aktueller Portfoliowert in EURO:																			
										Portfoliostartwert in EURO:																			
										Gewinn / Verlust absolut:																			
										Gewinn / Verlust in Prozent:																			
										Datenlänge der historischen Simulation:																			
										Datum der historischen Simulation:																			
										260																			
										01.06.26																			
										<table border="1"> <tr> <td>Aktien-Exposure</td> <td>41,99%</td> </tr> <tr> <td>Renten-Exposure</td> <td>57,99%</td> </tr> <tr> <td>Cash</td> <td>0,03%</td> </tr> <tr> <td></td> <td>100,00%</td> </tr> </table>										Aktien-Exposure	41,99%	Renten-Exposure	57,99%	Cash	0,03%		100,00%		
Aktien-Exposure	41,99%																												
Renten-Exposure	57,99%																												
Cash	0,03%																												
	100,00%																												
										<table border="1"> <tr> <td>EUR in USD</td> <td>1,1638</td> <td>DAX30</td> <td>24,917,25</td> <td>S&P 500</td> <td>7,584,31</td> </tr> </table>										EUR in USD	1,1638	DAX30	24,917,25	S&P 500	7,584,31				
EUR in USD	1,1638	DAX30	24,917,25	S&P 500	7,584,31																								



ICM 15er-Aktienportfolio

Das 15er-Aktienportfolio besteht zurzeit aus nur 11 von 15 möglichen Titeln. Die aktuellen Indexhöchststände und die weiter bestehenden politischen und militärischen Konflikte lassen uns eher vorsichtig bleiben. Die aktuelle Performance des Portfolios seit Jahresanfang liegt bei enttäuschenden minus 7,81 Prozent. Vor allem die schlechte Entwicklung der beiden Software-Riesen SAP und Salesforce und der Alibaba-Aktie seit Jahresanfang hat Spuren hinterlassen. Gerade aber hier sehen wir erhebliches Potenzial schlummern. Gleiches gilt für den Neuerwerb von Rheinmetall-Aktien, die von ihrem Spitzenkurs rund 40 Prozent abgeben mussten.

Rheinmetall AG ist ein börsennotierter deutscher Rüstungskonzern und Automobilzulieferer mit Sitz in Düsseldorf, mit Standorten in vielen Ländern. Der Konzern befindet sich vollständig im Streubesitz; er wurde im März 2023 in den DAX 40 Index aufgenommen, nachdem er zuvor seit 1996 ohne Unterbrechung im MDAX Index (Mid-Cap-DAX) notierte. Im Juni 2025 wurde er zusätzlich in den EURO STOXX 50 Index aufgenommen.

Der Konzern schließt gerade seine Transformation zum reinen Rüstungsunternehmen ab, denn Rheinmetall trennt sich endgültig von seiner zivilen Sparte. Die Beteiligungsgesellschaft Aequita kauft die Division Power Systems. Damit beendet der Konzern seine Zeit als klassischer Zulieferer im margenschwachen Automobilsektor. Der vorläufige Kaufpreis liegt bei 350 Millionen Euro. Parallel dazu baut die US-Tochter ihre industrielle Basis aus. Der Konzern investiert 41 Millionen US-Dollar in 6 amerikanische Produktionsstandorte. Der Rüstungsbauer bereitet sich so auf wichtige Modernisierungsprogramme der US Army vor. Dazu zählen das XM30-Kampffahrzeug, taktische Lkw und das zusammen mit Boeing entwickelte autonome Begleitflugzeug MQ-28 Ghost Bat. Die Bundeswehr plant dessen Beschaffung für 2029. Rheinmetall vernetzt dabei unbemannte Drohnen mit bemannten Verbänden. Das erschließt zukünftig ein neues Geschäftsfeld jenseits klassischer Panzer. Er-

gänzend entwickelt der Konzern neue Systeme für die satellitengestützte Aufklärung.

Und gerade konnte Rheinmetall den größten Auslandsauftrag seiner Unternehmensgeschichte melden; im Mittelpunkt steht ein Auftrag aus Rumänien. Man berichtet von Rüstungsaufträgen im Wert von 5,7 Milliarden Euro. Konkret geht es um Panzer, Munition und weitere Verteidigungssysteme. Analysten erwarten für 2026 einen Umsatz von 14,15 Milliarden Euro. Bereits 2027 sollen die Erlöse auf 19,01 Milliarden Euro steigen. Damit rechnen die Schätzungen innerhalb nur eines Jahres mit einem zusätzlichen Umsatzvolumen von fast 5 Milliarden Euro. Parallel dazu wächst die Ertragskraft. Das erwartete Nettoergebnis steigt von 1,64 Milliarden Euro auf 2,44 Milliarden Euro. Die Nettomarge entwickelt sich damit deutlich besser als in vielen anderen Industriebranchen. Gleichzeitig wird die Nettoverschuldung voraussichtlich von 2,35 Milliarden Euro auf 3,07 Milliarden Euro steigen, was auf hohe Investitionen und den Ausbau der Produktionskapazitäten verweist. Die Aktie spiegelt diese Erfolge aktuell noch nicht wider. Gewinnmitnahmen seit Jahresbeginn summieren sich zu einem Kursverlust von 25,26 Prozent. Wir erwarten nach der Neufokussierung des Konzerns auf das margenstarke Rüstungsgeschäft eine deutliche Erholung mit Kursziel 1.900 Euro.

Kurzbeschreibung der anderen Portfolio-Mitglieder

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

Bausch Health Companies Inc. ist ein kanadisches Unternehmen für Spezialpharmazeutika und medizinische Geräte. Das Unternehmen entwickelt, produziert und vermarktet vor allem in den therapeutischen Bereichen Augenheilkunde, Gastroenterologie und Der-

matologie 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.

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 2026 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 Touristikonzern mit Sitz in Deutschland. Es handelt sich um das größte Touristikunternehmen der Welt. TUI umfasst Reisebüros, Incoming-Agenturen, Hotels, Fluggesellschaften, Kreuzfahrtschiffe und Reiseveranstalter. Die TUI AG ging 1997 aus dem Mischkonzern Preussag AG hervor und vollzog eine Neuausrichtung zum heutigen weltweit aktiven Touristikonzern.

Tulow Oil plc ist ein unabhängiges Öl- und Gasexplorations- und -förderunternehmen 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.

15er Aktienportfolio												Auslastung: 73%		05.06.26		Grafik 24	
No.	RIC	Name	Sector	ISIN	Währung	Exch.	Kauf Datum	Kauf Kurs	Kurs aktuell	P/L 2026 YTD	P/L total	ESG Grade					
1	BABA.K	ALIBABA GRP AD/d	Technology	US01609W1027	USD	NYQ	09.12.25	155,07	125,95	-14,07%	-18,78%	A					
2	BHC.DF	BAUSCH HEALTH /d	Healthcare	CA0717341071	USD	ADC	26.07.24	8,38	5,25	-24,45%	-37,32%	B-					
3	BA	BOEING CO/d	Industrials	US0970231058	USD	NYQ	17.05.24	183,25	217,42	0,14%	18,65%	A-					
4	MRON.L	MELROSE IND/d	Industrials	GB00BNGDN821	GBP	LSE	26.03.25	526,95	459,60	-21,89%	-12,78%	B+					
5	NOVOB.CO	NOVO NORDISK B/d	Healthcare	DK0062498333	DKK	CPH	04.08.25	318,08	283,85	-12,73%	-10,76%	A-					
6	2318.HK	PING AN/d	Financials	CNE1000003X6	HKD	HKG	24.01.20	94,20	57,05	-12,43%	-39,44%	A-					
7	RHMG.DE	RHEINMETALL	Industrials	DE0007030009	EUR	GER	13.05.26	1115,34	1190,20	0,00%	6,71%	A					
8	CRM.N	SALESFORCE INC O/d	Technology	US79466L3024	USD	NYS	10.09.25	248,63	188,75	-28,75%	-24,08%	B+					
9	SAPG.DE	SAP SE	Technology	DE0007164600	EUR	GER	29.01.26	167,57	164,50	-21,05%	-1,83%	A					
10	TUIIn.DE	TUI N	Consumer Cyclical	DE000TUA6505	EUR	GER	04.12.24	7,92	6,89	0,00%	-13,05%	B					
11	TLW.L	TULLOW OIL/d	Energy	GB0001500809	GBP	LSE	27.09.19	83,59	15,80	161,16%	-81,10%	B					
12																	
13																	
14																	
15																	

Aktiendepot in €		MSCI in €	
Performance in 2018	-9,56%	Performance in 2018	-5,92%
Performance in 2019	16,53%	Performance in 2019	27,49%
Performance in 2020	-3,15%	Performance in 2020	11,86%
Performance in 2021	10,88%	Performance in 2021	30,73%
Performance in 2022	9,03%	Performance in 2022	-15,12%
Performance in 2023	20,61%	Performance in 2023	18,25%
Performance in 2024	10,45%	Performance in 2024	24,10%
Performance in 2025	7,72%	Performance in 2025	6,50%
Performance in 2026 (YTD)	-7,99%	Performance in 2026 (YTD)	10,54%

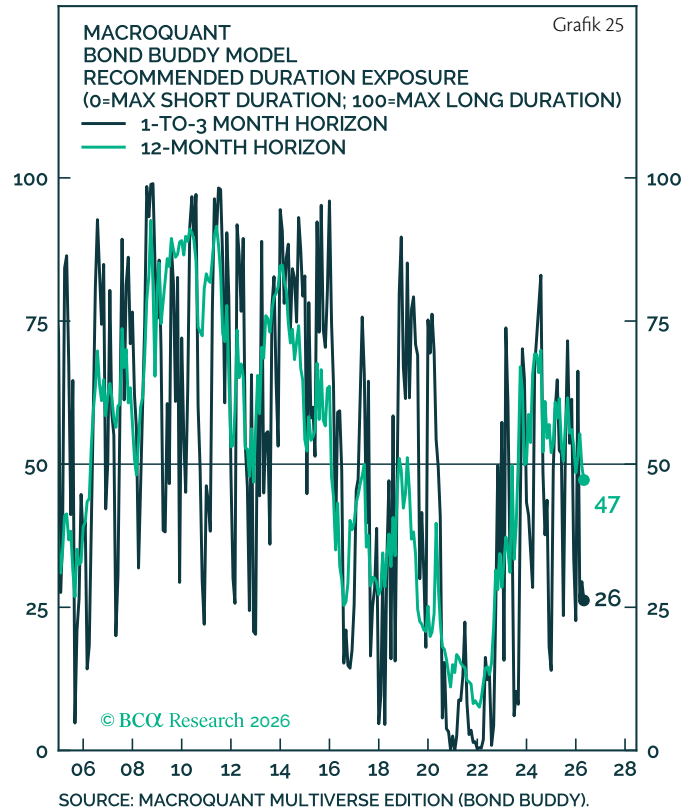


Zinsen werden nicht sinken.

Das BCA-Modell bleibt auf 1- bis 3-Monats-Sicht negativ, aber auf 12-Monats-Sicht neutral. Es prognostiziert Renditen für US-Staatsanleihen im 26. Perzentil der erwarteten Renditeverteilung und damit weit unter der neutralen Zone von 50.

Staatsanleihen der Industrieländer hatten zuletzt Kursgewinne gebracht, als die Hoffnungen auf ein Ende des Irankriegs den Ölpreis drückte. Diese Hoffnung zerschlägt sich immer mehr und dürfte am Ende die Grundlage für eine restriktivere Notenbankpolitik weltweit darstellen. Die EZB dürfte schon in ihrer nächsten Sitzung im Juni den Referenzzinssatz anheben, gefolgt von der Bank of England im Juli. Auch die Inflationssignale sind weniger günstig geworden: Die Preiskomponenten des Einkaufsmanagerindex (PMI) steigen, die Lieferzeiten der Lieferanten verlängern sich, und die von der Cleveland Fed gemessene Inflationsrisikoprämie ist gestiegen. Zusammengekommen deuten diese Faktoren auf einen schlechten Ausblick für die nahe Zukunft hin. Auf einen Zeithorizont von 12 Monaten betrachtet ist Bond Buddy gegenüber US-Staatsanleihen neutral eingestellt. Der zyklische Ausblick des Modells legt weniger Gewicht auf die oben diskutierten Indikatoren und mehr Gewicht auf Determinanten des fairen Werts wie das reale trendmäßige BIP-Wachstum, demografische Faktoren und langfristige Inflationserwartungen. Unter Berücksichtigung dieser Faktoren beziffert das Modell den strukturellen fairen Wert der Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen derzeit auf rund 4 Prozent. Dementsprechend liegt der 12-Monats-Durationswert von Bond Buddy im 47. Perzentil der erwarteten Renditeverteilung, also neutral. Das derzeitige Renditeniveau 10-jähriger Treasuries dürfte als Jahresendziel nicht mehr überschritten werden, zumal auch auf der kurzen Seite die Notenbankpolitik eher neutral ausfallen wird. (vgl. Tabelle auf Seite 16)

kurzfristig negativ für zehnjährige Staatsanleihen)



Quelle: BCA Macro Quant



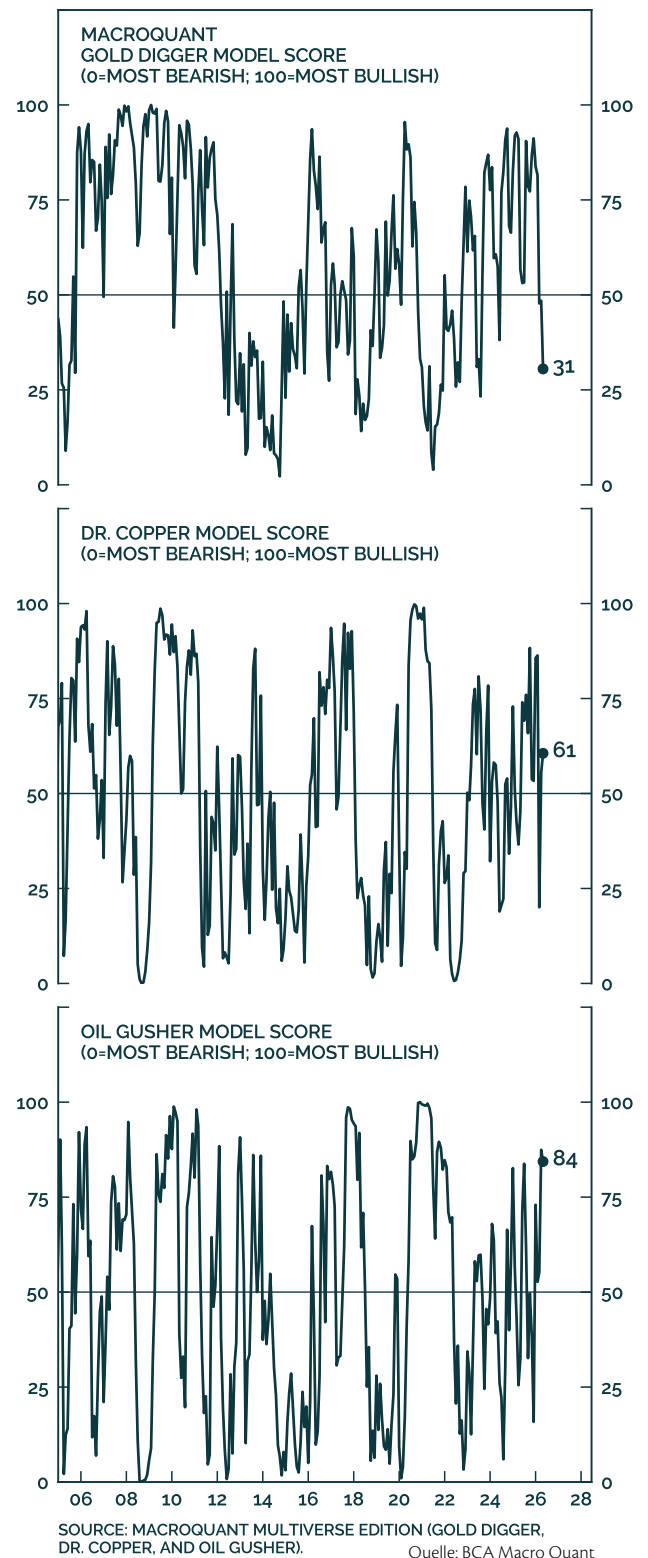
Gold bleibt im Modell vorerst unter Druck.

Der Gold-Score ist in den Untergewichtsbereich gesunken. Während die meisten Indikatoren gegenüber dem Vormonat weitgehend unverändert geblieben sind, belastet der im Modell prognostizierte stärkere US-Dollar den Score zunehmend. Zudem stellen die sinkenden Zuflüsse in Gold-ETFs, verstärkt durch das nachlassende Interesse von Privatanlegern an Gold, wie der Google-Trends-Suchindikator zeigt, einen Gegenwind für das gelbe Metall dar.

Dr. Copper ist in Bezug auf das rote Metall optimistischer geworden. Verbesserungen beim Stock-Coach-Konjunkturindex und ein Rückgang der von Bloomberg berechneten Rezessionswahrscheinlichkeit haben den Ausblick gestützt. Oil Gusher signalisiert weiterhin einen sehr bullischen Ausblick für Öl. Geringere Rezessionswahrscheinlichkeiten, ein steigendes Sentix-Rohstoffstimmungsbarometer und sinkende gewerbliche Lagerbestände stützen allesamt den Ausblick für Rohöl, trotz des jüngsten Rückgangs der Ölpreise. Wie bereits in den letzten Monaten werden die Finanzmärkte weiterhin von geopolitischen Entwicklungen getrieben, für deren Vorhersage das Modell nicht gut kalibriert ist. Der Ausgang eines etwaigen Friedensabkommens zwischen den USA und dem Iran würde mehrere der Trends, die MacroQuant seit Ende Februar verfolgt, allerdings erheblich beeinflussen.

Öl und Kupfer versus Gold

Grafik 26





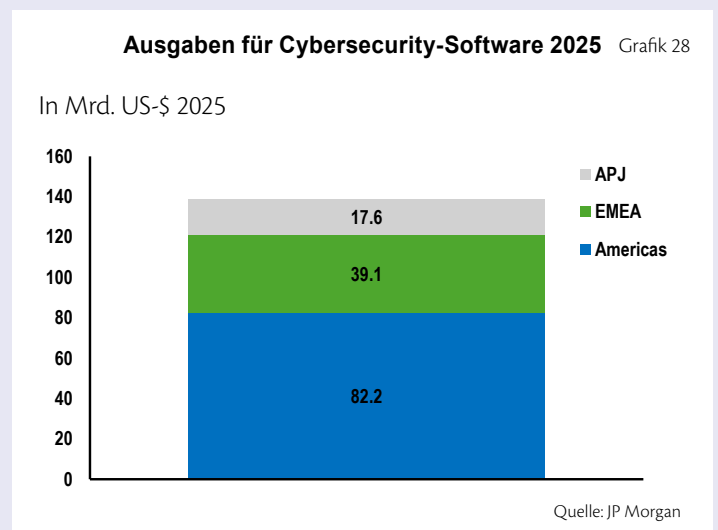
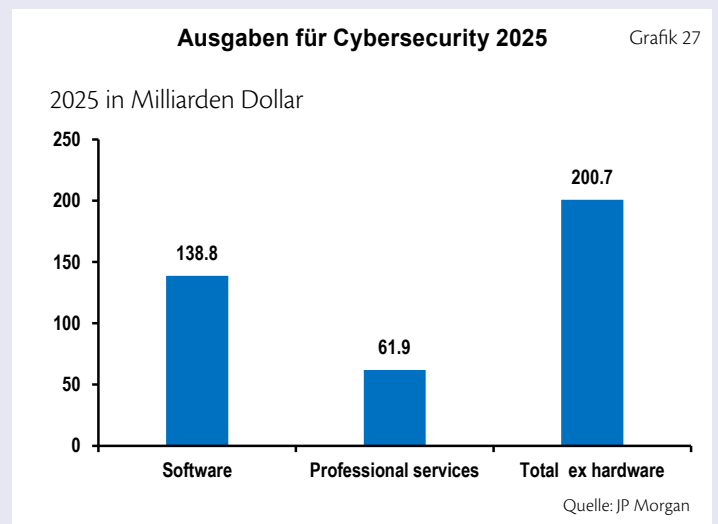
Cyber Security – die Kehrseite der KI gewinnt an Bedeutung.

KI wird nicht nur für einen deutlichen Produktivitätssprung sorgen. Gleichzeitig erhöht sie in erheblichem Maße die Cybersicherheitsrisiken. KI ermöglicht es, Systemschwachstellen in einem noch nie dagewesenen Ausmaß automatisiert zu identifizieren und auszunutzen. Im vergangenen Jahr beliefen sich die weltweiten Umsätze mit Cybersicherheitssoftware auf fast 140 Milliarden Dollar. Davon entfielen fast 60 Prozent auf die USA. Bis zum Jahr 2030 könnten sie sich nahezu verdoppeln. Dazu kommen noch Servicekosten.

Laut eigenen Angaben verfügen fast 2 von 3 Unternehmen nicht über eine ausreichende Widerstandsfähigkeit gegen digitale Angriffe. Schätzungen von Experten zufolge sind allein in den USA IT-Ressourcen im Wert von 2,5 Billionen Dollar bedroht. Hinzu kommen sogenannte OT-Anlagen (Operational Technology). Darunter versteht man Systeme und Maschinen, die physische Prozesse in der realen Welt überwachen, steuern oder verändern. Beispiele hierfür sind Produktionsstraßen, Kraftwerke, Wasserwerke oder Gebäudeleittechnik. Hier summiert sich der bedrohte Wert auf eine weitere Billion Dollar. Diese Anlagen bergen besonders hohe Risiken, da sie Industrie, öffentliche Versorgungsunternehmen – einschließlich Stromnetze – sowie Verkehrssysteme wie Fluggesellschaften und U-Bahnen umfassen.

Die Modernisierung der weltweiten IT-Anlagen ist voraussichtlich mit Kosten von 720 Milliarden Dollar verbunden. Für die OT-Anlagen würden weitere 770 Milliarden Dollar benötigt. In diesen Schätzungen sind die Produktionsausfälle, die durch Ausfallzeiten während der Modernisierungen entstehen, noch nicht einmal enthalten.

FrontierKI⁴ verändert die Angriffs und Verteidigungsdynamik grundlegend: Modelle wie Mythos automatisieren die Entdeckung und Ausnutzung von Schwachstellen und verkürzen die Zeit zwischen Entdeckung und Missbrauch dramatisch. Diese Automatisierung macht Angriffe nicht nur häufiger, sondern auch deutlich skalierbarer und in vielen Fällen autonom ausführbar, sodass traditionelle, menschzentrierte Abwehrprozesse an Effektivität verlieren. Die Zahlen zeigen, dass Unternehmen bereits massiv in Erkennung, Reaktion und Prävention investieren — doch die Natur der neuen Bedrohung verlangt mehr als nur höhere Budgets; sie erfordert eine Neuordnung von Prioritäten und Lieferketten.





Übersicht über Bestand an Information Technology und Operational Technology im Vergleich zu Upgrade-Kosten)

Grafik 29

In Mrd. US-\$

	Stock			Replacement Cost				
	Total	Patchable	Not patchable (Lost stock)	Hardware ex-semis	Semis	Software	Deployment & Integration	Total
OT Total	1010	554	456	362	44	43	315	765
Equipment	710	406	304	246	29	25	210	510
Infrastructure	300	148	152	116	16	18	105	255
IT total	2503	2027	476	103	101	276	240	720

Source: J.P. Morgan based on data from BEA, Gartner. Excludes communication services in IT.

Quelle: JP Morgan

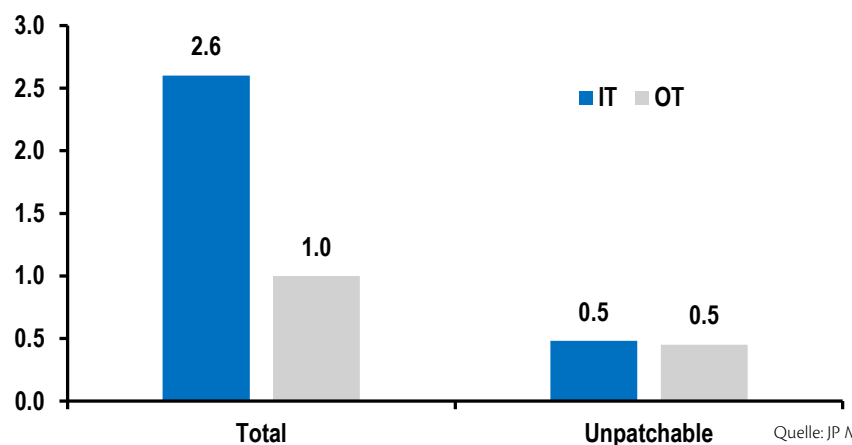
Diese Aufschlüsselung zeigt, dass selbst innerhalb von OT erhebliche Unterschiede bestehen: Transport ist vergleichsweise moderner und patchbarer, **Industrial** und **Other** enthalten viele Legacy-Installationen mit hohem Ersatzbedarf.

Die Verwundbarkeit der Infrastruktur lässt sich quantitativ fassen: die Studie schätzt **USIT-Bestände bei ≈ 2,46 Billionen US-Dollar** und **OT-Bestände bei ≈ 1,01 Billionen US-Dollar**, wobei rund **20 Prozent der IT** und **40 bis 55 Prozent der OT** als nicht patchbar⁵ gelten. Das zweite Diagramm macht diese Schiefelage sichtbar: Die „Unpatchable“-Segmente sind bei OT deutlich größer, was physische Ersatzinvestitionen und längere Ausfallzeiten bedeutet (chart2.png). Für IT-Assets ist Patchen oft technisch möglich und betriebswirtschaftlich vertretbar; bei OT-Systemen hingegen führen Sicherheitsupdates häufig zu Produktionsunterbrechungen, Sicherheitszerti-

Bestand an IT und OT in den USA, davon nicht in Cybersecurity-Technologie integrierbar

Grafik 30

In Billionen US-\$



Quelle: JP Morgan

fizierungsfragen oder sind schlicht nicht möglich, weil die Hardware veraltet ist. Daraus folgt eine strukturelle Asymmetrie: Angreifer können mit FrontierKI schnell Schwachstellen finden und Exploits ent-

wickeln, während Verteidiger vor der teuren, zeitaufwändigen Aufgabe stehen, physische Komponenten zu ersetzen oder komplexe Migrationsprojekte zu planen.

⁴ Der Begriff Frontier AI (auf Deutsch „Frontier-KI“) bezieht sich auf die absolut fortschrittlichsten und leistungsfähigsten Künstliche-Intelligenz-Modelle, die zu einem bestimmten Zeitpunkt existieren. Sie definieren die technologische Speerspitze, erfordern extreme Rechenleistungen und verfügen über hochentwickeltes logisches Denken.

⁵ „Ein patchbares System ist ein System, bei dem Software- oder Firmware-Updates zur Behebung von Sicherheitslücken möglich sind, ohne dass die zugrunde liegende Hardware ausgetauscht werden muss.“ Im Gegensatz dazu ist ein nicht patchbares System ein System, für das unabhängig von den Bemühungen des Betreibers keine Patches verfügbar sind.



Die Kombination aus **skalierbaren KI-Angriffen**, hohen Anteilen unpatchbarer OTAssets und konzentrierter Halbleiternachfrage erzeugt eine Kaskade von Risiken: erhöhte Wahrscheinlichkeit großflächiger Störungen, massive Ersatzkosten (geschätzt **~720 Milliarden US-Dollar** für ITERSatz und **~765 Milliarden US-Dollar** für OTERSatz in den USA) und längere Erholungsphasen. Praktisch bedeutet das: Unternehmen müssen nicht nur in Detection und IR investieren, sondern auch in **Vorratshaltung kritischer Komponenten**, diversifizierte Lieferketten, und in Programme zur schrittweisen Modernisierung von OTInfrastruktur. Auf politischer Ebene rechtfertigt die Lage strengere Regulierungen, koordinierte internationale Standards und gezielte Förderprogramme, um Engpässe zu mildern und kritische Infrastrukturen schneller zu härten.

Kurz: FrontierKI erhöht die Angriffs-Skalierbarkeit; hohe Anteile unpatchbarer OTAssets treiben kostspielige HardwareErneuerungen; und die Konzentration in bestimmten Halbleitersegmenten verlängert die Zeit bis zur vollständigen Resilienz.

Dabei ist das **Patchability-Problem** ein zentrales Treiberargument für die erhöhten Kosten und Risiken. **Patchable** Systeme erlauben Software oder FirmwareUpdates

ohne Hardwaretausch; nonpatchable Systeme benötigen Systemersatz oder umfangreiche Rebuilds; nopatch (unpatchable) bedeutet, dass kein VendorSupport mehr existiert oder die Hardware kein UpdateInterface hat. Diese Unterscheidung bestimmt, ob eine Schwachstelle kurzfristig per Update geschlossen werden kann oder ob ein teurer physischer Austausch nötig wird — mit direkten Folgen für Kosten, Ausfallzeiten und Lieferkettenbedarf.

Warum das Patchability Problem die Verteidigung schwächt

- Asymmetrie Angreifer versus Verteidiger. FrontierKI (zum Beispiel Mythos) kann Schwachstellen automatisiert und schnell finden; Verteidiger müssen hingegen prüfen, testen, planen und oft physisch ersetzen — ein langsamer, teurer Prozess.
- Betriebliche Hürden bei OT. OTSysteme stecken oft in langen Lifecycles; Patches würden Produktionsstopps, Sicherheitsrezertifizierungen oder komplexe Validierungszyklen erzwingen, weshalb Betreiber Updates verzögern oder ganz unterlassen.
- EndofSupportRisiko. Viele OTGeräte sind am Ende ihres VendorSupportZyklus; selbst wenn ein Update technisch möglich wäre, existiert kein Patch mehr.
- Systemische Folgen. Hoher Anteil unpatchbarer OTAssets erhöht das Risiko sektorweiter Ausfälle, weil zentrale Steuerungs und Netzkomponenten nicht kurzfristig gehärtet werden können.



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 auf 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, also die Trendintensität. Zwischen Werten von +100 bis -100 ist der Markt ohne klaren Trend, darüber und darunter gibt es entsprechende Signale.
- 4) MACD:** Der Moving Average Convergence/Divergence Indikator zeigt das Zusammen- beziehungsweise Auseinanderlaufen zweier unterschiedlich langer gleitender Durchschnitte. Schneidet

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

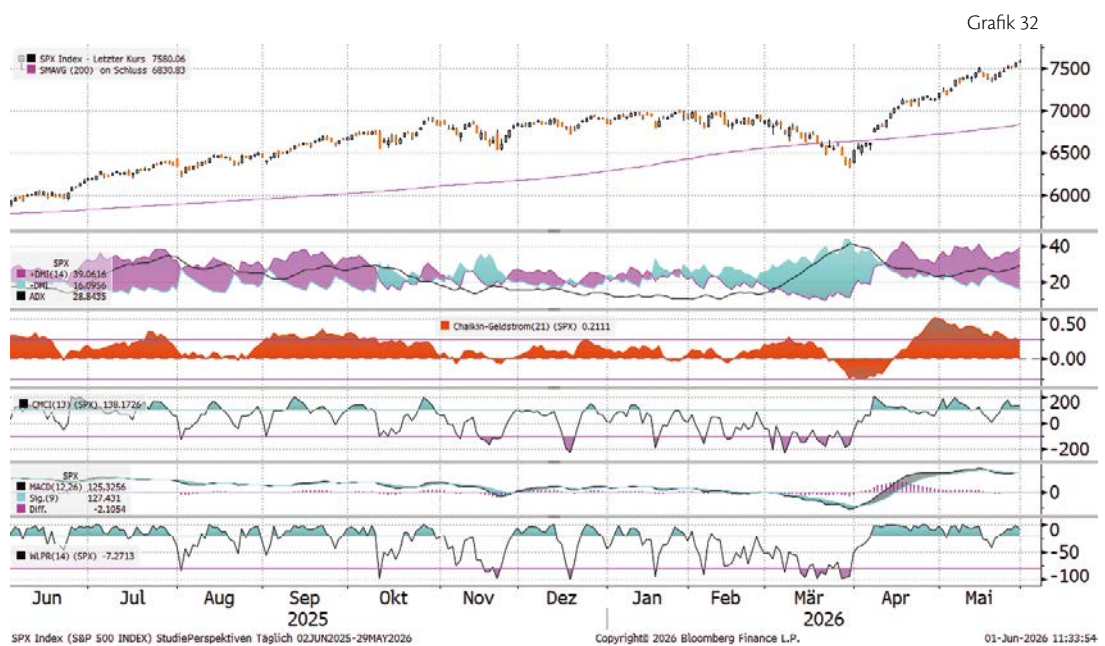
- 5) Williams ProzentR:** Der Williams ProzentR gehört zu den Oszillatoren, mittels denen man ermitteln kann, ob Märkte überverkauft oder überkauft sind. Das Ergebnis schwankt von 0 bis -100 Punkte. Bei Werten von 0 bis -20 entsteht ein Verkaufssignal, bei -80 bis -100 ein Kaufsignal.

Abb. 31: Technische Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

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

Standard&Poor's 500 Kursindex

Der S&P 500 Index konnte nach einem Unterschreiten der 200-Tage-Linie die 7.000 Punkte-Linie nachhaltig durchbrechen und erreichte einen neuen Höchststand oberhalb von 7.500 Punkten. Die 200-Tage Linie bei 6.830 Punkten und der 7.000 Bereich sind gute Supports. Der ADX-Indikator zeigt sich seit Anfang April deutlich positiv. Der Geldstromindex zeigt nach Verkäufen Ende März klare Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator verharren im überkauften Bereich und geben Verkaufssignale. Der MACD läuft auf hohem Niveau seitwärts, gibt aber noch kein nachhaltiges Verkaufssignal.



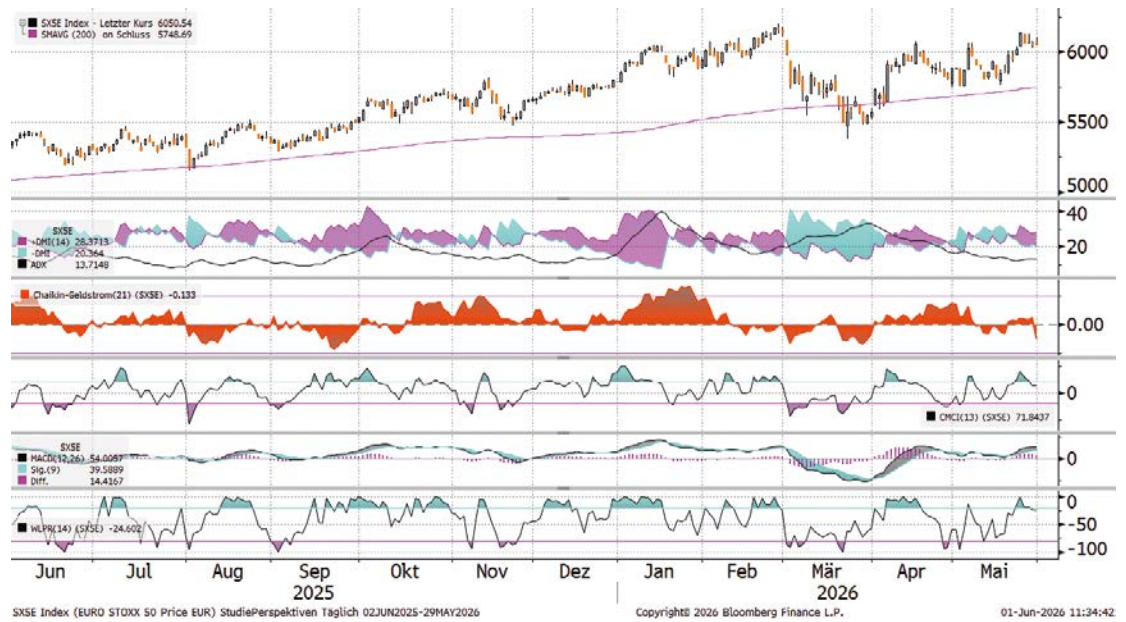
Ergebnis: neutral/positiv



EURO STOXX 50 - Kursindex

Der EURO STOXX 50-Index konnte zwar die Schwächephase Mitte März überwinden, schaffte aber keine neuen Höchststände. Die 6.000-Punkte-Marke und die 220-Tage-Linie bei 5.748 Zählern sind die Supportbereiche. Der ADX-Indikator gibt seit Anfang April uneinheitliche Signale. Der Geldstromindex zeigt sich seit April uneinheitlich. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator haben schon aus dem überkauften Bereich nach unten gedreht und sind noch leicht negativ. Der MACD läuft in neutralen Bereich seitwärts.

Grafik 33

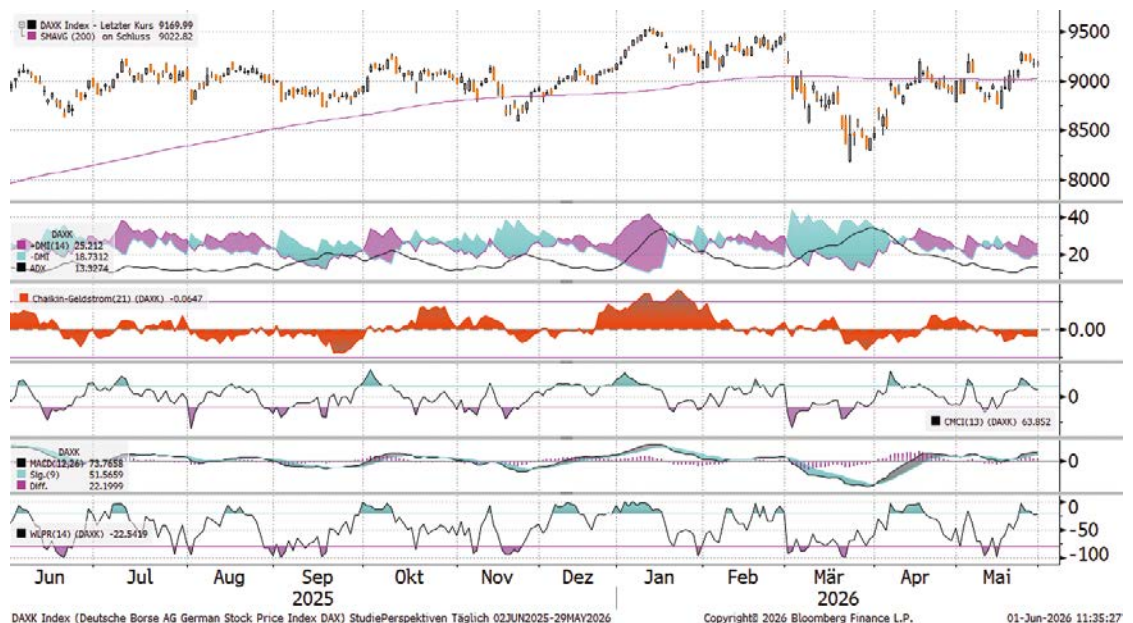


Ergebnis: neutral/negativ

DAX 40 – Kursindex

Der DAX 40-Kursindex konnte wie der EURO STOXX 50 die Schwächephase im März überwinden, schaffte aber ebenfalls keine neuen Höchststände. Die 200-Tage-Linie bei 9.023 Punkten und der Bereich um 9.000 Punkte sind erster Support. Nächster Support ist der Bereich um 8.600 Punkte. Der ADX-Indikator zeigt sich seit Anfang April uneinheitlich. Der Geldstromindex zeigt nach leichten Mittelzuflüssen im April seit Mitte Mai Nettoverkäufe. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator haben schon aus dem überkauften Bereich nach unten gedreht und sind leicht negativ. Der MACD bleibt seitwärts und neutral.

Grafik 34



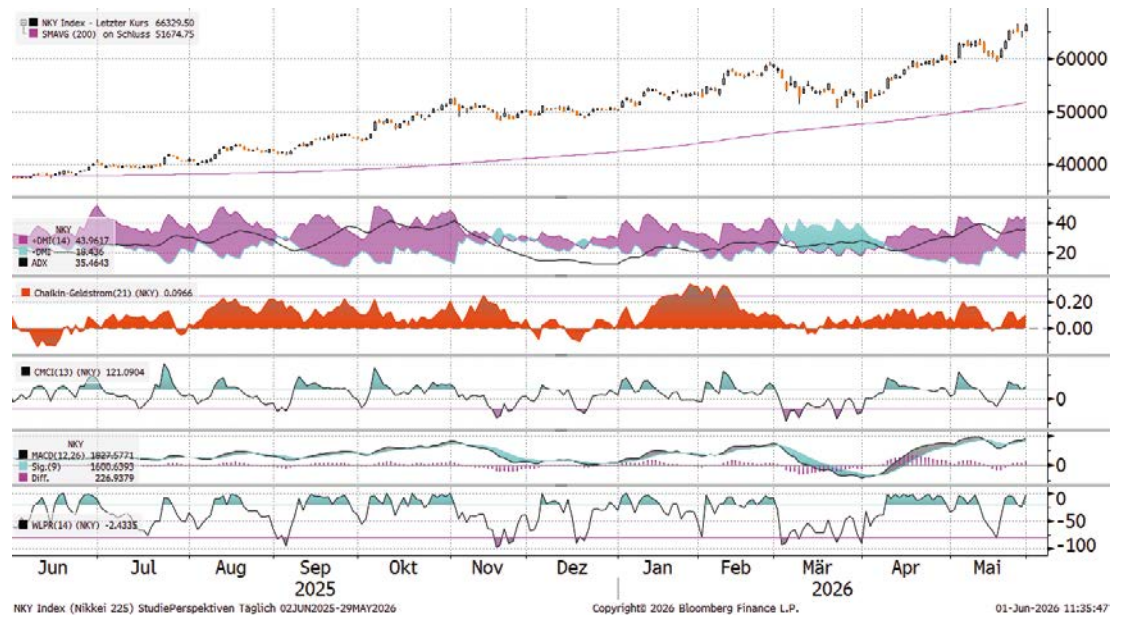
Ergebnis: neutral/negativ



Nikkei 225 - Kursindex

Der japanische Markt konnte Ende Mai neue Höchststände erreichen und schaffte es sich oberhalb der Marke von 60.000 Punkte zu etablieren. Der Bereich zwischen 60.000 Punkten und der 200-Tage-Linie bei 51.674 Punkten sind gute Unterstützung. Der ADX-Indikator ist seit Anfang April positiv. Der Money-Flow-Index zeigt entgegen anderer Märkte ab April leichte Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator sind noch im überkauften Bereich und negativ. Der MACD könnte auf hohem Niveau nach unten drehen und gibt ein erstes Verkaufssignal.

Grafik 35

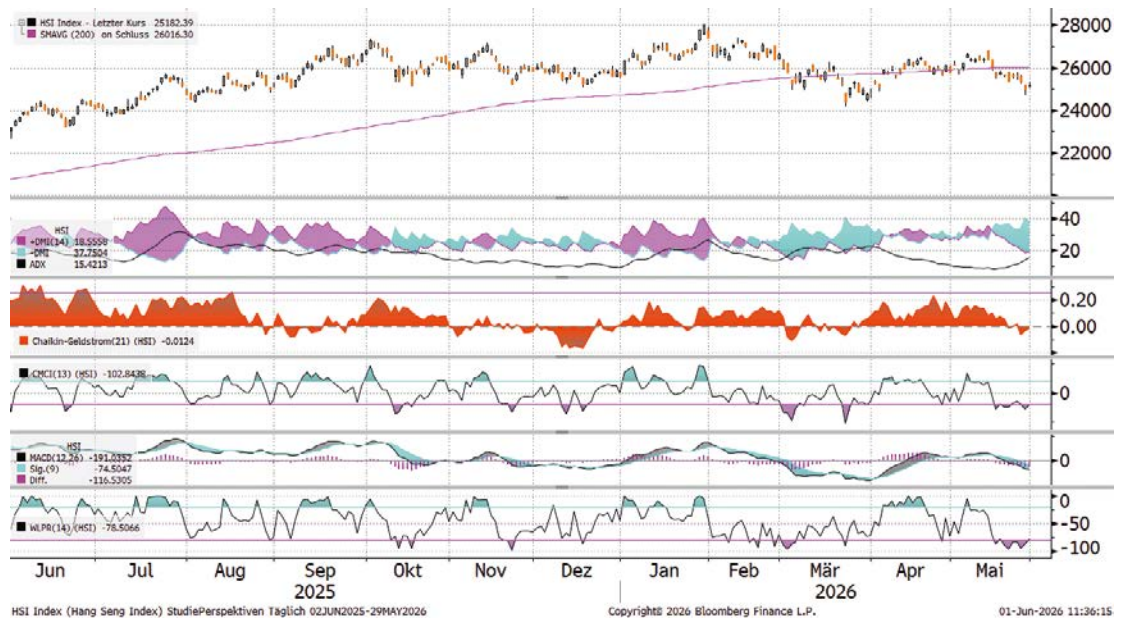


Ergebnis: neutral/positiv

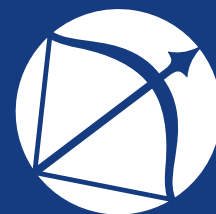
Hang Seng – Kursindex

Der chinesische Markt konnte das Januarhoch nicht wieder erreichen und kämpft nach Verlust der 200-Tage-Linie bei 26.016 Punkten nun um das Verlaufslow oberhalb von 24.000 Punkten. Der ADX-Indikator zeigt sich nach einer neutralen Phase Mitte Mai negativ. Der Money-Flow-Index zeigt seit Mitte April stetig schwächer werdende Mittelzuflüsse. Der Commodity-Channel-Index und der William ProzentR Oszillator haben schon aus dem überverkauften Bereich nach oben gedreht und sind leicht positiv. Der MACD bewegt sich im neutralen Bereich nach unten und gibt noch kein positives Signal.

Grafik 36



Ergebnis: neutral/negativ



Titelbild: MichaelVi/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

www.i-c-m.de

Herausgeber:
ICM InvestmentBank AG
Erscheinungsdatum:
10.06.2026

Zuständige Aufsichtsbehörde:
Bundesanstalt für
Finanzdienstleistungsaufsicht
Instituts-Nr. 117 810

Vorstand:
Dr. Norbert Hagen,
Tobias Zenker
Vorsitzender des
Aufsichtsrats:
Dr. Jörg Häßner

Sitz der Gesellschaft ist Berlin.