PERSPEKTIVEN

Der Zweimonatsausblick der ICM InvestmentBank AG



Ausgabe 9-10/2026

WirtschaftsWoche
BESTE Vermögensverwalter
2026
ICM InvestmentBank AG
Kategorie: Dynamisch
Im Test: 809 Fonds
Ausgabe 14/2026

Liebe(r) Leser(in),

Auftragseingänge und Produktionstätigkeit bleiben in Deutschland verhalten. Dies steht in deutlichem Gegensatz zu Umfrageindikatoren wie den S&P-PMIs und der Ifo-Konjunkturumfrage, die in den vergangenen Monaten auf eine Belebung des verarbeitenden Gewerbes hingedeutet hatten. Die Divergenz verdeutlicht den Unterschied zwischen Konjunkturbarometern, die auf „harten" beziehungsweise „weichen" Daten für den Euroraum basieren. Dies zeigen auch die deutschen Industrieaufträge vom August: Sie gingen gegenüber dem Vormonat deutlich um 10,6 % zurück, während lediglich ein Minus von 1 % ERWARTET WORDEN WAR. IM JULI WAR NOCH EIN NACH OBEN KORRIGIERTER ANSTIEG VON 3,2 % VERZEICHNET WORDEN. DER RÜCKGANG IM AUGUST WAR allerdings vor allem auf Großaufträge zurückzuführen; ohne diese sanken die Bestellungen lediglich um 0,1 %. Auf Dreimonatssicht liegt der Gesamtwert bei 1,3 %, ohne Großaufträge hingegen bei -2,6 %. Das Bild bleibt somit gemischt. Auch an den Aktienmärkten hat der im August noch spürbare Optimismus zuletzt etwas nachgelassen.

Während sich am breiten Aktienmarkt zunehmend eine Seitwärtsbewegung abzeichnet, bleibt die relative Widerstandsfähigkeit der Technologieaktien bemerkenswert. Das gestiegene Zinsniveau, auf das Aktien in der Regel sensibel reagieren, konnte die Rally an der Wall Street bislang nicht bremsen – zu stark sind die hohen Gewinnerwartungen. Diese geteilte Dynamik zeigt sich auch in der Realwirtschaft.

Viele Anleger haben zudem festgestellt, dass sich insbesondere US-Aktien trotz steigender Anleiherenditen überraschend widerstandsfähig zeigen. Die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen ist von 4 % Ende Februar auf über 5,3 % gestiegen; dennoch notieren sowohl der Nasdaq als auch der S&P 500 nahe ihren Allzeithochs.

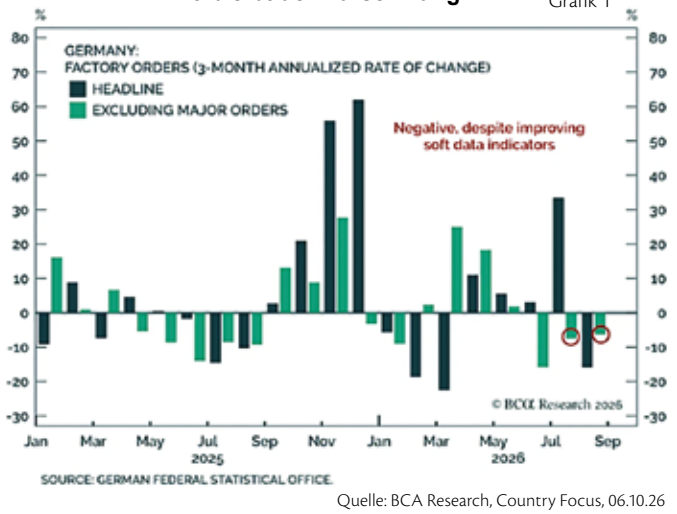
Zwar sind die Inflationserwartungen seit Ende Februar leicht gestiegen, doch der größte Teil des Zinsanstiegs am US-Kapitalmarkt entfiel auf die Realrendite. Dies deutet wiederum auf höhere Wachstumserwartungen hin. Ein stärkeres Wirtschaftswachstum dürfte auch das Gewinnwachstum beschleunigen und erklärt damit zum Teil die Widerstandsfähigkeit des Aktienmarkts trotz steigender Anleiherenditen. Aktien außerhalb des Technologiesektors gerieten wegen der höheren Anleiherenditen dagegen unter Druck; Gleiches gilt für die Edelmetallpreise.

Die Korrelation zwischen Aktien und Anleihen fällt je nach verwendetem Aktien-Proxy sehr unterschiedlich aus: Halbleiteraktien und der Nasdaq-Index zeigten sich vom Zinsanstieg weitgehend unbeeindruckt, während der gleichgewichtete S&P-500-Index rund 6 % unter seinem Höchststand vom August liegt. Ein ähnliches Bild ergibt sich bei den europäischen Indizes.

Bislang war der Renditeanstieg offenbar noch nicht stark genug, um die Konsumausgaben oder die Investitionen in Künstliche Intelligenz (KI) spürbar zu beeinträchtigen. Gleichwohl dürfte es ein Zinsniveau geben, ab dem entsprechende Belastungen sichtbar werden. Anleger sollten daher in den kommenden Monaten besonders auf die Konsumdaten achten. Sie können Hinweise darauf liefern, ob die Zinsen für die Wirtschaft zu schnell und zu stark gestiegen sind. Die beginnende Berichtssaison für das dritte Quartal wird zudem zeigen, wie sich die einzelnen Branchen bei Gewinn und Umsatz entwickeln und wie die Unternehmen die kommenden Monate einschätzen. Das dürfte spannend werden.

Herzlichst, Ihr

Wo bleibt der Aufschwung? Grafik 1



Quelle: BCA Research, Country Focus, 06.10.26

Gespaltene Wirtschaft hat unterschiedliche Zinsabhängigkeiten Grafik 2



Quelle: BCA Research, Market Focus, 05.10.26

MidTerms voraus: Chancen in einem anspruchsvollen Umfeld

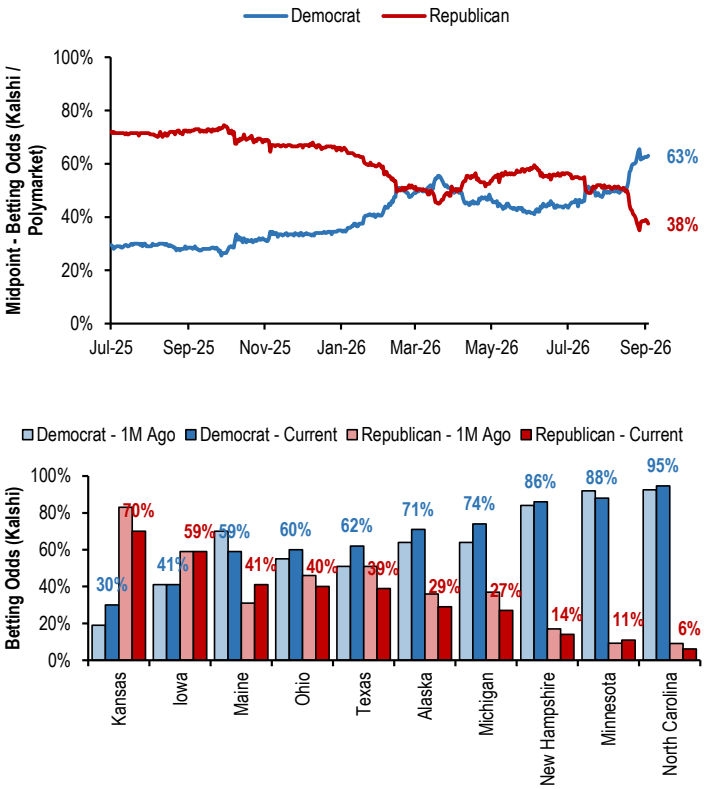
Das vierte Quartal 2026 hat einiges an Überraschungspotenzial zu bieten. Die Liste der Risiken ist jedenfalls lang. Politische Risiken werden auch weiterhin allgegenwärtig bleiben. Sobald die US-Zwischenwahlen am 3. November vorbei sind, wird sich die Aufmerksamkeit auf die französischen Präsidentschaftswahlen verlagern. Die Kriege im Nahen Osten und in der Ukraine werden weiterhin für Volatilität an den Energiemärkten sorgen.

Die weltweiten Anleiherenditen dürften daher vorerst auf hohem Niveau bleiben. Hinzu kommen Befürchtungen hinsichtlich einer Straffung der Geldpolitik durch die Zentralbanken, fiskalische Sorgen sowie die Befürchtung, dass Neuemissionen bei den Anleihen im Zusammenhang mit KI andere Kreditnehmer verdrängen könnten. Auch die Fragen nach der Nachhaltigkeit der KI-Investitionen und damit der Gewinne und Aktienkurse nehmen zu. Dennoch erklimmen die Märkte weiterhin die sprichwörtliche „Mauer der Sorgen". Diese Bedrohungen könnten letztendlich zu einem Einbruch der Weltwirtschaft und der Kurse führen.

Doch derzeit fehlt dem Pulverfass offensichtlich der Zündfunke: ein breiter angelegter Anstieg in Inflationsrate. Für den Rest des Jahres müssen Anleger einen schwierigen Spagat meistern: engagiert bleiben, ohne übermäßige Risiken einzugehen. Im Bereich festverzinslicher Wertpapiere, der in riskanten Zeiten bevorzugten Assetklasse, sollte eine neutrale Duration beibehalten werden. Anleihen aus der Eurozone, dem Vereinigten Königreich, Kanada und Neuseeland sind gegenüber US-amerikanischen und japanischen Anleihen zu bevorzugen. Bei Rohstoffen sollte vermieden werden, den steigenden Energiepreisen hinterherzulaufen und Edelmetalle eher wieder bevorzugt werden. Bei den Währungen setzt sich die Konsolidierung des Dollars innerhalb seines zyklischen Abwärtstrends fort. Der Yen sollte als Absicherung im Portfolio genutzt werden.

In etwas weniger als einem Monat wird mit den US-Zwischenwahlen einer der am meisten erwarteten politischen Auslöser des Jahres stattfinden. Auf dem Spiel steht die republikanische Mehrheit im Kongress, die bislang die wichtigsten Entscheidungen in den Bereichen Steuern, Ausgaben und Regulierung bestimmt hat. Erste Umfragen vom September deuten darauf hin, dass die Republikaner bei der Verteidigung ihrer Mehrheit vor einer großen Herausforderung stehen werden.

Was uns die Wettbüros zur zukünftigen Kontrolle über den US-Senat sagen Grafik 3



Quelle: JP Morgan

Historisch betrachtet wurde die zweite Hälfte der Amtszeit für die amtierende Partei regelmäßig schwieriger als die erste. So führten 20 von 23 historischen Zwischenwahlen zu einem erheblichen Sitzverlust für die Amtsinhaber. Bei der Präsidentschaftswahl 2024 war es einfacher, die Auswirkungen potenzieller politischer Prioritäten auf die Aktienmärkte über Sektoren, Branchen, Themen und Faktoren hinweg abzubilden. Nun dürfte es weniger klar sein, wie die bevorstehenden Zwischenwahlen auf die Aktienmärkte je nach Wahlszenario wirken und welche Sektoren die Profiteure sein werden.

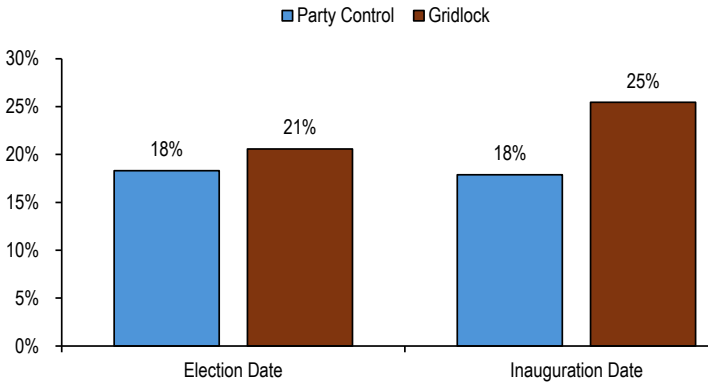
Die Bedenken der Investoren im Hinblick auf die Zwischenwahlen konzentrieren sich weitgehend auf das Tempo des Ausbaus im Bereich KI und Rechenzentren. Es bleibt unwahrscheinlich, dass ein umfassender Gesetzentwurf zur Regulierung der KI in naher Zukunft die Zustimmung des US-Kongresses erhalten wird, da der Schwerpunkt bislang auf der Erschwinglichkeit lag. Tatsächlich über-

nehmen die Bundesstaaten weiterhin eine Vorreiterrolle bei Beschränkungen für Rechenzentren, darunter die Rücknahme beziehungsweise Erhöhung von Steuern, energetische Modernisierungen und kommunale Zuschüsse, was zu einem fragmentierten regulatorischen Umfeld führt. Wir gehen davon aus, dass die Dynamik bei den KI-Investitionen nach den Zwischenwahlen intakt bleibt und sich 2027 und 2028 möglicherweise sogar noch verstärkt, da Unternehmen bestrebt sind, die KI-Nachfrage zu decken und Investitionen voranzutreiben, bevor sich die politischen Risiken im Vorfeld des nächsten Präsidentschaftswahlzyklus verschärfen könnten. Insgesamt dürften die Zwischenwahlen als wichtiges marktbereinigendes Ereignis dienen. Die historische Entwicklung in den Monaten nach den Zwischenwahlen ist in der Regel positiv. Unabhängig vom Wahlergebnis werden die Schlüsselthemen Handel/Zölle, Sanktionen, Regulierung (z. B. KI, Genehmigungen) und Außenpolitik aber auch weiterhin stark von den Entscheidungen des Präsidenten abhängen. Wenn US-Präsident Donald Trump mit seiner Partei nicht mehr in gewohntem Maße durchregieren kann, könnte das aber auch positive Effekte auf bestimmte Sektoren haben:

- Der Gesundheitssektor schneidet positiv ab, da ein gespaltener Kongress die Wahrscheinlichkeit weiterer Kürzungen bei Medicaid und einer Ausweitung der Bundesgesetzgebung zur Arzneimittelpreisgestaltung verringern würde, auch wenn die Umsetzung des bestehenden Gesundheitsgesetzes und Maßnahmen der Exekutive weiterhin aktuelle Risiken darstellen. Eine größere politische Klarheit könnte das Risiko-Ertrags-Verhältnis für Large-Cap-Pharmaunternehmen, Gesundheits-IT-Unternehmen und kleine bis mittelgroße Biotech-Unternehmen verbessern, ohne dass ein zusätzlicher Wachstumskatalysator erforderlich wäre.
- Auch die Bereiche Verteidigung und zivile Infrastruktur sowie bereits bewilligte Infrastrukturausgaben dürften davon profitieren. Sie würden durch parteiübergreifende Prioritäten wie die Wiederauffüllung der Munitionsvorräte, mehrjährige Verteidigungsprogramme und bereits bewilligte Infrastrukturausgaben gestützt.
- Ausgewählte Technologieunternehmen könnten ebenfalls von einer geringeren Wahrscheinlichkeit neuer Gesetze in den Bereichen Kartellrecht, KI und Datenschutz profitieren, obwohl Maßnahmen der Exekutive und die Durchsetzung durch Aufsichtsbehörden weiterhin aktuelle Risiken darstellen.

Statistisch waren Patt-Situationen in den USA sogar in der zweiten Hälfte der Amtsperiode für Aktien rentabler

Grafik 4



Quelle: JPMorgan

Was die Auswirkungen auf den Markt betrifft, so ist eine Pattsituation im Kongress seit 1950 mit positiven Renditen des S&P 500 verbunden gewesen, sei es auf Basis des Wahltermins (+21 % bei Pattsituation gegenüber +18 % bei Ein-Parteien-Mehrheit über eine zweijährige Kongresslegislaturperiode) oder des Beginns der neuen Kongresslegislaturperiode (+25 % bei Pattsituation gegenüber +18 % bei Einparteienmehrheit).

Ein Teil dieses Aufwärtspotenzials könnte allerdings durch die bereits starke Ausgangslage im Vorfeld der Zwischenwahlen bereits vorweggenommen worden sein, denn der S&P 500 ist seit Beginn des Präsidentschaftszyklus bereits um circa 60 % gestiegen und liegt damit bereits über dem durchschnittlichen Gewinn einer gesamten Amtszeit von rund 39 %. Der Nasdaq 100 hat mit circa 75 % Kursanstieg seinen üblichen Verlauf in dieser Phase bereits überboten. Der einzige Vergleich, der noch stärker ausfällt, ist das Jahr 1996, doch dieser Zyklus beschleunigte sich erst im letzten Jahr der Präsidentschaft stark.

Zur Marktentwicklung: In Jahren der Zwischenwahlen kommt es normalerweise zu den stärksten Kursrückgängen im Präsidentschaftszyklus, doch dieses Jahr bildet eine deutliche Ausnahme. Der maximale Kursrückgang des S&P 500 beträgt seit Jahresbeginn nur -9,1 %, was etwa der Hälfte des üblichen Rückgangs in einem Zwischenwahljahr entspricht. Noch wichtiger ist, dass der Kursrückgang des Russell 2000 seit Jahresbeginn nur -11,2 % beträgt; dies ist der geringste Kursrückgang bei Small-Caps in einem Zwischenwahljahr seit 1990.

Zur Branchenentwicklung: Zwischenwahlzyklen sind in der Regel weniger aussagekräftig als Präsidentschaftswahlzyklen, da die Wahrscheinlichkeit einer einheitlichen Regierungsbildung geringer ist. Die historische Entwicklung der S&P-500-Sektoren und -Branchen während Zwischenwahlzyklen war seit den 1990er Jahren uneinheitlich, ohne dass sich eine perfekte Trefferquote abzeichnen würde. Anleger, die es vermeiden möchten, den Zeitpunkt der Zwischenwahlen genau abzupassen, können Branchen bevorzugen, die im gesamten Zeitraum von einem Monat vor bis einen Monat nach den Wahlen tendenziell eine Outperformance (im Vergleich zum Index) erzielen, angeführt von Halbleitern (+7,2 % kumulativ), Software (+4,2 %) und Technologie-Hardware (+3,7 %). Taktisch orientierte Anleger können hingegen den typischen Kursrückgang vor der Wahl zum Kauf nutzen und auf eine Rallye nach der Wahl in den Bereichen Gebrauchsgüter und Bekleidung (-0,6 % vorher bis +2,9 % danach), im Sektor „Nicht-Basiskonsumgüter – Vertrieb und Einzelhandel" (-2,0 % auf +1,5 %), im Sektor „Medien und Unterhaltung" (-1,1 % auf +1,0 %) sowie im eigenständigen Sektor „Rohstoffe" (-1,5 % auf +0,9 %) setzen. Dieser Trend zeigt sich auch bei Transport (-0,2 % auf +0,9 %), Gesundheitsausrüstung und -dienstleistungen (-1,9 % auf +0,6 %) sowie Versorger (-1,5 % auf +0,2 %), wenngleich die Rallyes nach der Wahl hier geringer ausfielen. Umgekehrt sollten Anleger möglicherweise das übliche Muster von Kursanstieg und anschließendem Rückgang in den Sektoren Telekommunikationsdienstleistungen (+1,1 % auf -2,4 %) sowie Haushalts- und Körperpflegeprodukte (+1,6 % auf -0,2 %) meiden.

Kursentwicklung S&P 500 nach den MidTerms seit 1950 in Monaten

Grafik 5

Year	1M	2M	3M	4M	5M	6M	7M	8M	9M	10M	11M	12M
1950	-0.8%	6.6%	12.9%	9.5%	11.6%	14.2%	10.0%	11.5%	16.5%	20.1%	20.7%	16.5%
1954	6.3%	12.3%	12.9%	15.7%	13.5%	16.0%	18.3%	28.5%	32.8%	33.7%	31.0%	30.3%
1958	0.8%	6.5%	4.5%	8.2%	8.0%	10.2%	9.1%	15.4%	15.8%	12.5%	9.7%	10.2%
1962	7.4%	10.0%	12.7%	11.6%	16.6%	19.8%	19.1%	19.0%	19.3%	23.6%	23.7%	24.4%
1966	0.9%	2.6%	7.3%	8.7%	9.1%	15.2%	13.1%	13.5%	17.4%	16.2%	19.0%	12.5%
1970	5.6%	9.0%	14.7%	17.5%	19.7%	23.2%	20.3%	18.5%	11.5%	17.9%	17.8%	10.6%
1974	-12.0%	-5.4%	5.1%	12.2%	7.8%	18.6%	23.1%	24.3%	14.8%	14.0%	15.7%	17.8%
1978	3.4%	5.8%	3.5%	6.1%	9.6%	6.0%	8.1%	11.0%	12.9%	14.7%	17.1%	7.8%
1982	1.0%	0.6%	4.0%	11.6%	11.3%	18.1%	19.3%	22.9%	17.8%	19.6%	20.8%	19.0%
1986	2.8%	2.7%	13.6%	18.1%	22.6%	20.0%	19.2%	24.9%	29.3%	30.1%	33.3%	1.9%
1990	5.6%	1.1%	14.9%	20.3%	19.9%	21.5%	21.8%	20.7%	25.3%	24.9%	21.8%	24.7%
1994	-4.3%	-0.9%	3.3%	5.1%	8.9%	12.6%	13.4%	19.1%	20.2%	23.0%	24.2%	25.9%
1998	3.5%	12.1%	12.4%	15.5%	19.4%	19.9%	20.1%	25.7%	18.3%	22.2%	17.2%	22.0%
2002	-1.0%	0.8%	-8.4%	-11.8%	-4.1%	0.5%	6.6%	9.5%	6.4%	12.7%	13.5%	14.9%
2006	1.8%	2.3%	4.0%	-0.4%	4.7%	8.9%	8.0%	11.9%	5.1%	6.4%	13.0%	6.6%
2010	2.3%	6.6%	9.3%	10.7%	11.7%	12.9%	8.9%	12.1%	5.6%	0.9%	-7.9%	2.1%
2014	3.0%	-0.5%	2.5%	3.3%	3.5%	3.8%	3.3%	1.7%	3.6%	-4.5%	-1.6%	4.5%
2018	-4.4%	-6.2%	-1.7%	1.3%	4.8%	4.6%	4.7%	8.9%	5.9%	8.1%	6.0%	12.0%
2022	3.5%	2.4%	6.6%	0.7%	6.9%	7.9%	13.3%	17.8%	16.6%	16.6%	14.3%	13.6%
Average	**1.3%**	**3.6%**	**7.1%**	**8.6%**	**10.8%**	**13.4%**	**13.7%**	**16.7%**	**15.5%**	**16.5%**	**16.3%**	**14.6%**
Median	**2.3%**	**2.6%**	**6.6%**	**9.5%**	**9.6%**	**14.2%**	**13.3%**	**17.8%**	**16.5%**	**16.6%**	**17.2%**	**13.6%**
Rolling Average (all periods)	**0.8%**	**1.5%**	**2.3%**	**3.1%**	**3.8%**	**4.6%**	**5.4%**	**6.2%**	**7.0%**	**7.8%**	**8.6%**	**9.4%**

Quelle: JPMorgan

Berichtssaison für das dritte Quartal eröffnet neue Perspektiven

Zwei Themen beschäftigen die Kapitalmärkte derzeit besonders. Zum einen wird über die Perspektiven der Inflationsrate und ihre Auswirkungen auf die Notenbankpolitik diskutiert. Zum anderen bleibt es bei der vorherrschenden Meinung, dass der Technologie-/KI-Komplex nach wie vor der Platz für die besten Investments bleibt, solange steigende Zinsen als Drohkulisse auf den restlichen Aktienmarkt wirken. Dabei darf allerdings nicht übersehen werden, dass sich seit dem zweiten Quartal die Rahmendaten in der Breite zum Positiven gewendet haben und sich dieser Trend durchaus fortsetzen könnte.

Im September verzeichnete der US-Arbeitsmarkt einen Zuwachs von 29.000 Arbeitsplätzen außerhalb der Landwirtschaft (+46.000 im privaten Sektor) sowie einen geringfügigen Anstieg der Arbeitslosenquote von 4,14 % auf 4,18 %. Ein schwacher Arbeitsmarkt und eine robuste Inflation geben der Fed die Möglichkeit, kurzfristig nicht noch restriktiver zu agieren. Prognostiziert wird nun nur eine weitere Zinserhöhung um 25 Basispunkte im Dezember, wobei das Risiko einer dritten Zinserhöhung im Jahr 2027 besteht, sollte das Wachstum stark bleiben und die Inflation weiterhin steigen.

In dieser Woche äußerten sich fünf FOMC[1]-Mitglieder – Lisa Cook, Michael Barr, John Williams, Philip Jefferson und Lorie Logan – zu den Auswirkungen der KI auf die Konjunktur, den Arbeitsmarkt, die Inflation sowie die Geldpolitik. Ein durchgängiges Thema in ihren Äußerungen war, dass die KI eine Entwicklung darstellt, die die politischen Entscheidungsträger genau beobachten sollten. Alle Redner (mit Ausnahme von Logan) waren sich in ihren jeweiligen Stellungnahmen einig, dass der derzeitige Ausbau der KI möglicherweise zu einem erheblichen kurzfristigen Aufwärtsdruck in der Inflationsrate beiträgt. Williams stellte

Konjunktur und Verbrauchervertrauen verbessern sich mit den Einkaufsmanager-Indices (PMI) Grafik 6

	1Q '25	2Q '25	3Q '25	4Q '25	1Q '26	2Q '26	3Q '26
Real GDP, % oya							
US	2.3%	2.4%	2.6%	2.0%	2.6%	2.2%	2.1%
Euro Area	1.6%	1.4%	1.2%	1.1%	0.6%	1.2%	1.2%
Japan	1.6%	1.9%	0.7%	0.5%	0.5%	0.7%	1.3%
EM	4.4%	4.4%	4.3%	4.2%	4.4%	4.1%	4.1%
IP, %oya							
US	0.0%	0.3%	1.6%	1.3%	0.8%	1.5%	1.3%
Euro Area	2.1%	1.4%	1.4%	1.9%	-1.7%	0.2%	0.9%
Japan	2.8%	0.1%	-1.2%	-1.3%	1.2%	1.9%	3.3%
PMI Composite							
US	52.6	52.2	54.5	53.8	51.7	51.7	56.3
Euro Area	50.4	50.4	51.0	52.3	51.3	49.1	52.4
Japan	50.7	51.0	51.6	51.5	53.3	52.0	52.8
EM	52.3	51.5	52.4	52.3	52.9	53.1	52.0
German IFO	84.1	86.8	88.0	87.4	87.6	85.8	90.0
CPI, %oya							
US	2.7%	2.5%	2.9%	2.7%	2.7%	3.8%	3.2%
Euro Area	2.3%	2.0%	2.1%	2.1%	2.0%	3.0%	3.3%
Japan	3.7%	3.5%	3.0%	2.6%	1.4%	1.5%	1.9%
EM	3.2%	3.1%	2.7%	2.8%	3.1%	3.5%	3.4%
Consumer Sentiment							
US	64.5	55.0	58.3	52.5	55.4	48.0	51.7
Euro Area	-12.7	-14.1	-13.7	-12.9	-13.7	-19.0	-16.0
Japan	34.2	32.7	34.2	36.4	37.0	32.8	35.1
Unemployment rate, %							
US	4.1	4.2	4.3	4.5	4.3	4.3	4.1
Euro Area	6.3	6.3	6.3	6.3	6.4	6.4	6.4
Japan	2.5	2.5	2.5	2.6	2.7	2.5	2.5

Quelle: JPMorgan

fest, dass es „starke Preisanstiege bei Gütern gegeben hat, die für den Ausbau der KI unerlässlich sind", während Cook mögliche Ausstrahlungseffekte auf andere Wirtschaftssektoren erwähnte: „Investitionen in Rechenzentren sind auf Vorleistungen wie Bauleistungen und Energie angewiesen, die in vielen Wirtschaftssektoren weit verbreitet sind." Mittel- bis langfristig sehen sie jedoch das Potenzial, dass sich KI mit zunehmenden Produktivitätsgewinnen als disinflationär erweisen könnte. Mehrere Redner (alle außer Logan) wiesen darauf hin, dass KI-getriebene Produktivität zusätzliches BIP-Wachstum stützen könnte, während sie gleichzeitig die Arbeitsnachfrage in einer Weise beeinflussen könnte, die zu einer Entspannung auf dem Arbeitsmarkt führen könnte.

Was die aktuelle Wirtschaftslage betrifft, wurde sowohl das Wirtschaftswachstum als auch der Arbeitsmarkt insgesamt als widerstandsfähig eingeschätzt, während die kurzfristige Inflation unter allen Rednern weiterhin das vorherrschende Anliegen blieb. Insbesondere äußerten sich Barr und Logan am deutlichsten zur Geldpolitik und erklärten: „In meinem Basisszenario sind wahrscheinlich weitere geldpolitische Anpassungen erforderlich …", um die Inflation einzudämmen, und „ich gehe derzeit davon aus, dass der Zielkorridor um weitere 50 Basispunkte oder mehr angehoben werden muss, um die Aussichten und Risiken für die Ziele unseres doppelten Mandats angemessen auszugleichen", so Williams. Umgekehrt erklärte Williams, es bestehe „keine Dringlichkeit", und sollte sich die „Wirtschaft in einer Weise entwickeln, die mit seiner Prognose übereinstimmt", „könnte eine weitere Anhebung des Zielkorridors für den Federal Funds Rate gegen Ende dieses Jahres angemessen sein". Während Williams' Äußerungen mit dem Basisszenario einer geduldigen und datenabhängigen Federal Reserve übereinstimmten, die von hier aus schrittweise vorgeht, wiesen Barr und Logan auf Aufwärtsrisiken für unsere geldpolitische Prognose hin. Am Mittwoch meldete das BEA[2] für August einen Kern-PCE von 3,0 % im Jahresvergleich (+0,25 % im Monatsvergleich). Obwohl sich das Dreimonatswachstum des Kern-PCE[3] auf 2 % verlangsamte, lag die Inflationsrate im Jahresvergleich in den vergangenen sieben Monaten in Folge bei 3,0 % oder darüber und ist seit 2024 stabil geblieben. Während das moderate Dreimonatswachstum dem Ausschuss ein Argument liefern könnte, die Zinsen nicht bei jeder Fed-Sitzung anzuheben, dürfte der solide Inflationsverlauf dafür sorgen, dass das FOMC weiterhin eine restriktive Haltung beibehält.

Öl bleibt ein zentraler makroökonomischer Übertragungskanal, und Aktien weisen nach wie vor eine erhebliche geopolitische Prämie auf. Die neuesten Daten von Kpler[4] zeigen, dass sich die Rohölströme weitgehend normalisiert haben, wobei die Exporte wieder auf rund 98 % des Vorkriegsniveaus gestiegen sind. Die Ausfuhren Exporte von Raffinerieprodukten bleiben jedoch mit rund 58 % des Vorkriegsniveaus weiterhin eingeschränkt, was mit einem Rohölmarkt im Einklang steht, der wieder Fuß gefasst hat, auch wenn die Verknappung bei den Raffinerieprodukten die Inflationsgefahr aufrechterhält. Öl wird nach wie vor mit einer Kriegsprämie gehandelt, die das Eskalationsrisiko rund um die Straße von Hormus widerspiegelt. Die Auswirkungen höherer Ölpreise auf die Aktienmärkte sind zweierlei: Sie wirken sich direkt auf die Fundamentaldaten aus, insbesondere in Europa über die Terms of Trade und den Margendruck, und sie spielen zudem über die Inflation und den geldpolitischen Kurs eine Rolle, was sich wiederum auf die Diskontsätze auswirkt.

Die Volatilität an den Zinsmärkten der Industrieländer stand in den vergangenen Wochen weiterhin im Mittelpunkt des Interesses der Makroinvestoren. Ende September verstärkte sich das „Higher for Longer"-Szenario an der US-Geldmarktkurve weiter, wobei der mittelfristige Bereich (2 – 5 Jahre) eine Underperformance verzeichnete.
In den zurückliegenden Wochen deuteten die starken Kursbewegungen im Zinsbereich darauf hin, dass technische Faktoren (einschließlich umfangreicher Stop-outs) eine Rolle gespielt haben könnten. Bislang dominierte die Einschätzung, dass die Reaktion der Zentralbanken auf einen Angebotsschock nur geringfügig höhere Leitzinsen erfordern dürfte. Denn die fragilen makroökonomischen Aussichten und die Energiekrise für die Verbraucher würden ausreichen, um den Inflationsdruck mittelfristig zu verringern, ohne dass ein langwieriger Zinserhöhungszyklus erforderlich wäre.

Die Stärke des konjunkturellen Aufschwungs in den USA und die gleichzeitige Widerstandsfähigkeit der Wachstumsaussichten im Euroraum haben es der Fed jedoch ermöglicht, im September parallel zur zweiten Zinserhöhung der EZB mit der Straffung zu beginnen. Wir gehen davon aus, dass die Zinserhöhungen fortgesetzt werden. Diese Dynamik hat die allgemeine makroökonomische Positionierung spekulativer Anleger in der Praxis in Frage gestellt und bei denjenigen, die einen kleinen Zinserhöhungszyklus erwartet hatten, zur Auflösung ihrer Positionen geführt.

1 FOMC = Federal Open Market Committee, das geldpolitische Beschlussorgan der US-Notenbank

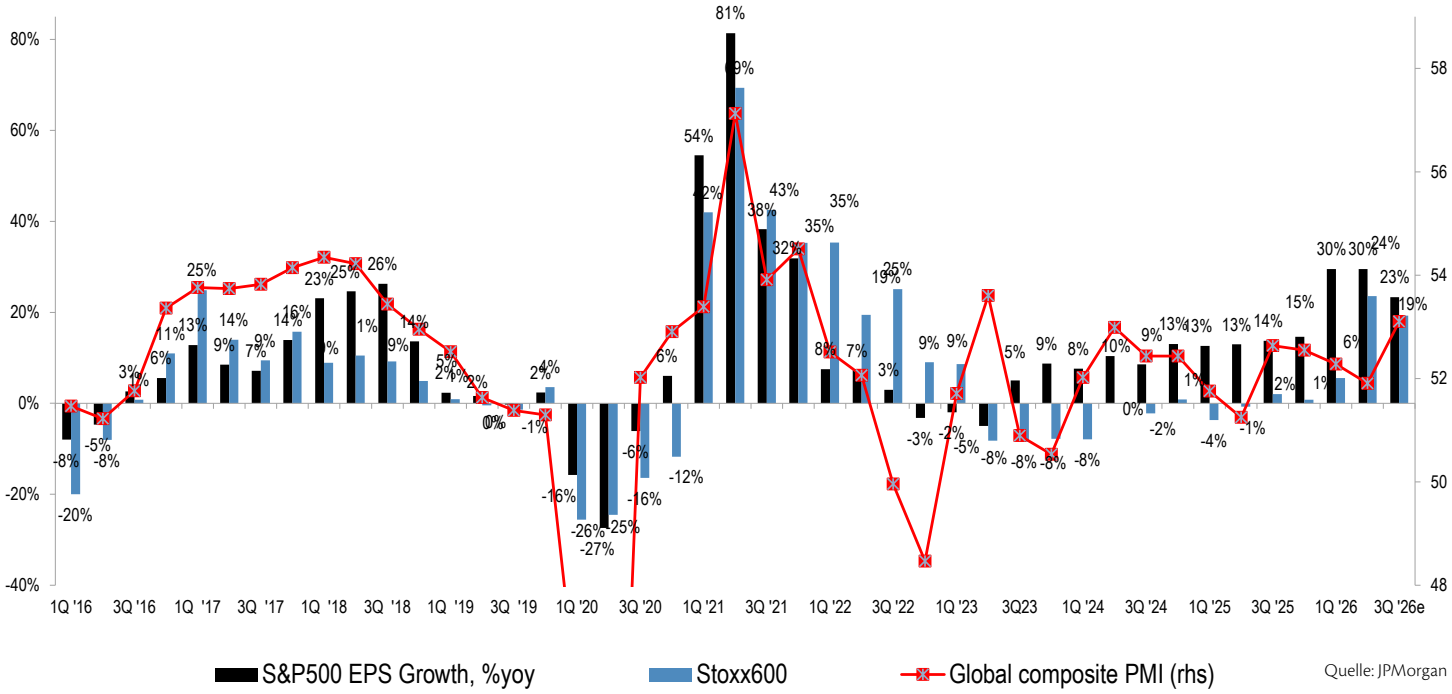
2 BEA = Bureau for Economic Analysis ist eine bundesstaatliche Agentur unter dem Wirtschaftsministerium.

3 PCE = Personal Consumption Expenditures. Die PCE-Inflation misst die Preisentwicklung jener Waren und Dienstleistungen, die von bzw. für US-Verbraucher gekauft werden.

4 Kpler ist eine globale Technologie- und Datenplattform für den Rohstoff- und Schifffahrtshandel.

Alles nach oben – US- und europäische Unternehmensgewinne und Einkaufsmanager-Indices

Grafik 7



Quelle: JPMorgan

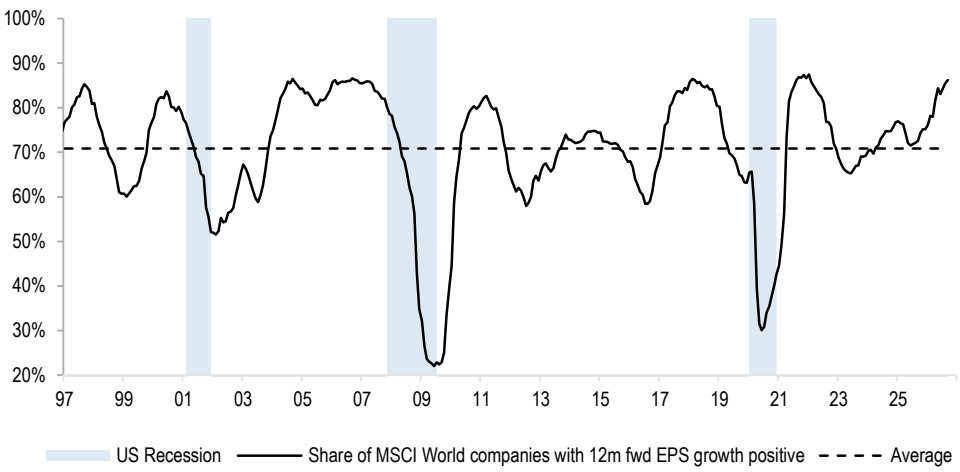
Wir gehen davon aus, dass die Fed bei restriktiven Zinssätzen Geduld bewahren wird, weisen jedoch auf einige Risiken hin, die nach unserer Ansicht zu niedrigeren Zinsen im mittelfristigen Bereich führen würden. In einem Szenario, in dem sich die Inflation tatsächlich in Richtung des Zwei-Prozent-Ziels der Fed bewegt, wird die Notwendigkeit anhaltend hoher Zinsen nachlassen, was den Markt dazu veranlassen dürfte, einen Teil der derzeit in der Terminkurve eingepreisten Straffung zurückzunehmen, die weiterhin über unserem Basisszenario (insgesamt zwei Zinserhöhungen der Fed) und unserem Risikoszenario (insgesamt drei Zinserhöhungen der Fed) liegt. In einem anderen Szenario – sollte sich die Senkung der Inflation als schwieriger erweisen – erwarten wir nicht, dass die Fed lange Geduld zeigen wird.

Dies dürfte dazu führen, dass der Markt insgesamt mehr Zinserhöhungen einpreist und den erwarteten Zeitplan vorverlegt, was wahrscheinlich eine Inversion der Geldmarktkurve aufgrund größerer Abwärtsrisiken für das Wachstum zur Folge hätte, und schließlich zu niedrigeren Zinsen im mittelfristigen Bereich führen würde, da der Markt von „mehr Zinserhöhungen" zu „früheren Zinssenkungen" übergeht.

Für die Aktienmärkte gibt es Rückenwind, solange es zu höheren Unternehmens-Gewinnen kommt. Speziell der Dauerbrenner Technologie/KI, der nicht nur eine relative Outperformance zum Rest erzielt hat und das höchste Beta gegenüber einem konjunkturellen Aufschwung aufweist, ist auch am besten dafür gerüstet, einem Umfeld mit höheren Zinsen standzuhalten. Und es ist beruhigend zu sehen, dass der Anteil der Unternehmen mit wachsendem Gewinn pro Aktie für die nächsten 12 Monate innerhalb des MSCI-Welt-Universums immerhin über 80 % liegt.

im MSCI Welt gelistete Unternehmen steigern ihre Ergebnisse

Grafik 8



Quelle: JPMorgan

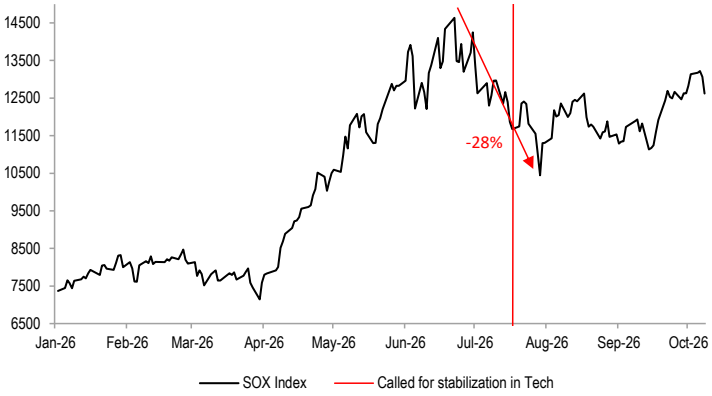
Ebenso untermauert eine Regressionsanalyse seit 2025 die Ansicht, dass KI im Grunde eine zyklische Wachstumsgeschichte ist. Üblicherweise haben „Global Cyclicals" den höchsten Beta-Wert gegenüber Index- Veränderungen, sie schwanken am stärksten. Die Halbleiterbranche hingegen dürfte starke Ergebnisse liefern, und wir stellen fest, dass sich eine deutliche Lücke zwischen relativer Kursentwicklung der Halbleiterwerte und ihren relativen Gewinnen aufgetan hat. KI-Rechenzentren werden weiterhin für starke Umsätze und Auftragseingänge sorgen, angeführt von den Bereichen Stromversorgung und Optik, während der Automobilsektor seine Lagerbestände an Chips wieder auffüllt und der Industriesektor stabil bleibt. Auch Halbleiterausrüstungshersteller werden eine sich verbessernde Dynamik prognostizieren mit hoher Vorhersehbarkeit bis ins Jahr 2027, während die Bereiche Konsumgüter und Mobilfunk aufgrund hoher DRAM-Preise, die die Nachfrage beeinträchtigen, schwach bleiben werden.

Die anhaltende Underperformance der zyklischen Werte trotz sich verbessernder Wachstumserwartungen deutet darauf hin, dass konsumorientierte Sektoren weiterhin unter Druck stehen, was wahrscheinlich auf die Auswirkungen höherer Energiekosten zurückzuführen ist.

Favoriten bleiben nach der sommerlichen Konsolidierungspause erneut US-Aktien aus dem Technologie-/KI-Sektor innerhalb der US-Aktien, wobei wir kurzfristig taktisch Halbleiter und Hardware gegenüber Software den Vorzug geben, was im Einklang mit einem durch KI-Investitionen getriebenen Investitionszyklus steht. Der Halbleiter-Sektor hatte in den vergangenen Monaten stark korrigiert, obwohl das Gewinnwachstum ungebrochen blieb. Das Hauptrisiko für diese Einschätzung bleibt die Dauerhaftigkeit des Gewinnwachstums und der KI-bezogenen Investitionen, wodurch die bevorstehende Berichtssaison im Oktober zu einem wichtigen Katalysator für die Beurteilung der Nachhaltigkeit der aktuellen Marktführerschaft wird. Die jüngste Aktienrallye war weitgehend ein von der KI getriebenes Phänomen. Seit Januar 2025 hat der aggregierte Technologie-/KI-Index die übrigen Sektoren um 38 Prozentpunkte übertroffen und eine kumulierte Rendite von rund 53 % erzielt, verglichen mit 15 % bei den übrigen Sektoren. Diese Divergenz hat sich auch während der jüngsten Verbesserung der Wachstumserwartungen seit August 2026 fortgesetzt. Das bedeutet auch, dass KI-exponierte Sektoren mehr als doppelt so empfindlich auf Änderungen der US-Wachstumsprognosen reagieren. Zusammengenommen deuten diese Ergebnisse darauf hin, dass KI-bezogene Sektoren weiterhin eine größere Sensitivität gegenüber Aufwärtskorrekturen der Wachstumserwartungen zeigen werden, was unsere Präferenz für den Technologiekomplex bekräftigt.

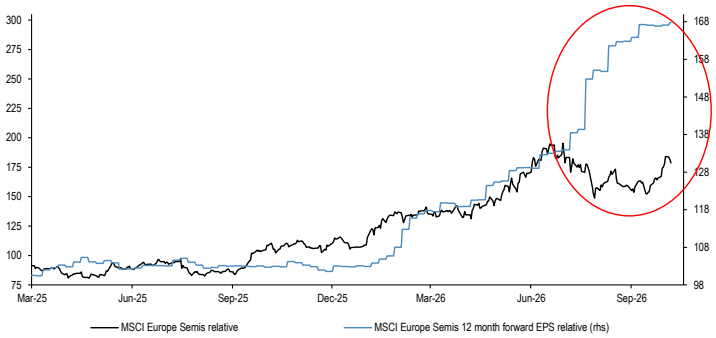
Halbleiterindex SOX:
Seitwärts nach scharfer Korrektur

Grafik 9



Kurs- und Gewinnentwicklung europäischer Halbleiteraktien

Grafik 10



Abgesehen von unserer bereits erwähnten Präferenz für KI und die US-Aktienmärkte ist Europa auf absoluter Basis nach wie vor ein Markt, den wir schätzen; allerdings steht er auf unserer „Kauf"-Liste weiter unten, da er relativ wenig KI-Exposure aufweist, was nach wie vor unsere erste Wahl bei globalen Aktien ist. Was Europa jedoch bietet, ist eine Sensitivität gegenüber der Energierisikoprämie, wodurch sich kurzfristig eine Entwicklung in beide Richtungen abzeichnet. Eine glaubwürdige Deeskalation im Nahen Osten könnte eine Erholungsrallye in Europa, bei US-Small-Caps und bei internationalen Aktien im Allgemeinen auslösen. Doch diese Bewegung würde wieder abflauen, sofern nicht mindestens einer von drei Faktoren das Umfeld verändert: eine makellose Disinflation, sinkende und dauerhaft niedrige Ölpreise oder ein anhaltendes zyklisches Wachstum. Darüber hinaus bleibt an den Aktienmärkten das K-förmige Szenario unser zentraler Rahmen. Der Markt unterscheidet weiterhin scharf zwischen einem fundamental gestützten KI- und Qualitätswachstums-Komplex und einer angeschlagenen, breiteren Gruppe zyklischer Werte, die zwar taktisches Kaufinteresse auf sich ziehen kann, aber Schwierigkeiten hat, diese in einem aktiven Zinserhöhungszyklus aufrechtzuerhalten.

Sollte sich das Risiko einer Zinserhöhung im Oktober erneut verstärken oder sollte der Markt weiterhin in einem „Higher-for-Longer"-Preisszenario verankert bleiben, würden wir es dennoch vorziehen, die Klarheit über das Vorgehen der Fed abzuwarten und dabei in Qualitätswachstum und dem breiten KI-Komplex zu bleiben. Die Positionierung steht im Einklang mit dem K-förmigen Szenario, wo die Aktien des einen Sektors steigen und die des anderen fallen. Die Kapitalströme von Privatanlegern konzentrieren sich weiterhin auf die Marktführer, wobei die „Mag 7" die Einzelaktienkäufe dominieren und die Nachfrage in den meisten Sektoren außerhalb des Technologiesektors schwach erscheint. Im Technologiesektor liegt unser Schwerpunkt taktisch weiterhin auf Halbleitern und Hardware gegenüber Software, was im Einklang mit einem von KI-Investitionen geprägten Umfeld steht.

Small Caps bilden weiterhin die andere Seite dieses Handels: Die Verkäufe von RTY durch Privatanleger nehmen zu, und die Short-Positionen steigen auf ein extremes Niveau, was die Annahme untermauert, dass es zwar zu einer Ausweitung des Kaufinteresses kommen kann, dieses sich bei hohen Renditen jedoch nur schwer verteidigen lässt. Die Überzeichnung bei „Quality Growth"-Titeln ist bereits recht hoch, allerdings liegt diese Gruppe im 75. bis 80. Perzentil und damit unter dem Höchststand vom Oktober, was darauf hindeutet, dass noch Spielraum für eine weitere Ausweitung besteht. Wir beobachten zudem eine zunehmende Überbelegung bei Large- und Mega-Caps, da die Wahrscheinlichkeit einer Leitzinserhöhung gestiegen ist. Dies steht im Einklang damit, dass der Markt Mega-Cap-Technologieaktien weiterhin als sicheren Hafen betrachtet, anstatt sich entschlossen in zyklische Werte umzuschichten.

JPMorgan bleibt jedenfalls für den Rest des Jahres immer noch relativ positiv gestimmt. Nur wenigen Ländern traut die Investmentbank nichts mehr zu. Das sind Taiwan und Brasilien.

Prognose Aktien-Indices bis 30.12.26

Grafik 11

Equities

		Current	Dec-26
US	S&P 500	7,738	8,000
Euro Area	MSCI Eurozone	376	420
UK	FTSE 100	10,484	11,000
Japan	TOPIX	4,091	4,600
EM	MSCI EM ($)	1,709	2,000
China	MSCI China	72	100
Korea	KOSPI	7,004	9,000
Taiwan	TWSE	48,476	47,000
India	MSCI India	2,740	3,200
Brazil	Ibovespa	186,946	185,000
Mexico	MEXBOL	63,948	69,000
Saudi Arabia	MSCI Saudi Arabia	1,197	1,235

Quelle: JPMorgan

Prognose Zinsen bis 30.09.27

Grafik 12

Rates

	Current	Dec-26	Mar-27	Jun-27	Sep-27
US (SOFR)	3.87	4.15	4.15	4.15	4.15
10-year yields	5.25	5.05	5.10	5.05	5.00
Euro area (depo)	2.50	2.75	3.00	3.00	3.00
10-year yields	3.46	3.15	3.10	3.00	2.95
Italy-Germany 10Y (bp)	114	100	95	85	90
Spain-Germany 10Y (bp)	62	55	50	45	45
United Kingdom (bank rate)	3.75	4.00	4.25	4.25	4.25
10-year yields	5.36	5.10	4.95	4.75	4.65
Japan (call rate)	1.25	1.50	1.50	1.75	2.00
10-year yields	3.09	3.05	3.05	3.15	3.20
EM Local (GBI-EM yield)	6.55	6.29			

Quelle: JPMorgan

Asset Allocation: Modell bleibt kurzfristig zurückhaltend

Das taktische MacroQuant Modell unseres kanadischen Partners BCA Research empfiehlt auch weiterhin ein Untergewicht bei Aktien und Anleihen, das durch ein deutliches Übergewicht in liquiden Mitteln ausgeglichen wird. Das Modell ist gegenüber dem US-Dollar sehr positiv, gegenüber Gold und Kupfer leicht negativ und gegenüber Öl wiederum positiv. Hier sei nochmals erwähnt, dass der Zeitstrahl für die Prognose mit 1 – 3 Monaten relativ kurz ausgeprägt ist.

Anleger sprechen oft im Singular von „r-star"[5] – dem Zinssatz, der mit niedriger Arbeitslosigkeit und der Inflationszielrate vereinbar ist. In Wirklichkeit besteht die Wirtschaft jedoch aus vielen verschiedenen Sektoren, von denen die meisten unterschiedliche „r-star"-Werte aufweisen.

Derzeit besteht kaum ein Zweifel daran, dass die Zinssätze für den US-Wohnungs- und Gewerbeimmobiliensektor zu hoch sind. Die Zinssätze sind wahrscheinlich auch für Teile des verarbeitenden Gewerbes und für viele Verbraucher am unteren Ende der Einkommensverteilung zu hoch.

Die Zinsen sind jedoch nicht so hoch, dass sie die Einführung der KI behindern würden. Sie sind auch nicht so hoch, dass sie vermögende Haushalte mit großen Aktienbeständen davon abhalten würden, weiterhin Geld auszugeben. Daher sind wir mit einer Situation konfrontiert, in der der Konsum aufgrund einer sinkenden Sparquote das reale Einkommenswachstum überholt hat.

Starke Investitionen in Rechenzentren und niedrigere Sparquoten führen zu einem höheren r-star für die Gesamtwirtschaft. Hinzu kommt die Notwendigkeit, höhere Renditen anzubieten, um Anleger zu motivieren, einen immer größeren Bestand an Staats- und KI-bezogenen Schuldtiteln zu halten.

MacroQuant Asset Allocation Grafik 13

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

Quelle: BCA Research

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.**

5 Die Schätzungen für den neutralen Realzins (r-Stern) laut dem renommierten Holston-Laubach-Williams (HLW) Modell, das regelmäßig von der Federal Reserve Bank of New York veröffentlicht wird, zeigen ein klares Bild für die beiden Wirtschaftsräume: USA: Der geschätzte \(r^{*}\) bewegt sich in den gängigen Modellvarianten meist in einer Spanne von ca. 0,6 % bis knapp über 1,2 %.

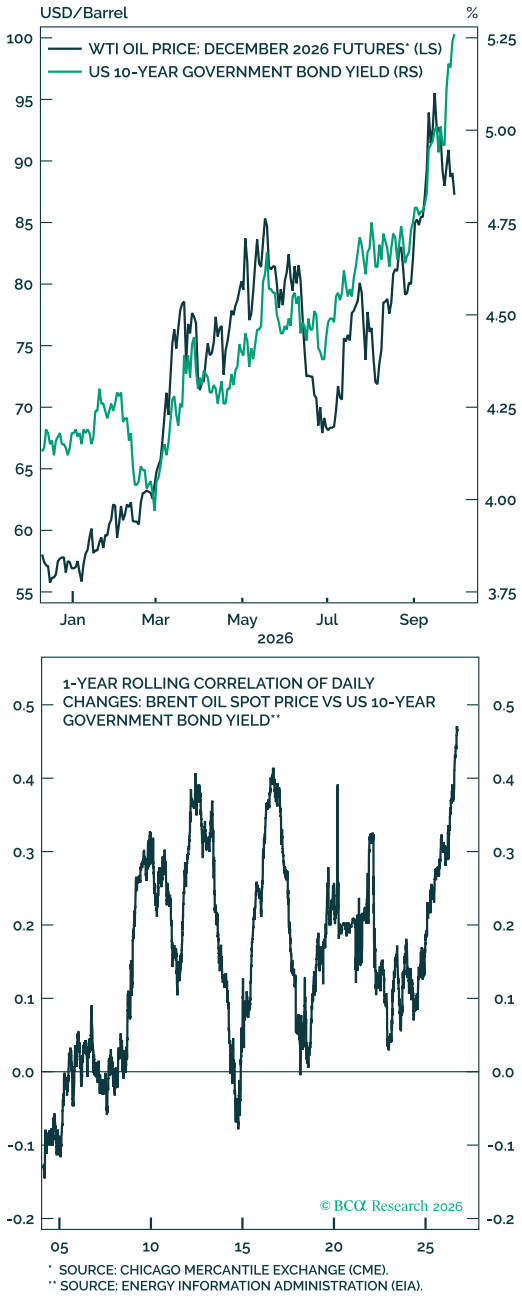
Euroraum: Hier fällt die Schätzung traditionell niedriger aus. Die Standard-HLW-Modelle sahen den Zins zeitweise sogar im leicht negativen Bereich (um **-0,3 % bis -0,7 %**). Modifizierte Varianten, die vorausschauende Markterwartungen einbeziehen, taxieren den realen Euroraum-\(r^{*}\) etwas höher im positiven Bereich bei etwa **0,2 % bis 0,8 %**.]

- **Langfristiger Nominalzins:** Die Währungshüter der US-Notenbank schätzen den angemessenen nominellen Leitzins für die ganz lange Frist auf ca. 3,1 % bis 3,25 %.
- **Daraus abgeleiteter r*:** Zieht man das offizielle Inflationsziel von 2,0 % ab, ergibt sich ein impliziter neutraler Realzins von etwa 1,1 % bis 1,25 %.

Der aktuelle US-Leitzins liegt in einer Spanne von **3,75 % bis 4,00 %**. Vergleicht man diesen nominellen Wert (abzüglich der aktuellen Inflation) mit dem geschätzten r*, weiß man, dass die Geldpolitik der Zentralbanken aktuell **restriktiv** wirkt.

Korrelation von Ölpreis und Rendite 10-jähriger US-Treasuries auf Allzeithoch

Grafik 14



Quelle: BCA Research

Jüngste politische Entscheidungen haben die Lage nicht verbessert. Höhere Ölpreise haben die Inflation angetrieben. Zu allem Überfluss schoss Finanzminister Scott Bessent ein Eigentor, als er beschloss, zur Unterstützung des Yen einzugreifen. Über Jahre liehen sich Investoren Yen und nutzten die Mittel, um höher verzinsliche US-Treasuries zu kaufen. Ein stärkerer Yen hat wahrscheinlich einige von ihnen dazu veranlasst, den Treasury-Markt zu verlassen, was die Renditen in die Höhe trieb.
Vorerst bleibt unser MacroQuant-Modell für die kurzfristige Perspektive von Treasuries negativ. Die mittelfristige bis langfristige Aussicht wird jedoch anziehender. Wir würden eine Long-Position in der 10-jährigen Anleihe eingehen, wenn die Rendite 5,5 % erreichen würde. In diesem Fall würden steigende Renditen der Wirtschaft und dem Aktienmarkt so viel Schaden zufügen, dass ein weiterer Anstieg der Renditen sich selbst begrenzen würde.

Der Aktivitäts-Score der Wirtschaft unterstützt weiterhin Aktien, wenn auch weniger stark als im August. Am Arbeitsmarkt sind die Erstanträge auf Arbeitslosengeld gesunken, während der Bloomberg-Arbeitsmarkt-Überraschungsindex gestiegen ist. Die Immobilienpreise tendieren nach oben, ebenso der Cass Freight Index, ein Indikator für das innerkontinentale Frachtaufkommen in Nordamerika. Auch die Echtzeit-BIP-Wachstumsprognose der New York Fed ist gestiegen, was alles den Aktivitäts-Score stützt.

Der Inflations-Score ging in diesem Monat zurück. Die Gesamtinflation (CPI) und der PPI stiegen beide. Die Inflationserwartungen der Haushalte zogen an, insbesondere auf Einjahressicht. Die Einkaufsmanagerindizes (PMI) im verarbeitenden Gewerbe deuten ebenfalls auf einen zunehmenden Inputkostendruck hin.
Der Score für monetäre und finanzielle Bedingungen fiel diesen Monat deutlich. Die Renditen für Staatsanleihen stiegen, während die Spreads von Unternehmensanleihen sich ausweiteten. Auch die Indizes zu den finanziellen Bedingungen haben sich verschärft, was auf ein weniger akkommodierendes Umfeld für Aktien hindeutet.

Der Sentiment-Score verbesserte sich auf das 16th Perzentil. Obwohl die Komponente weiterhin Abwärtsrisiken für Aktien signalisiert, wiegt sie weniger stark auf den Gesamt-Score für Aktien als im August. Die Netto-Spekulationspositionen im S&P 500 sind in Short-Positionen konzentriert, ein konträres Signal, das das Modell positiv bewertet. Zudem hat sich das Sentiment der Berater verbessert, befindet sich aber noch nicht auf überhitzten Niveaus.
Die Bewertungs-Komponente sieht den S&P 500 weiterhin als teuer an, was mit einer vorsichtigen Position über längere Horizonte übereinstimmt.

US-Sektoren: Bevorzugung von Energie, defensiven Sektoren und Finanzwerten

MacroQuants US-Sektor-Modell, Sector Selector, empfiehlt Übergewicht in Energie, Versorgungsunternehmen, Gesundheitswesen, Konsumgütern und Finanzwerten.

Energie belegt den Spitzenplatz in den Rankings von Sector Selector. Steigende Ölpreise und die bullische Prognose des Modells für Rohöl sorgen für einen unterstützenden Hintergrund. Das Gewinn- und Umsatzwachstum des Sektors ist stark, und das

Kurs-Gewinn-Verhältnis liegt unter seinem Dreijahresdurchschnitt. Auch das bullische Sentiment gegenüber Öl hat zugenommen und rundet das Argument für den Sektor ab. Die Empfindlichkeit von Öl gegenüber geopolitischen Entwicklungen bleibt jedoch eine Unbekannte.

Die defensive Neigung von Stock Coach zeigt sich in den Sektor-Rankings, wobei Versorgungsunternehmen, Gesundheitswesen und Konsumgüter alle im Übergewichtsbereich liegen. Die steigende Stromproduktion stellt Versorgungsunternehmen an die Spitze der Defensivgruppe. Auf Platz zwei folgt das Gesundheitswesen, gestützt durch die jüngste Outperformance gegenüber dem Gesamtmarkt.

Finanzwerte liegen auf Platz fünf und profitieren von Bond Buddy's kurzfristiger Erwartung steigender Renditen sowie von sich verbessernden Kreditbedingungen für kleine Unternehmen, wie die NFIB-Umfrage berichtet.

Gegenüber Immobilien und IT ist das Modell neutral. Das Gewinn- und Umsatzwachstum der IT-Branche übertrifft den Gesamtmarkt seit mehreren Monaten, und die jüngste Outperformance stärkt diese positiven Aspekte. Diese Stärken werden durch die vorsichtige Haltung des Modells gegenüber Aktien ausgeglichen, da Technologie ein hochvolatiler (High-Beta-)Sektor sein kann. Zudem liegen Investment-Grade-Spreads für Tech über denen des breiteren Kredituniversums, was auf wachsende Sorgen über die Finanzierung von KI-Investitionen hindeutet. Zuflüsse in Tech-ETFs haben sich ebenfalls abgeschwächt.

Sector Selector gewichtet Industrie- und Basismaterialien unter und ist am negativsten für zyklische Konsumwerte und Kommunikationsdienste.

Aktienregionen: Übergewicht für Japan, Kanada und die USA

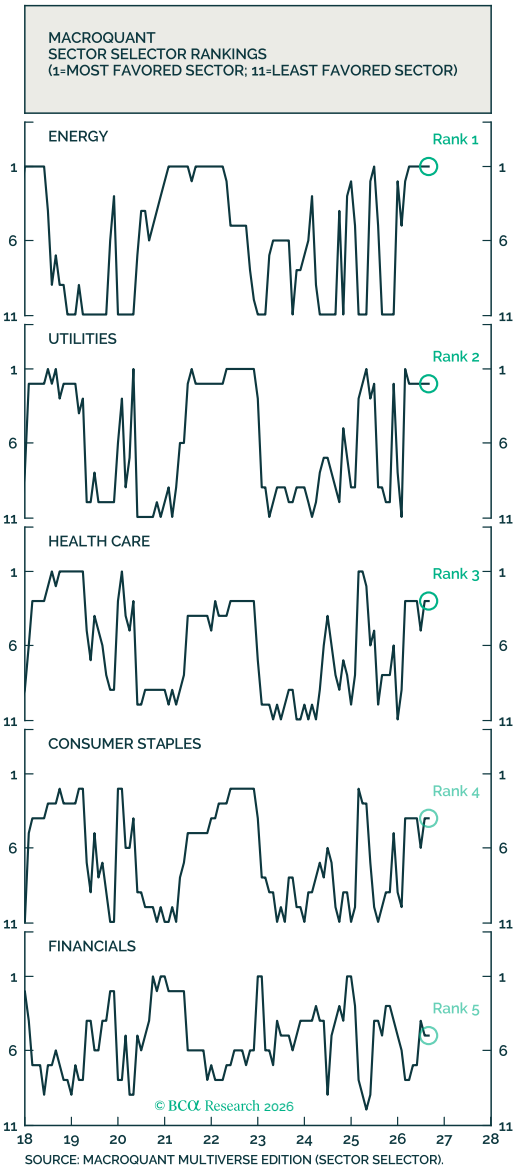
MacroQuants regionales Aktienmodell, Region Rumble, favorisiert in eine globalen Aktienportfolio Japan, Kanada und die USA. Es gewichtet das Vereinigte Königreich, den Euroraum und Schwellenländer unter und weist eine stärkere negative Neigung gegenüber Australien auf.

Japan führt die Rangliste an, wobei Outperformance, starkes Gewinnwachstum und solide ETF-Zuflüsse allesamt zu seinen Gunsten wirken.
Auf dem zweiten Platz profitiert Kanada von Sector Selector's Präferenz für Energie, ein Vorteil, der durch die bullische Ölaussicht des Modells verstärkt wird. Umsatzwachstum und ETF-Zuflüsse waren ebenfalls solide.

Die USA vervollständigen die Übergewichts-Empfehlungen. Die positive Dollar-Prognose des Modells wirkt sich zugunsten US-amerikanischer Aktien aus. Die US-PMIs sind stärker als im Rest der Welt. Obwohl das relative Preis-Momentum die USA begünstigt, hinkte das Gewinnwachstum bei US-Aktien in diesem Monat hinter der globalen Benchmark hinterher. Das hielt die USA in den Rankings hinter Japan und Kanada zurück.

Technologie hat im Modell aktuell keine Favoritenrolle

Grafik 15



SOURCE: MACROQUANT MULTIVERSE EDITION (SECTOR SELECTOR).

Quelle: BCA Research

Das Modell gewichtet sowohl Großbritannien als auch den Euroraum unter. Obwohl beide Regionen von einer günstigen Sektorenzusammensetzung profitieren, trübte die Modellprognose für einen schwächeren Euro und Pfund die Aussichten für deren Aktienmärkte. Die Gewinne und das Umsatzwachstum europäischer Unternehmen lagen außerdem hinter dem globalen Durchschnitt, und die relative Preisentwicklung hat sich verschlechtert.

Australien steht vor denselben Gegenwinden wie Europa. Zusätzlich machen schwächere vorläufige PMI-Werte Australien zur am wenigsten favorisierten Region des Modells.

US-Staatsanleihen: Taktisch starkes Untergewicht, aber auf 12-Monats-Sicht konstruktiver

MacroQuants Bond Buddy-Modell hat die Duration für die nächsten 1–3 Monate weiter auf ein starkes Untergewicht herabgestuft und prognostiziert Treasury-Renditen am 12th Perzentil der erwarteten Renditeverteilung.

Steigende Renditen haben alle Momentum-Maßzahlen für Duration negativ werden lassen, und mehrere andere technische Indikatoren belasten den Score ebenfalls. Der MOVE-Index ist stark gestiegen und weist auf eine höhere erwartete Volatilität am Anleihemarkt hin. Die spekulative Positionierung bleibt netto Short, während das bullische Sentiment gegenüber Treasuries weiter zurückgegangen ist.

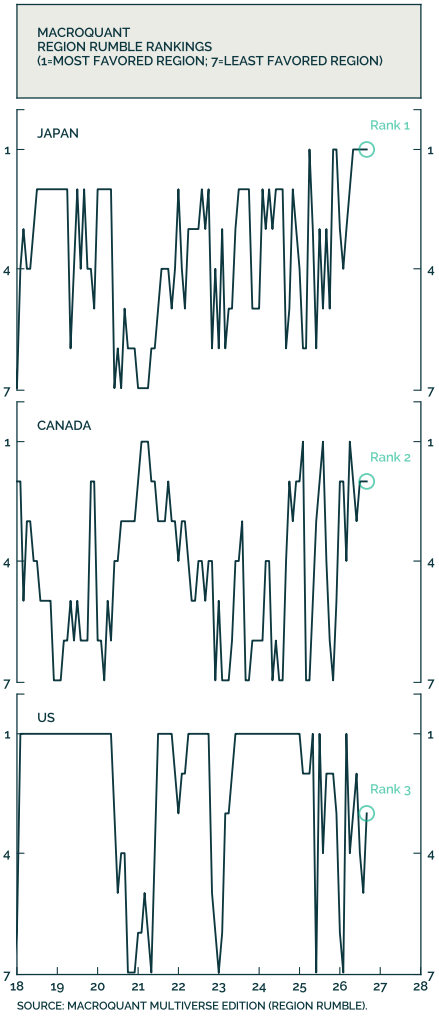
Bei der Teuerung sind die Inflationserwartungen der US-Haushalte gestiegen, und die PMIs im verarbeitenden Gewerbe deuten auf steigende Inputpreise und längere Lieferzeiten hin. Der Ölpreisanstieg in diesem Monat verstärkt den inflationären Druck. Der US-Arbeitsmarkt bietet keine Entlastung, da der Bloomberg-Arbeitsmarkt-Überraschungsindex signalisiert, dass die Daten stärker als erwartet ausgefallen sind. Zudem wurde der mediane langfristige Punkt (Dot) des FOMC nach oben revidiert, was einen höheren erwarteten Zinsweg impliziert.

Das Modell schätzt den strukturellen Fair Value der Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe auf 4,36 %, ein bedeutender Anstieg gegenüber 3,62 % zu Jahresbeginn, aber immer noch deutlich unter der aktuellen 10-jahres Rendite von über 5,3 %.

Bond Buddys 12-Monats-Ausblick legt mehr Gewicht auf den Fair Value und weniger auf die oben diskutierten technischen Indikatoren. Dementsprechend ist sein zyklischer Score konstruktiver und liegt am 57th Perzentil der erwarteten Renditeverteilung. In einem währungsgesicherten DM-Staatsanleiheportfolio, das 11 Länder abdeckt, bevorzugt das Modell Japan, Neuseeland und Spanien gegenüber Kanada, Deutschland und der Schweiz.

Japan bleibt weiter vorn

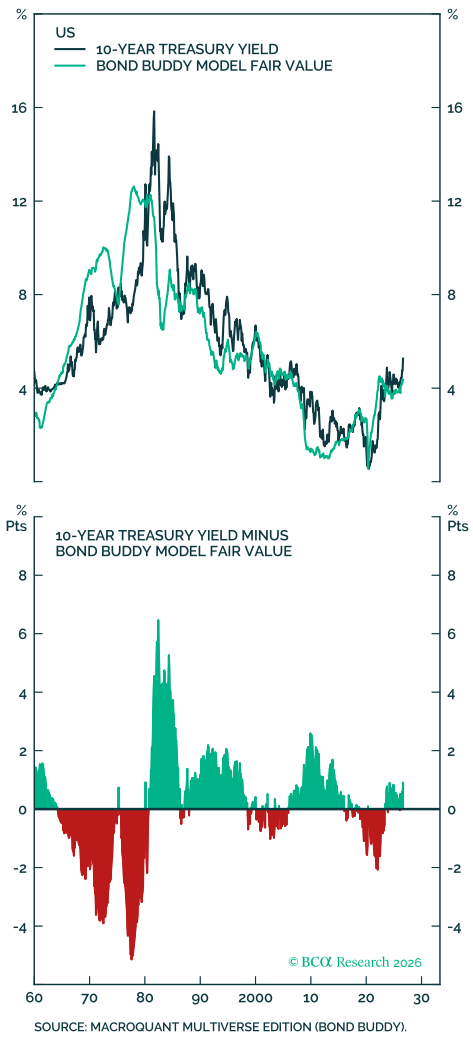
Grafik 16



Quelle: BCA Research

10-jährige US-Treasuries sind mittelfristig unterbewertet

Grafik 17



Quelle: BCA Research

Währungen: Sehr bullisch für den US-Dollar

MacroQuants FX-Modell war bereits zu Beginn des Septembers bullisch gegenüber dem US-Dollar und hat den DXY weiter aufgewertet. Der Score stieg auf das 86th Perzentil der erwarteten Renditeverteilung.

Der US-Dollar-Index erzielte in diesem Monat positive Renditen, ein unterstützendes Signal, da das Modell den Greenback als Momentum-Währung betrachtet. Die steigende Volatilität auf den Devisenmärkten arbeitete ebenfalls zu seinen Gunsten, wobei der CVIX von niedrigen Niveaus anstieg. Zinsdifferenziale sprechen weiterhin für den Dollar. Auf der Wachstumsseite liegen die US-Neubestellungen im verarbeitenden Gewerbe vor ihren globalen Pendants.

Bewertungen dämpfen die längerfristige Aussicht. Der DXY wird mit einem Aufschlag gegenüber seinem Kaufkraftparitäts-(PPP-)Fair-Value gehandelt, ein Aufschlag, der auch nach Berücksichtigung langfristiger Realzinsdifferenziale bestehen bleibt.

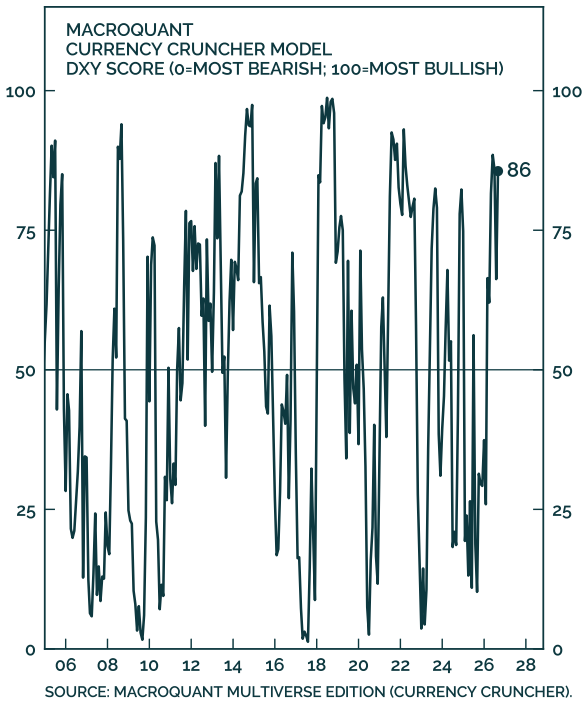
Unter den Währungen entwickelter Märkte bevorzugt das Modell den Yen am meisten.

ETF-Portfolio mit wenig Volatilität

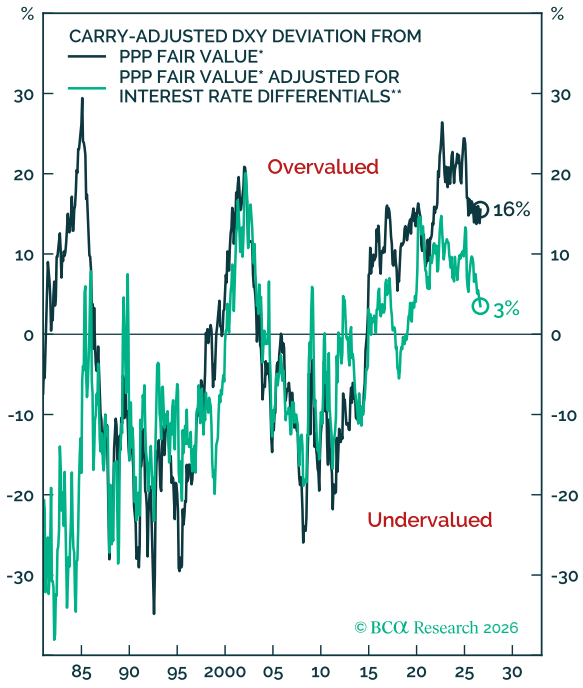
Schon im Frühjahr 2008 startete das Aktien-ETF-Portfolio. Heute, 18,5 Jahre später, kann man von einer stabilen und etablierten Strategie sprechen. Die Orientierung an der taktischen MacroQuant-Allokation für den Aktienbereich wurde beibehalten. Seit Jahresanfang hat sich das ETF-Portfolio mit einer Performance von 8,00% positiv entwickelt. Die Benchmark MSCI World hat auf EUR-Basis lag bei 16,42%. Auf USD-Basis betrug die Performance 11,31%.
Ende August wurde die erst kurz zuvor eingegangene Position im VaneEck Gold Miners ETF verkauft und die Liquidität in einem Staatsanleihen-ETF angelegt. Anfang September trennten wir uns von der S&P 500-Position, um das Exposure in den USA zu reduzieren. Das Aktien-Exposure beträgt aktuell 45,5%.

trotz Überbewertung positive Perspektiven

Grafik 18



SOURCE: MACROQUANT MULTIVERSE EDITION (CURRENCY CRUNCHER).
Quelle: BCA Research



* 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).

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.

Grafik 19

09.10.26	Referenz-Portfolio Fonds und ETFs								11:42
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 8,67%	ISHARES MSCI CHINA USD ACC A2PGQN	MSCI China KAUF am 03.02.2026	5,303 €	4,78 €	-9,95%	22.007,04 € 03.02.26	19.816,25 €	-9,95% -2.190,79 €	C
120 7,20%	X ATX 1C DBX0KJ	ATX - 20 österreichische Blue-Chips Kauf am 03.08.2026	136,780 €	137,08 €	0,22%	16.413,60 € 03.08.26	16.449,60 €	0,22% 36,00 €	C
0 *0,00%*	*ISHARES CORE S&P 500* *A41U0P*	*SP500 Euro hedged* *Kauf am 10.03.26 / Verkauf am 01.09.26*	*4,93 €*	*5,52 €*	*11,96%*	*0,00 €* *10.03.26*	*0,00 €*	*#DIV/0!* *0,00 €*	
211 10,20%	X EURO STOXX 50 1C DBX1ET	Euro Stoxx 50 Kauf am 10.03.2026	101,480 €	110,50 €	8,89%	21.412,28 € 10.03.26	23.315,50 €	8,89% 1.903,22 €	B
3.764 6,96%	UBS ETF SMI A41AEU	SMI - Schweiz 0,9326 EUR in CHF	4,120 CHF	3,941 CHF	-4,34%	16.599,24 € 03.08.26	15.906,33 €	-4,17% -692,91 €	E
220 12,48%	X NIKKEI 225 1C A2P7NT	Japan - NIKKEI 225 Kauf am 25.03.26 & verdoppelt 06.05	104,2723 €	129,66 €	24,35%	22.939,91 € 25.03.26	28.525,20 €	24,35% 5.585,29 €	E
261 13,22%	Abaki UI P A3D9G1	Vereinnahmung von Volatilitätsrisikoprämien Kauf am 14.08.2024	109,420 €	115,73 €	5,77%	28.558,62 € 14.08.24	30.205,53 €	5,77% 1.646,91 €	B
160 10,53%	X EUR OVERNIGHT RATE SWAP 1C DBX0AN	Junior Gold Miners *VERKAUF am 26.08.2026*	150,12 €	150,44 €	0,21%	24.022,17 € 02.09.26	24.072,15 €	0,21% 49,97 €	A
558 18,78%	ISH EB.REX GV €D A0Q4RZ	Government Germany 0-1yr Kauf am 01.08.24 / 12.05.26 / Halbierung am 5.8.26 / NK am 26.8.26	76,239 €	76,88 €	0,84%	42.571,97 € 01.08.24	42.929,79 €	0,84% 357,82 €	E
289 11,96%	GALILEI GLB BD OPPRTNTY UI-P DE000A3DD937	CASH ERSATZ Kauf am 20.02.2024	96,649 €	94,61 €	-2,11%	27.931,56 € 20.02.24	27.342,29 €	-2,11% -589,27 €	B
	Benchmark: MSCI WORLD	Kurs am 31.12.25	4.430,38 USD 3.775,04 EUR	letzter Schlusskurs	4.931,28 USD 4.395,08 EUR	Performance Benchmark	11,31% 16,42%		B

Aktien-Exposure	45,51%
Alternative Investmentfinds	13,22%
Renten-Exposure als Cash Ersatz	41,28%
Cash	0,00%
	100,00%

	ETF	MSCI in $	MSCI in €
Performance seit Start am 25.04.08	357,13%	225,60%	353,14%
Performance seit Start p.a.	8,58%	6,60%	8,53%

EUR in USD	1,1220
DAX30	25.114,27
S&P 500	7.765,36

Portfolioentwicklung mit Absicherung			RK
Aktueller Portfoliowert in EURO:	228.562,64 €	09.10.26	A
Portfoliostartwert in EURO:	211.627,47 €	31.12.25	
Gewinn / Verlust absolut:	16.935,17		
Gewinn / Verlust in Prozent:	8,00%		
Datenlänge der historischen Simulation:			260
Datum der historischen Simulation:			05.10.26

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.

Warum Brent bei 100 US-Dollar steht

Der Rohölmarkt sieht sich derzeit mit einem Paradoxon konfrontiert. Obwohl sich die Rohölexporte aus dem Nahen Osten deutlich erholt und wieder das Vorkrisenniveau erreicht haben, bleibt der Brent-Preis hartnäckig hoch und fällt nicht entscheidend unter die Marke von 100 US-Dollar pro Barrel.

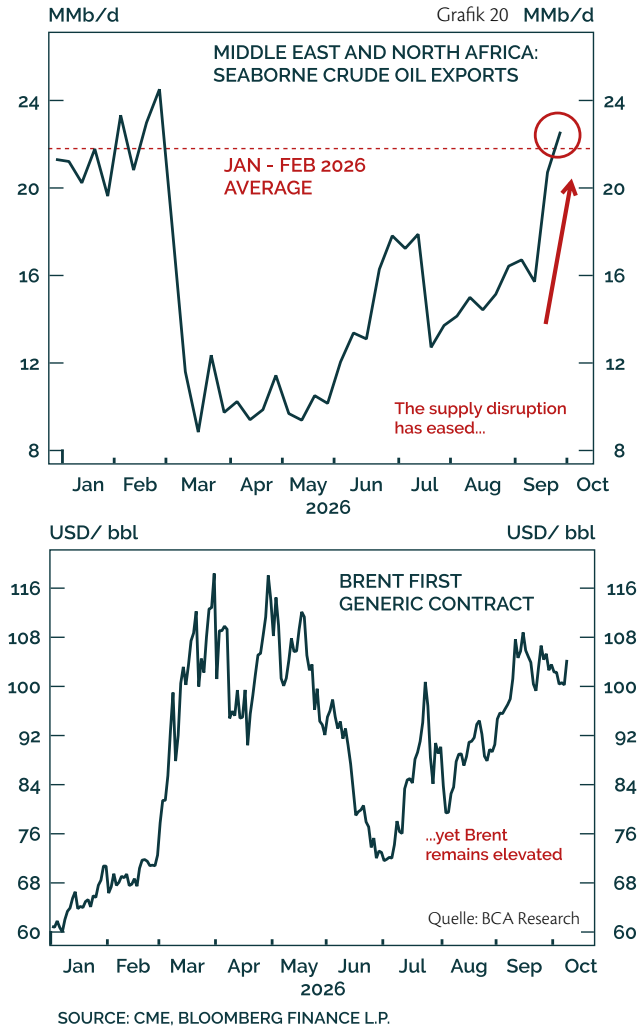
Eine Vielzahl von Faktoren – anhaltende Unsicherheit bei der Versorgung, andauernde Versorgungsengpässe bei Kraftstoffen und nicht zuletzt logistische Probleme – trägt zu diesem Paradoxon bei. Gleichzeitig sind die politischen Handlungsmöglichkeiten zur Entlastung der Verbraucher begrenzt. Diese Dynamik deutet darauf hin, dass die Rohölpreise selbst in einem optimistischen Szenario, in dem sich die Erholung der Rohölexporte aus dem Nahen Osten fortsetzt, wahrscheinlich auf dem derzeitigen hohen Niveau verharren werden, bis der Konflikt beigelegt und die logistischen Engpässe beseitigt sind.

Die Erholung der Rohölexporte aus dem Nahen Osten ist zweifellos positiv für den globalen Ölmarkt, dem diese entscheidenden Lieferungen seit März gefehlt haben. Dennoch deuten die Rohölpreise darauf hin, dass der Markt weiterhin unter Druck steht. Die Brent-Terminkurve weist nach wie vor eine extreme Backwardation auf, was auf angespannte aktuelle Bedingungen auf den Rohölmärkten hindeutet[7]. Insbesondere ist der Spread zwischen Brent des nächsten und des übernächsten Liefermonats größer als während des größten Teils der Monate Juni bis August – einem Zeitraum, in dem die Rohölexporte aus dem Nahen Osten durchschnittlich nur 70 % ihres aktuellen Niveaus betrugen. Ebenso liegt der Dated-Brent-Preis derzeit über 135 USD/bbl[8], seinem höchsten Stand seit Anfang April und deutlich über dem Terminpreis des Frontmonats. Da sich die Preise für physische Ladungen des Dated Brent an diesen orientieren, deutet der hohe Preis darauf hin, dass die aktuellen Fundamentaldaten des Rohölmarktes nach wie vor angespannt sind.

Unterdessen scheint WTI[9] eine geringere Angebotsverknappung einzupreisen als Brent. Obwohl der Preis des Brent-Terminkontrakts für Dezember 2026 sein Hoch von Mitte September überschritten hat, liegt der entsprechende WTI-Preis nun fast 6 % unter diesem Höchststand. Tatsächlich hat sich der Spread zwischen Brent und WTI im Frontmonat auf rund 13 USD/bbl ausgeweitet[10] – deutlich über dem Durchschnitt von 4,6 USD/bbl im Zeitraum Juni bis August.

Öl-Exporte steigen an, aber Brent-Öl[6] bleibt teuer

Grafik 20



SOURCE: CME, BLOOMBERG FINANCE L.P.

Was den Brent-Preis stützt

Die offensichtliche Diskrepanz zwischen den sich erholenden Rohölexporten aus dem Nahen Osten und den hohen Preisen spiegelt einen globalen Markt wider, der zwar besser versorgt ist, aber dennoch mit erheblichen Störungen, Risiken und Unsicherheiten konfrontiert ist, die aus der Iran-Krise resultieren. Eine Vielzahl von Faktoren stützt den Brent-Preis. Die Ungelöstheit des geopolitischen Konflikts droht einen erneuten Einbruch der Rohölexporte aus dem Nahen Osten heraufzubeschwören. Das Tempo der iranischen An-

6 Brent = Nordseeöl und vergleichbar

7 Backwardation: Terminmarktpreis für zukünftige Liefertermine ist niedriger als der Spotpreis.

8 Preis für unmittelbare physische Lieferbarkeit pro 159l-Fass

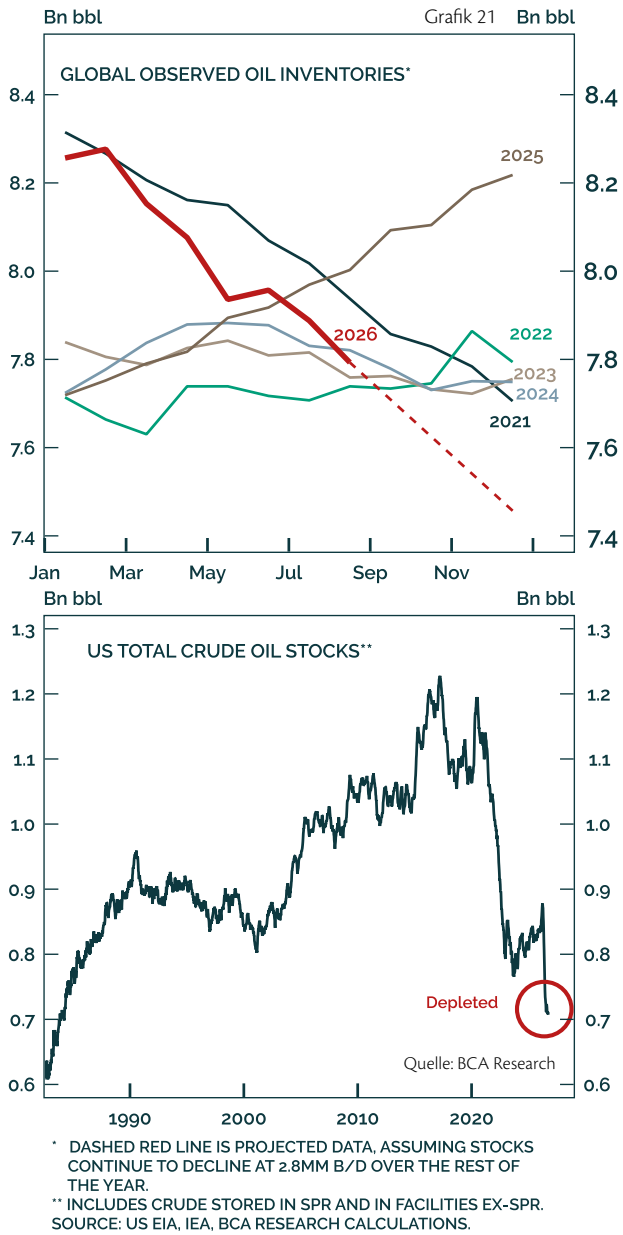
9 WTI = Western Texas Intermediate (texanisches Leichtöl)

10 Preisunterschied Brent zu WTI in US-Dollar

griffe auf Tanker in der Straße von Hormus hat sich in den vergangenen Wochen beschleunigt und ist nun so hoch wie seit Beginn des Krieges nicht mehr. Unterdessen hat sich der Konflikt zwischen Saudi-Arabien und den Huthis verschärft, wobei letztere ihre Angriffe, unter anderem auf Energieanlagen des Königreichs und den Flughafen in Riad, eskalieren lassen.

Auch wenn die Zunahme dieser Angriffe die Erholung der Exporte offenbar nicht beeinträchtigt, bleiben sie doch ein Risiko, solange der Konflikt ungelöst ist; es ist daher noch zu früh, Entwarnung für die globalen Rohölmärkte zu geben. Zumal die Wahrscheinlichkeit eines US-Angriffs auf den Iran nach den Zwischenwahlen im nächsten Monat steigt. Daher ist eine relativ hohe geopolitische Prämie im Ölpreis gerechtfertigt. Die extrem optimistische Stimmung und die Netto-Long-Positionen der Vermögensverwalter bestätigen, dass die Besorgnis der Händler hinsichtlich der Nachhaltigkeit der Erholung der Rohölexporte aus dem Nahen Osten die Preise gestützt hat. Diese Netto-Long-Positionen ruhen jedoch auf einer schwachen Basis: Das gesamte Open Interest ist gering. Dies unterstreicht, dass die geopolitische Unsicherheit die Bereitschaft der Anleger mindert, Positionen in Öl einzugehen.

Die Reserven haben sich weltweit ausgedünnt.



* DASHED RED LINE IS PROJECTED DATA, ASSUMING STOCKS CONTINUE TO DECLINE AT 2.8MM B/D OVER THE REST OF THE YEAR.
** INCLUDES CRUDE STORED IN SPR AND IN FACILITIES EX-SPR.
SOURCE: US EIA, IEA, BCA RESEARCH CALCULATIONS.

Ein geringerer Lagerpuffer

Die anhaltende Gefahr eines erneuten Einbruchs der Rohölexporte aus dem Nahen Osten ist besonders akut, da sich der Lagerpuffer verringert hat. Seit März war der Abbau der Lagerbestände eine wichtige Maßnahme, um die vollen Auswirkungen der Unterbrechung der Lieferungen durch die Straße von Hormus einzudämmen. Nach Angaben der Internationalen Energieagentur (IEA) sanken die weltweit erfassten Ölvorräte in diesem Zeitraum um durchschnittlich 2,8 MMb/d (oberes Feld). In den USA befinden sich die gesamten Rohölvorräte (die Summe aus kommerziellen und strategischen Reserven) auf dem niedrigsten Stand seit 1984 (unteres Feld).
Zwar bedeutet die Erholung des Angebots aus dem Nahen Osten, dass dieser Ausgleich durch die Lagerbestände nun weniger notwendig ist. Da der Konflikt jedoch andauert und diese Lieferungen gefährdet sind, gibt das Niveau dieser Vorräte weiterhin Anlass zur Sorge. Die Fähigkeit dieser Bestandsreserve, künftige Versorgungsunterbrechungen abzufedern, hat abgenommen. Selbst in einem Szenario, in dem die Rohölexporte aus dem Nahen Osten auf hohem Niveau bleiben, dürfte eine starke Nachfrage nach Lagerauffüllung eine Preisuntergrenze sichern. Die Möglichkeit einer erneuten Eskalation der Spannungen, die die Lieferungen aus der Golfregion erneut beeinträchtigt, wird Anreize für einen relativ schnellen Wiederaufbau der Bestände schaffen.

Die Versorgungsstörung bei Raffinerieprodukten

Eine Erholung der Rohölexporte aus dem Nahen Osten auf das Vorkriegsniveau dürfte nicht ausreichen, um den globalen Rohölmarkt wieder ins Gleichgewicht zu bringen. Das liegt daran, dass die anhaltenden Störungen bei den Exporten von Raffinerieprodukten aus dem Nahen Osten und Russland dazu führen, dass Raffinerien in der übrigen Welt nun mehr Rohöl benötigen als vor dem Iran-Krieg.
Trotz der Erholung der Rohölexporte aus dem Nahen Osten liegen die Exporte von Raffinerieprodukten wie Diesel aus dieser Region bei weniger als 60 % ihres Vorkriegsniveaus. Russlands Exportverbot für Kraftstoffe hat die Auswirkungen dieses weltweiten Engpasses bei Raffinerieprodukten noch verschärft.
Störungen bei der Versorgung mit Raffinerieprodukten aus zwei wichtigen Produktionsregionen führen letztendlich dazu, dass Raffi-

nerien in der übrigen Welt größere Mengen an Rohöl benötigen, um ihre eigene Produktion anzukurbeln. Solange sich die weltweite Versorgungslage bei Raffinerieprodukten nicht entspannt, werden Raffinerien außerhalb der betroffenen Regionen größere Mengen an Rohöl nachfragen, um ihre Auslastungsraten zu maximieren. Zwar hilft der Anstieg der russischen Rohölexporte seit Jahresbeginn (Grafik 6). Er reicht jedoch nicht aus, um den Ausfall der Lieferungen von Raffinerieprodukten aus dem Nahen Osten und Russland auszugleichen. Zudem gehen diese Exporte nun wieder zurück.

Nachfrage nach dieselreichen Rohölsorten

Die relativ stärkere Nachfrage nach Rohölsorten mit hohen Dieselausbeuten trägt wahrscheinlich zu größeren Spreads zwischen den globalen Rohöl-Benchmarks bei. Da Diesel im Mittelpunkt der Ölkrise steht, versuchen Raffinerien weltweit vermutlich, ihre Dieselproduktion zu maximieren. Daher sind Rohölsorten, die einen relativ höheren Anteil an Mitteldestillaten liefern, wahrscheinlich am stärksten gefragt. Von den beiden wichtigsten globalen Rohölpreis-Benchmarks liefern die im Brent-Preis enthaltenen Nordsee-Rohölsorten in der Regel mehr Diesel als WTI. Die gestiegene Nachfrage nach ersteren trägt wahrscheinlich zum großen Preisunterschied zwischen Brent und WTI bei. Die sich ausweitende Prämie von WTI gegenüber Western Canada Select (WCS) – das eine geringere Dieselausbeute aufweist – untermauert dieses Signal

Der Anstieg der Tankerraten

Die Erholung der Rohölexporte aus dem Nahen Osten geht mit einem sprunghaften Anstieg der Transportkosten einher, was zu erheblichen Verwerfungen auf den globalen Rohölmärkten führt.
Zwei Faktoren binden Tanker und verringern die weltweit für Charterungen verfügbare Flotte: (1) der Shuttle-Betrieb durch die Straße von Hormus, der die Erholung der Rohölexporte aus der Golfregion vorangetrieben hat, und, in geringerem Maße, (2) die längeren Fahrten, die seit der Blockade von Bab el-Mandab für saudische Ladungen erforderlich sind.

Die weltweite Frachtrate für „Dirty Tanker" (hauptsächlich VLCCs, Suezmax- und Aframax-Tanker) ist seit Ende August um mehr als 180 % gestiegen, womit sich der Anstieg seit Jahresbeginn auf über 500 % beläuft. Infolgedessen haben sich die Transportkosten stark verteuert. Die Kosten pro Barrel für VLCC-Transporte vom Persischen Golf nach Fernost liegen nun bei etwa 35 US-Dollar pro Barrel, gegenüber weniger als 2 US-Dollar pro Barrel zu Jahresbeginn.
Dies führt zu einer Divergenz bei den globalen Preisbenchmarks. Physische Lieferungen in Verbraucherregionen (wie z. B. Dated Brent) werden aufgrund der starken Nachfrage nach lokalem Rohöl mit einem Aufschlag gehandelt. Gleichzeitig werden Sorten, deren

Charterraten für Tanker sind explodiert. Grafik 22



SOURCE: BALTIC EXCHANGE.

Transport zum Bestimmungsort lange Transportwege erfordert, mit einem Abschlag gehandelt.

So hat beispielsweise Saudi Aramco seinen offiziellen Verkaufspreis für das Rohöl „Arab Light" für Asien im November auf ein Sechsjahres-Tief gesenkt, das 5 US-Dollar pro Barrel unter dem Durchschnitt der Referenzpreise von Oman und Dubai liegt. Dies spiegelt das Bestreben wider, die Käufer für höhere Transportkosten zu entschädigen und den eigenen Marktanteil zu sichern. Am stärksten betroffen sind Lieferungen aus dem Atlantikraum, die Tausende von Meilen bis zu ihren Zielorten in Asien zurücklegen müssen. Westafrikanisches Rohöl wird derzeit mit einem Rekordabschlag gegenüber Dated Brent gehandelt, um für Käufer attraktiv zu bleiben.

Am stärksten betroffen sind Lieferungen aus dem Atlantikraum, die Tausende von Meilen bis zu ihren Zielorten in Asien zurücklegen. Westafrikanisches Rohöl wird derzeit mit einem Rekordabschlag gegenüber Dated Brent gehandelt, um für Käufer attraktiv zu bleiben.
Fazit: Zwar hat der Anstieg der „Dark Transits" durch die Straße von Hormus die angespannte Lage bei den weltweiten Rohölvorräten etwas entschärft, doch ist es noch zu früh, um Entwarnung für die Ölmärkte zu geben. Die Erholung der Versorgung ist fragil und anfällig für einen Rückfall. Das Lagerpolster hat sich verringert. Die Märkte für Raffinerieprodukte bleiben extrem angespannt. Und die „Dark Transits", die die Erholung der Exporte ermöglicht haben, führten gleichzeitig zu erheblichen logistischen Störungen.

Aktienindices aus technischer Sicht

Wie immer haben wir uns die Kursbewegungen in den relevanten Aktienindices genauer angesehen – und zwar unter Verwendung verschiedener Indikatoren, die das Kursverhalten aus unterschiedlichen Blickwinkeln auffächern.
Es geht um die folgenden fünf Indikatoren, die auf einen Zeitraum von drei Monaten betrachtet werden:

1) **ADX:** Der ADX (Average Directional Movement) zeigt ausschließlich die Stärke eines Trends und nicht die Richtung. So deutet ein steigender ADX auf eine Trendphase und ein fallender ADX auf eine trendlose Phase hin. Werte über 15 zeigen das Vorhandensein einer Trendphase, darunter spricht man von einer trendlosen Periode.

2) **Money Flow Index:** Dieser Volumenindex zeigt in einer Skala von 0 bis 100, ob ein Zufluss oder Abfluss von Geldern am Markt stattfindet.

3) **Commodity Channel Index:** Der „CCI" misst den Abstand der Kurse von ihrem „gleitenden Durchschnitt" und erlaubt damit ein Messen der Trendstärke bzw. 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- bzw. Auseinanderlaufen zweier unterschiedlich langer gleitender Durchschnitte. Schneidet der kurze den langen Durschnitt 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. 23: technische Indikatorenlage für ausgewählte Aktienindices

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

Standard&Poor's 500 Kursindex

Grafik 24



Der S&P 500 befindet sich weiterhin in einem intakten langfristigen Aufwärtstrend und notiert deutlich oberhalb seiner steigenden 200-Tage-Linie. Gleichzeitig hat die Aufwärtsdynamik in den vergangenen Wochen spürbar nachgelassen, was insbesondere der niedrige ADX und der leicht negative MACD signalisieren. Der Markt bewegt sich damit aktuell eher in einer Konsolidierungsphase auf hohem Niveau, ohne dass bislang klare Anzeichen für eine nachhaltige Trendwende erkennbar sind. Der leicht positive Kapitalfluss unterstützt dieses Bild. Kurzfristig ist dennoch mit erhöhter Schwankungsbreite und einer möglichen Fortsetzung der Seitwärtsbewegung zu rechnen.

Ergebnis: neutral/positiv

EuroStoxx 50 - Kursindex

Grafik 25



Der Euro Stoxx 50 befindet sich weiterhin klar oberhalb seiner steigenden 200-Tage-Linie und damit in einem grundsätzlich intakten langfristigen Aufwärtstrend. Nach dem Anstieg bis in den Sommer hat sich die Dynamik zuletzt jedoch abgeschwächt und der Index konsolidiert auf erhöhtem Niveau. Der ADX signalisiert aktuell keinen ausgeprägten Trend, während der MACD leicht negativ tendiert. Der Kapitalfluss ist zuletzt ebenfalls etwas schwächer, ohne dass bislang ein deutlicher Abgabedruck erkennbar ist. Insgesamt überwiegt daher weiterhin das positive langfristige Bild, kurzfristig ist jedoch mit einer Seitwärts- bzw. Konsolidierungsphase zu rechnen.

Ergebnis: neutral/positiv

DAX40 – Kursindex

Auch der DAX notiert noch oberhalb seiner steigenden 200-Tage-Linie, womit der übergeordnete Aufwärtstrend weiterhin intakt ist. Allerdings hat sich das technische Bild zuletzt deutlich eingetrübt: Der MACD ist negativ und der Kapitalfluss zeigt Schwäche. Gleichzeitig liegt der Williams %R im stark überverkauften Bereich, was kurzfristig durchaus Raum für eine technische Gegenbewegung eröffnet. Die Kombination aus langfristigem Aufwärtstrend und kurzfristig schwacher Dynamik spricht derzeit für ein ausgeglichenes Chance-Risiko-Verhältnis.

Grafik 26



Ergebnis: neutral

Nikkei 225 - Kursindex

Der Nikkei weist im Vergleich zu den europäischen Märkten das stärkste langfristige technische Bild auf und notiert deutlich oberhalb seiner steigenden 200-Tage-Linie. Die Konsolidierung nach dem Hoch im Sommer ist bislang eher als normale Verschnaufpause innerhalb des Aufwärtstrends zu interpretieren. Der Kapitalfluss bleibt positiv und der MACD zeigt Anzeichen einer Stabilisierung. Gleichzeitig ist der Markt kurzfristig nicht mehr günstig und der Williams %R signalisiert eine relativ hohe Marktlage. Insgesamt bleibt die technische Verfassung dennoch konstruktiv.

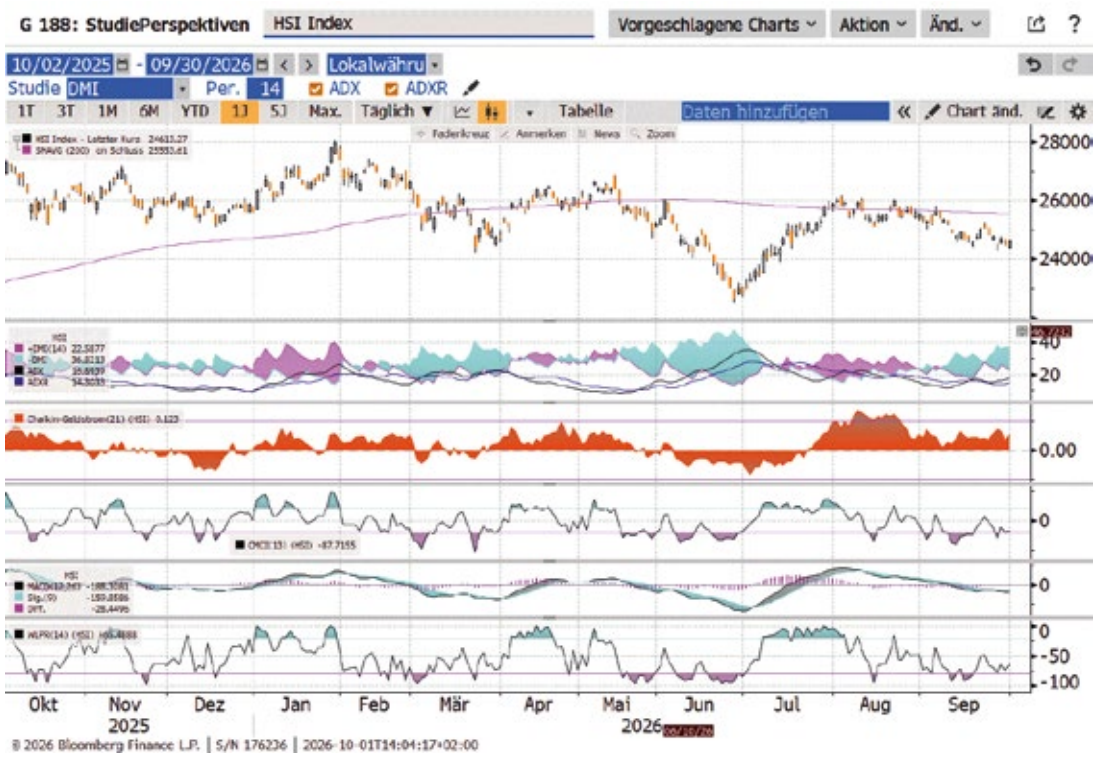
Grafik 27



Ergebnis: positiv

Hang Seng – Kursindex

Grafik 28



Der Hang Seng zeigt im Vergleich zu den anderen vier Indizes das schwächste technische Bild und notiert aktuell unterhalb seiner 200-Tage-Linie. Der mittelfristige Trend ist damit nicht bestätigt, während der MACD weiterhin negativ ist und der Index zuletzt erneut an Boden verloren hat. Positiv ist der weiterhin leicht positive Kapitalfluss, der gegen einen ausgeprägten Verkaufsdruck spricht. Gleichzeitig befindet sich der Williams %R im überverkauften Bereich, sodass eine kurzfristige Gegenbewegung möglich ist. Für eine nachhaltige Verbesserung des Bildes müsste der Index zunächst die 200-Tage-Linie zurückerobern und anschließend einen neuen Aufwärtstrend etablieren. **Ergebnis: neutral/negativ**

Disclaimer

1. Die vorliegenden Empfehlungen können je nach den speziellen Anlagezielen, dem Anlagehorizont und der individuellen Vermögenslage für einzelne Anleger nicht oder nur bedingt geeignet sein. Sie sind grundsätzlich auf eine mittelfristige Anlagestrategie – also einem Zeithorizont von mindestens sechs Monaten – ausgerichtet und für Anleger geeignet, die ein höheres Verlustrisiko in ihrer Anlagestrategie in Kauf nehmen. Genannte Kursziele sind dagegen an keinen Zeitraum für deren Erreichen geknüpft. Die in diesem Dokument enthaltenen Empfehlungen und Meinungen wurden von der ICM InvestmentBank AG nach bestem Urteilsvermögen abgegeben und entsprechen dem Stand zum Zeitpunkt der Erstellung des Dokuments. Sie können sich aufgrund künftiger Ereignisse oder Entwicklungen jederzeit ändern.
2. Dieses Dokument darf in anderen Ländern nur in Einklang mit dort geltendem Recht verteilt werden. Personen, die in den Besitz dieses Dokuments gelangen, sollten sich über die dort geltenden Rechtsvorschriften informieren und befolgen.
3. Dieses Dokument stellt eine unabhängige Bewertung durch die ICM InvestmentBank AG dar, soweit nicht andere Quellen angegeben sind. Alle hierin enthaltenen Bewertungen, Stellungnahmen und Erklärungen sind diejenigen des Verfassers des Dokuments und stimmen nicht notwendigerweise mit denen dritter Parteien überein. Die ICM InvestmentBank AG hat die Informationen, auf die sich das Dokument stützt, aus Quellen übernommen, die sie als zuverlässig einschätzt, hat aber nicht alle diese Informationen selbst verifiziert. Dementsprechend gibt die ICM InvestmentBank AG keine Gewährleistung oder Zusicherung hinsichtlich der Vollständigkeit oder Richtigkeit der in diesem Dokument enthaltenen Informationen oder Meinungen ab. Alle verwendeten und zitierten Quellen können auf Anfrage gerne zur Verfügung gestellt werden.
4. Des Weiteren übernimmt die ICM InvestmentBank AG keine Haftung für Verluste, die durch die Verteilung und/oder Verwendung dieses Dokuments verursacht und/oder mit der Verteilung/Verwendung dieses Dokuments im Zusammenhang stehen. Eine Entscheidung bezüglich einer Wertpapieranlage sollte auf der Grundlage unabhängiger Investmentanalysen und Verfahren sowie anderer Studien, einschließlich, jedoch nicht beschränkt auf, Informationsmemoranden, Verkauf- oder Emissionsprospekte erfolgen und nicht auf der Grundlage dieses Dokuments. Obgleich die ICM InvestmentBank AG Hyperlinks zu Internet-Seiten von in diesem Dokument erwähnten Unternehmen angeben kann, bedeutet die Einbeziehung eines Links nicht, dass die ICM InvestmentBank AG sämtliche Daten auf der verlinkten Seite bzw. Daten, auf welche von dieser Seite aus zugegriffen werden kann, bestätigt, empfiehlt oder genehmigt. Die ICM InvestmentBank AG übernimmt weder eine Haftung für solche Daten noch für irgendwelche Konsequenzen, die aus der Verwendung dieser Daten entstehen.
5. Interessenkonflikte können sich aus folgenden Sachverhalten ergeben: Die ICM InvestmentBank AG übernimmt das Management des Leonardo UI-Fonds (A0MYG1, A2QSG7), des Bachelier UI (A1JSXE), des AvH Emerging Markets Fonds UI (A1145F, A1145G, A2AQZF), des Galilei Global Bond Opportunities UI(A3DD93, A3DD94), des Cybersecurity Leaders UI (A3D058, A3D059) und des ABAKI (A14XNT, A3D9G1), ABAKI Fixed Income Convexity (A40RCV, A40RCU). Die ICM InvestmentBank AG hat folgende Wertpapiere im Eigenbestand über die in der vorliegenden Publikation eine Meinung geäußert wurde: keine

HyperLinks:

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



Titelbild: michelangelus.hotmail.com/Shotshop

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:
16.10.2026

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

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

Sitz der Gesellschaft ist Berlin.