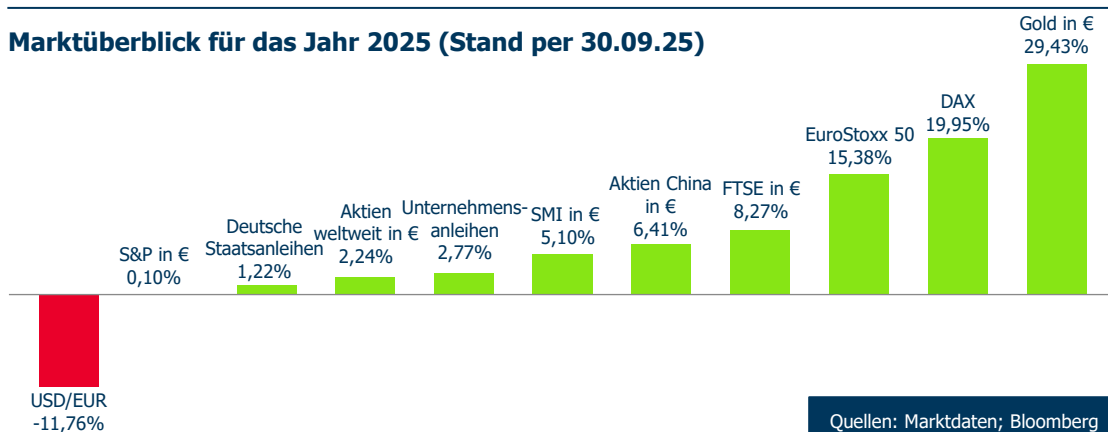


1. Überblick

Im dritten Quartal zeigten die Märkte ein differenziertes Bild, das durch makroökonomische Unsicherheiten, geopolitische Spannungen und eine durchwachsene Gewinnentwicklung geprägt war. In Europa wie auch den USA dominierten die Inflationssorgen und die Debatte um das künftige Zinsniveau. Die weiterhin noch restriktive Geldpolitik der US-Notenbank und eine neutrale Ausrichtung der EZB blieben bestimmende Faktoren. Während die EZB nach acht Zinssenkungen seit dem Juni 2024 eine Pause einlegte, signalisierte die FED nun eine moderatere Gangart und untermauerte dies mit einer ersten Senkung im September. Die Aktienmärkte reagierten entsprechend. In den USA zeigten sich vor allem die Magnificent 7 - Titel widerstandsfähig. Der S&P 500 erholte sich deutlich und egalisierte die Underperformance gegenüber seinen europäischen Pendanten seit Jahresanfang. Der US-Dollar erreichte neue Jahrestiefs und machte Kursgewinne von US-Investments für in Euro denkende Anleger aufgrund der Währungsverluste größtenteils zunichte. In Europa wirkten sich die schleppende Konjunktur und die Unsicherheiten rund um Energiepreise sowie die politischen Entwicklungen in Frankreich und auch die weiterhin angespannte Lage in der Ukraine negativ auf die Stimmung aus und verhinderten eine positivere Performance. Der Goldpreis profitierte von geopolitischen Unsicherheiten und den Käufen verschiedener Zentralbanken. Gold war erneut der sichere Hafen. Im Anleihesegment führte die divergierende Zinsentwicklung zu unterschiedlichen Ergebnissen. Während die Renditen auf US-Staatsanleihen nach kurzfristigen Ausschlägen stabil blieben, weiteten europäische Staatsanleihen, insbesondere aus Frankreich, ihre Risikoaufschläge aus. Unternehmensanleihen entwickelten sich trotz vorhandener Konjunktursorgen stabil und die Risikoprämien verharrten auf tiefem Niveau.

Marktüberblick für das Jahr 2025 (Stand per 30.09.25)



Im bisherigen Jahresverlauf schwankten die Märkte zwischen nachlassendem Wachstum und der Hoffnungen auf fiskalpolitische Unterstützung. In solchen Marktphasen sollte die stabile Grundausrichtung der Portfolios beibehalten werden: Volatilität, ausgelöst durch schwache makroökonomische Daten, dient als Wiedereinstiegchance und nicht als Verkaufssignal. Der US-Arbeitsmarkt kühlt sich ab und auch das Verbrauchervertrauen signalisiert Zurückhaltung, was die zukünftige Nachfrage etwas bremst. Die Inflation bleibt hartnäckig, nimmt aber allmählich ab, was der FED kurzfristig erlauben sollte, weitere Zinssenkungen bis zum Jahresende und im ersten Halbjahr 2026 vornehmen zu können. Ein gutes Umfeld für Aktien, solange keine Rezession droht, wonach es derzeit nicht aussieht. Europa befindet sich in einer selten günstigen Lage von (erwartetem) Wachstum, niedriger Inflation und fiskalpolitischer Unterstützung. Allerdings erwartet der Markt nach Ankündigungen nun die konkrete Umsetzung. Auffällig bleibt, dass Wachstum von Anlegern aktuell stärker honoriert wird, als Bewertungsaspekte. Somit dürfte die positive Kursentwicklung von Aktien der Künstlichen Intelligenz (KI) wie des Defense Sektors weitergehen. Einen schweren Stand haben Valüewerte in den USA, aber auch zyklische Titel und Industriewerte. Belastungen über Zölle, hohe Kapitalkosten und eine schwache Nachfrage sorgen aktuell noch für Gegenwind. Der Blick sollte über die USA hinaus gerichtet werden, da auch gute Alternativen in Europa existieren. Dies gilt explizit nicht für die Magnificent 7, wie auch Werte aus dem Bereich der Cyber Security. Hier hat die USA de facto ein Alleinstellungsmerkmal, welches schwerlich im Portfolio unberücksichtigt bleiben kann. Im Bereich festverzinslicher Wertpapiere bevorzugen wir weiter bonitätsstarke Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen. Bei den Währungen erwarten wir die Fortsetzung des Abwärtstrends des US-Dollars, wenn auch etwas gedämpfter. Gold ist weiterhin der sichere Hafen und eine gute Diversifikation zu Aktien und Anleihen, die als eine feste Größe im Depot investiert sein sollte.

2. Unsere Einschätzungen im Überblick

WACHSTUM: Das globale Wachstum divergiert weiterhin. Die USA liegen unter dem Trend, während die Prognosen für Europa und auch China positiver aussehen. Besser als erwartete Handelsabkommen sowie eine unterstützende Geld- und Fiskalpolitik lassen ein globales BIP-Wachstum von 2,5 % im Jahr 2025 und 2,3 % im Jahr 2026 erwarten.

US-INFLATION: Die Inflation dürfte sich weiter abschwächen, getrieben durch fallende Energiepreise und eine Normalisierung der Lieferketten nach den Zöllen. Auch die „Shelter“-Komponente (Wohnkosten, insbesondere Mieten und kalkulatorische Eigentümerkosten) als größter Einzelposten im US-Verbraucherpreisindex (CPI), dürfte zeitverzögert sinken, da der Wohnungsmarkt aufgrund der aktuell noch hohen Zinsen eher zur Schwäche neigt.

US-WIRTSCHAFT: Die US-Wirtschaft zeigt Anzeichen einer Abschwächung: ein schwächerer Arbeitsmarkt, gedrückte Verbraucherstimmung und fiskalische Belastungen. Die finanziellen Risiken bleiben jedoch weitgehend unter Kontrolle. Abgesehen von Staatsschulden und hochbewerteten Aktienkursen erscheinen die meisten Bereiche im historischen Vergleich gesund. Diese Stabilität hat es den Märkten ermöglicht, die politikbedingten makroökonomischen Schwankungen zu ignorieren. Sofern keine echten Anzeichen für eine Rezessionsgefahr auftauchen, gehen wir davon aus, dass die Risikoanlagen weiter gut unterstützt bleiben.

AKTIEN: Das außergewöhnliche Gewinnwachstum der US-Large-Cap-Unternehmen hat in den letzten Jahren zu einer besseren Performance geführt. Wir erwarten künftig marktübergreifende Gewinnsteigerungen. Eine binnenwirtschaftlich orientierte Politik in den USA und auch in Europa könnte den Konsum unterstützen, während Zölle die inländischen Einnahmequellen weltweit weniger belasten dürften.

US-AKTIEN: Trotz geopolitischer Unsicherheit und schwächelndem US-Dollar haben sich US-Aktien nach einem starken Rückgang im 1. Quartal im Anschluss eindrucksvoll erholt und notieren auf historischen Höchstständen. Besonders stark werden sie von den Magnificent 7 und insbesondere den KI-Investitionen getragen, die weiter für Gewinnwachstum sorgen. Für Investoren sind ausgewählte US-Titel der INFORMATIONSTECHNOLOGIE sinnvoll, allerdings nur bei „außergewöhnlicher“ Unternehmensqualität.

EUROPA-AKTIEN: Europäische Aktien gewinnen an Bedeutung, da die USA erste Wachstumsrisse zeigen und Kapital zunehmend in Regionen außerhalb der USA gelenkt wird. Besonders attraktiv erscheinen defensive Branchen wie VERSICHERUNG, GESUNDHEIT, VERSORGER und BASISKONSUM, die von fiskalpolitischen Stimuli und von einem möglichen US-Zinssenkungszyklus profitieren könnten.

ZINSEN: Während die EZB nach acht Zinssenkungen seit Juni 2024 den Leitzins im neutralen Bereich bei 2% beließ, nahm die FED den Zinssenkungszyklus im September wieder auf. Die FED wird vermutlich bis zum Ende des ersten Quartals 2026 bei jeder der vier anstehenden Sitzungen den Leitzins um je 0,25% auf dann 3% – 3,25% senken, um so ebenfalls auf einen neutralen Kurs umzuschwenken. Die EZB wird weitere Zinssenkungen nur bei sich eintrübenden Wirtschaftsdaten vornehmen, dann aber zeitnah agieren. In diesem Umfeld erwarten wir eine Handelsspanne für zehnjährige Bundesanleihen von 2,3% – 2,8%, bei zehnjährigen US-Treasuries sind Renditen unterhalb von 4% vorstellbar.

WÄHRUNGEN: Während die FED die Messlatte für weitere Zinssenkungen gesenkt hat, hat die Europäische Zentralbank sie angehoben und kann sich durchaus vorstellen, den Einlagesatz b.a.w. bei 2% zu belassen. Die dadurch schrumpfende Zinsdifferenz zwischen der Eurozone und den USA untermauert die anhaltende USD-Schwäche. Für die kommenden Monate / Quartale erwarten wir eine Handelsspanne im USD/EUR von 1,15 bis 1,25. Der Schweizer Franken sollte als einer der verbliebenen sicheren Häfen dagegen gut unterstützt bleiben.

GOLD: Neue Rekordstände über 3.800 USD je Unze wurden erreicht, getrieben durch charttechnische Signale, die Zinssenkung der Fed und die anhaltend angespannte geopolitische Lage. Zentralbanken investieren zunehmend in Gold, das inzwischen den Euro als zweitwichtigste Reservewährung abgelöst hat und wegen seines systemfremden Charakters geschätzt wird. Trotz des aktuell hohen Optimismus bleibt Gold langfristig ein wichtiger Stabilisator und zentraler Baustein für diversifizierte Portfolios.

3. Der Bericht vom Markt

Kurz vor dem nahenden Jahresende 2025 verzeichnet die Weltwirtschaft weiter uneinheitliche Trends. In den USA steigt die Unsicherheit. Die Verbraucher sind weniger ausgabenfreudig und sorgen für einen Wachstumsrückgang, der sich im vierten Quartal auch in „harten“ BIP-Zahlen zeigen sollte. Kurzfristig wirkt der Shutdown, also eine teilweise Stilllegung der Bundesverwaltung wegen fehlender Haushaltsmittel, negativ auf das Wachstum. Jede Woche Stillstand in der Verwaltung kostet ca. 0,05% – 0,1% BIP-Wachstum. Wie die Erfahrung zeigt, sollte dieser aber zeitlich begrenzt sein, da der Druck auf eine Einigung der beiden Parteien mit jedem Tag weiter zunimmt. Der US-Arbeitsmarkt schwächt sich indes ebenfalls ab.

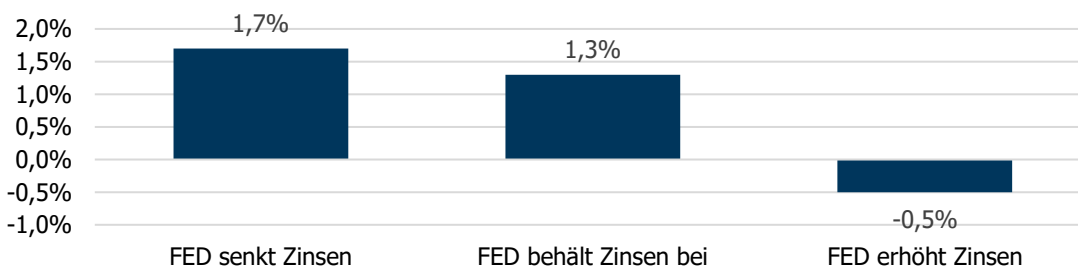
Die US-Wirtschaft steht vor einigen Herausforderungen: Ein schwächeres Beschäftigungswachstum, die Auswirkungen der Zölle sowie die anhaltende politische Unsicherheit dämpfen die Konsumausgaben, die hohe 70% des US-Bruttoinlandsprodukts ausmachen. Gleichzeitig wächst nach den letzten Inflationszahlen aber die Zuversicht, dass zollbedingte Inflationsschübe nur vorübergehend sein könnten. Das sollte es der US-Notenbank ermöglichen, bis zum Jahresende weitere Zinssenkungen vorzunehmen. Der US-Dollar dürfte seinen Abwärtstrend wieder aufnehmen, da sein Zinsvorteil gegenüber dem Euro schrumpfen wird. Anlagetechnisch gibt es auch außerhalb der USA gute Märkte und Unternehmen, vor allem in Europa und Asien.

In der Vergangenheit führte ein längerer Zinssenkungszyklus der FED zu einer starken Performance an den internationalen Aktienmärkten. So konnten in einer solchen Phase monatliche Renditen von 1,7% erzielt werden. Die Kurs-Gewinn-Verhältnisse stiegen in dieser Phase im Durchschnitt um 8,3% mit einer 90%igen Wahrscheinlichkeit. Das gilt allerdings unter der Voraussetzung, dass keine US-Rezession eintritt. Von einer erhöhten Rezessionsgefahr gehen wir „Stand jetzt“ nicht aus.

KGW-Veränderung S&P 500 in Zinssenkungszyklen ohne Rezession

Durchschnitt	8,3%
Median	5,8%
Trefferquote positiv	91,0%
Maximum	22,6%
Minimum	-4,4%

Durchschnittliche Monatsrendite (S&P 500) während den drei Leitzinsphasen der FED



Quellen: FactSet, Bloomberg, Morgan Stanley Research

Besonders den Arbeitsmarkt, aber auch den Immobilienmarkt und den schwächeren Konsum dürfte die FED im Blick behalten. So betonte Jerome Powell auf der letzten Pressekonferenz der FED im September, dass die Zinssenkung als „Vorsichtsmaßnahme zur Bewältigung wirtschaftlicher Risiken“ diene. Der einschränkende Faktor der Notenbank ist weiterhin die Höhe der Inflation, die kurzfristig durch die Auswirkungen der US-Zölle beeinflusst sein dürfte. Allerdings scheinen die US-Unternehmen die Einfuhrzölle (noch) nicht an ihre Konsumenten weiterzureichen, sondern selbst zu übernehmen. Zudem dürften die hochgewichteten Wohnkosten (Shelter-Inflation), welche gut ein Drittel der Inflationshöhe (CPI) ausmachen und zeitverzögert einfließen, in den kommenden Monaten zurückgehen. Vorlaufindikatoren, wie z.B. der „New Tenant Rent Index“ (Mietpreis bei Neuvermietung), sind bereits tief im negativen Bereich. Der Immobilienmarkt kühlt sich ab und die Auswirkungen der Zinserhöhungen aus der Vergangenheit schlagen zu Buche. Vor diesem Hintergrund steht der FED ein gewisser Spielraum für Zinssenkungen zur Verfügung, die sich trotz

der aktuell wirtschaftlichen Stagflation in den USA positiv auf die Aktienmärkte, aber auch auf den Goldpreis auswirken dürfte.

Neben starken Gewinnerwartungen der großen US-Unternehmen, dürfte der Optimismus im Bereich KI, hohe Aktienrückkäufe, der schwächere US-Dollar und der niedrige Ölpreis den US-Unternehmen zunehmend guten Spielraum liefern und ihre Wettbewerbsfähigkeit stärken. Hinzu kommt, dass der Markt zunehmend von bewertungsunempfindlichen Kapitalströmen dominiert wird. Die Folge durch diese eher momentumorientierten Kapitalanleger ist eine starke Dispersion der Performancedaten einzelner Branchen und Aktien, welche die aktuellen Gewinner weiter antreibt und die Verlierer eher vernachlässigt.

Europa findet dank staatlicher Finanzpakete ein gutes Gleichgewicht mit leichtem Wachstum und nachlassender Inflation. Die EZB scheint gut gerüstet und verfügt über eine Reihe von Instrumenten, um die Wirtschaft zu stützen. Allerdings erwartet der Markt, dass die Stimulus-Maßnahmen im kommenden Jahr auch eingesetzt werden und als Investitionen zu zukünftigem Cash-Flow auf Unternehmensebene führen werden. Hier darf man auf die Umsetzung und die Ergebnisüberwälzung auf Unternehmensebene gespannt sein. Schaffen es europäische Aktien den hohen Markterwartungen von steigenden Gewinnen im Jahr 2026 auch nachhaltig gerecht zu werden?

Wir bleiben trotz zyklischer Risiken im Aktienbereich weiter gut positioniert. Die aktuelle Dynamik an den globalen Aktienmärkten ist hoch. Deshalb ist es auch ratsam, jetzt nicht an der Seitenlinie zu verharren. Sollten schwache Wirtschaftszahlen eine größere Verkaufswelle auslösen, wäre das unserer Ansicht nach eher eine Einstiegsgelegenheit.

Anleihen sollten von weiteren Zinssenkungen der FED profitieren können. Angesichts enger Spreads und der Erwartung niedrigerer Ausfallraten setzen wir vorzugsweise auf Anleihen von Unternehmen mit stabilen Einkommensströmen und guter Bonität. Gold sollte trotz guter Entwicklung in diesem Jahr noch nicht das Ende der Fahnenstange erreicht haben. Es wird von der Nachfrage nach einem sicheren Hafen, den Käufen verschiedener Zentralbanken und einem schwächeren US-Dollar getrieben. Auch die Verschuldungsproblematik der USA und Frankreich unterstützt diese Entwicklung und sollte Gold bis zum Jahresende zu neuen Höchstständen führen. Unsere derzeitige strategische Vermögensallokation sorgt für die nötige Stabilität, sollten die Unsicherheiten weiter zunehmen. Gold ist auch deshalb nach wie vor ein fester Bestandteil unserer Depots, da es bei wirtschaftlichen und geopolitischen Risiken Schutz und Diversifikationsvorteile bietet.

4. Aktienmarkt

Die aktuelle Welle reiten, ohne die Risiken aus den Augen zu verlieren

Obwohl sich der aktuelle Bullenmarkt gefühlt in einer späten Phase befindet und der saisonale Aktienrückgang im September ausblieb, blicken wir weiter vorsichtig optimistisch in die nächste Zeit. Aus unserer Sicht bleibt eine gute Diversifikation der Aktienanlage entscheidend. Wir sehen Chancen in ausgewählten Bereichen des US-Markts, sowie in verschiedenen defensiven Branchen in Europa. Die USA, traditionell der Wachstumsmotor der Weltwirtschaft, zeigen erste Risse, weshalb es wichtiger werden wird, Kapital auch in Regionen abseits der USA umzulenken. Hier zeigt Europa durchaus verbesserte wirtschaftliche Voraussetzungen.

Innerhalb der USA bleiben einige herausragende Unternehmen mit starkem Gewinnwachstum führend, besonders im Bereich der KI bzw. INFORMATIONSTECHNOLOGIE. Die Magnificent 7 übertreffen den S&P 500 Index auch bei Investitionen in Kapitalausgaben („CAPEX“) deutlich, dies ist die Voraussetzung für ein auch in der Zukunft überdurchschnittliches Gewinnwachstum.

Zudem sind sie besondere Profiteure des „OBBA“ (One Big Beautiful Bill Act) und erfahren zusätzlich international politische Rückendeckung der Trump-Administration. Wir werden entsprechend weiter in einigen dieser einzigartigen Unternehmen, die nicht kopierbar erscheinen, investiert bleiben.

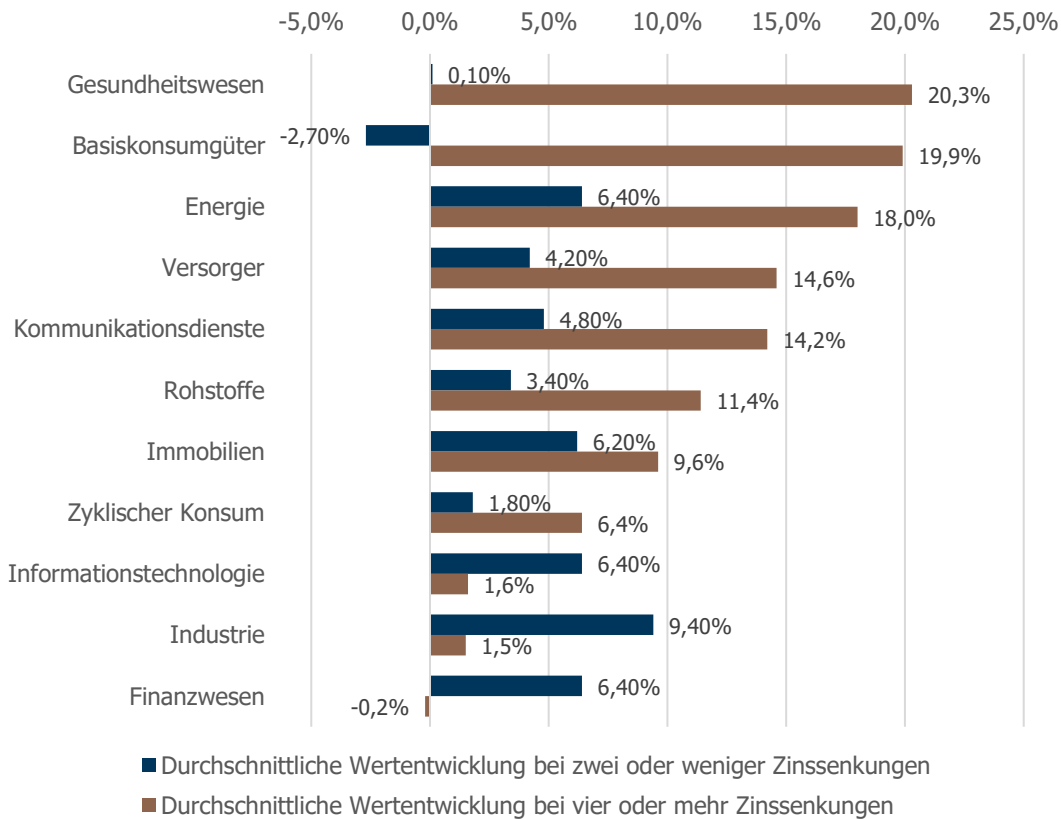
Mit Sorge schauen wir aber auf die massive politische Einflussnahme der Trump-Administration in Bezug auf die Neutralität der Notenbank und deren Entscheidungsträger. Ein Grund, neben der Tatsache, dass der US-Dollar aus unserer Sicht weiterhin Gegenwind erfahren sollte, um auch Alternativen in Europa für austauschbare US-Investments zu suchen. Entsprechend ergreifen wir Gelegenheiten, um Aktien mit attraktivem Bewertungsniveau und zukünftigen Wachstumsaussichten auch in Europa zu investieren.

Auf Branchenebene erscheinen uns aktuell Werte von VERSICHERUNGEN, GESUNDHEIT und VERSORGER besonders interessant zu sein. Unter der Annahme, dass die FED in einen nachhaltigen Zinssenkungszyklus einbiegt, dürften besonders kapitalintensive Branchen mit höheren

Verschuldungsraten durch eine niedrigere Zinslast in der Zukunft profitieren. Wie die folgende Grafik zeigt, dürften auch Werte aus dem BASISKONSUM ein Comeback erleben.

S&P 500 Renditen nach Wiederaufnahme der Zinssenkungen durch die FED*

**Nach einer Pause von sechs Monaten oder länger*



Quellen: Bloomberg, Ned Davis Research

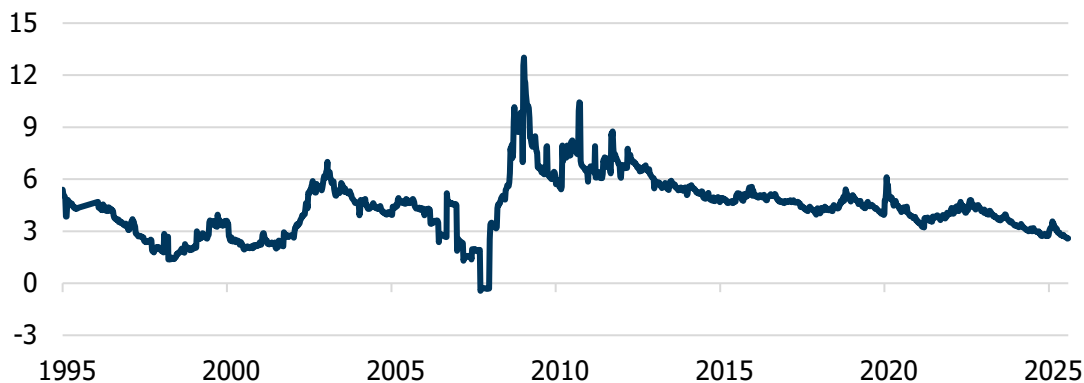
Die größten Risiken sehen wir in massiven politischen und auch geldpolitischen Fehlentscheidungen, einer weiteren Eskalation der derzeitigen geopolitischen Konflikte, einer möglichen Kreditkrise in Frankreich und / oder auch den USA sowie Infrastrukturausfällen, wie z.B. „Black outs“.

So könnte die US-Regierung unter Donald Trump weiterhin versuchen die institutionellen Grenzen zu überschreiten, welche Auswirkungen auf den Bondmarkt – hier besonders die Rendite der 10- und 30-jährigen US-Treasuries – haben könnte und in Folge zu noch höheren Refinanzierungskosten für die USA als Schuldner, aber auch auf der Immobilienseite führen könnte. Dieses Szenario dürfte auch den Aktienmarkt unter Druck bringen, da der Konsum hiervon noch stärker beeinträchtigt werden könnte.

Auch die starke Konzentration ("most crowded investment") in die wenigen großen KI-Werte und speziell die teils hochbewerteten Magnificent 7, könnten zu einem Risiko werden, wenn die erfolgreiche Monetarisierung des aktuellen KI-Capex-Zyklus angezweifelt werden sollte. Auch dieses Szenario dürfte zu starken Rückschlägen und Verwerfungen am Markt führen.

Kritisch betrachten wir die inzwischen historisch niedrigen Risikoprämien (Rechnung: Gewinnrendite des S&P 500 abzüglich der 10-jährigen US-Treasuries Rendite) bei US-Aktien in Höhe von nur noch 2,5% – 3% (historisch bei 3,5% – 4,5%). Zudem liegt die von den S&P 500 Unternehmen erwirtschaftete Free Cashflow Rendite bei nur noch 2,6% und damit deutlich unter der Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen. Ein Niveau, das seit der Finanzkrise nicht mehr erreicht wurde und auf die aktuell massiven Mrd. Investments der KI-Unternehmen zurückzuführen ist. Auch in diesem Sektor könnten zukünftig positive Kursentwicklungen deutlich selektiver werden.

S&P 500 Free Cash Flow Renditen (in %)



Quelle: Bloomberg

Die Risiken müssen entsprechend der jeweiligen Marktentwicklungen weiter eng im Auge behalten werden. Die von uns verwendete „Barbell-Strategie“, die einen defensiven, eher stabilen Anteil mit einem wachstumsstarken und innovativen Anteil an Aktien ergänzt, erscheint uns zurzeit als die sinnvollste Anlagestrategie in der aktuellen Marktphase. So erzeugen wir eine Kombination aus Sicherheit und Chancen sowohl in Zeiten hoher Unsicherheit als auch in Zeiten des wirtschaftlichen Wachstums. Eine kontinuierliche Anpassung an die sich ändernden Bedingungen sowie eine sorgfältige Einzeltitelselektion sind dabei unerlässlich.

5. Anleihenmarkt

5.1 FED senkt, EZB pausiert

Die US-Zentralbank hat im September erstmals in diesem Jahr die Zinsen gesenkt. Somit hat sie die weithin erwartete Zinssenkung um 25 Basispunkte geliefert. Auch wenn Powell dies während der Q&A als „Risikomanagement-Senkung“ bezeichnete, ist davon auszugehen, dass die makroökonomischen Risiken ohne klare Anzeichen für eine anhaltende Zollinflation das FOMC dazu bewegen werden, die Zinsen bei den kommenden Sitzungen weiter zu senken, was sich nun auch in den aktualisierten „Dot Plots“ für 2025 widerspiegelt. Powell betonte, dass angesichts des anhaltenden Inflationsdrucks weiterhin Wachsamkeit geboten sei, argumentierte jedoch, dass die verlangsamte Schaffung von Arbeitsplätzen und der Aufwärtstrend der (nach wie vor niedrigen) Arbeitslosenquote die Risikobalance verschoben hätten und eine weniger restriktive Geldpolitik rechtfertigten. Gerade am Arbeitsmarkt zeigte die jüngste Datenrevision einen deutlich langsameren Beschäftigungszuwachs, der zuletzt sogar nahezu zum Erliegen gekommen ist.

Mit einem Leitzinsband von zurzeit 4% – 4,25% liegen die Sätze weiterhin im restriktiven Bereich. Der neutrale Zins, der weder restriktiv noch stimulierend wirken sollte, liegt vermutlich bei ca. 3% und deckt sich mit dem Mittelwert der „Dot Plots“ für den längerfristigen Zins. Die FED wird vermutlich bis zum Ende des ersten Quartals 2026 bei jeden der vier anstehenden Sitzungen den Leitzins um je 0,25% auf dann 3% – 3,25% senken, um so auf einen neutralen Kurs umzuschwenken.

Tiefere Zinssätze sind zwar auch möglich, könnten aber von den Marktteilnehmern eher kritisch gesehen werden, stünden sie doch unter dem Verdacht, politisch motiviert zu sein. Gerade die anstehenden Neubesetzungen des Offenmarktausschusses in den kommenden Monaten werden die Diskussionen um die politische Einflussnahme und Unabhängigkeit der FED weiter hochhalten.

Die europäische Notenbank legte nach insgesamt acht Senkungen á 0,25% bei einem erreichten Einlagensatz von 2% die erwartete Pause ein. Weder die derzeit moderaten Wachstums- noch die Inflationsaussichten rechtfertigen aktuell weitere Zinssenkungen in den expansiven Bereich unterhalb der 2% – Marke. Die gegenwärtige Zollsituation trübt zwar die Wachstumsaussichten ein und ein starker Euro begünstigt die (importierte) Inflation, Aufwärtsgefahren für höhere Preise

können aber jederzeit durch Lieferkettenstörungen aufgrund höherer US-Zölle, Fiskalimpulse oder auch durch eine wieder anziehende Kreditvergabe auftreten. Die aktuelle Strategie der europäischen Notenbank datenabhängig „auf Sicht“ zu agieren, erscheint uns vernünftig.

Die vorherrschende Staatskrise in Frankreich – unter Präsident Emmanuel Macron scheiterte bereits die vierte Regierung – verunsicherte die Finanzmärkte, was sich in höheren Renditen für französische Staatsanleihen niederschlug. Die Renditedifferenz zwischen deutschen und französischen Staatspapieren erreichte einen Jahreshöchststand von 82 Basispunkten. Auch hat die erste Ratingagentur (Fitch) Frankreich das AA- Rating entzogen und am 12.09.25 auf A+ heruntergestuft. Die EZB hält sich zum Thema Frankreich bisher bedeckt, wird die Entwicklung aber genau beobachten. Für den Euroraum gilt, dass die EZB mit dem „TPI“ (Transmission Protection Instrument) über ein mächtiges Instrument verfügt, das sie im Falle einer aufkommenden EU-weiten Staatsschuldenkrise zeitnah einsetzen könnte. Über das TPI könnte die Notenbank Wertpapiere aus einzelnen Ländern ankaufen, um eine Verschlechterung der Finanzierungsbedingungen, die nicht durch länderspezifische Fundamentaldaten gerechtfertigt ist, zu bekämpfen. Die Ankäufe fänden am Sekundärmarkt statt und sind auf Anleihen des öffentlichen Sektors fokussiert.

Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen schwankten im abgelaufenen Quartal in einer ungewöhnlich engen Bandbreite von 2,6% bis 2,8%. Die Schwankungsbreite dürfte wieder etwas zunehmen und sich in den kommenden Monaten in einer Handelsspanne von 2,3% bis 2,8% bewegen. Die amerikanischen Pendants schwankten etwas stärker zwischen 4% und 4,45% und beendeten das Quartal bei 4,15%. Sollte die FED ihren Leitzins weiter deutlich senken ist eine Rendite am langen Ende (10Y) auch unterhalb von 4% möglich.

5.2 Unternehmensanleihen: Risikoauflösung seitwärts auf tiefem Niveau

Im abgelaufenen Quartal blieb es ruhig und sowohl Anleihekurse als auch Risikoprämien entwickelten sich unter sehr geringen Schwankungen seitwärts. Der durchschnittliche Renditeaufschlag einer fünfjährigen BBB-Unternehmensanleihe („Markit iTraxx 5Y Main“) lag per 30.09.2025 bei 0,56% – Punkte (vs. Jahresbeginn bei 0,58% – Punkte) nahezu unverändert.

Die aktuell sehr niedrigen Renditeaufschläge weisen zwar nahezu keine Rezessionsgefahr aus, konnten aber im Wesentlichen von zwei Faktoren profitieren: Zum einen übertrafen die Unternehmen während der Berichtssaison diesseits und jenseits des Atlantiks mehrheitlich die Analystenerwartungen und verfügen über robuste Finanzkennzahlen, und zum anderen trübten sich die Aussichten bei ausgewählten Staaten (u.a. Frankreich / USA) weiter ein. Dies erhöhte die relative Attraktivität insbesondere von Unternehmen aus dem Bereich A und besser.

Unsere Ausrichtung, den Fokus weiter auf Unternehmensanleihen defensiver Branchen mit guten bis sehr guten Bonitäten zu legen wird hierdurch bestätigt. Aber auch ausgewählte Emittenten mit expliziter oder impliziter Staatsgarantie verfügen weiter über ein attraktives Chance- / Risikoprofil. Im abgelaufenen Quartal nahmen wir u.a. an interessanten Neuemissionen, wie z.B. 3% EON SE 2031, 3% DZ Bank Hyp. PF 2035 sowie einer 3,875% Grenke mit kurzer Laufzeit (2028) teil.

6. Währungen

Der US-Dollar ist im abgelaufenen Quartal bemerkenswert stabil geblieben. Selbst der politische Lärm um mögliche personelle Veränderungen (Lisa Cook) bei der FED und der stärkere Rückgang der Renditen von US-Staatsanleihen vs. Bundesanleihen ließen den Greenback nicht weiter abwerten. So beendete das Währungspaar das 3. Quartal nahezu unverändert bei 1,1734 EUR/USD.

Diese Widerstandsfähigkeit beruht zum Teil auf der Wahrnehmung, dass die US-Wirtschaft Importzölle leichter als erwartet absorbiert, und, dass US-Aktien erneut besser abschneiden als ihre globalen Pendants. Dies führte zu einer zwischenzeitlich stabilen Nachfrage nach USD.

Anleger sollten weiter wachsam bleiben und die Implikationen, die eine Änderung der Geldpolitik der US-Notenbank für den USD mit sich bringt, nicht ignorieren. Die jüngsten Äußerungen von Chairman Powell signalisieren tendenziell, dass die FED nun eher bereit ist, mit der Gefahr einer höheren Inflation zu leben und eine mögliche Schwäche des Arbeitsmarktes in der Ausrichtung stärker zu gewichten. Während die FED also die Messlatte für weitere Zinssenkungen gesenkt hat, hat die Europäische Zentralbank sie angehoben und kann sich durchaus vorstellen, den Einlagesatz b.a.w. bei 2% zu belassen. Diese Kombination würde eine anhaltende USD-Schwäche zusätzlich untermauern.

Wenn die US-Leitzinsen (FED-Funds) weiter gesenkt werden, während die Inflation aufgrund einer allmählichen, aber anhaltenden Weitergabe der Zölle an die Verbraucherpreise hartnäckig über dem Zielwert bleibt, würden die Realrenditen erodieren, was historisch einen Gegenwind für den US-Dollar bedeutete.

Für die kommenden Monate / Quartale erwarten wir eine Handelsspanne im EUR/USD von 1,15 bis 1,25.

Der Schweizer Franken sollte als einer der verbliebenen sicheren Häfen dagegen gut unterstützt bleiben.

7. Gold (systemfremder Vermögenswert)

Was für ein Quartal für das Edelmetall Gold, das mit neuen Höchstständen von über 3.850 USD pro Unze beendet werden konnte. Sah es im Juni noch nicht danach aus, war der charttechnische Ausbruch im August über eine „Keilformation“ von 3.400 / 3.450 USD der Ausgangspunkt für eine beeindruckende Rallye.

Neben der Charttechnik kam dem gelben Metall auch die erste Zinssenkung der FED in diesem Jahr zugute, die die Opportunitätskosten gegenüber Alternativinvestments (mit Ausschüttung) verringerte und somit die Anlage in Gold „relativ“ (noch) attraktiver machte. Die Tatsache, dass sich die makroökonomische und geopolitische Situation nicht weiter entspannen konnte, wirkte zudem unterstützend.

So werden auch Notenbanken immer aktiver in Goldinvestments. Zuletzt ließ die polnische Zentralbank verlauten, ihren Goldanteil in den Reserven auf 30% ausbauen zu wollen. Inzwischen macht Gold über 20% der Währungsreserven der weltweiten Zentralbanken aus und hat den Euro als zweitwichtigste Reserveanlage der Zentralbanken nach dem US-Dollar überholt.

Lediglich 2,4% beträgt die Goldgewichtung in dem von globalen Fondsmanagern verwalteten Vermögen. Gold ist die Anlageklasse mit wenig Abhängigkeiten und keinem Gegenpartei-Risiko (Schuldner). Immer stärker wird ihr systemfremder Charakter als Vorteil angesehen. Somit ist es keine Überraschung, dass Zentralbanken ihre Abhängigkeit zu den USA aber auch zum US-Dollar über Gold weiter abbauen wollen. Einzig der aktuell vorherrschende hohe Optimismus für Goldinvestments sollte kurzfristig als Vorsichtssignal im Auge behalten werden.

Wir sehen Gold langfristig weiter gut unterschützt und können uns entsprechend weitere Anstiege vorstellen. Besonders in der aktuellen Zeit mit geopolitisch extremen Herausforderungen ist und bleibt Gold ein wichtiger Basisbestandteil eines diversifizierten Depots.

Wichtige Hinweise

Marktberichte dienen ausschließlich Informationszwecken und stellen keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Vermögensgegenständen dar. Die zur Verfügung gestellten Informationen bedeuten keine Empfehlung oder Beratung. Im Marktkommentar zum Ausdruck gebrachte Meinungen können sich ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu historischen Wertentwicklungen erlauben keine Rückschlüsse auf Wertentwicklungen in der Zukunft. Der Verfasser oder dessen Gesellschaft übernimmt keinerlei Haftung für die Verwendung dieses Marktkommentars oder deren Inhalt. Änderungen des Marktkommentars oder dessen Inhalt bedürfen der ausdrücklichen Erlaubnis des Verfassers oder der Gesellschaft.