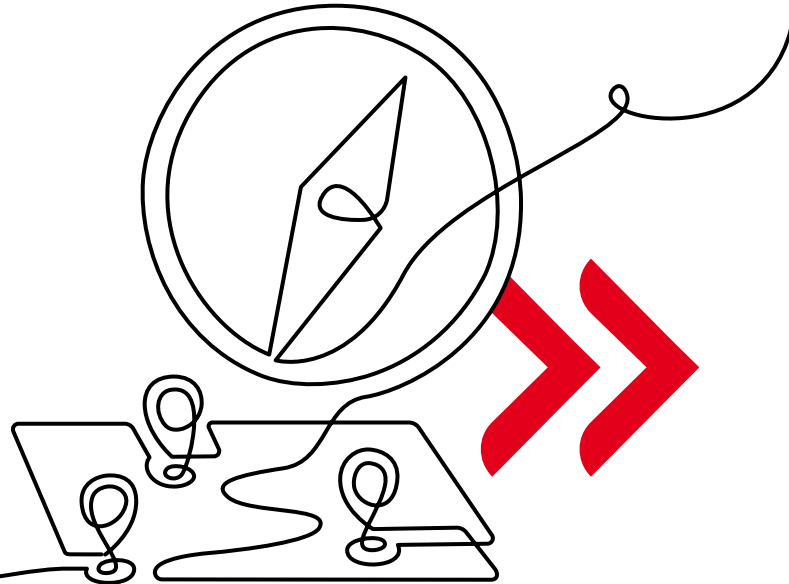


The Compass Checkpoint

24. September 2025



Die Fed unter Beschuss

Der August ist in der Regel ein turbulenter Monat für die Finanzmärkte. Viele Finanzkrisen – von der Russlandkrise 1998 und der Subprime-Krise 2007 über die Staatsschuldenkrise in der Eurozone 2011 bis hin zum chinesischen Börsencrash 2015 – begannen auf dem Höhepunkt der Sommerflaute, wenn die Liquidität auf den Märkten besonders gering ist. In diesem Jahr verlief der August jedoch trotz zahlreicher Fronten, die von der Trump-Regierung eröffnet wurden, ohne größere Marktschocks. Die Märkte feierten die Entspannung der Handelsbeziehungen zwischen den USA und einigen ihrer wichtigsten Handelspartner sowie die (später vernachlässigten) Aussichten auf eine schnelle Lösung des Konflikts in der Ukraine.

Der September brachte ein hohes Maß an Unsicherheit zurück. Der Versuch des Weißen Hauses, mehr Kontrolle über den Vorsitz der Fed zu erlangen, die politische Instabilität in Frankreich und Japan und ein höchst unsicheres makroökonomisches Umfeld in Großbritannien belasten die Märkte. Hinzu kommt die immer engere Zusammenarbeit zwischen autoritären Regimen (China und Russland).

Unserer Ansicht nach ist die Frage nach der Zukunft der Fed der unmittelbarste und folgenreichste Grund zur Sorge auf den Märkten. Das Weiße Haus versucht offen, die Zentralbank von einer technokratischen Institution zu einem rein politischen Akteur zu machen, indem es die volle Kontrolle über das zinsbestimmende FOMC übernehmen möchte.

Angesichts der rechtlichen Herausforderungen, mit denen US-Präsident Donald Trump bei der Umsetzung seiner Strategie konfrontiert werden könnte, gehen wir in unserem Basisszenario von einer gewissen politischen Einmischung in die geldpolitischen Angelegenheiten der Fed aus, rechnen aber nicht mit einer vollständigen Politisierung der Zentralbank. Jetzt, da Stephen Miran, der Architekt von Trumps Wirtschaftspolitik, dem Fed-Vorstand beigetreten ist, könnte der Ton der Debatte innerhalb des FOMC politischer werden.

In dieser Ausgabe von *The Compass Checkpoint* befassen wir uns mit der Frage, was passieren könnte, wenn Trump die volle Kontrolle über die Fed übernimmt und sie zwingt, die Zinsen um 300 Basispunkte zu senken. Je höher der Grad der Politisierung der Fed, desto höher ist das Risiko für die USA, von den Anlegern als Schwellenland behandelt zu werden – wobei die Anleiherenditen steigen und der USD fällt. Wenn es um die Aktienmärkte geht, werden die Implikationen ungewisser sein. Für die EZB könnte dies eine unbequemen Situation bedeuten, insbesondere wenn sie es mit einer stärkeren Währung zu tun hat. Wir betrachten die Politisierung der Fed als ein Extremszenario, sehen es jedoch als sinnvoll das Thema näher zu beleuchten, um auf alle Eventualitäten vorbereitet zu sein.

Manuela D'Onofrio
Chair,
The Investment Institute

Fabio Petti
Co-Chair,
The Investment Institute

Edoardo Campanella
Director and Chief Editor,
The Investment Institute

DIE SICHT DER CIOs 2

Asset-Allokation

MAKRO-STORIES 3

Schwerpunkt 1:

Was wäre, wenn der politische Druck auf die Fed steigt

MARKT-STORIES 6

Was tut sich auf dem Markt?

- Aktien
- Festverzinsliche Wertpapiere
- Währungen
- Rohstoffe

Schwerpunkt 2:

Wiederaufbau der Ukraine:
Investitionsmöglichkeiten

PROGNOSEN 16



Die Sicht der CIOs

Alessandro Caviglia (Italien), Philip Gisdakis (Deutschland), Oliver Prinz (Österreich)

Das Marktumfeld – und damit auch unsere Anlagepositionierung – ist geprägt von Spannungen zwischen kurzfristig gedämpfteren Marktaussichten und einem eher konstruktiven mittel- bis längerfristigen Ausblick. In den nächsten Quartalen wird sich die derzeitige Abschwächung der US-Konjunktur drehen und das US-Wirtschaftswachstum dürfte sich erneut beschleunigen. Auch die Konjunktur in der Eurozone wird im nächsten Jahr dank steigender Investitionen und fiskalpolitischer Impulse, insbesondere aus Deutschland, wieder an Fahrt gewinnen. Diese Erwartungen spiegeln sich in den robusten Gewinnwachstumserwartungen US-amerikanischer und europäischer Unternehmen fürs kommende Jahr wider.

Kurzfristig belasten die Risiken die Märkte jedoch. Die Verlangsamung der US-Wirtschaft wirkt sich bereits auf den US-Arbeitsmarkt aus und veranlasst die Fed, ihren Zinssenkungszyklus wieder aufzunehmen. Hinzu kommen die Auswirkungen des Handelskriegs auf die US-Inflation und das steigende Staatshaushaltsdefizit. In Europa belasten unterdessen die Auswirkungen deutlich höherer Zölle in den USA sowie die politischen und fiskalischen Unsicherheiten in Frankreich die kurzfristige Stimmung. Da sich die EZB wahrscheinlich dem Ende ihres Zinssenkungszyklus nähert, schwinden auch die positiven geldpolitischen Impulse für die Anleihen- und Aktienmärkte.

In diesem Umfeld reduzieren wir unsere Gewichtung von Anleihen und verkürzen die durchschnittliche Restlaufzeit. Die Positionierung von Anleihen (von übergewichten auf neutral) verlagern wir stärker in Richtung Geldmarktinstrumente (von untergewichten auf neutral). Europäische Unternehmensanleihen weisen nach wie vor solide Kreditqualität auf, dennoch stufen wir sie jetzt auf eine neutrale Gewichtung (von übergewichten) und bei europäischen Staatsanleihen reduzieren wir unsere Empfehlung sogar auf untergewichten. Wir sehen nach wie vor Wert in Anleihen der Schwellenländer, die wir in unserer Anlagestrategie übergewichten.

Was die Währungen anbelangt, so bekräftigen wir unsere vorsichtige Haltung gegenüber dem USD, um das potenzielle Risiko einer politisierten und weniger unabhängigen Fed zu reduzieren. Bei Aktien bleiben wir bei unserer neutralen Haltung, da wir der Meinung sind, dass es aufgrund verschiedener Risikofaktoren noch zu früh ist, die Haltung auf übergewichten zu ändern. Diese neutrale Haltung bietet jedoch eine große Flexibilität, um auf mögliche Marktschwankungen zu reagieren: Marktschwächen zum Aufbau von Positionen in Sektoren und Titeln mit guten Aussichten zu nutzen.

ASSET-ALLOKATION

UNSERE EINSCHÄTZUNG ZU DEN ANLAGEKLASSEN

	UNTER -GEWICHTEN	NEUTRAL	ÜBER -GEWICHTEN
Aktien Global		●	
Aktien USA		●	
Aktien Europa		●	
Aktien Pazifik (Industrieländer ¹)		●	
Aktien Schwellenländer		●	
Anleihen Global		●	
EWU Staatsanleihen	●		
Staatsanleihen (nicht-EWU)	●		
Euro Unternehmensanleihen (Investment-Grade)		●	
Euro Unternehmensanleihen (High-Yield)	●		
Schwellenländer-Anleihen (harte Währung)			●
Schwellenländer-Anleihen (lokale Währung)			●
Geldmarkt/Liquidität		●	
Alternative Anlagen		●	
Rohstoffe		●	
Rohöl		●	
Gold		●	

1. Industrieländer: Australien, Japan, Hongkong, Neuseeland, Singapur



1 Status Update zu US-Tarifen

Die US-Regierung war in den letzten Wochen damit beschäftigt, Handelsabkommen mit ihren Partnern abzuschließen. Diese Abkommen implizieren US-Zölle, die immer noch deutlich höher als zu Beginn des Jahres (durchschnittlich etwa 15 Prozentpunkte höher, basierend auf den Handelsanteilen 2024), aber etwas unterhalb der Anfang April verkündeten "gegenseitigen" Zölle liegen. Diese Abkommen haben die handelspolitische Unsicherheit verringert. Der Großteil von Trumps Zöllen (die unter der Anwendung des International Emergency Economic Powers Act (IEEPA) eingeführt wurden), ist nun in Frage gestellt worden, nachdem sie am 29. August vom US-Bundesberufungsgericht für illegal erklärt wurden. Der Fall wird nun vom Obersten Gerichtshof (SC) verhandelt. Sollte sich der SC gegen die Nutzung des IEEPA als Instrument zur Verhängung weitreichender Zölle aussprechen, könnte die US-Regierung dazu verurteilt werden, US-Importeuren bereits gezahlte Zölle zu erstatten. Präsident Trump verfügt über weitere Exekutivbefugnisse, die er zur Verhängung von Zöllen nutzen kann (darunter der Abschnitt 232 des Trade Expansion Act von 1962 und der Abschnitt 301 des Trade Act von 1974). Wir gehen jedoch davon aus, dass die höheren Zölle bestehen bleiben werden.

2 UK: finanzpolitische Herausforderungen

Die britische Regierung hat angekündigt, dass ihr Herbsthaushalt am 26. November vorgelegt wird. Der späte Zeitpunkt spiegelt die Hoffnung wider, dass die langfristigen Renditen der britischen Staatsanleihen, die derzeit 5,5% betragen, bis dahin sinken. Der Anstieg der Renditen langfristiger Staatsanleihen wird die Kosten für den Schuldendienst erhöhen (obwohl die relativ lange durchschnittliche Laufzeit der britischen Staatsanleihen ein mildernder Faktor ist) und Investitionen des privaten Sektors verdrängen. Schätzungen gehen davon aus, dass die Schatzkanzlerin Rachel Reeves – wenn sie die fiskalischen Regeln einhalten möchte, um den laufenden Haushalt bis 2029-30 auszugleichen (d.h. ohne Investitionen) und die Nettoverschuldung (Nettoverbindlichkeiten des öffentlichen Sektors, derzeit 83,9% des BIP) und ihren Anteil am BIP bis 2029-30 senken möchte – die Steuern erhöhen werden muss und die Ausgaben um bis zu 30-50 Mrd. GBP (0,9-1,5% des BIP) kürzen müsste. Die Anleger werden darauf achten, ob Reeves glaubwürdige Maßnahmen finden kann ohne die Wirtschaft zu lähmen.

3 Die politische Krise in Frankreich

Die politische Krise, die durch die Auflösung der französischen Nationalversammlung im Jahr 2024 ausgelöst wurde, verschärfte sich, als der scheidende Premierminister François Bayrou vor Beginn der Haushaltsverhandlungen für 2026 ein erwartungsgemäß erfolgloses Vertrauensvotum ausrief. Die Versuche von Präsident Emmanuel Macron, eine Brücke zwischen den moderaten Mitte-Rechts- und Mitte-Links-Parteien zu schlagen, sind gescheitert und haben die französischen Institutionen angesichts der wachsenden politischen Polarisierung unter Druck gesetzt. Der neu ernannte Premierminister Sébastien Lecornu, ein enger Verbündeter Macrons, steht vor der großen Herausforderung, einen Konsens über den Haushalt zu erzielen. Dies könnte ihn zu Zugeständnissen an die Oppositionsparteien zwingen, was wiederum Macrons Reformen und Anstrengungen, den Haushalt zu konsolidieren verwässern könnte. Selbst wenn Lecornu einen Haushalt durchsetzen könnte (was nicht unser Basisszenario ist), wäre der Handlungsspielraum seiner Regierung eingeschränkt, weil ihr Mandat vom Volk nicht unterstützt wird. Gleichzeitig würde die Frustration der Bevölkerung – die sich in den zahlreichen Protesten zeigt – wahrscheinlich anhalten. Nur Neuwahlen unter einem reformierten, proportionaleren System könnten die Pattsituation überwinden, vorausgesetzt, Macron akzeptiert das Ergebnis.



Was wäre, wenn der politische Druck auf die Fed steigt

Autoren: Edoardo Campanella, Francesco Maria Di Bella, Roberto Mialich, Christian Stocker, Marco Valli, Daniel Richard Vernazza

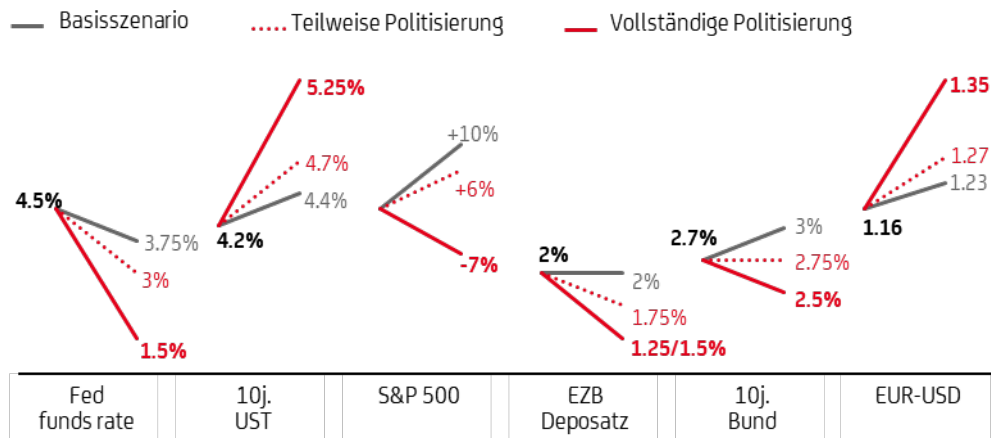
Die Trump-Regierung hat ihren Kampf gegen die Fed verschärft. Sie hat nicht mehr nur die Rolle des Vorsitzenden der Zentralbank im Auge – die wird ohnehin im kommenden Mai frei werden. Die Regierung versucht nun, das gesamte Entscheidungsgremium neu zu gestalten. Die Absetzung von Fed-Gouverneurin Lisa Cook (das Gerichtsverfahren läuft), falls bestätigt, würde dem Weißen Haus **die 4:3-Mehrheit** im Gouverneursrat der Fed sichern, die erforderlich ist, um im Februar die regionalen Fed-Präsidenten zu wählen und das FOMC (das für die Festlegung der Zinssätze zuständig ist) mit „taubenhaften“ (d.h. Zinssenkungen befürwortenden) Stimmen zu füllen. Dieser Schritt wäre weitaus folgenreicher, als lediglich Jerome Powell durch einen der Trump-Regierung zugeneigten Vorsitzenden zu ersetzen. Das bedeutet, die Fed zu einem politischen Akteur zu machen.

Um die potenziellen Auswirkungen einer politischen Fed besser zu verstehen, betrachten wir **drei Szenarien**, die jeweils durch ein unterschiedliches Maß an politischer Einflussnahme gekennzeichnet sind:

1. **Basisszenario:** Die US-Konjunkturdaten haben sich in den letzten Monaten abgeschwächt, insbesondere mit Blick auf den Arbeitsmarkt. Die Arbeitslosigkeit liegt jedoch immer noch bei fast 4%, die Finanzbedingungen haben sich gelockert, wobei der Inflationsdruck nach wie vor hoch ist und aufgrund der Zölle weiter steigen wird. In diesem Szenario, in dem davon ausgegangen wird, dass die Trump-Regierung nicht in der Lage sein wird, die Mehrheit der FOMC-Sitze und ihre makroökonomischen Positionen durchzusetzen, rechnen wir mit einer Zinssenkung um 25 Basispunkte auf 4% in diesem Jahr und um weitere 25 Basispunkte auf 3,75% in 2026.
2. **Szenario einer teilweisen Politisierung:** Da das Weiße Haus die Zentralbank stärker im Griff hätte, senkt die Fed die Zinsen bis Ende des nächsten Jahres auf 3%. Auf diesem Level würde der Leitzins auf seinem neutralen Niveau liegen. Dies würde im Einklang mit dem stehen, was derzeit von den Märkten eingepreist wird. Die Anleger rechnen mit deutlich schlechteren Wirtschaftsdaten im Vergleich zu unseren Erwartungen und weniger mit einer Politisierung der Zentralbank.
3. **Szenario einer vollständigen Politisierung:** Die Fed senkt die Zinsen auf 1,5%, im Einklang mit dem, was Trump gefordert hat – mit einer potenziellen Wiederaufnahme der quantitativen Lockerung. Ein solcher Schritt wäre nicht durch wirtschaftliche Fundamentaldaten gerechtfertigt, sondern würde vielmehr die Absicht der Trump-Regierung widerspiegeln, die finanziellen Bedingungen zu lockern, um das Wachstum anzukurbeln und das US-Haushaltsdefizit zu finanzieren.

GRAFIK 1.1: AUSWIRKUNGEN EINER POLITISIERTEN FED AUF DIE MÄRKTE

ZENTRALBANKZINSEN UND MARKTBEWEGUNGEN IN UNSEREN DREI SZENARIEN, JETZT VS. 4Q26



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit



In unserem Basisszenario belässt die **EZB** den Depo-Satz bei 2%, da die Inflationsrisiken und der robustere Konjunkturausblick den Spielraum für eine weitere geldpolitische Lockerung einschränken. Im Szenario einer teilweisen Politisierung würde die EZB den Depo-Satz bis Ende des nächsten Jahres senken, um eine übermäßige Aufwertung der Gemeinschaftswährung zu vermeiden, was zu einer Straffung der Finanzierungsbedingungen führen würde. Die massive Lockerung der Fed und die wahrscheinlichen Marktturbulenzen, die mit unserem dritten Szenario konsistent wären, würden die EZB dazu zwingen, durch Zinssenkungen einzugreifen. In einem solchen Fall würden wir davon ausgehen, dass der Depo-Satz bis Ende 2026 bei 1,25-1,50% liegen wird.

Auf dem **Devisenmarkt** erwarten wir, dass vor dem Hintergrund einer zunehmenden Politisierung der Fed sich der USD abschwächen würde. In unserem Basisszenario würde die Fed nach wie vor weniger aggressiv vorgehen als von den Märkten erwartet wird. Dies würde den Spielraum für einen nachhaltigen Anstieg von EUR-USD beschränken, dessen Höchststand wir bis Ende 2026 bei 1,23 sehen. Trotz der geringeren Lockerung der Fed-Politik, wäre die von uns erwartete leichte Abwertung des Greenback auch auf ein schwindendes Vertrauen der Anleger in den USD als Safe-Haven-Währung zurückzuführen. In dem Szenario, in dem die Fed die Zinsen auf 3% senkt, würden wir erwarten, dass EUR-USD bis Ende 2026 auf 1,27 steigt. Im Szenario einer vollständigen Politisierung der Geldpolitik würden die Märkte eine Art Kapitulation der Fed vor dem Diktat der Trump-Regierung wahrnehmen. Selbst wenn die EZB in einem solchen Szenario mit zwei oder drei Zinssenkungen reagieren würde, würde EUR-USD unserer Meinung nach in Richtung 1,35 steigen, dem höchsten Stand seit September 2014.

Was die Märkte für **Staatsanleihen** betrifft, so dürften die Renditen kurzlaufender US-Staatsanleihen auf diesem Niveau bleiben, wenn die Fed die Zinsen bis Ende 2026 – wie in unserem Basisszenario vorgesehen – um 50 Basispunkte senken würde. Auf der anderen Seite dürften die Renditen längerfristiger Anleihen aufgrund der hohen Emissionen steigen. Wir gehen davon aus, dass die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen bis Dezember 2026 auf 4,4% steigen und der 2/10-jähriger Spread US-Staatsanleihen auf 80 Basispunkte steigen wird. Die Staatsanleihen der Eurozone wären von diesem Szenario kaum betroffen sein, da die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen wahrscheinlich auf 3% steigen würde, was auf die fiskalische Expansion und ein sich verbesserndes Wirtschaftsbild in Deutschland zurückzuführen wäre. Im zweiten Szenario rechnen wir mit einem Rückgang der kurzlaufenden Renditen, da sie vom Leitzins stark beeinflusst werden. Eine lockere Geldpolitik würde den Inflationsdruck allerdings erhöhen.

Dies würde die längerfristigen Nominalrenditen in die Höhe treiben, da die Anleger versuchen würden, den realen Wert ihrer Anlagen zu erhalten. In diesem Szenario würden wir von einem Anstieg der 10-jährigen US-Staatsanleiherendite auf 4,7% und einer Ausweitung des 2/10-jährigen Spreads der US-Staatsanleihen auf 150 Basispunkte ausgehen. Auf der anderen Seite würden Staatsanleihen der Eurozone (EGBs) von der Zinssenkung durch die EZB profitieren, wobei die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihen bei 2,75% verharren würde. Im Falle einer massiven Lockerung durch die Fed würden die Inflationserwartungen deutlich steigen, was die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen auf über 5% und den 2/10-jährigen Spread der US-Staatsanleihen auf 350 Basispunkte treiben würde. Eine derartige Marktbewegung, möglicherweise durch eine teilweise Wiederaufnahme der quantitativen Lockerung konterkariert, wäre auch ein Zeichen für ein schwindendes Vertrauen in US-Institutionen, was wiederum die EGBs begünstigen würde. In diesem Szenario gehen wir davon aus, dass die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen auf 2,5% fallen würde.

In unserem Basisszenario sind wir angesichts der robusten Unternehmensgewinne (insbesondere im Technologie- und Telekommunikationssektoren), der hohen Produktivität, der fiskalpolitischen Unterstützungsmaßnahmen sowie der lockeren Geldpolitik den **Aktienmärkten** gegenüber optimistisch eingestellt. In diesem Fall erwarten wir, dass der S&P 500 bis Mitte 2026 um etwa 10% steigen wird. Sollte die Fed die Zinsen um 150 Basispunkte senken, dürfte die erste Reaktion der Aktien positiv ausfallen, insbesondere in investitionsintensiven Sektoren. Auf längerfristige Sicht würden höhere Renditen sowie strukturell bedingte höhere Volatilität an den Finanzmärkten jedoch zu einem Abwärtsdruck auf die Bewertungen führen. In diesem Szenario wäre die Performance amerikanischer Aktien immer noch positiv, aber geringer. Im Szenario einer vollständigen Politisierung würden niedrigere als neutrale Zinsen und ein schwacher USD die Aktienperformance zunächst steigern. Diese Reaktion wäre jedoch nur von sehr kurzer Dauer, da wir davon ausgehen, dass ein schwächeres Vertrauen der Anleger in US-Vermögenswerte ausländische Anleger vom Kauf von US-Vermögenswerten abhalten würde. Historische Daten zeigen, dass Beeinträchtigungen hinsichtlich der Unabhängigkeit von Zentralbanken in der Regel mit höheren Aktienrisikoprämien verbunden sind.



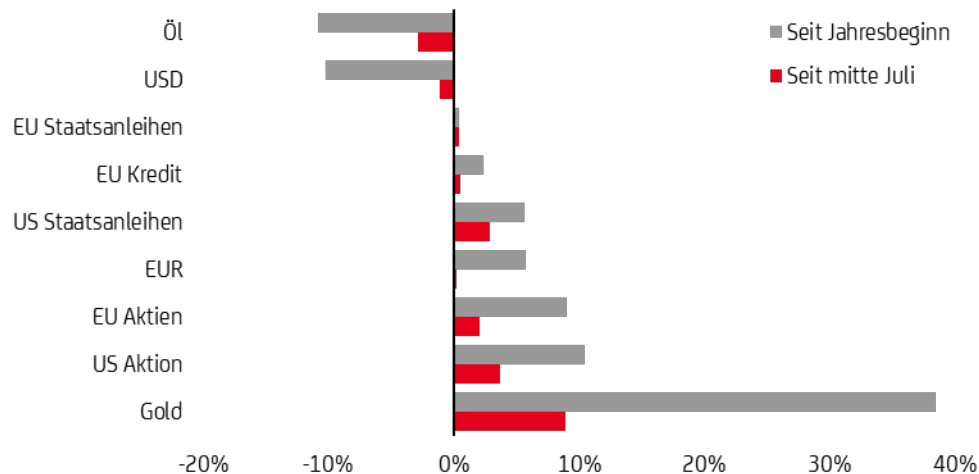


Das Rauschen ...

Wie der Versuch, Fed Vorstandsmitglied Lisa Cook zu entlassen gezeigt hat, wird die Einflussnahme von US-Präsident Donald Trump auf die Politik der Fed offensichtlich. Der politische Druck, die Geldpolitik zu lockern, hat zusammen mit einem schwächeren Arbeitsmarkt die Zinssenkungserwartungen gestützt und die Renditen der US-Staatsanleihen nach unten gedrückt; die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen ist bis auf fast 4% gefallen. Der USD hat an Boden verloren und EUR-USD ist auf über 1,17 gestiegen. Andererseits, mit Ausnahme von französischen Staatspapieren, die aufgrund der innenpolitischen Unsicherheit underperformed haben, haben sich die Staatsanleihen der Eurozone als recht stabil erwiesen. Die Aktienmärkte zeigten sich während der Sommermonate volatil, konnten aber insbesondere in den USA im Vergleich zu vor zwei Monaten moderat zulegen. Gold zeigte anhaltende Nachfrage.

GRAFIK 2.1: DIE LETZTEN ZWEI MONATE BESTÄTIGEN DIESJÄHRIGE TRENDS

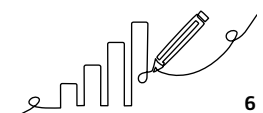
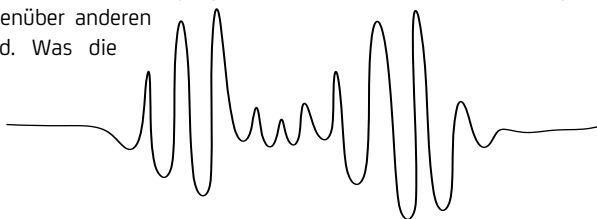
PREISVARIATION



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

... und das Signal

Die im Markt eingepreisten Erwartungen einer Lockerung der Fed-Politik sind unserer Meinung nach zu optimistisch, was US-Staatsanleihen nach ihrer jüngsten Rallye korrekturanfällig macht. Angesichts unveränderter Leitzinssätze in der Eurozone gehen wir davon aus, dass die EGBs seitwärts tendieren werden, während der Spielraum für eine weitere Einengung der Kreditrisikoprämien begrenzt ist. Wir gehen davon aus, dass die Aktienmärkte aufgrund der erhöhten wirtschaftlichen und geopolitischen Unsicherheiten volatil bleiben werden. Wir sehen für die US-Aktienmärkte ein stärkeres Aufwärtspotenzial als für die europäischen Aktienmärkte, da wir ein solideres Gewinnwachstum in den USA prognostizieren. Bei den Devisenwährungen gehen wir davon aus, dass der US-Dollar gegenüber anderen Währungen weiter an Boden verlieren wird. Was die Rohstoffmärkte betrifft, angesichts der aggressiven Angebotsstrategie der OPEC+ sollten sich die Ölpreise weitgehend auf dem aktuellen Niveau stabilisieren, während der Goldpreis leicht nachgeben könnte (Details zu den Einschätzungen auf Seite 12).



Aktien

Ein stabiler Trend ist in den kommenden Monaten unwahrscheinlich

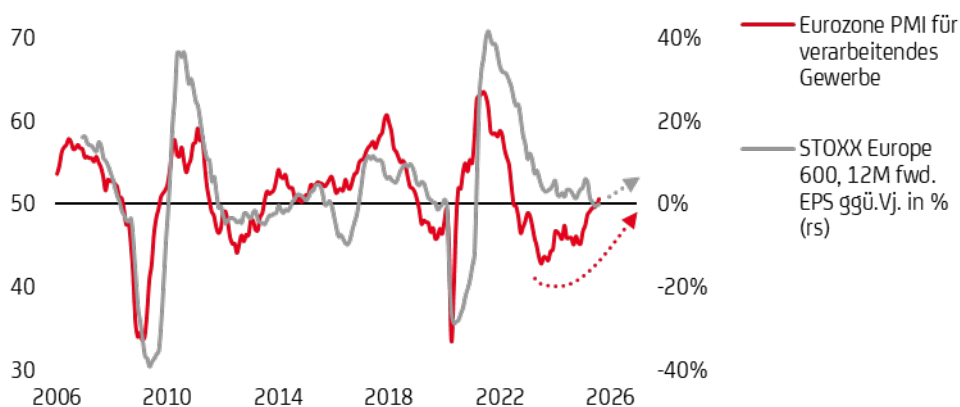
Die **US-Aktienmärkte** erlebten im Sommer einen Aufschwung und vor dem Hintergrund solider Unternehmensgewinne haben wichtige Indizes wie der S&P 500 zwischen Juli und August um fast 5% zugelegt. Der S&P 500 erreichte am 11. September ein neues Allzeithoch. Die solide Performance an den US-Aktienmärkten wurde von robusten Unternehmensgewinnen begleitet, insbesondere im Technologie- und Telekommunikationssektor, wo 82% der S&P 500-Unternehmen ihre Gewinnschätzungen in diesem Jahr übertroffen haben. Die USA profitieren weiterhin von hoher Produktivität und einem dynamischen Technologiesektor, der von Investitionen in Künstliche Intelligenz (KI) angetrieben wird. **Die Bewertungen sind hoch**, aber nicht überzogen. Die fünf größten Aktien im S&P 500 werden mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) von 28 gehandelt, verglichen mit dem Höchststand von 40 im Jahr 2021 und über 50 während der Tech-Blase in den frühen 2000er Jahren.

In **Europa** herrscht seit Mai ein Range-Bound-Trading, obwohl die Börsenkurse dort nur leicht unter den Allzeithochs liegen, was auf die schwache Gewinnentwicklung (Konsensschätzungen gehen von einem EPS-Rückgang von 2% in 2025 aus, im Gegensatz zu einer Wachstumserwartung von 8% zu Beginn dieses Jahres), eine unsichere Zollpolitik und ein nicht mehr günstiges Bewertungsniveau zurückzuführen ist. Nichtsdestotrotz erwarten wir weiteres Aufwärtspotenzial bei europäischen Aktien, bedingt durch eine Kombination aus dem sich verbessernden Wirtschaftswachstum in Europa und Ausschüttungen an die Aktionäre. Insbesondere der Bereich Investitionsgüter und öffentliche Infrastruktur sollten stützend wirken. Allerdings dürfte das Aufwärtspotenzial durch einen geringeren EPS, bedingt durch den schwachen USD und die anhaltende Schwäche bei international ausgerichteten Unternehmen, begrenzt werden. Wir gehen davon aus, dass stärker auf die heimische Volkswirtschaft ausgerichtete Small- und Mid-Cap-Unternehmen besser abschneiden werden als Large-Caps.

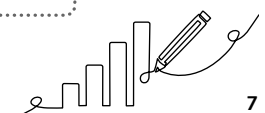
Mit Blick auf das **4. Quartal 2025** erwarten wir, dass **US-Aktien** durch das anhaltende Wirtschaftswachstum, sinkende Zinsen und ein gesundes Gewinnwachstum gestützt werden. Allerdings werden hohe Bewertungen und (geo-)politische Risiken das Aufwärtspotenzial dämpfen. In **Europa** wird das Gewinnwachstum, wie in den letzten eineinhalb Jahren, moderat bleiben (siehe Grafik unten). Die Entwicklung der europäischen Aktienmärkte in diesem Jahr wurde ausschließlich von der Erwartung einer Konjunkturverbesserung bestimmt, was sich in einem stärkeren Anstieg der Unternehmensbewertungen relativ zu den Aktienkursen widerspiegelt. Damit die europäischen Aktienmärkte weiter steigen können, müssen die Unternehmensgewinne wieder dynamischer wachsen. Wir prognostizieren für das nächste Jahr ein EPS-Wachstum (Gewinn pro Aktie) von 8%, unterstützt von einem stärkeren europäischen BIP, obwohl ein anhaltend schwacher USD die exportorientierten Unternehmen belasten dürfte. Wir bevorzugen Investmentthemen, die mit inländischer Nachfrage in Europa zusammenhängen und führen weiterhin eine Übergewichtung von Finanzunternehmen, Einzelhandel, Bauunternehmen, sowie Telekommunikations- und Versorgungsunternehmen.

GRAFIK 2.2: GEWINNE EUROPÄISCHER UNTERNEHMEN SOLLTEN IN 2026 STEIGEN

DIE GEWINNE EUROPÄISCHER UNTERNEHMEN SOLLTEN STEIGEN, GESTÜTZT DURCH EIN STÄRKERES BIP



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit



Wir **gehen zwar davon aus, dass das Börsenumfeld volatil bleibt**, auf einen Zeithorizont von 12 Monaten haben wir jedoch eine positive Sicht auf die Aktienmärkte, sofern sich die Inflationsraten nicht deutlich nach oben entwickeln oder die globale Wirtschaft in eine Rezession abgleitet.

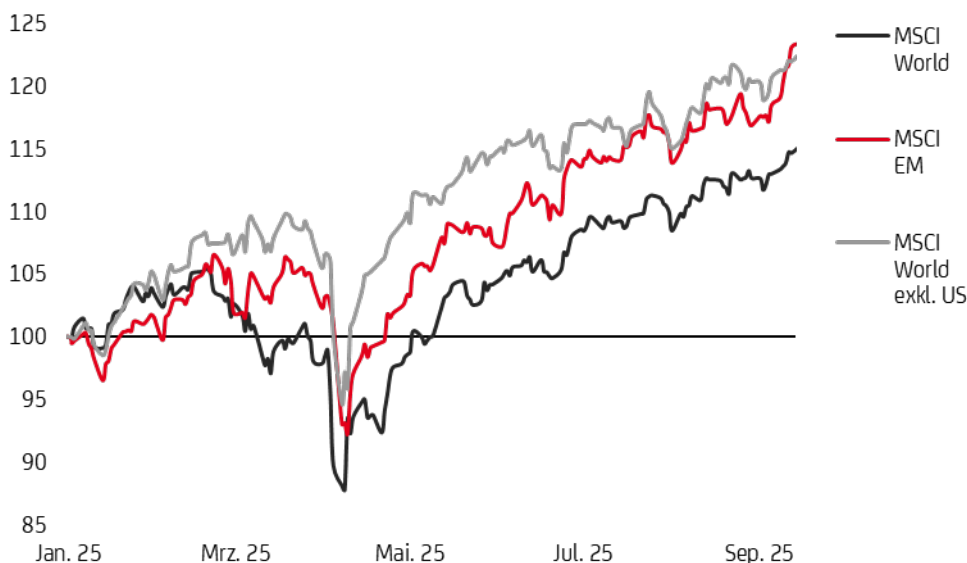
Basierend auf den jüngsten Performancedaten und aktuellen Wirtschaftsprognosen **scheinen Aktien aus Schwellenländern** gut positioniert zu sein, um Aktien aus Industrieländern bis 2026 weiter zu outperformen. Bis Mitte September ist der MSCI Emerging Markets Index um fast 25% gestiegen und liegt damit deutlich vor dem MSCI World Index (der Aktien aus Industrieländern abbildet), der um rund 15% gestiegen ist (Daten in USD).

Diese positive Dynamik in den Schwellenländern beruht auf mehreren unterstützenden Faktoren, die jedoch nicht ohne Risiken sind. Aktien aus Schwellenländern sind zwar solide aufgestellt, jedoch nicht immun gegenüber Risiken. Das Wachstum in diesen Ländern könnte sich im Falle von erneut eskalierenden Handelsspannungen stärker als erwartet verlangsamen. Chinas Immobilienprobleme sowie geopolitische Risiken sind unverändert und ein starker Dollaranstieg (was nicht unser Basisszenario ist) könnte Volatilität in den Aktien von Schwellenländern auslösen. Zwar haben diese insgesamt outperformed, wenn man jedoch Aktien aus Industrieländern ohne die USA betrachtet, so haben letztere seit Jahresbeginn eine vergleichbare Performance an den Tag gelegt (MSCI World exkl. US-Index). Dies zeigt, dass die Vorteile einer Portfoliodiversifizierung, über die reine Einbeziehung von Aktien aus Schwellenländern hinaus, im Allgemeinen überwiegen.

Zusammenfassend lässt sich sagen, dass Aktien aus Schwellenländern aufgrund solider Fundamentaldaten, ihren attraktiven Bewertungen und wirtschafts- und währungspolitischen Dynamiken gut positioniert sind, um kurzfristig weiter zu outperformen. Anleger sollten jedoch die Marktentwicklungen im Auge behalten und einen selektiven Ansatz verfolgen, der auf wachstumsstarke Schwellenländerregionen wie Indien, Korea und auf technologielastige Sektoren fokussiert ist.

GRAFIK 2.3: AKTIEN AUS SCHWELLENLÄNDERN (EM) GUT POSITIONIERT HINSICHTLICH KURZFRISTIGER OUTPERFORMANCE

POSITIVES MOMENTUM FÜR SCHWELLENLÄNDER IM JAHR 2025 (01.01.2025 = 100)



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Festverzinsliche Wertpapiere

Staatsanleihen

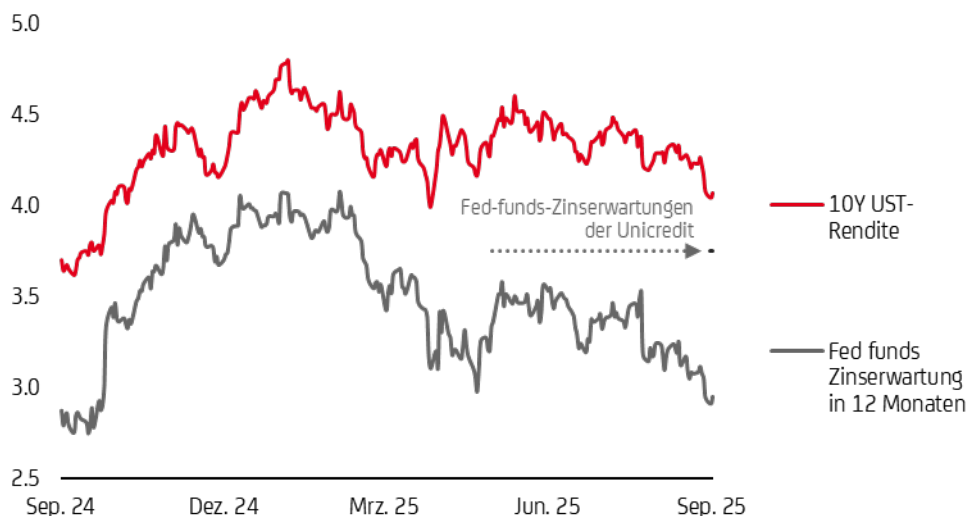
Die politischen und wirtschaftlichen Entwicklungen in den USA waren in letzter Zeit ein wichtiger Treiber der globalen Anleihemärkte. **Die Renditen der US-Staatsanleihen** sind als Reaktion auf die sich verschlechternden Wirtschaftsdaten und die zunehmenden Erwartungen einer Lockerung der Fed gefallen. Als der Fed-Vorsitzende Jerome Powell auf dem Economic Policy Symposium in Jackson Hole erstmals eine Zinssenkung angedeutet hatte, nachdem die jüngsten Daten eine Verschlechterung des US-Arbeitsmarktes signalisierten, sind die Erwartungen einer geldpolitischen Lockerung im Markt gestiegen. Derzeit preisen die US-Geldmarktterminkontrakte rund sechs Zinssenkungen bis Ende 2026 ein. Damit würde der Leitzins auf 3% fallen, ein Niveau, das von der Fed als neutral eingestuft wird. Vor diesem Hintergrund ist die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihen auf rund 4% gesunken und liegt damit nahe dem Tiefstand dieses Jahres. Der Rückgang dürfte auch durch die Erwartung einer Konjunkturabschwächung gestützt worden sein. Wir halten dieses Niveau unter Berücksichtigung verschiedener Risiken (Finanzpolitik, institutioneller Rahmen, Inflationsentwicklung) für überzogen.

Betrachtet man die Kurvenform im Allgemeinen, so ist der Renditespread der 2/10-jährigen US-Staatsanleihen trotz eines deutlichen Rückgangs der 2-Jahres-Rendite auf unter 3,50% nicht wesentlich gestiegen. Andererseits hat sich, vor dem Hintergrund der erhöhten wirtschaftlichen Unsicherheiten und der Zurückhaltung der Anleger zusätzliche Durationsrisiken einzugehen, **der 10/30-jährige Spread** auf einen Höchststand von 70 Basispunkten ausgeweitet. Wichtig ist, dass auch in einigen anderen Ländern, wie Japan, Großbritannien und Deutschland eine Schwäche am extralangen Ende der Zinskurve zu beobachten ist.

In der Eurozone ist die **Rendite der 10-jähriger Bundesanleihen** auf 2,70% gestiegen und wir gehen davon aus, dass die Renditen der langfristigen EGB-Anleihen der Kernländer der Eurozone auch in den kommenden Quartalen auf einem langsam ansteigenden Pfad bleiben werden. Der Grund dafür: die Chancen auf weitere Zinssenkungen der EZB sind gering und die Anleger fokussieren sich zunehmend auf die Entwicklung der öffentlichen Finanzen. In Frankreich hat sich die politische Lage nach dem jüngsten Fall der Regierung verschlechtert. Die Ansteckungsgefahr durch die politische Krise in Frankreich auf andere Länder hält sich jedoch bisher in Grenzen. Dies deutet darauf hin, dass Anleger in der Lage sind, unter einzelnen Emittenten zu differenzieren. In dem Zusammenhang ist zu beachten, dass der 10-jährige BTP-Bundesanleihen-Spread bei 80 Basispunkten geblieben ist, da italienische Staatsanleihen weiterhin von der Nachfrage nach Carry profitieren. Wir gehen davon aus, dass die BTPs bis zum Jahresende gut gestützt bleiben.

GRAFIK 2.4: RENDITEN 10-JÄHRIGER US-STAATSANLEIHEN UND FED-ERWARTUNGEN

10-JÄHRIGE UST-RENDITEN TROTZ ALLER FISKALISCHEN UND POLITISCHEN UNSICHERHEITEN NAHE JAHRESTIEF



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Unternehmensanleihen

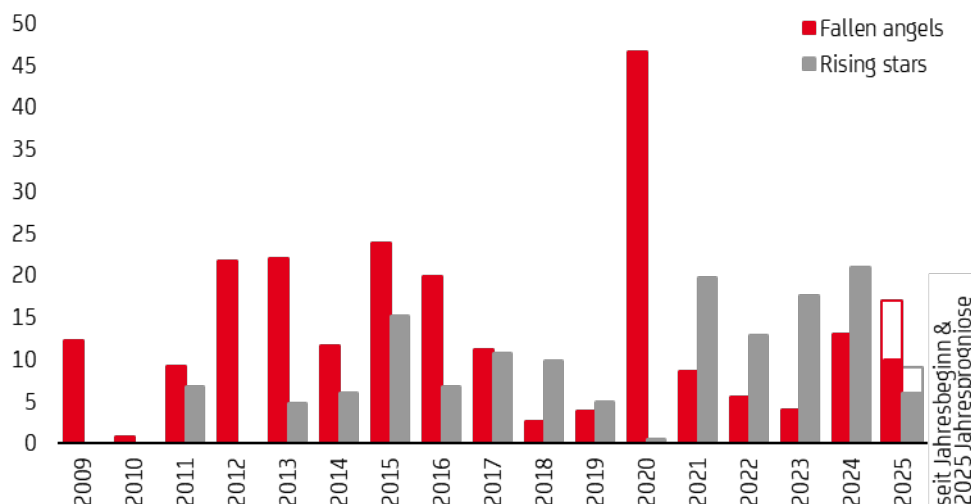
Die europäischen Kreditrisikoprämien für **Unternehmen haben sich** im Laufe des Sommers in allen iBoxx-Segmenten sukzessive leicht ausgeweitet. Nichtsdestotrotz haben europäische Unternehmensanleihen seit Jahresbeginn solide Erträge erzielt (Investment Grade Non Financials 2,3%, Financials 3,1% und High Yield Non Financials 4,2. Die meisten guten Nachrichten sind allerdings bereits eingepreist. Die Finanzierungskosten haben sich stabilisiert und werden wahrscheinlich nicht weiter sinken, da wir davon ausgehen, dass die EZB in den kommenden Monaten ihre Politik unverändert lässt. Während die Fundamentaldaten der Unternehmensanleihen im Allgemeinen solide sind, ein Bild, das die bevorstehende Berichtssaison für das 2. Quartal bestätigen dürfte, zeigen ausgewählte Marktsegmente Anzeichen einer Schwächung der Kreditqualität auf. Auf der einen Seite ist das Volumen der „Fallen Angels“, wie unsere Grafik zeigt, weiter gestiegen und erreichte seit dem Jahresbeginn mit 10 Mrd. EUR (hauptsächlich aus den Sektoren Automobile & Zulieferer, Chemie, Technologie sowie Personal & Haushalte) den höchsten Stand seit 2020.

Wir gehen davon aus, dass dieses Volumen bis zum Jahresende weiter auf 17 Mrd. EUR steigen wird. Andererseits **nähern sich die Spreads von Non-Financials mit einem Rating von CCC 1000 Basispunkten**, was auf Druck im schwächsten Marktsegment hindeutet. Obwohl dieses Segment nur einen sehr kleinen Teil des Marktes ausmacht – gerade einmal 4% des ausstehenden iBoxx HY NFI-Volumens hat ein CCC Rating – spricht diese Entwicklung aufgrund des begrenzten Spielraums für einen weiteren Rückgang der Finanzierungskosten, für eine weitere moderate Ausweitung des iBoxx HY NFI-Indexes. Gleichzeitig stagniert das Volumen der „Rising Stars“ in diesem Jahr bei rund 6 Mrd. EUR und wir senken unsere Prognose für das Gesamtjahr von 12 Mrd. EUR auf 8-10 Mrd. EUR. Darüber hinaus schwebt das Risiko politischer Ereignisse nach wie vor über dem Markt. Bankenanleihen werden durch unsere Erwartung gestützt, dass die EZB ihren Lockerungszyklus abgeschlossen hat und dass eine steilere Zinskurve die Rentabilität der Laufzeit-Transformation stützen wird. Da sich die Spreads der Banken jedoch auf historischen Tiefstständen befinden, gehen wir davon aus, dass bedingt durch die politischen Risiken und potenzielle Volatilität der Staatsanleihen sich die Spreads bis zum Jahresende moderat ausweiten werden.

Alles in allem sehen wir gegen Ende des Jahres eine moderate Aufwärtskorrektur sowohl bei den IG- als auch bei den HY-Spreads. Nichtsdestotrotz bleibt Carry die wichtigste Ertragsquelle. Weitere Einzelheiten zu unseren Spread-Prognosen von Unternehmensanleihen finden Sie in der Tabelle für risikoreiche Vermögenswerte.

GRAFIK 2.5: IBOXX FALLEN ANGELS VS. RISING STARS

DAS VOLUMEN DER FALLEN ANGELS WIRD SCHNELLER STEIGEN ALS DAS DER RISING STARS; IN EUR MRD.



Quelle: S&P Global, The Investment Institute by UniCredit

Währungen

Erwartungen einer Lockerung der Fed-Politik sollten EUR-USD auf seinem Aufwärtstrend belassen

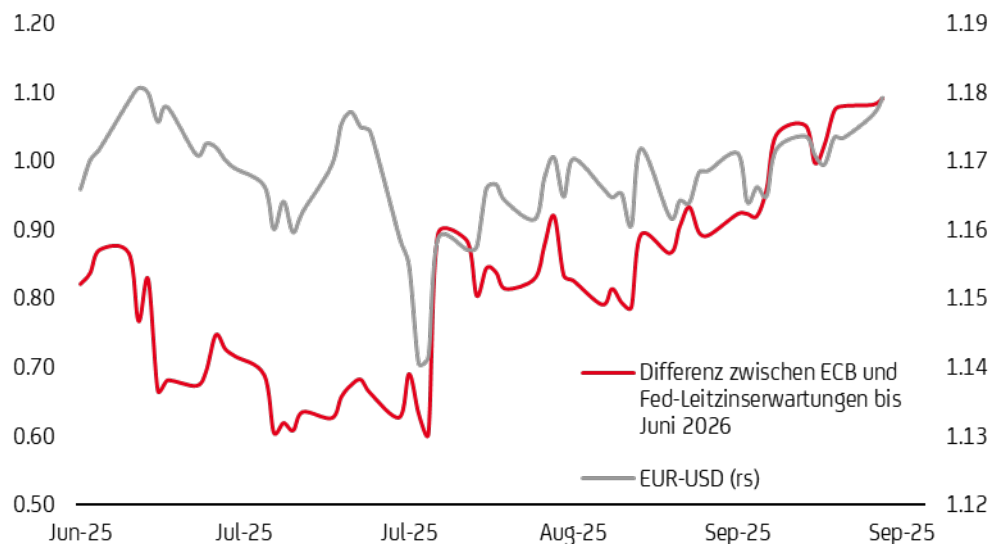
Nach der Rede des Fed-Vorsitzenden Jerome Powell in Jackson Hole im August und den jüngsten sehr schwachen US-Arbeitsmarktdaten und den damit zusammenhängenden neuen Zinssenkungserwartungen erhielt EUR-USD Unterstützung. Die EUR-Rallye hat nun den Bereich von 1,18 durchbrochen, wobei die politischen Unsicherheiten in Frankreich bisher keine Auswirkungen hatten.

Die untenstehende Grafik zeigt die Differenz zwischen den vom Markt eingepreisten zusätzlichen geldpolitischen Lockerungen der EZB und der Fed bis Juni 2026. Sie zeigt, dass die Zinserwartungen nach wie vor ein starker Treiber für das Währungspaar sind. Ein nahezu stabiler EZB-Einlagenzinssatz von 2,00% im Jahr 2026 und eine Lockerung der Fed um über 50 Basispunkte bis zum 4. Quartal 2025 und insgesamt fast 150 Basispunkte bis zum 4. Quartal 2026 sind bereits eingepreist. Dies würde wahrscheinlich den Spielraum für eine weitere nachhaltige EUR-USD-Rallye begrenzen; auch unser Basiszenarios sieht in den USA Zinssenkungen von nur 75 Basispunkten bis Juni 2026 vor.

Eine Reihe von EZB-Mitgliedern hat in letzter Zeit Besorgnis über einen weiteren Anstieg von EUR-USD auf über 1,20 geäußert, da dies neben den US-Zöllen die Wirtschaft der Eurozone zusätzlich belasten würde. Die im Sommer erreichten Niveaus zeigen jedoch, dass ein begrenzter Rückgang des EUR-USD keine Trendumkehr bedeuten muss. Zwar fiel Ende Juli EUR-USD aufgrund der Enttäuschung über die in Schottland zwischen US-Präsident Donald Trump und EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen vereinbarten Zölle leicht unter 1,14, die Anleger sahen jedoch in dem Rückgang eine neue Kaufgelegenheit.

GRAFIK 2.6: ZINSErwARTUNGEN BLEIBEN WICHTIGER TREIBER FÜR EUR-USD

EUR-USD UND ERWARTUNGEN EINER WEITEREN LOCKERUNG DER GELDPOLITIK DER EZB UND FED



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Rohstoffe

Rohöl

Der Brent-Preis bleibt nahe des 67 USD/Barrel-Niveaus und wird vorübergehend durch geopolitische Spannungen, wie dem jüngsten israelischen Angriff in Katar und US-Zolldrohungen gegen russisches Rohöl, unterstützt. Die verhaltene Reaktion des Marktes auf diese Ereignisse unterstreicht jedoch die anhaltende Besorgnis über ein Überangebot und eine schwache Nachfrage im Markt. Das Angebotswachstum von Nicht-OPEC-Produzenten und ein bescheidener Anstieg der OPEC+-Produktion um 137.000 b/d ab Oktober deuten auf einen sich allmählich entspannenden Markt hin. Gleichzeitig bleibt die weltweite Nachfrage lau und die Lagerbestände steigen leicht an.

Erdgas

Der europäische Erdgasmarkt sah sich nach dem relativ kalten Winter 2024-25 erheblichen Risiken ausgesetzt. Da die Lagerbestände im Vergleich zu den Vorjahren stark reduziert waren, musste die EU im Sommer so große Mengen an Erdgas importieren wie noch nie seit dem Beginn des Konflikts zwischen Russland und der Ukraine. Dies geschah vor dem Hintergrund zunehmender geopolitischer Spannungen im Nahen Osten, die die globalen LNG-Lieferungen und -Preise zu stören drohten. Diese Spannungen blieben allerdings größtenteils begrenzt.

Darüber hinaus war die Nachfrage nach LNG in Asien in den letzten Monaten schwach, da sich das globale makroökonomische Wachstum abgeschwächt hat und China mehr Pipelinegas aus Russland erhalten hat. Trotz dieser Herausforderungen blieben die TTF-Gaspreise in der Nähe ihres Jahrestiefs in einer Spanne von 31-35 EUR/MWh, während die europäischen Lagerbestände bis Ende August das vorgeschriebene Ziel von 80% fast erreicht hatten.

Gold

Gold hat seine beeindruckende Performance in diesem Jahr fortgesetzt. Seit Jahresbeginn ist der Goldpreis um rund 40% gestiegen. Gestützt wurde dieser Anstieg durch einen schwachen US-Dollar, eine robuste physische Nachfrage von Zentralbanken und Privatanlegern sowie die Aussicht auf weitere Zinssenkungen durch die Fed. Darüber hinaus haben geopolitische Risiken im Zusammenhang mit der US-Handelspolitik sowie die anhaltenden Angriffe der Trump-Administration auf die Unabhängigkeit der Fed den Status von Gold als sicherer Hafen gestützt. Da diese Bedingungen wahrscheinlich auch in der zweiten Jahreshälfte anhalten werden, halten wir an unserem moderat konstruktiven Ausblick für Gold fest. Nach der jüngsten Rallye sehen wir jedoch ein gewisses Potenzial für eine kurzfristige Korrektur.

Wiederaufbau der Ukraine: Investitionsmöglichkeiten

Autoren: Tullia Bucco, Stefan Kolek, Christian Stocker

Die Dynamik für die Mobilisierung von Mitteln für Investitionen in der Ukraine nahm im Mai wieder an Fahrt auf, nachdem sich die USA verpflichtet hatten, sich im Rahmen des unterzeichneten Mineralienabkommens zwischen den USA und der Ukraine am Wiederaufbau des Landes zu beteiligen und die "Koordination" für Sicherheitsgarantien nach einer Friedensregelung zu gewährleisten. In dem Zusammenhang ist zu beachten, dass es ursprünglich die mangelnde Unterstützung der US-Regierung war, die eine der größten Investmentfirmen der Welt Anfang des Jahres dazu veranlasst hatte, die Gespräche mit Investoren über einen Investmentfonds für den Wiederaufbau der Ukraine auszusetzen.

Die jüngsten gescheiterten Versuche, einen Waffenstillstand oder gar ein Friedensabkommen zwischen der Ukraine und Russland zu erreichen, mindern nicht den Wert der Gespräche und Vorbereitungen, die sich auf den Wiederaufbau des Landes konzentrieren, selbst wenn die Feindseligkeiten andauern. Vergangene Wiederaufbauphasen zeigen, dass eine solche Arbeit ein langwieriger, komplexer Prozess ist, der selbst während des Krieges eine erhebliche Zusammenarbeit zwischen den Empfängerländern und ausländischen Geldgebern erfordert, um die notwendigen Rahmenbedingungen zu festigen und Projekte zu identifizieren, die ausreichend attraktiv sind, um private Finanzmittel anzuziehen.

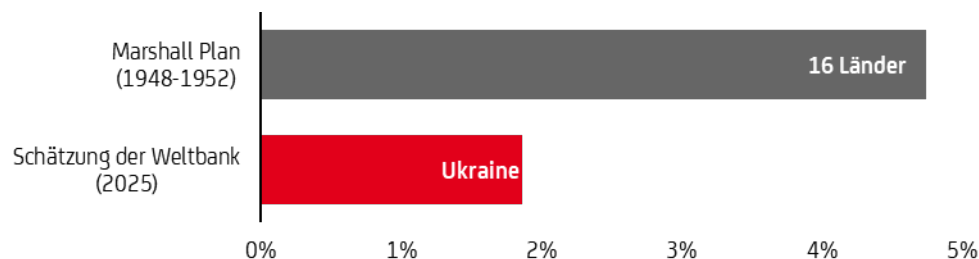
Wie viel Geld wird benötigt?

Das Konzept eines "Marshallplans für die Ukraine" inspiriert vom erfolgreichen Wiederaufbau Europas nach dem Zweiten Weltkrieg wird häufig als Strategie für den Wiederaufbau der Ukraine nach dem Kriegsende diskutiert. Die Forderung nach einem neuen Marshallplan spiegelt jedoch oft die Verwirrung darüber wider, was der US-Plan erreicht hat und wie es erreicht wurde. Der Ökonom Barry Eichengreen, der ausführlich über den Wiederaufbau der Ukraine geschrieben hat, hebt hervor, dass die Kriegsschäden an der europäischen Verkehrsinfrastruktur weitgehend und lange vor Inkrafttreten des US-Plans behoben wurden. Darüber hinaus war die Höhe der von Washington zugesagten Mittel – 2% des BIP der Empfängerländer, verteilt auf vier Jahre – nicht so entscheidend für den Erfolg des Geberlandes wie die Ermutigung zur Umsetzung von Wirtschaftsreformen, die mit den Präferenzen der Geldgeber vereinbar sind und auf die Ankurbelung des Wirtschaftswachstums abzielen.

Ob nun richtig oder nicht, Vergleiche mit dem Marshallplan als Mittel zur Mobilisierung von Unterstützung spiegeln die weit verbreitete Überzeugung wider, dass der Wiederaufbau der Ukraine wahrscheinlich erhebliche Finanzmittel benötigen wird, dass aber die erforderliche Höhe schwer zu quantifizieren ist.

ABBILDUNG 2.7: ERHEBLICHER WIEDERAUFBAUBEDARF ERFORDERT AUCH DIE BETEILIGUNG VON PRIVATKAPITAL

% DES BIP



Quelle: Bureau of Economic Analysis, Weltbank, The Investment Institute by UniCredit

Hinweis: Die Höhe der Beihilfe ist auf das BIP der USA von 1948 bzw. 2025 skaliert.

Die Weltbank ist eine der wenigen internationalen Institutionen, die versucht hat, eine Schätzung vorzunehmen, mit dem Ziel, die Bereiche mit dem dringendsten Finanzierungsbedarf zu identifizieren und zu priorisieren. In

ihrer jüngsten Rapid Damage and Needs Assessment (RDNA4, Februar 2025) berichtete die Bank, dass sich der Wiederaufbaubedarf der Ukraine nach dem Grundsatz des „Wiederaufbau zum Besseren“ ("building back better") in den nächsten zehn Jahren auf 520 Mrd. USD belaufen könnte (fast das Dreifache des ukrainischen BIP im Jahr 2024).

Zu den Bereichen, die eine vorrangige Finanzierung erfordern und die am ehesten Chancen für verwandte Industrien in den Geberländern bieten, zählen:

- **Wohnungsbau und Bau** – 84 Mrd. USD benötigt, andere Schätzungen bis zu 300 Mrd. USD;
- **Verkehr und Infrastruktur** – 78 Mrd. USD benötigt, die wahrscheinlich aufgestockt werden;
- **Energie und Rohstoffe** – 68 Mrd. USD benötigt, andere Schätzungen bis zu 400 Mrd. USD;
- **Handel und Industrie** – 64 Mrd. USD benötigt, die wahrscheinlich aufgestockt werden;
- **Landwirtschaft** – 55 Mrd. USD benötigt, wird wahrscheinlich aufgestockt.

Eine Schätzung des Finanzierungsbedarfs auf der Grundlage der Kriegsschäden kann jedoch nur als eine grobe Schätzung der Gesamtkosten des Wiederaufbaus angesehen werden. Die Wiederaufbauerfahrungen aus der Vergangenheit zeigen, dass diese Kosten je nach Stabilität des erreichten Friedensabkommens und den damit eröffneten Wirtschaftswachstumsaussichten erheblich variieren können, wobei letztere im Falle eines Landes, das sich auf den EU-Beitritt vorbereitet, möglicherweise recht hoch sein werden.

Wenn man sich allerdings nur auf die Kriegsschäden konzentriert, besteht die Gefahr, dass der Umfang und das Ausmaß des erforderlichen Wiederaufbaus aus den Augen verloren gehen. Denn dieser hängt nicht von derzeitigen, sondern von künftigen Geschäftsstrukturen ab, die die weitere Integration der Ukraine in globale Wertschöpfungsketten erleichtern und die Exporte des Landes entlang der Wertschöpfungskette fördern. In diesem Zusammenhang können (zumindest anfänglich) private Finanzmittel als Ergänzung zu öffentlichen eine entscheidende Rolle bei der Beschleunigung dieser Integration spielen, indem sie gleichzeitig neue Technologien bereitstellen und zum Aufbau von Geschäftsbeziehungen beitragen.

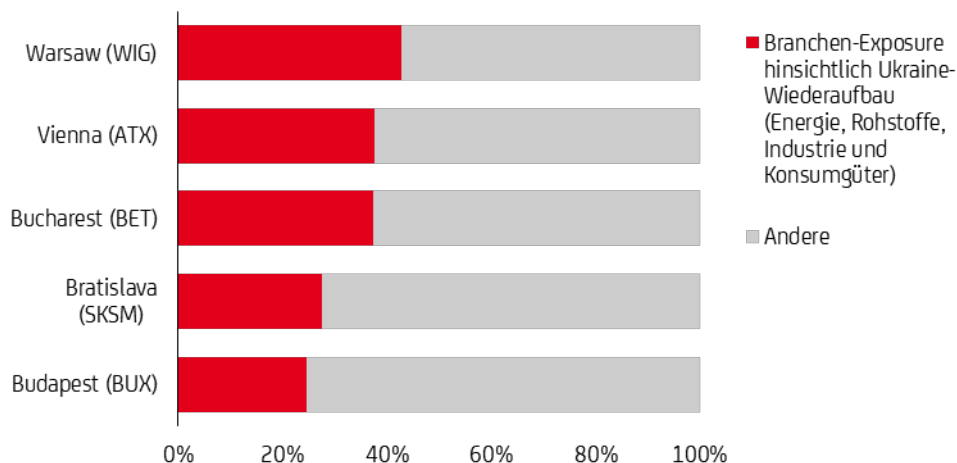
Aus diesem Grund begrüßen wir die jüngste Ankündigung der Präsidentin der Europäischen Kommission, Ursula von der Leyen, einen Aktienfonds einzurichten, den European Flagship Fund for Reconstruction of Ukraine, der darauf abzielt, Investitionen in Energie, Verkehr, kritische Rohstoffe und Industrien mit dualem Verwendungszweck im Land zu fördern. Dieser neue Fonds wird von der Europäischen Kommission koordiniert und umfasst die Regierungen Italiens, Frankreichs, Deutschlands und Polens. Ziel ist es, bis 2026 500 Mio. EUR und bis zu einem späteren Zeitpunkt 1 Mrd. EUR aufzubringen.

Aktienmärkte in Zentral- und Osteuropa (CEE): Anlagechancen

Aufgrund ihrer historischen Handelsverflechtungen und ihrer geografischen Lage dürften die Aktienmärkte in Mittel- und Osteuropa von einem wirtschaftlichen Wiederaufbau der Ukraine profitieren. Wie unsere Grafik zeigt, ist die Marktkapitalisierung der meisten Börsen auf einige wenige Sektoren wie Finanzen, Versorger und Energie konzentriert. Zu den Sektoren, die am ehesten vom Wiederaufbau der Ukraine profitieren dürften, gehören Energie, Grundstoffe, Industrie und Konsumgüter. Gemessen an der Marktkapitalisierung hat die Warschauer Börse den höchsten Anteil an Unternehmen in diesen Sektoren (43% der Marktkapitalisierung), gefolgt von den Börsen in Wien (38 %) und Bukarest (37%). Daneben sollten auf dem britischen Markt Billigfluggesellschaften von einem Anstieg der Reisetätigkeit in der Region, sowie energie- und rohstofflastige Unternehmen profitieren. An anderen Aktienmärkten der Eurozone könnten sich Chancen in den Bereichen erneuerbare Energien, Bauwesen und Maschinenbau ergeben.

ABBILDUNG 2.8: SEKTOR-VERTEILUNG DER MITTEL- UND OSTEuropÄISCHEN AKTIENMÄRKTE

WARSAU, WIEN UND BUDAPEST HABEN DEN GRÖSSTEN ANTEIL IN DEN SEKTOREN ENERGIE, ROHSTOFFE, INDUSTRIE UND KONSUMGÜTER



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Hinweis: Sektor-Verteilung auf Basis der Marktkapitalisierung

US-Unternehmen und das Mineralien-Abkommen zwischen den USA und der Ukraine

Das Mineralienabkommen zwischen den USA und der Ukraine, das Anfang 2025 unterzeichnet wurde, schafft zusammen mit dem US-Ukraine Reconstruction Investment Fund einen strategischen Rahmen, im Rahmen dessen die US-Militärhilfe als Investition behandelt und US-Unternehmen vorrangigen Zugang zu den riesigen natürlichen Ressourcen der Ukraine erhalten. Das Abkommen, dessen Kernpunkte kritische Mineralien, Energie und verwandte Rohstoffe des Landes sind, bietet US-Unternehmen eine Möglichkeit, Lieferketten zu diversifizieren, Zugang zu Rohstoffen zu sichern sowie renditestarke Projekte zu verfolgen. Im Rahmen des Abkommens erhalten US-Unternehmen Vorzugsrechte bei der Exploration, Erschließung und Nutzung der reichen Rohstoffreserven der Ukraine, darunter Lithium, Titan, Graphit, Seltene Erden, Mangan, Eisenerz, Rutil und Uran, die für Elektrofahrzeuge, Batterien, Sonnenkollektoren, Halbleiter, Verteidigungssysteme (z. B. Kampfflugzeuge und Panzer) und erneuerbare Energien von entscheidender Bedeutung sind. Dies verringert die Abhängigkeit der USA von China, das über 90% der weltweiten Verarbeitung von Seltenen Erden und 60% deren Förderung kontrolliert, stabilisiert die Preise und gewährleistet eine zuverlässige Versorgung der Hersteller. Was die ukrainische Wirtschaft betrifft, so bieten die US-Investitionen in Metallverarbeitung und Bergbau das Potenzial für neue, moderne Beschäftigungsperspektiven für die Arbeitskräfte des Landes.

Obwohl der Wiederaufbau unweigerlich mit der Entwicklung des Konflikts verbunden bleibt, signalisiert die jüngste Ankündigung von Finanzierungsvehikeln, die öffentliches und privates Kapital zusammenbringen, dass die Grundlagen für einen nachhaltigen Neustart des Landes rasch vorankommen. Für Investoren stellt dies ein strategisches Fenster dar, um sich bei Projekten mit hohem Potenzial in Schlüsselsektoren wie Energie, Infrastruktur, Fertigung und Innovation zu positionieren, die weiter von der aktiven Unterstützung der Europäischen Kommission und ihrer internationalen Partner profitieren könnten.



Wirtschaftsprognosen

BIP, VERBRAUCHERPREISE UND HAUSHALTSSALDEN

	Reales BIP (% J/J)			Verbraucherpreise (% J/J)			Haushaltssaldo (% des BIP)		
	2024	2025	2026	2024	2025	2026	2024	2025	2026
Global	3.3	3.0	3.0						
USA	2.8	1.8	1.9	2.9	2.8	3.0	-7.3	-6.7	-7.7
Eurozone	0.9	1.2	0.9	2.4	2.1	1.8	-3.1	-3.7	-3.5
Deutschland	-0.5*	0.1*	1.3*	2.2	2.1	1.7	-2.8	-3.0	-3.3
Frankreich	1.1	0.6	1.0	2.0	1.1	1.4	-5.8	-5.6	-5.3
Italien	0.5	0.5	0.8	1.0	1.7	1.6	-3.4	-3.4	-3.0
Spanien	3.2	2.6	1.9	2.9	2.1	1.9	-3.2	-2.8	-2.5
Vereinigtes Königreich	1.1	1.3	1.1	2.5	3.4	2.2	-5.7	-4.5	-3.8
China	5.0	4.8	4.1	0.6	0.9	1.8	-7.4	-7.6	-7.7
Japan	0.2	0.9	0.7	2.7	2.8	1.9	-3.5	-3.4	-3.0
Indien	6.5	6.4	6.4	4.7	4.2	4.1	-7.4	-6.9	-7.2

Quelle: The Investment Institute by UniCredit

*Non-WDA-Zahlen (WDA = workday adjusted). Bereinigt um Arbeitstage: -0,5 % (2024), 0,2 % (2025) und 1,0 % (2026)

ZENTRALBANKEN

	Aktuell	4Q25	1Q26	2Q26	3Q26	4Q26
Fed	4.50	4.00	4.00	3.75	3.75	3.75
EZB	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00	2.00
BOE	4.00	3.50	3.25	3.00	2.75	2.75
BoJ	0.50	0.75	1.00	1.00	1.00	1.00
Riksbank	2.00	1.75	1.75	1.75	1.75	1.75
Norges Bank	4.25	3.75	3.50	3.50	3.50	3.50

Quelle: The Investment Institute by UniCredit

Hinweis: Die Zahlen beziehen sich auf das Ende des Berichtszeitraums



Entwicklung ausgewählter Finanzmarktindizes

Von	16.09.20	16.09.21	16.09.22	16.09.23	16.09.24	16.09.20	01.01.25
Bis	16.09.21	16.09.22	16.09.23	16.09.24	16.09.25	16.09.25	16.09.25

BÖRSENINDIZES (GESAMTRENDITE, IN %)

MSCI World (in USD)	32.4	-16.0	16.8	25.4	19.4	95.6	16.7
MSCI Emerging Markets (in USD)	17.0	-23.6	6.0	13.5	26.9	39.1	27.6
MSCI US (in USD)	35.1	-14.0	15.7	28.4	19.5	107.0	13.6
MSCI Europe (in EUR)	27.8	-7.9	15.3	14.8	10.2	75.4	11.4
MSCI AC Asia Pacific (in USD)	18.8	-23.8	10.9	15.0	24.1	46.1	24.8
STOXX Europe 600 (in EUR)	28.1	-9.6	15.1	15.2	10.5	73.4	11.6
DAX 40 (Deutschland, in EUR)	18.1	-18.6	22.7	17.2	25.2	76.5	17.2
MSCI Italien (in EUR)	30.1	-8.9	35.9	24.8	32.5	169.1	29.6
ATX (Österreich, in EUR)	67.0	-15.9	12.7	19.1	33.3	157.4	30.8
SMI (Schweiz, in CHF)	17.3	-9.3	7.5	10.7	3.3	33.0	6.8
S&P 500 (USA, in USD)	34.1	-12.1	16.0	28.4	18.8	109.3	13.4
Nikkei (Japan, in JPY)	31.3	-7.3	23.0	11.1	25.1	110.8	13.8
CSI 300 (China, in Yuan)	5.0	-16.5	-5.5	-12.3	47.1	8.8	17.6

INDIZES AN DEN ANLEIHEMÄRKTEN (GESAMTRENDITE, IN %)

US-Staatsanleihen 10Y (in USD)	-3.3	-15.6	-3.6	10.0	1.2	-12.6	7.5
Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR)	-1.2	-16.5	-5.0	7.4	-1.9	-17.4	-0.6
EUR Staatsanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	-0.5	-15.7	-4.0	8.1	0.2	-12.3	0.4
EUR Unternehmensanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	1.9	-14.0	1.2	8.5	4.0	0.5	2.7

ANLEIHERENDITEN (VERÄNDERUNG IN BASISPUNKTEN = 0,01 PROZENTPUNKTE)

US-Staatsanleihen 10Y (in USD)	64	212	87	-71	40	334	-56
Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR)	17	207	90	-59	60	313	29
EUR Staatsanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	11	223	98	-64	40	304	25
EUR Unternehmensanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR)	-18	331	65	-96	-8	266	-2

WECHSELKURSE IN EURO (VERÄNDERUNG IN %)

US-Dollar (EUR-USD)	-0.9	-15.4	6.7	4.4	6.1	-0.7	13.6
Britisches Pfund (EUR-GBP)	-7.0	2.8	-1.2	-1.9	2.7	-6.0	4.4
Schweizer Franken (EUR-SFR)	1.2	-12.0	-0.2	-1.7	-0.6	-13.3	-0.8
Japanischer Yen (EUR-JPY)	3.2	10.8	9.8	-1.2	11.5	38.4	6.4

ROHSTOFFE (VERÄNDERUNG, IN %)

Rohstoffindex (GSCI, in USD)	-11.8	-5.2	15.2	33.3	41.3	81.3	39.0
Industriemetalle (GSCI, in USD)	41.9	-13.5	-1.2	9.3	6.1	40.9	9.7
Gold (in USD pro Feinunze)	-10.7	-4.7	15.7	33.9	42.7	88.6	40.3
Rohöl (Brent, in USD pro Barrel)	79.2	20.6	3.3	-22.8	-5.7	68.7	-8.3

Quelle: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (Stand: 16. September 2025)

Hinweis: Werte und Prognosen aus der Vergangenheit sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Indizes können nicht gekauft werden und enthalten daher keine Kosten. Bei der Anlage in Wertpapiere fallen Kosten an, die die Performance mindern. Auch die Rendite von Anlagen in Fremdwährungen kann aufgrund von Währungsschwankungen steigen oder fallen. Sogenannte synthetische Anleihen werden so berechnet, dass sie die Wertentwicklung von Staatsanleihen in einem festen Laufzeitbereich widerspiegeln. Als Referenz für die Renditechance der synthetischen Anleihe wird jeweils die zum relevanten Zeitpunkt "geeignete" reale Bundesanleihe herangezogen. Die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit wird unter folgenden Bedingungen dargestellt: Bedienung der Zinszahlungen und Tilgung gemäß den Bedingungen und Halten bis zur Endfälligkeit. Insofern ist es eine Ertragschance. Die Renditechancen spiegeln die unterschiedlichen Risikobewertungen der Anleger für die jeweiligen Produkte bzw. Länder wider (höhere Renditechance = höhere Risikobewertung). Die synthetischen Anleihen können nicht gekauft werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei Währungen und Rohstoffen sind die anfallenden Anschaffungs- und/oder Verwahrungskosten nicht enthalten..





Schoellerbank Aktiengesellschaft



Adresse

Renngasse 3
1010 Wien



Kontakt

Investment Strategy & Asset Management
Oliver Prinz
+43 (0)5 05 05-40109



Ausführliches Impressum unter:

www.schoellerbank.at

INSTITUTSLEITUNG

Manuela D'Onofrio, Chair

Fabio Petti, Co-Chair

Edoardo Campanella,
Director und Chief Editor

IDEEN-GENERATOREN

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,
CIO, Italien

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,
CIO, Deutschland

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Oliver Prinz,
CIO, Österreich

Andreas Rees

Jonathan Schroer

Leonardo Segato

Chiara Silvestre

Christian Stocker

Thomas Strobel

Michael Teig

Marco Valli,
Head of Macroeconomic Analysis

Daniel Vernazza

Carolina Wiskemann

LEITENDE REDAKTEURE

Chiara Silvestre

Stefan Kolek

PRODUKTION

Ingo Heimig

Charles Bradford Miller

Edda Nee

Axel Schwer

Sandra Schleiter

Matthew Stevenson

Till Welzel

ENTWURF

Isla Morgan

MARKETING

Olav Blasberg

Marcello Calabró

Laura Cabrera Gálvez

Maik Dornheim

Ivana Milojevic

Kim Steinsberger

Rechtliche Hinweise

Glossar

Ein umfassendes Glossar zu vielen in diesem Bericht verwendeten Fachbegriffe finden Sie auf:

<https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/glossary>.

Wichtige rechtliche Informationen - bitte lesen:

Dies ist eine Marketingmitteilung und keine Finanzanalyse. Diese Unterlage wurde nur zu Marketingzwecken erstellt und stellt keine Anlageberatung oder Anlageempfehlung dar. Die vorliegenden Informationen sind insbesondere kein Angebot und keine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren. Sie dienen nur der Erstinformation und können eine auf die individuellen Verhältnisse und Kenntnisse der Anlegerin bzw. des Anlegers bezogene Beratung nicht ersetzen.

Jede Kapitalveranlagung ist mit einem Risiko verbunden. Wert und Rendite einer Anlage können plötzlich und in erheblichem Umfang steigen oder fallen und können nicht garantiert werden. Auch Währungsschwankungen können die Entwicklung des Investments beeinflussen. Es besteht die Möglichkeit, dass die Anlegerin bzw. der Anleger nicht die gesamte investierte Summe zurückerhält, unter anderem dann, wenn die Kapitalanlage nur für kurze Zeit besteht. Unter außergewöhnlichen Umständen kann es bis zum Totalverlust des eingesetzten Kapitals samt Ausgabeaufschlag kommen.

Wir weisen darauf hin, dass sich die Zahlenangaben/Angaben zur Wertentwicklung auf die Vergangenheit beziehen und dass die frühere Wertentwicklung kein verlässlicher Indikator für künftige Ergebnisse ist. Art und Höhe der Steuern hängen von Ihren persönlichen Verhältnissen ab und können künftig Änderungen unterworfen sein.

Die vorliegenden Informationen wurden von Schoellerbank AG, Renngasse 3, A-1010 Wien, auf der Grundlage von öffentlich zugänglichen Informationen, sowie von intern erstellten Daten erarbeitet. Diese Quellen werden von uns als verlässlich eingeschätzt.

Diese Unterlage darf nicht an „US-Persons“ (Regulation S des US-Securities Act 1933) ausgehändigt werden. „US-Persons“ darf das gegenständliche Produkt nicht vermittelt bzw. dürfen diese nicht darüber beraten werden. Vervielfältigungen – in welcher Art auch immer – sind nur nach vorheriger ausdrücklicher Genehmigung der Schoellerbank AG zulässig.

Bei Fragen wenden Sie sich bitte an Ihre Beraterin bzw. Ihren Berater.

Irrtum und Druckfehler vorbehalten.

© Schoellerbank AG, 2025

Alle Rechte vorbehalten.

Alle Angaben vorbehaltlich Druck- und Satzfehler.

Impressum und Offenlegung nach §§24 und 25 Mediengesetz.

Impressum und Offenlegung gemäß §§ 24, 25 MedienG sind auf der Website der Schoellerbank AG unter <https://schoellerbank.at/impressum.jsp> zu finden.

Quellen und Grafiken, soweit nicht einzeln angegeben:

Bloomberg, eigene Berechnungen.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten sind auf dem Stand vom 16. September 2025.