

The Compass Checkpoint

31. Oktober 2025



Der KI-Boom

1987 witzelte der Nobelpreisträger Robert Solow: "Man kann das Computerzeitalter überall sehen, nur nicht in den Produktivitätsstatistiken." Es braucht Zeit, bis Unternehmen ihre Prozesse anpassen und die Vorteile einer neuen Allzwecktechnologie voll ausschöpfen. Auch wenn KI zu einem vertrauenswürdigen Berater in unserem täglichen Leben wird, ist es noch zu früh, um ihre Auswirkungen auf Produktivitätsstatistiken zu sehen.

Die massiven Investitionen in Rechenzentren, die zur Unterstützung dieser Technologie erforderlich sind, zeigen sich jedoch bereits in den BIP-Wachstumszahlen. In diesem Jahr hat Big Tech in den USA rund 400 Milliarden US-Dollar in den Bau von Rechenzentren investiert. Ohne sie wäre die US-Wirtschaft in den letzten Quartalen kaum gewachsen. Nach unseren eigenen Schätzungen machten KI-Investitionen im 1H25 fast 70% des US-BIP-Wachstums aus.

Es gibt erhebliche Unterschiede zur Dotcom-Blase. Damals waren viele Unternehmen nur Start-ups mit netten Geschäftsideen, aber ohne Produkte, die sie verkaufen konnten. Jetzt sind die Mag 7 reife, liquiditätsstarke und gewinnbringende Unternehmen. Gleichzeitig sind die Bewertungen von Technologieunternehmen hoch, aber nicht überzogen. Auf dem Höhepunkt der Dotcom-Blase im März 2000 lag das 12-Monats-KGV des Nasdaq 100 bei über 60, während es jetzt bei etwa 27 gehandelt wird.

Aber Vorsicht ist geboten, denn es kann viel schief gehen. Zirkuläre Vereinbarungen zwischen KI-Modellherstellern, Rechenanbietern und Chipherstellern treiben die Kurse von Tech-Aktien in die Höhe und erhöhen das systemische KI-Risiko. Gleichzeitig liefern sich amerikanische Unternehmen ein Wettnaum um die Entwicklung von künstlicher allgemeiner Intelligenz (AGI) – einer Form von KI, die über kognitive Fähigkeiten auf menschlichem Niveau verfügt – ohne Erfolgsgarantie. Und es besteht die Gefahr, auf dem Holzweg zu sein.

China entwickelt KI-Modelle wie DeepSeek, die weitaus weniger Rechenleistung (und damit weniger Rechenzentren) benötigen als die in den USA entwickelten. Gleichzeitig konzentriert sich China mehr auf KI-Anwendungen als auf das Erreichen von AGI. Diese Strategie könnte zu einer unmittelbareren Produktivitätssteigerung führen, die einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil bieten könnte, insbesondere wenn sich AGI als unerreichbar oder kurzlebig erweist.

DIE SICHT DER CIOS 2

Asset-Allokation

MAKRO-STORIES 3

SCHWERPUNKT 1:
Auswirkungen der KI auf das kurzfristige BIP des US Wachstums

MARKT-STORIES 5

Was tut sich auf dem Markt?

- Aktien
- Festverzinsliche Wertpapiere
- Währungen
- Rohstoffe

SCHWERPUNKT 2:
Ist die KI-Story übererteuert?

PROGNOSEN 14

Manuela D'Onofrio

Chair of
The Investment Institute

Fabio Petti

Co-Chair of
The Investment Institute

Edoardo Campanella

Director and Chief Editor of
The Investment Institute



Die Sicht der CIOs

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

In den letzten Wochen gab es zwei Entwicklungen an den Kapitalmärkten: eine deutlich positive Performance (insbesondere bei Aktien und Gold) und eine erhöhte Volatilität (auch insbesondere bei Aktien und Gold). Diese Entwicklung spiegelt zwei wesentliche Elemente unserer jüngsten Einschätzung wider: Die Marktdynamik ist positiv, aber es bleiben signifikante Risikofaktoren. Die positive Dynamik an den Aktienmärkten basiert auf den fundamental positiven Aussichten für die Volkswirtschaften in Europa und den USA in den kommenden Quartalen. Ein moderates Wirtschaftswachstum dürfte auch zu einem Wachstum der Unternehmensgewinne führen.

Das Risikobild spiegelt wiederum mehrere Faktoren wider: **1.** eine Abkühlung des US-Arbeitsmarktes (was der Fed Spielraum für Zinssenkungen gibt); **2.** negative Auswirkungen der stark erhöhten Einfuhrzölle der USA (Inflationsdruck für die US-Verbraucher und Kostendruck für die US-Produzenten), die die Lockerung der Fed insgesamt begrenzen könnten; **3.** ein Wiederaufflammen des Handelskonflikts mit China aufgrund chinesischer Ausfuhrbeschränkungen für Seltene Erden, obwohl in jüngster Zeit Fortschritte auf dem Weg zu einem Rahmenabkommen erzielt wurden; **4.** auch hinsichtlich der langfristigen Stabilität des USD und des Safe-Haven-Status von US-Staatsanleihen bestehen Unsicherheiten – aufgrund der steigenden Staatsverschuldung und eines potenziell stärkeren politischen Einflusses auf die Geldpolitik in den USA. Letzterer Faktor hat vor allem Gold und anderen Edelmetallen Auftrieb gegeben, doch haben Gewinnmitnahmen zuletzt einen Rückschlag ausgelöst. Auf der anderen Seite sieht sich Europa aber auch mit erheblichen Risiken konfrontiert: politische Unsicherheit in Frankreich, unklare Aussichten für deutsche Investitionsvorhaben und die anhaltende Abhängigkeit von kritischen Rohstoffen aus China.

Unter Berücksichtigung dieser Faktoren ist unsere aktuelle Allokation in Bezug auf Aktien neutral, aber mittelfristig positiv ausgerichtet, insbesondere im Vergleich zu Staatsanleihen, die wir untergewichten. Europäische Staatsanleihen halten wir für unattraktiv, da ihre Renditen nach dem Ende des Zinssenkungszyklus der EZB niedrig sind und die Aussichten auf Kurssteigerungen gering sind. Bei den US-Treasuries sehen wir neben USD-Währungsrisiken auch Risiken steigender Renditen aufgrund des weiteren Wachstums der Staatsverschuldung trotz der erwarteten Zinssenkungen der Fed. Bei den festverzinslichen Wertpapieren bevorzugen wir Schwellenländeranleihen, während Unternehmensanleihen neutral gewichtet bleiben. Diese Positionierung spiegelt unsere Überzeugung wider, dass Aktien weiterhin eine zentrale Rolle in einem ausgewogenen Portfolio spielen, ohne übermäßige Risiken einzugehen.

ASSET-ALLOKATION

UNSERE EINSCHÄTZUNG ZU DEN ANLAGEKLASSEN

| | UNTERGEWICHTEN | NEUTRAL | ÜBERGEWICHTEN |
|--|----------------|---------|---------------|
| 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 ECB in der Warteschleife

In der Eurozone verharrt die EZB im abwartenden Modus. Die Messlatte für eine weitere Zinssenkung wurde auf der September-Sitzung angehoben, als sich die Zentralbank weniger besorgt über die Konjunktur äußerte. Liest man jedoch zwischen den Zeilen der offiziellen Mitteilungen, scheint der EZB-Rat in Bezug auf das Gleichgewicht der Risiken für die Inflationsaussichten gespalten zu sein. Wir gehen davon aus, dass der Einlagenzins auf absehbare Zeit bei 2% bleibt, aber die Risiken deuten auf eine finale Zinssenkung in den nächsten Quartalen hin. Angesichts der negativen Auswirkungen der Zölle, der Abschwächung des Arbeitsmarktes, der Überversorgung des Ölmarktes und der bereits stattfindenden Umlenkung des chinesischen Handels nach Europa besteht die Gefahr, dass die EZB ihr Inflationsziel auf mittlere Sicht unterschreitet. In ihren Prognosen vom September ging die EZB bereits davon aus, dass sich die Inflation sowohl in den Jahren 2026 als auch 2027 leicht unter 2% einpendeln wird. Die neue makroökonomische Projektion, die im Dezember veröffentlicht werden soll, wird Aufschluss darüber geben, ob sich die Unterschreitung noch verschärfen könnte.

2 Fed wird wahrscheinlich pausieren

Auf ihrer Sitzung am 29. Oktober senkte die Fed ihr Zielband für den Leitzins um weitere 25 Basispunkte auf 3,75-4,00%. Sie kündigte außerdem an, die quantitative Straffung im Dezember einzustellen. In der Pressekonferenz war der Ton des Fed-Vorsitzenden Jerome Powell bemerkenswert restriktiv und stellte sich gegen die Finanzmärkte, die eine weitere Zinssenkung im Dezember einpreisen. Unser Basiszenario bleibt dabei, dass die Fed jetzt bis Mitte 2026 pausieren wird. Wir rechnen im nächsten Jahr nur mit einer Zinssenkung, weniger als von den Finanzmärkten erwartet. Wir prognostizieren, dass die Inflation steigen wird, die Zahl der Neueinstellungen etwas anziehen wird und die Wirtschaftstätigkeit solide sein wird, unterstützt durch eine Verringerung der politischen Unsicherheit und fiskalische Unterstützung durch den One Big Beautiful Bill Act. Der politische Druck auf die Fed wird wahrscheinlich groß bleiben, aber wir gehen davon aus, dass unter anderem rechtliche Anfechtungen Trump daran hindern werden, die Geldpolitik entscheidend zu beeinflussen entweder durch personelle Veränderungen oder auf andere Weise.

3 Handelsabkommen zwischen den USA und China: kurzfristige Stabilisierung, längerfristige Entkopplung

Bei ihrem Treffen am 30. Oktober in Südkorea skizzierten US-Präsident Donald Trump und der chinesische Staatschef Xi Jinping einen einjährigen Rahmen, der in ein umfassenderes und endgültiges Handelsabkommen umgewandelt werden könnte. Solange die schriftlichen Bedingungen nicht veröffentlicht werden, handelt es sich eher um einen vorläufigen Waffenstillstand als um einen dauerhaften Frieden. Das vorläufige Abkommen kombiniert eine schrittweise Senkung der US-Zölle auf eine bestimmte Untergruppe von Gütern mit einer wechselseitigen Verringerung des Drucks in der Lieferkette durch China. Konkret sagte Präsident Trump, dass die USA die Zölle auf chinesische Waren im Zusammenhang mit Fentanyl von 20% auf 10% halbieren werden. Im Gegenzug wird Peking die Beschränkungen für Fentanyl-Vorläuferstoffe verschärfen, die neu angekündigten Exportkontrollen für Seltenerdmetalle um ein Jahr aufschieben und die Agrarkäufe ausweiten. Aus unserer Sicht bringt das Paket eine gewisse Erleichterung, aber keinen großen Neustart. Die knappe Senkung der US-Zölle senkt die Kosten am Rande, während die US-Zölle insgesamt weit über dem Niveau vor dem Handelskrieg liegen. Die Gnadenfrist für Seltene Erden beseitigt eine unmittelbare Bedrohung für die Lieferketten in den USA und anderen Industrieländern, ist aber vorübergehend und reversibel. Kurzfristig stabilisiert das Teilhandelsabkommen den Welthandel und verhindert eine weitere Eskalation. Es ist ein Zeitgewinn für die Industrieländer, die Beschaffung kritischer Mineralien außerhalb Chinas voranzutreiben und alternative Märkte zu erschließen. Längerfristig besteht die strategische Kluft zwischen den USA und China jedoch weiter. Zentrale Reibungspunkte wie die US-Kontrollen für fortschrittliche Halbleiter, kritische Technologiebeschränkungen und geopolitische Rivalitäten sind nach wie vor ungelöst. Die Entwicklung deutet nach wie vor eher auf eine strukturelle Entkopplung als auf eine Wiederherstellung der alten Ordnung vor Trump 2.0 hin.



Auswirkungen der KI auf das kurzfristige US BIP-Wachstum

Autor: Daniel Richard Vernazza

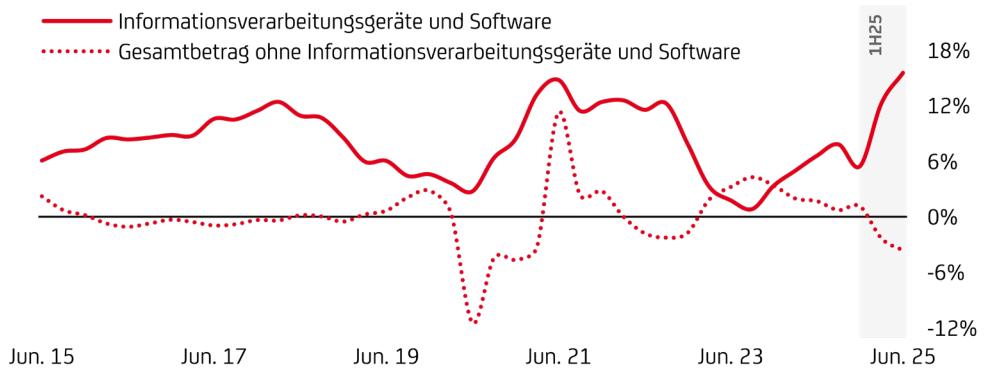
In den USA boomten Investitionen im Zusammenhang mit KI. Im 1. Halbjahr 25 stiegen die realen Unternehmensinvestitionen in Informationsverarbeitungsanlagen auf Jahresbasis um 35% und die Investitionen in Software um 23%. Diese beiden KI-bezogenen Kategorien machen etwa 30% der gesamten Unternehmensinvestitionen und zugleich das gesamte Wachstum der Unternehmensinvestitionen in 1H25 aus. Einige Kommentatoren haben festgestellt, dass sie unter Verwendung des Gewichts dieser beiden KI-bezogenen Anlagekategorien im BIP von 4% 1,1 Prozentpunkte zum realen BIP-Wachstum von 1,6 % auf Jahresbasis in 1H25 oder mehr als 70% beitrugen! Diese Arithmetik ist zwar bemerkenswert, aber zu einfach. Dies liegt daran, dass ein großer Teil der Investitionen in KI-bezogene Kategorien importiert wird. In der Tat stiegen die Importe von KI-bezogenen Produkten im 1. Halbjahr 25 sprunghaft an, was zum Teil auf die vorgezogene Abgabe vor höheren Zöllen zurückzuführen ist. So stiegen beispielsweise die US-Importe von digitalen Verarbeitungseinheiten in 1H25 auf Jahresbasis um über 400%. Höhere Importe schmälern das BIP-Wachstum, da es sich nicht um im Inland produzierte Produktion handelt.

Selbst nach Berücksichtigung der Importe kurbelt der KI-Investitionsboom das BIP-Wachstum in den USA deutlich an. Es könnte auch helfen, die ungewöhnliche Situation eines bemerkenswert robusten Wirtschaftswachstums in einer Zeit der Schwäche der Beschäftigung (der Lohn- und Gehaltszahlen) zu erklären. Das Wachstum der Arbeitsproduktivität (gemessen am realen BIP pro Arbeitsstunde) ist in letzter Zeit stark gestiegen, und es ist möglich, dass ein Teil der Erklärung darin besteht, dass Unternehmen KI-Investitionen nutzen, um die Einstellung von Arbeitskräften zu ersetzen, insbesondere in einer Zeit viel geringerer Einwanderung. Das Beige Book vom Oktober verlieh diesem Argument eine gewisse anekdotische Kraft, als es hieß, dass "mehr Arbeitgeber berichteten, die Mitarbeiterzahl durch Entlassungen und Fluktuation zu senken, wobei die Kontakte eine schwächere Nachfrage, erhöhte wirtschaftliche Unsicherheit und in einigen Fällen erhöhte Investitionen in Technologien der künstlichen Intelligenz anführten [unsere Hervorhebung hinzugefügt]."

Wir gehen zwar davon aus, dass sich KI-Technologien auf die langfristige Produktivität auswirken werden, sind aber skeptisch, dass die jüngsten Investitionen die Produktivität bereits steigern. Die Produktivität neigt dazu, vierteljährlich sehr volatil zu sein, und die Geschichte der technologischen Revolutionen lehrt uns, dass es einige Zeit (Jahre) dauert, bis sich Auswirkungen auf die Produktivität bemerkbar machen und die Technologie Anwendungen und positive Netzwerk-Externalitäten findet. Daher legen wir derzeit mehr Gewicht darauf, dass die jüngste Schwäche bei der Beschäftigung befristet ist, und dass die Neueinstellungen etwas zunehmen werden, wenn die politische Unsicherheit abnimmt (oder sich die Unternehmen einfach mehr daran gewöhnen). In der Zwischenzeit dürften die lockeren finanziellen Bedingungen und die Anreize, die im Anfang Juli verabschiedeten One Big Beautiful Bill Act enthalten sind, breitere Investitionen und die Gesamtnachfrage unterstützen.

CHART 1.1: INVESTITIONSBOOM IM ZUSAMMENHANG MIT KI

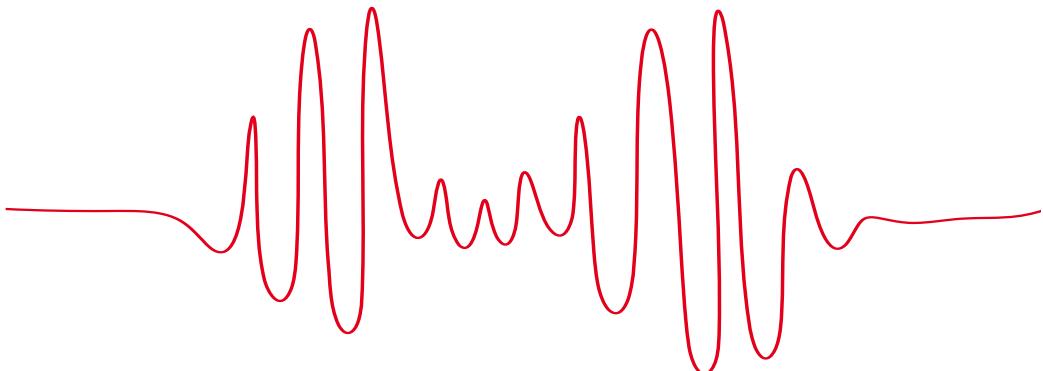
REALE ANLAGEINVESTITIONEN VON US UNTERNEHMEN, IN % GGÜ. VJ.



Autoren: Francesco Maria Di Bella, Tobias Keller, Stefan Kolek, Roberto Mialich, Jonathan Schroer, Christian Stocker, Thomas Strobel, Michael Teig

Das Rauschen ...

Der Shutdown der US-Regierung und die erneuten Handelsspannungen zwischen den USA und China haben dazu beigetragen, die wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheit hochzuhalten. Die Erwartungen der Anleger an eine Lockerung der Fed sind optimistisch geblieben, was auch auf die niedriger als erwarteten US-Inflationsdaten für September zurückzuführen ist, und die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen blieb im Bereich von 4%. Auch die EGB-Renditen sind niedriger als noch vor einem Monat. Nach einer vorübergehenden Pause setzte sich die Aktienrallye fort, unterstützt durch eine weitere starke Berichtssaison, in der die US-Aktienindizes neue Allzeithöchs erreichten. Bei den Devisen hat der USD gegenüber anderen Währungen etwas Boden gutgemacht.



... und das Signal

Die Märkte sind auf der Suche nach mehr Klarheit über die Auswirkungen der Zölle auf die Weltwirtschaft und die nächsten Schritte der Fed. Die Fortsetzung des Shutdowns der US-Regierung und der daraus resultierende Mangel an Datenveröffentlichungen verkompliziert derzeit das Bild. Wenn sich die US-Daten, insbesondere die Arbeitsmarktdaten, nicht stark verschlechtern, werden die Märkte ihre Erwartungen an Zinssenkungen durch die Fed wahrscheinlich leicht zurückzuschrauben. Dies könnte zu einer Aufwärtskorrektur der Renditen von Staatsanleihen führen. Die Aussichten für die Aktienmärkte sind nach wie vor gut, wobei das Gewinnwachstum weiterhin den entscheidenden Rückenwind darstellt. Die jüngsten Zahlungsausfälle in den USA haben den Kreditmarkt ins Rampenlicht gerückt. Wir sehen dieses Risiko zwar nicht als systemisch an, aber die Kreditspreads dürfen sich von den derzeit engen Niveaus ausweiten. In Bezug auf Rohstoffe gehen wir davon aus, dass sich Öl seitwärts bewegen wird, da es zwischen US-Sanktionen und Angebotsüberhang gefangen ist. Nach einer gewaltigen Rallye hat Gold etwas von seinem Glanz verloren. Dennoch sind nach wie vor positive strukturelle Faktoren vorhanden.

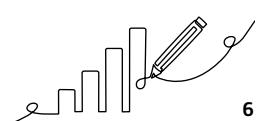
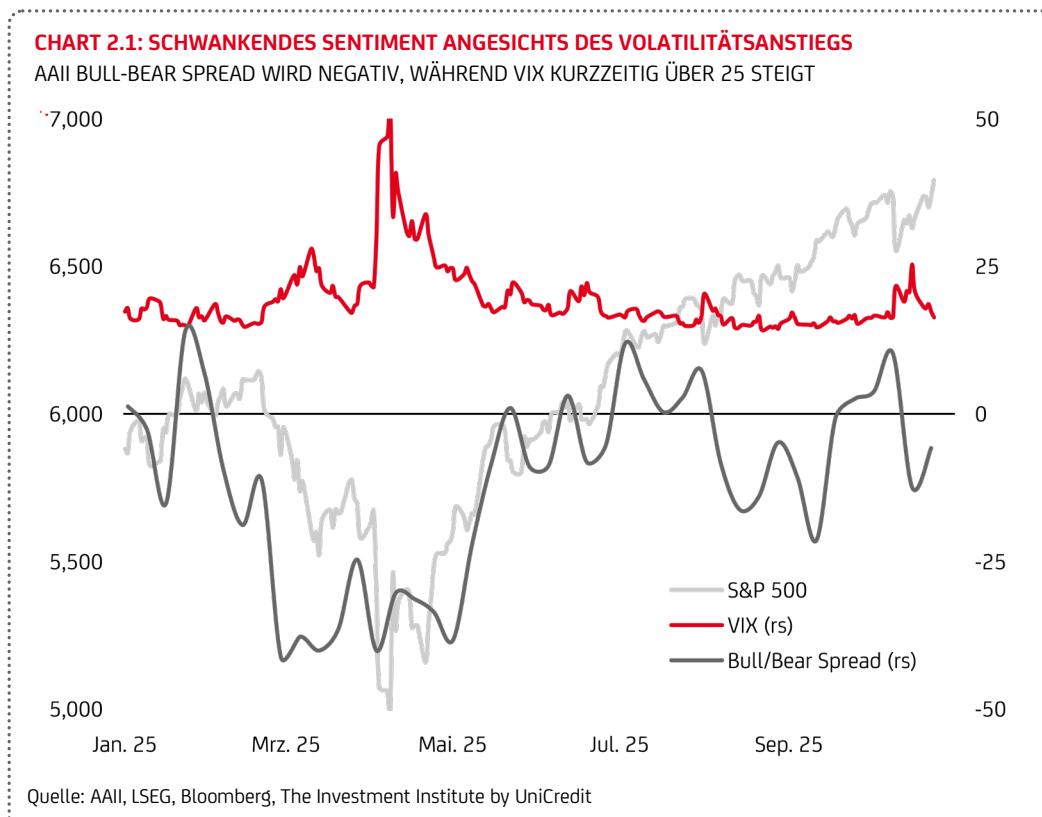


Aktien

Aktien behaupten sich trotz der Volatilität im Oktober

Die globalen Aktienmärkte sind mit einer Mischung aus Widerstandsfähigkeit und Vorsicht in 4Q25 gestartet. Nach der starken Sommerrallye haben die Aktienindizes in den letzten Wochen häufig Schwankungen erlebt, was die Anleger daran erinnert, dass die Volatilität auch in einem fundamental günstigen Umfeld ein ständiger Begleiter bleibt. Die jüngste Verunsicherung wurde vor allem durch erneute Handelsspannungen und die Besorgnis über drei Kreditereignisse mit regionalen US-Banken angeheizt. Nichtsdestotrotz unterstreicht das neue Rekordhoch, das der S&P 500 Ende Oktober erreicht hat, die zugrunde liegende Stärke des Marktes und das anhaltende Vertrauen in die Wirtschafts- und Gewinnentwicklung.

In Bezug auf **US-Aktien** erreichte der S&P 500 am 28. Oktober ein neues Allzeithoch. Zwei Wochen zuvor war ein Rückgang von fast 3% an einem Tag – der stärkste seit dem 10. April, als die Märkte durch Trumps "Liberation Day" erschüttert wurden – ausgelöst durch erneute Spannungen in den wirtschaftlichen Beziehungen zwischen den USA und China und eine restriktive politische Rhetorik auf beiden Seiten. Dieser Rückgang erwies sich jedoch als kurzlebig. Die Anleger rekalibrierten sich schnell, gestützt durch einen soliden Start in die Berichtssaison für das 3. Quartal 25, Zinssenkungssignale der Fed und eine spürbare Mäßigung des politischen Tonfalls nach den ersten Zolldrohungen. Die Berichtssaison für den S&P 500 schreitet gut voran: Rund 87% der S&P 500-Unternehmen, die Ergebnisse vorgelegt haben, haben die Gewinnerwartungen übertroffen, was deutlich über dem 10-Jahres-Durchschnitt von 75 % liegt. Finanz- und Technologiesektoren treiben den Aufwärtstrend an. Der S&P 500 ist seit Jahresbeginn um mehr als 15% gestiegen, unterstützt durch das weiterhin günstige Umfeld, das die US-Wirtschaft bietet. Die Bewertungen sind zwar hoch, liegen aber immer noch deutlich unter den Extremen der Dotcom-Ära, als der Überschwang der Anleger die Gewinnrealität bei weitem übertraf.



Die Anlegerstimmung verbesserte sich seit Mitte September stetig, wie der AAII Bull-Bear Spread zeigt, der am 9. Oktober mit 10,2 % den höchsten Stand seit Anfang Juli erreichte. Die Umkehr auf -12,4% nur eine Woche später signalisierte ein erneutes Gefühl der Vorsicht, aber die anschließende Erholung deutet auf eine Verbesserung der Anlegerstimmung hin (siehe Grafik 2.2). Der CBOE-Volatilitätsindex (VIX) hat diese zugrunde liegende Fragilität unter der robusten Gesamtperformance widerspiegelt. Nachdem der Index am 16. Oktober über 25 gestiegen war, ist er seitdem zurückgegangen, was eine Beruhigung der Anlegernerven anzeigt. Trotz des Rückgangs bleibt der VIX jedoch leicht über seinem gleitenden 50-Tage-Durchschnitt, was darauf hindeutet, dass die erhöhte Risikostimmung anhält. Die Marktbreite hat sich erneut eingetrübt, wobei Large-Cap-Wachstumsaktien die Performance dominierten, was Fragen zur Nachhaltigkeit aufwirft, und das Risiko kurzfristiger Volatilität erhöht.

Europäische Aktien haben sich in den letzten Wochen stabil entwickelt. Der Euro STOXX 50 bleibt in der Nähe seines Allzeithochs, unterstützt durch verbesserte Makrodaten und den Optimismus der Anleger in Bezug auf fiskalische Infrastrukturausgaben. Seit Jahresbeginn ist der Index um fast 17% gestiegen. Das Gewinnwachstum in Europa ist nach wie vor ungleichmäßig, was eher auf sektorale Divergenzen als auf eine allgemeine Schwäche zurückzuführen ist. Exportorientierte Branchen, insbesondere die Automobil- und Industriewerte, sahen sich mit Gegenwind durch Handelskonflikte und Währungsschwankungen konfrontiert, wobei die jüngste Stärke des Euro gegenüber dem Dollar die Gewinne aus den USA belastete. Stärker binnennorientierte Sektoren haben sich als widerstandsfähiger erwiesen, wobei konsumbezogene Sektoren, Gesundheitswesen, Versorger und Finanzen weiterhin das Interesse der Anleger auf sich ziehen, unterstützt durch eine stabile Verbrauchernachfrage, fiskalische Infrastrukturprogramme und verbesserte Kreditbedingungen. Luxusaktien haben ebenfalls Unterstützung geboten, wobei starke Ergebnisse von Branchenführern dazu beitrugen, die breitere zyklische Schwäche auszugleichen. Die Gewinnaussichten haben sich zwar leicht verbessert, aber eine dynamischere Erholung dürfte von der Entspannung im Handel und der anhaltenden makroökonomischen Dynamik abhängen, die wir für 2026 erwarten. Die politische Unsicherheit in wichtigen europäischen Volkswirtschaften wie Frankreich und breitere geopolitische Risiken sorgen nach wie vor für Gegenwind.

Emerging Markets haben sich im Oktober weiterhin als widerstandsfähig erwiesen und ihre starke Performance seit Jahresbeginn fortgesetzt. Der MSCI EM Index ist seit Jahresbeginn um rund 30 % gestiegen und hat damit die Industrieländer bei weitem übertrffen. Die Rallye wurde von starken Erträgen, einem schwächeren US-Dollar und der Rotation der Anleger in unterbewertete Regionen angetrieben. Asien bleibt das Zentrum der Stärke der Schwellenländer und profitiert von KI-gestützten Investitionen und einer günstigen demografischen Entwicklung, aber regionale Unterschiede und geopolitische Risiken erfordern einen selektiven und disziplinierten Anlageansatz.

Wir behalten einen konstruktiven **Aktienausblick** bei. In den USA dürften die anhaltende Wirtschaftsexpansion, die sinkenden Zinsen und das robuste Gewinnwachstum mittelfristig weiteres Aufwärtspotenzial unterstützen, auch wenn die hohen Bewertungen und die Unsicherheit der Geldpolitik die Dynamik dämpfen könnten. Der Konsens prognostiziert einen Anstieg der Gewinne des S&P 500 um 15% im Jahr 2026. In Europa dürften das zunehmende Gewinnwachstum und die Verbesserung des BIP eine Grundlage für solide Aktiengewinne bilden, auch wenn eine dynamischere Gewinnerholung nach wie vor entscheidend ist. In den Schwellenländern sind die makroökonomischen Rahmenbedingungen nach wie vor weitgehend günstig.

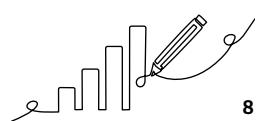
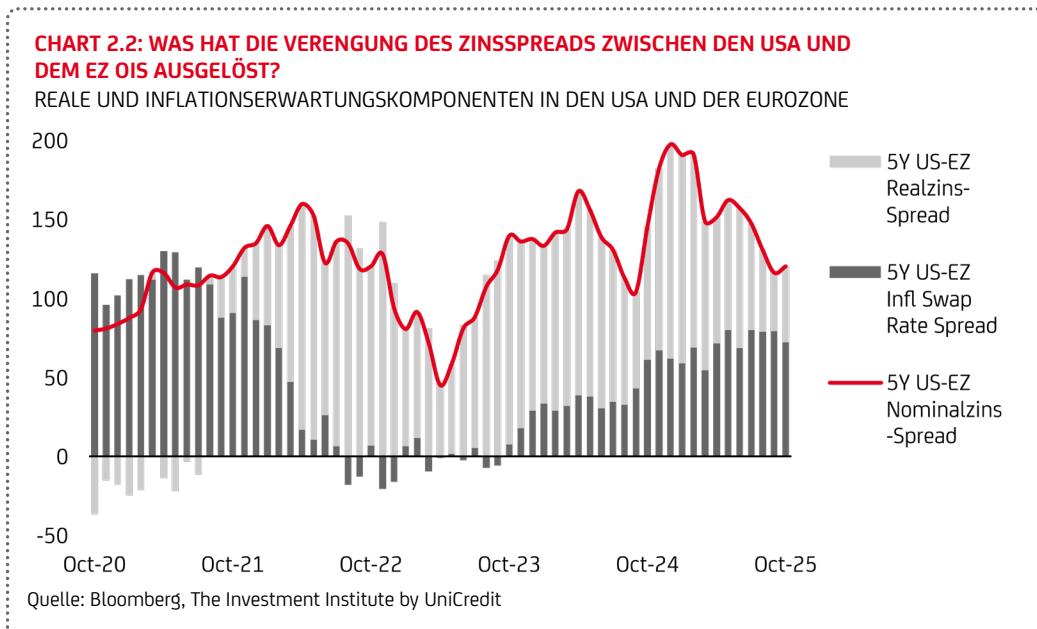
Festverzinsliche Wertpapiere

Staatsanleihen: eine fragile Rallye

Staatsanleihen haben in jüngster Zeit weltweit an Fahrt aufgenommen, unterstützt durch die erneuten Handelsspannungen zwischen den USA und China, den Regierungsstillstand in den USA (und den daraus resultierenden Mangel an Datenveröffentlichungen) sowie die jüngsten Sorgen um die US-Regionalbanken. Die Markterwartungen in Bezug auf den Lockerungszyklus der Fed sind expansiver geworden, wobei die OIS-Terminzinsen einen Zinssatz von rund 3% bis Ende 2026 einpreisen und die US-Staatsanleiherenditen rund 10 Basispunkte niedriger sind als noch vor einem Monat.

Die EGB-Renditen sind ebenfalls gesunken, wobei die Kurven im Allgemeinen abflachen. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen ist um fast 15 Basispunkte auf den Bereich von 2,60% gesunken. Der Erfolg des wiederernennten französischen Premierministers, eine Einigung mit der Sozialistischen Partei über den Haushalt 2026 zu erzielen, hat zu einer Erholung der französischen Papiere geführt, wobei sich der 10-jährige OAT-Bund-Spread auf 75 Basispunkte verengte. Die BTPs blieben in den letzten Wochen gestützt, und der 10-jährige BTP-Bund-Spread wurde unter 80 Basispunkten gehandelt. Die gute Nachfrage nach dem neuen BTP Valore von Privatanlegern deutet darauf hin, dass diese Anlegerkategorie weiterhin bereit ist, das italienische Angebot aufzunehmen.

Die Zinsdifferenzen zwischen den USA und der Eurozone sind in den letzten Monaten zurückgegangen. Der 5-jährige OIS-Zinsspread zwischen den USA und der EZ liegt nun bei 120 Basispunkten und damit 80 Basispunkte enger als zu Beginn des Jahres. Die Inflations-Swap-Sätze sind in den letzten Wochen gesunken, was den Rückgang der Rohstoffpreise widerspiegelt. Der Abstand zwischen den USA und der Eurozone ist stabil geblieben. Wenn überhaupt, dann hat sie sich verbreitert. Auf der anderen Seite hat sich die Lücke bei den Realzinsen seit Jahresbeginn deutlich verkleinert, um fast 100 Basispunkte und liegt nun bei fast 50 Basispunkten, dem niedrigsten Stand seit Ende 2021. Unserer Ansicht nach spiegelt dies die Besorgnis über den Handelskrieg und das Wirtschaftswachstum in den USA und insbesondere die unterschiedlichen geldpolitischen Entwicklungen wider.

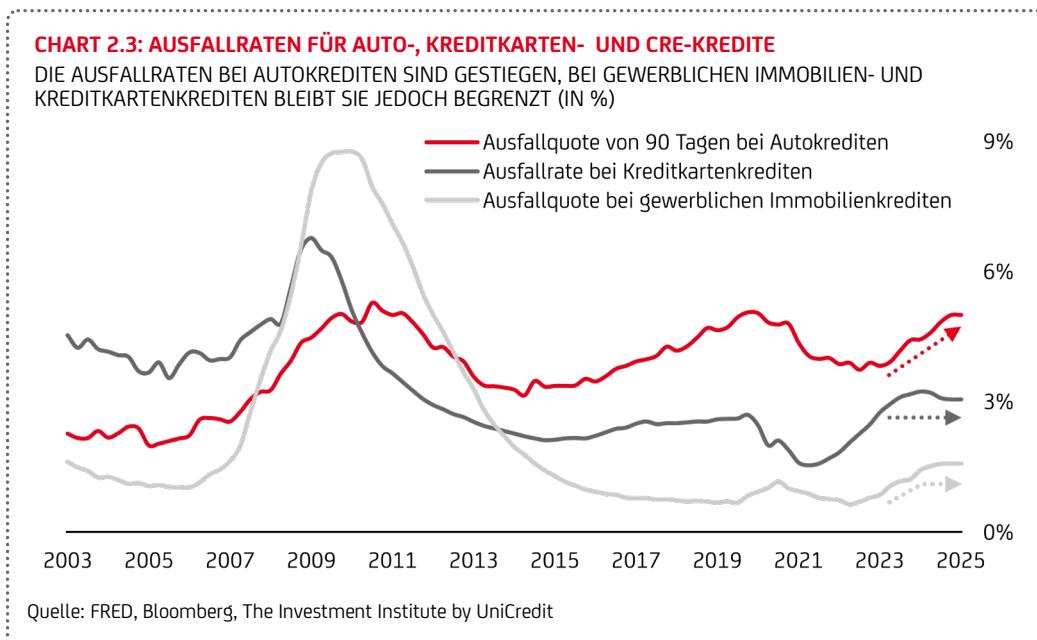


Unternehmensanleihen: Kein systemisches Risiko in Sicht

Angesichts der zunehmenden Sorgen um den Kreditmarkt in den USA hat sich die Entwicklung europäischer Unternehmensanleihen in den letzten Wochen uneinheitlich entwickelt. Während die Risikoprämien von Nicht-Finanzwerten mit Investment-Grade-Rating stabil geblieben sind, haben sich die Spreads von Finanzwerten und Hochzinsanleihen moderat ausgeweitet. Berichte über mittelgroße US-Banken und Autokreditanbieter, die durch die Ankündigung von Kreditausfällen, betrügerischen Kreditnehmern und Klagen in Schwierigkeiten geraten sind, lösten bei den Anlegern eine gewisse Besorgnis aus, führten jedoch nicht zu einer nachhaltigen Marktreaktion. Wie unsere Grafik zeigt, ist die Ausfallrate bei Autokrediten in den USA in den letzten Monaten auf ein Niveau gestiegen, das seit 2020 nicht mehr erreicht wurde, und nahe an den Raten, die zuletzt 2008-09 erreicht wurden. Dies spiegelt die Zurückhaltung sowohl der Unternehmen als auch der privaten Haushalte wider, aufgrund des anhaltend hohen Zinsniveaus diskretionäre Ausgaben zu tätigen. Es gibt Bedenken, dass es sich bei diesen Ereignissen nicht um Einzelfälle handeln könnte, sondern auf das Auftreten eines größeren Problems hindeuten könnte. Zum jetzigen Zeitpunkt sehen wir nicht, dass sich das Problem zu einem systemischen Problem entwickelt, da die Ausfallraten in anderen Kreditmarktsegmenten in den USA, wie z. B. Gewerbeimmobilien (CRE) und Kreditkartenkredite (siehe Abbildung 2.3), eingedämmt sind; die Liquidität im System ist nach wie vor reichlich vorhanden und der Markt erwartet, dass die Fed ihre Geldpolitik im kommenden Monat lockert, aber die Situation muss beobachtet werden. Die Zahlen, die von US-amerikanischen und europäischen Banken mit den Ergebnissen des 3. Quartals 25 gemeldet wurden, bestätigen ein stabiles Bild der Asset-Qualität, und wir betrachten die jüngsten Fälle als eigenwillig und auf riskantere Geschäftsmodelle fokussiert. Was die Situation noch komplexer und undurchsichtiger macht, ist das zunehmende Volumen des Kreditengagements, das vom traditionellen Bankensektor auf Nichtbanken-Finanzinstitute (NBFI) verlagert wurde. Dies hat zwei Auswirkungen: Erstens haben die Banken zunehmend Finanzmittel für private Kreditfonds bereitgestellt, um riskantere Kreditvergabeaktivitäten zu tätigen, und zweitens besteht die Befürchtung, dass die von den Banken gemeldeten Kennzahlen zur Aktiva-Qualität das zugrunde liegende Risiko ihrer Kreditbücher nicht vollständig widerspiegeln könnten.

Angesichts ihrer soliden Kreditqualität, ein Bild, das sich in der bevorstehenden Berichtssaison bestätigen dürfte, dürften Investment-Grade-Aktien ohne Finanzanleihen jedoch stabil bleiben. High-Beta-Kredite (High-Yield- und nachrangige Schuldtitel) sind hingegen anfälliger für Spillover-Effekte.

Einzelheiten zu unseren Prognosen für die Spreads von Unternehmensanleihen finden Sie in der Risky Asset Tabelle.

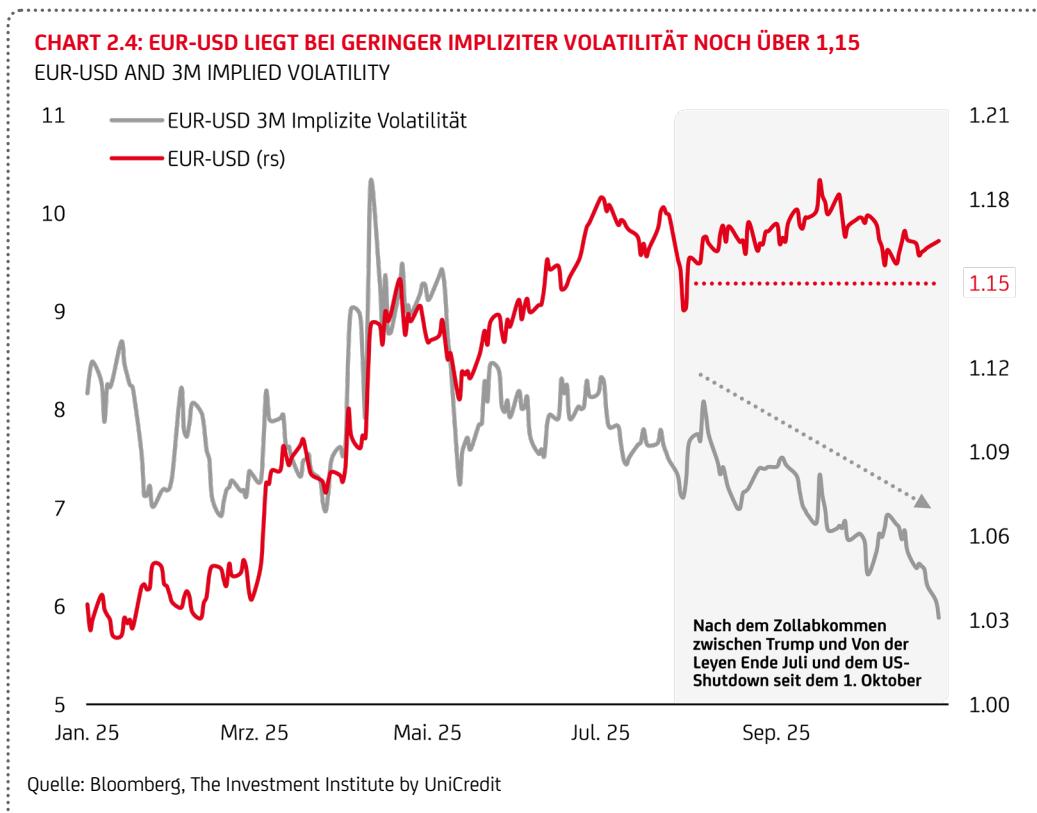


Währungen

EUR-USD: widerstandsfähig, aber immer noch mitten im Nirgendwo

Bei den Devisen hat sich der EUR-USD von seinem YTD-Hoch von 1,1919 zurückgezogen, das er nach der FOMC-Sitzung im September erreichte, bei der die Fed die Zinsen um 25 Basispunkte auf 4,00-4,25% senkte. In Ermangelung neuer fundamentaler Treiber, die vor allem auf den Shutdown der US-Regierung zurückzuführen sind, ist die EUR-USD Rallye ins Stocken geraten, mit Spillover-Effekten eines höheren USD-JPY aufgrund der politischen Entwicklungen in Japan, die der Einheitswährung ebenfalls nicht helfen. In der Tat zeigte sich der EUR-USD wieder widerstandsfähig, da der Verkaufsdruck knapp unter 1,1550 nachließ. Gleichzeitig riskiert EUR-USD jedoch, in der Mitte des Nirgendwo über 1,16 festzustecken, obwohl der Fed-Vorsitzende Jerome Powell die Tür für eine weitere Lockerung offen gelassen hat. Es überrascht nicht, dass die implizite Volatilität nach wie vor gering ist, insbesondere im Vergleich zu dem Anstieg nach dem "Liberation Day" im April, wie in der folgenden Grafik zu sehen ist. Die entsprechende Risk/Return Rate ist gerade etwas über Null zurückgekehrt, was darauf hindeutet, dass der Markt vorerst vorsichtig bleibt, was eine Verlängerung der EUR-USD-Erholtung angeht.

Wir bleiben moderat optimistisch für den EUR-USD, da die Fed weiter lockern wird, während die EZB bei derzeit 2,00% bleiben wird. Darüber hinaus hat die Kursbewegung stetig gezeigt, dass die Anleger bisher jeden Rückzug des EUR-USD letztlich als Kaufgelegenheit bei Kursrückgängen und nicht als Grundlage für eine Trendumkehr angesehen haben.



Rohstoffe

Rohöl

Die Ölmarkte sind nach wie vor gefangen zwischen divergierenden Narrativen und begrenzter Sichtbarkeit. Die Internationale Energieagentur (IEA) prognostiziert weiterhin einen beträchtlichen Angebotsüberschuss von rund 2,3 mb/d im Jahr 2025 und bis zu 4 mb/d im Jahr 2026, während die OPEC einen weitgehend ausgeglichenen Markt erwartet. Seit April hat die OPEC+ kontinuierlich die Förderung ausgebaut, die freiwilligen Kürzungen, die Ende 2023 begonnen hatten, rückgängig gemacht und ihre Strategie fortgesetzt, sich auf die Rückgewinnung von Marktanteilen zu konzentrieren. Die jüngste Erholung des Rohölpreises der Sorte Brent von seinen früheren Tiefstständen unterstreicht die erhöhte Besorgnis der Märkte über die Auswirkungen der verhängten US-Sanktionen gegen Russland. Diese Sanktionen haben Chinas staatliche Ölgesellschaften dazu veranlasst, den Kauf von russischem Rohöl zu pausieren, während indische Raffinerien, die Hauptabnehmer von russischem Öl auf dem Seeweg sind, laut Branchenquellen starke Reduzierungen planen.

Erdgas

Die europäischen Erdgasvorräte erreichten noch vor Ende September das (nach unten revidierte) Ziel von 80%. Dies beruhigte die Marktspannungen angesichts der schwierigen Aufstockung der Lagerbestände zu Beginn des Sommers. Seitdem bewegt sich TTF in einer schmalen Bandbreite zwischen 31-33 EUR/MWh.

Gold

Der Goldpreis korrigierte kürzlich von seinen Rekordhöchs und fiel um fast 6% auf rund 4.000 USD pro Unze, nachdem er sich Anfang des Monats etwa 4.400 USD genähert hatte. Trotz des Rückgangs ist Gold seit Jahresbeginn weiterhin um rund 50% gestiegen, unterstützt durch anhaltende fiskalische Sorgen in den USA, starke Käufe der Zentralbanken und die Erwartung weiterer Zinssenkungen der Fed. Wir glauben, dass die jüngste Schwäche auf Gewinnmitnahmen, einen festeren Dollar und nachlassende geopolitische Spannungen nach Fortschritten bei den Handelsgesprächen zwischen den USA und China zurückzuführen ist. Die ETF-Zuflüsse sind nach wie vor robust und absorbieren einen erheblichen Teil des weltweiten Angebots, während die Zentralbanken ihre Reserven weiter diversifizieren, weg von Staatsanleihen.

Ist die KI-Story überteuert?

Autor: Christian Stocker

Die jüngste Welle von Deals und Partnerschaften hat die Befürchtung verstärkt, dass der KI-Boom durch ein eng miteinander verflochtenes Netz von Geschäftstransaktionen angeheizt werden könnte.

- Anfang Oktober kündigte Nvidia Pläne an, bis zu 100 Mrd. USD in OpenAI zu investieren, um ein riesiges Rechenzentrumsprojekt zu finanzieren.
- Im Gegenzug verpflichtete sich OpenAI, diese Einrichtungen mit Millionen von Nvidia-Chips auszustatten – ein Schritt, der wegen seines zirkulären Charakters kritisiert wurde.
- Nur eine Woche später ging OpenAI eine ähnliche Partnerschaft mit AMD ein.
- Mitte Oktober enthüllte dann ein Konsortium von Investoren – darunter BlackRock, Microsoft und Nvidia – Pläne zur Übernahme eines der weltweit größten Rechenzentrumsbetreiber mit fast 80 Einrichtungen im Rahmen eines 40-Milliarden-Dollar-Deals, der darauf abzielt, kritische Rechenkapazitäten für die KI-Entwicklung zu sichern.

Nie zuvor wurde so schnell so viel Geld in eine Technologie investiert, die sich trotz ihres enormen Potenzials als zuverlässige Gewinnquelle weitgehend noch nicht bewährt hat. Diese Flut von Aktivitäten weckt neue Befürchtungen, dass der KI-Boom künstlich durch immer komplexere und miteinander vernetzte Unternehmensvereinbarungen aufrechterhalten wird.

Diese Entwicklungen und der anhaltende Aufstieg führender Technologieunternehmen im KI-Bereich haben dazu geführt, dass sich die Anleger Sorgen machen, dass die KI-Story überteuert ist. Es gibt Elemente des Anlegerverhaltens und der Marktpreise, die sich auf frühere Blasen reimen, darunter der Anstieg der absoluten Bewertungen, die hohe Marktkonzentration, die erhöhte Kapitalintensität führender Unternehmen und das Aufkommen von Verkäuferfinanzierungen (bei denen Lieferanten Kunden Finanzmittel oder Kredite zur Verfügung stellen, um den Kauf ihrer eigenen Produkte zu erleichtern).

Was für KI spricht:

- Erstens steigern KI-Anwendungen die Produktivität, wenn sie eingesetzt werden.
- Zweitens erfordert die Erschließung dieser Produktivitätsvorteile eine erhebliche Rechenleistung, zumal die Modelle viel schneller größer werden als die notwendigen Rechenschritte und die Energiekosten sinken.

Um zu beurteilen, ob solche Befürchtungen berechtigt sind, muss man sich die aktuelle fundamentale Situation vor Augen führen. Bisher wurden die relevanten Tech-Unternehmen eher von einem starken und nachhaltigen Gewinnwachstum getrieben als von irrationalen Spekulationen über künftiges Wachstum.

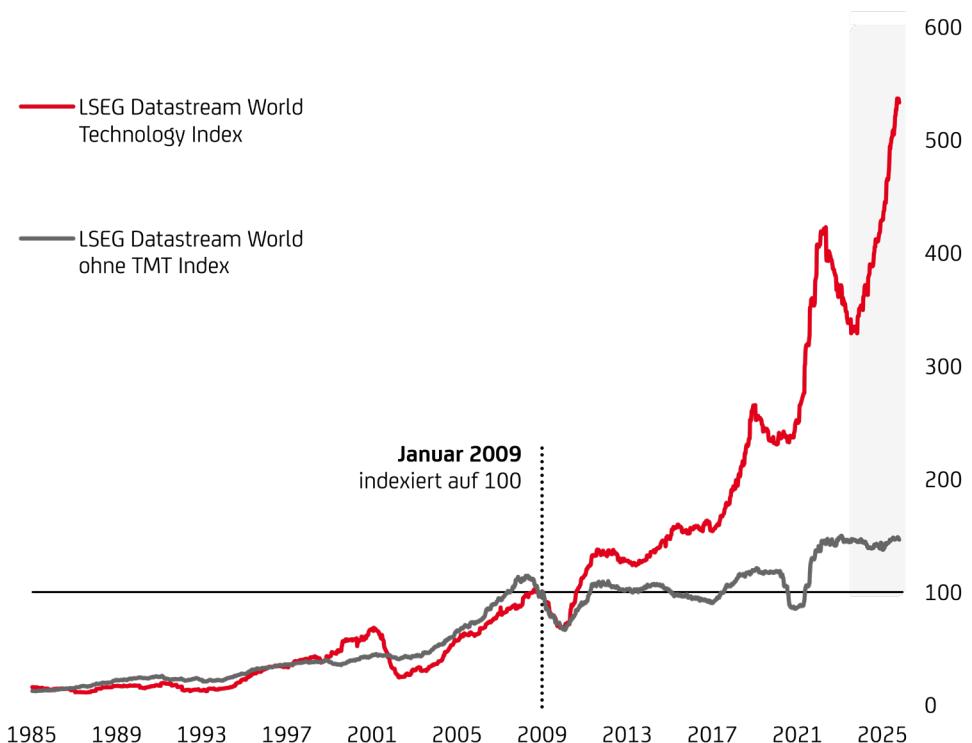
Seit die KI-Story im Jahr 2023 in vollem Gange ist, sind die gemeldeten Gewinne von KI-bezogenen US-Unternehmen um 130% gestiegen (bei einer aktuellen Nettogewinnmarge von fast 32%), während globale Technologieunternehmen einen Anstieg von 51% gemeldet haben und die Gewinne des Weltmarktes, ohne TMT-Unternehmen, seitdem auf der Stelle getreten sind.

Die starke Ertragsdynamik war ein wesentlicher Treiber für die jüngsten Kursanstiege. Dies deutet darauf hin, dass die aktuelle Rallye stark von der anhaltenden Gewinnentwicklung abhängt. Die meisten Aktienmärkte werden derzeit zu im Vergleich zu ihren historischen Durchschnittswerten hohen Bewertungen gehandelt.



CHART 2.5: TECH-GEWINNE GLÄNZEN UND ZEIGEN EINE UNGLAUBLICHE ENTWICKLUNG

12M NACHLAUFENDER GEWINN JE AKTIE (USD), INDEXIERT AUF 100 IM JANUAR 2009



Quelle: LSEG Datastream, Worldscope, The Investment Institute by UniCredit



Prognosen

Wirtschaftsprognosen

BIP, VERBRAUCHERPREISE UND STAATSHAUSHALTE

| | Reales BIP (% J/Y) | | | Verbraucherpreise (% J/Y) | | | Staatshaushalt (% des BIP) | | |
|-------------------------------|-----------------------|------------|------------|------------------------------|------------|------------|-------------------------------|-------------|-------------|
| | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 | 2024 | 2025 | 2026 |
| Global | 3.3 | 3.2 | 3.0 | | | | | | |
| US | 2.8 | 2.0 | 2.1 | 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 | -3.5 | -3.4 |
| Deutschland | -0.5* | 0.1* | 1.3* | 2.2 | 2.1 | 1.7 | -2.7 | -3.0 | -3.3 |
| Frankreich | 1.2 | 0.7 | 0.9 | 2.0 | 1.0 | 1.2 | -5.8 | -5.4 | -5.0 |
| Italien | 0.5 | 0.5 | 0.8 | 1.0 | 1.7 | 1.6 | -3.4 | -3.2 | -2.9 |
| Spanien | 3.4 | 2.8 | 1.9 | 2.9 | 2.7 | 2.2 | -3.2 | -2.5 | -2.3 |
| Vereinigtes Königreich | 1.1 | 1.4 | 1.1 | 2.5 | 3.3 | 2.1 | -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 | 7.0 | 6.5 | 6.5 | 4.4 | 4.1 | 4.1 | -7.8 | -7.6 | -7.4 |

Quelle: The Investment Institute by UniCredit

*Non-WDA-Zahlen. Bereinigt um Arbeitstage: -0.5 % (2024), 0.2 % (2025) und 1.0 % (2026)

ZENTRALBANKEN

| | Aktuell | 4Q25 | 1Q26 | 2Q26 | 3Q26 | 4Q26 |
|-------------|---------|------|------|------|------|------|
| Fed | 4.00 | 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 | 3.75 | 3.50 | 3.25 | 3.00 | 2.75 |
| BoJ | 0.50 | 0.75 | 1.00 | 1.00 | 1.00 | 1.00 |
| Riksbank | 1.75 | 1.75 | 1.75 | 1.75 | 1.75 | 1.75 |
| Norges Bank | 4.00 | 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 | 29.10.20 | 29.10.21 | 29.10.22 | 29.10.23 | 29.10.24 | 29.10.20 | 01.01.25 |
|---|----------|----------|----------|----------|-------------|----------|--------------|
| Bis | 29.10.21 | 29.10.22 | 29.10.23 | 29.10.24 | 29.10.25 | 29.10.25 | |
| BÖRSENINDIZES (GESAMTRENDITE, IN %) | | | | | | | |
| MSCI World (in USD) | 39.5 | -17.8 | 10.6 | 37.4 | 21.1 | 111.5 | 21.1 |
| MSCI Emerging Markets (in USD) | 15.6 | -31.6 | 10.3 | 26.9 | 28.1 | 45.8 | 35.0 |
| MSCI US (in USD) | 41.4 | -15.7 | 9.9 | 42.4 | 20.1 | 123.3 | 18.5 |
| MSCI Europe (in EUR) | 42.9 | -9.4 | 8.5 | 23.6 | 14.4 | 98.7 | 16.6 |
| MSCI AC Asia Pacific (in USD) | 15.6 | -29.8 | 13.4 | 26.5 | 26.0 | 49.8 | 29.6 |
| STOXX Europe 600 (in EUR) | 42.9 | -10.8 | 8.2 | 24.1 | 14.8 | 96.5 | 16.8 |
| DAX 40 (Deutschland, in EUR) | 35.3 | -15.6 | 11.2 | 32.4 | 23.9 | 108.7 | 21.2 |
| MSCI Italien (in EUR) | 53.2 | -10.9 | 27.2 | 35.6 | 30.1 | 207.1 | 32.0 |
| ATX (Österreich, in EUR) | 87.8 | -18.5 | 9.6 | 23.7 | 36.2 | 182.4 | 33.5 |
| SMI (Schweiz, in CHF) | 30.5 | -8.8 | -0.5 | 20.4 | 5.0 | 49.1 | 9.6 |
| S&P 500 (USA, in USD) | 41.2 | -13.8 | 10.0 | 42.0 | 19.7 | 126.9 | 18.4 |
| Nikkei (Japan, in JPY) | 25.9 | -3.9 | 15.8 | 29.0 | 34.5 | 141.4 | 31.0 |
| CSI 300 (China, in Yuan) | 4.7 | -25.6 | 0.6 | 12.8 | 24.3 | 13.2 | 23.7 |
| INDIZES AN DEN ANLEIHEMÄRKTN (GESAMTRENDITE, IN %) | | | | | | | |
| US-Staatsanleihen 10Y (in USD) | -3.9 | -17.5 | -3.5 | 9.1 | 6.2 | -11.7 | 7.7 |
| Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR) | -4.7 | -17.4 | -4.1 | 6.7 | 0.5 | -17.8 | 0.3 |
| EUR Staatsanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR) | -3.4 | -16.4 | -3.4 | 8.3 | 1.9 | -12.5 | 1.3 |
| EUR Unternehmensanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR) | 0.0 | -15.2 | 3.2 | 9.4 | 4.3 | 0.5 | 3.5 |
| ANLEIHERENDITEN (VERÄNDERUNG IN BASISPUNKTEN = 0,01 PROZENTPUNKTE) | | | | | | | |
| US-Staatsanleihen 10Y (in USD) | 72 | 244 | 89 | -61 | -21 | 327 | -52 |
| Deutsche Bundesanleihen 10J (in EUR) | 54 | 224 | 82 | -45 | 25 | 321 | 22 |
| EUR Staatsanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR) | 44 | 240 | 91 | -67 | 18 | 309 | 18 |
| EUR Unternehmensanleihen 1J-10Y (iBOXX, in EUR) | 18 | 370 | 27 | -118 | -13 | 269 | -11 |
| WECHSELKURSE IN EURO (VERÄNDERUNG IN %) | | | | | | | |
| US-Dollar (EUR-USD) | -0.5 | -14.2 | 5.0 | 1.6 | 8.0 | -0.8 | 12.0 |
| Britisches Pfund (EUR-GBP) | -6.6 | 2.1 | 0.3 | -5.0 | 6.1 | -2.9 | 6.2 |
| Schweizer Franken (EUR-SFR) | -0.7 | -6.9 | -4.5 | -2.0 | -1.0 | -13.2 | -1.4 |
| Japanischer Yen (EUR-JPY) | 8.6 | 11.5 | 7.3 | 4.3 | 6.9 | 44.7 | 8.6 |
| ROHSTOFFE (VERÄNDERUNG, IN %) | | | | | | | |
| Rohstoffindex (GSCI, in USD) | -5.5 | -9.4 | 19.4 | 37.8 | 42.3 | 104.7 | 50.0 |
| Industriemetalle (GSCI, in USD) | 42.1 | -17.8 | -2.5 | 13.6 | 11.1 | 50.6 | 17.8 |
| Gold (in USD pro Feinunze) | -5.1 | -8.9 | 19.1 | 38.5 | 44.4 | 112.4 | 52.3 |
| Rohöl (Brent, in USD pro Barrel) | 122.9 | 13.6 | -6.7 | -21.5 | -8.6 | 65.5 | -13.2 |

Quelle: Refinitiv Datastream, The Investment Institute by UniCredit (Stand: 29. Oktober 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 Verwaltungskosten 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 and Chief Editor

IDEEN-GENERATOREN

Tullia Bucco

Alessandro Caviglia,
CIO, Italy

Luca Cazzulani

Francesco Maria Di Bella

Loredana Maria Federico

Eszter Gárgyán

Mauro Giorgio Marrano

Philip Gisdakis,
CIO, Germany

Tobias Keller

Stefan Kolek

Elia Lattuga

Roberto Mialich

Emilio Orecchia

Oliver Prinz,
CIO, Austria

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

Christian Stocker

PRODUKTION

Ingo Heimig

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 zurückhält, 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 Berater:innen.

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 29. Oktober 2025.