BTV ANLAGEKOMPASS 2025
KAPITALMÄRKTE IM BLICK

Weitsicht

Vol. 07

BTV VIER LÄNDER BANK

Inhalt

3 Editorial

4 Konjunktur
Frankreich muss den Gürtel enger schnallen

5 Aktien
„One Big Beautiful Bill Act" – Implikationen für den US-Aktienmarkt

7 Anleihen
Ist die Unabhängigkeit der Fed in Gefahr?

9 Rohstoffe
Gold – die „sicherste Währung" der Welt?

11 Basisszenario
Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds in den nächsten drei bis sechs Monaten

12 Marktmeinung
Einschätzung des Wirtschaftswachstums (BIP, Inflation)

13 Marktmeinung
Einschätzung der Konjunkturdynamik

14 Marktmeinung
Zins- und Währungsausblick

15 Marktmeinung
Einschätzung der Aktien- und Rohstoffsegmente

17 Strategien
Kapitalmarktview – Positionierung

20 Erläuterungen

22 Rechtliche Hinweise

23 Impressum

Hinweis
Die in dieser Publikation verwendeten Fach- und Finanzbegriffe werden in den Erläuterungen ab Seite 20 ausführlich erklärt.

Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,

Frankreich steht vor großen Herausforderungen: Die hohe Staatsverschuldung und der Sparkurs der Regierung wirken sich auf die gesamte Eurozone aus und haben die Renditen langlaufender französischer Staatsanleihen auf neue Höchststände getrieben.

Gleichzeitig sorgt in den USA der „One Big Beautiful Bill Act“ für gezielte Impulse am Aktienmarkt, insbesondere in den Bereichen Technologie und Verteidigung. Neben positiven Impulsen für Wirtschaft und Aktienmarkt erhöht dies aber auch die langfristigen Risiken einer steigenden Staatsverschuldung, was zu einer angespannten Lage insbesondere am US-Anleihemarkt führen kann.

Dieser zeigt sich davon aber bisher unbeeindruckt und ignoriert auch jenes Risiko weitgehend, das sich durch die Versuche Trumps, die Unabhängigkeit der US-Notenbank zu beschneiden, jüngst erhöht hat. Im Kapitel Anleihen beleuchten wir die Gremien der Fed und analysieren, wie weit Trumps Handlungsspielraum wirklich reicht.

Lesen Sie in dieser Ausgabe des BTV ANLAGEKOMPASS, wie wir die jüngsten Entwicklungen einschätzen. Werden die Renditen von US-Staatsanleihen nach dem jüngsten Rückgang wieder ansteigen? Und wie viel Potenzial bleibt nach der jüngsten Goldrallye? Zusätzlich zu unserer Einschätzung finden Sie auch wieder einen Auszug aus unserer Marktmeinung – interessant nicht nur für Investor*innen, sondern auch für Unternehmer*innen.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Ihr BTV Asset Management

Frankreich muss den Gürtel enger schnallen

Im Juli hat die EU ein Defizitverfahren gegen sieben Mitgliedsstaaten eingeleitet, wovon auch Frankreich betroffen ist. Neben der aktuellen Staatsschuld ist auch die Neuverschuldung zu hoch. Das Ziel der Defizitverfahren ist es, Staaten zu solider Haushaltsführung zu bewegen und so die Stabilität des Euros zu gewährleisten.

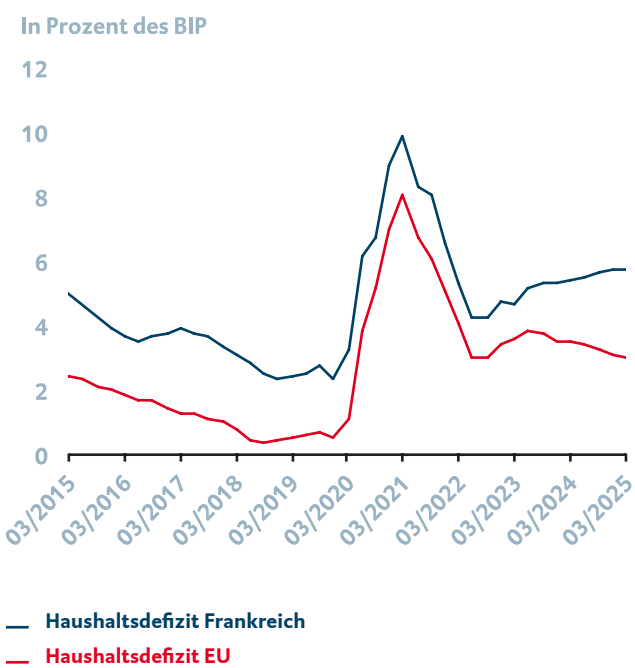
Sparkurs in Frankreich bleibt alternativlos

Mit 113 % des BIP sind innerhalb der EU nur noch Griechenland und Italien im Verhältnis zur eigenen Wirtschaftsleistung höher verschuldet als Frankreich. Betrachtet man die absoluten Staatsschulden, liegt Frankreich mit über 3,3 Bio. Euro im EU-Vergleich sogar auf Platz eins. Problematisch ist, dass der Schuldenberg weiter steigt, denn das Haushaltsdefizit betrug in 2024 5,8 % des BIP und lag damit deutlich über den Maastricht-Kriterien, die ein maximales Haushaltsdefizit von 3,0 % für EU-Mitgliedsländer vorschreiben (siehe Grafik).

Bereits seit Februar 2025 wird in Frankreich stark eingespart und der Sparkurs soll noch jahrelang andauern. Der bisherige Premierminister François Bayrou zielte darauf ab, das Haushaltsdefizit in 2026 auf 4,6 % und bis 2029 auf unter 3 % zu senken. Alleine im nächsten Jahr wären damit Einsparungen von 44 Mrd. Euro geplant gewesen. Einschnitte bei Sozialleistungen, Pensionsgeldern und eine mögliche Streichung von Feiertagen wurden angedacht und stießen bei der Bevölkerung auf heftigen Widerstand.

Unabhängig von der künftigen politischen Ausrichtung Frankreichs liegt es auf der Hand, dass die hohe Neuverschuldung eingedämmt werden muss. Auch der neue Premierminister wird damit eine unbeliebte Rolle spielen müssen. Die aktuellen Zeiten machen es besonders schwierig: Der Gürtel muss enger geschnallt werden, und dennoch sind auch in Frankreich höhere Verteidigungsausgaben geplant. Der Blick auf das Nachbarland Deutschland schmerzt ebenso, denn Deutschland wartet mit höheren Investitionen in Infrastruktur und Verteidigung auf, um stärker und effizienter zu wachsen.

Frankreichs Neuverschuldung liegt über EU-Niveau und Maastricht-Kriterien



Quelle: Bloomberg; Stand 08.09.2025

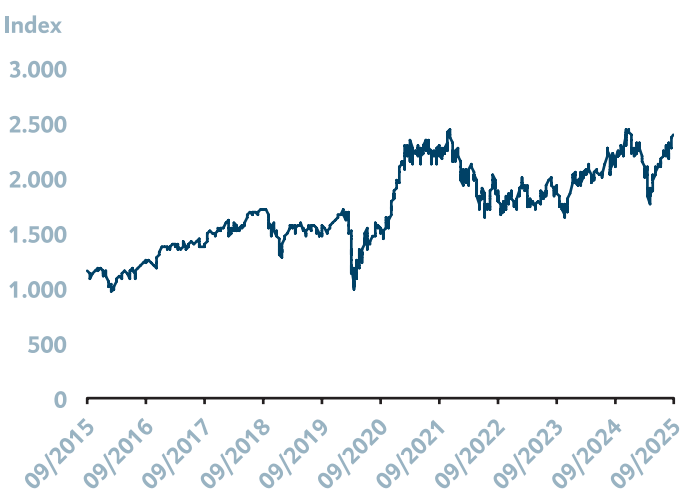
„One Big Beautiful Bill Act“ – Implikationen für den US-Aktienmarkt

Der „One Big Beautiful Bill Act“ (OBBBA) bringt gezielte Steuererleichterungen und Investitionsanreize für Unternehmen und Verbraucher, die den US-Aktienmarkt kurzfristig stärken und insbesondere technologie- sowie verteidigungsnahe Sektoren begünstigen sollten.

Rückenwind für den US-Aktienmarkt

Mit dem Inkrafttreten des „One Big Beautiful Bill Act“ (OBBBA) setzt die US-Regierung gezielte fiskalpolitische Maßnahmen, die den Aktienmarkt in den nächsten 6 bis 18 Monaten unterstützen sollten. Das Gesetz verhindert eine umfassende Steuererhöhung und verschafft vor allem Unternehmen mit hohen Investitions- und Forschungsausgaben deutliche Vorteile: Für 2025/26 werden rund 200 Mrd. US-Dollar an Steuervorteilen durch die sofortige Abschreibung von Investitionen und Kosten für Forschung und Entwicklung erwartet. Davon profitieren insbesondere Technologie-, Kommunikations- und Pharmaunternehmen sowie skalierbare Akteure im Bereich KI und Datacenter.

Kleinkapitalisierte Unternehmen profitieren vom OBBBA



— Russell 2000 Index (in USD)

Quelle: Bloomberg; Stand 08.09.2025

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen.

Gezielte Steuererleichterungen

Die US-Verteidigungsindustrie erhält zudem einen einmaligen Budgetzuwachs von 150 Mrd. US-Dollar, was kurzfristig zu höheren Umsätzen führt. Auch Verbraucher werden entlastet: Überstunden, Trinkgelder und Autokreditzinsen werden steuerlich begünstigt, der Kinderfreibetrag steigt. Diese Maßnahmen stärken den Konsum, insbesondere bei Haushalten mit niedrigerem Einkommen. Gleichzeitig werden Sozialleistungen wie SNAP (Ernährungshilfeprogramm) und Medicaid (Gesundheitsfürsorgeprogramm) gekürzt, was den Konsum in den niedrigen Einkommensschichten belasten könnte.

Die OBBBA ist kein breitflächiges Konjunkturprogramm, sondern setzt gezielt Anreize für bestimmte Sektoren und Unternehmensgrößen. Besonders kleinkapitalisierte US-Aktien, sogenannte Small-Caps, dürften von den steuerlichen Entlastungen und der verbesserten Zinsabzugsfähigkeit profitieren. Insgesamt jedoch bleiben die fiskalpolitischen Wirkungen begrenzt: Das zusätzliche Haushaltsdefizit beträgt etwa 373 Mrd. US-Dollar für 2025/26. Die größten Risiken liegen in damit verbundenen möglichen Zinsanstiegen und einer langfristig wachsenden Staatsverschuldung.

Implikationen für das Portfolio

Aufgrund der oben erwähnten steuerlichen Entlastungen, von denen US-Small-Cap-Aktien überproportional profitieren sollten, bewerten wir dieses Segment weiterhin als attraktiv. Außerdem sprechen aktuell die günstigen Bewertungen und die niedrige Positionierung der Anleger*innen in Small-Cap-Aktien, im Vergleich zu großkapitalisierten US-Aktien, für dieses Segment. Im BTV Asset Management halten wir daher an unserer Positionierung in diesem Segment fest. Kurzfristige Chancen durch den OBBBA sehen wir aktuell außerdem in den Sektoren Technologie, Kommunikation und in der Pharmaindustrie.

Ist die Unabhängigkeit der Fed in Gefahr?

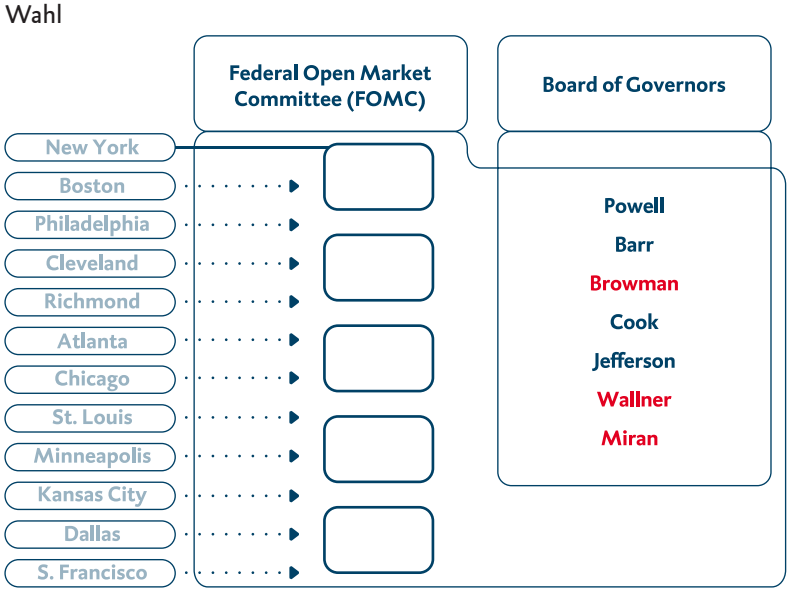
Der Leitzins der US-Notenbank Fed ist viel zu hoch und sollte schnellstmöglich gesenkt werden, glaubt man Präsident Trump und seinem Finanzminister Bessent. Die Mehrheit des Fed-Komitees, in dem diese Entscheidung getroffen wird, sah das bis zuletzt aber anders. Trump hat nun einen drastischen Weg eingeschlagen, um zukünftig mehr Einfluss nehmen zu können.

Die US-Notenbank und ihre Gremien

Um zu verstehen, wie in der Fed Entscheidungen zu Geldpolitik und Leitzins getroffen werden und wie Trump darauf Einfluss nehmen will, muss man verstehen, wie die US-Notenbank aufgebaut ist (siehe Grafik). Direkt vom US-Präsidenten ernannt werden die sieben Mitglieder des Board of Governors, inkl. Präsident und Vizepräsident der Fed. Wird ein Sitz frei, darf Trump einen Nachfolger bestimmen. Dies geschah vor wenigen Wochen, als Gouverneurin Adriana Kugler ihren Rücktritt verkündete und Stephen Miran bis zum Ende von Kuglers regulärer Amtszeit im Januar 2026 als Nachfolger von Trump nominiert wurde. Jede Nominierung muss noch vom Senat bestätigt werden, der aktuell von den Republikanern dominiert wird und Trumps Wahl Mitte September daher bestätigt hat.

Alle sieben Governors sind Mitglieder und stimmberechtigt im Federal Open Market Committee (FOMC), in dem die Geldpolitik festgelegt und Leitzinsänderungen beschlossen werden. Zusätzliche fünf Stimmen erhalten die jeweiligen Präsident*innen einer regionalen Fed-Bank. Der Präsident bzw. die Präsidentin der Fed of New York ist dabei ständiges Mitglied, weitere vier aus den restlichen elf Regionalbanken rotieren und wechseln sich regelmäßig ab. Die regionalen Präsident*innen werden nicht von Trump ernannt, direkt Einfluss nehmen auf das FOMC kann er deshalb nur über die Zusammensetzung des Board of Governors.

Die Gremien der US-Notenbank Fed



Quelle: BTV

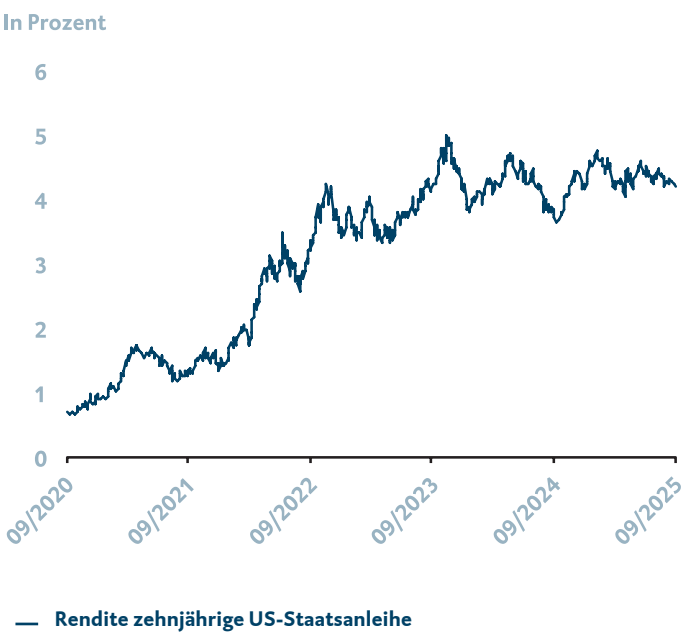
Die US-Notenbank und ihre Gremien

Die farbliche Schattierung der sieben Governors in der Grafik soll zeigen, ob das jeweilige Mitglied Trump nahesteht bzw. seine Auffassung eines zu hohen Zinssatzes teilt (rot). Mit einem drastischen Schritt hat Trump zuletzt versucht, die Mehrheit zu seinen Gunsten zu verändern. Bei Vorliegen eines „wichtigen Grundes" darf er theoretisch ein Mitglied entlassen – und genau das versucht er bei Lisa Cook, indem er ihr Hypothekenbetrug vorwirft. Noch nie wurde ein Mitglied aus dem Führungsgremium der Fed gefeuert und was solch ein „wichtiger Grund" wäre, der dies rechtfertigt, wird auch nicht näher erläutert. Lisa Cook jedenfalls weigert sich abzutreten und ein langwieriger juristischer Streit wird erwartet. Inzwischen wurde entschieden, dass sie während dieses juristischen Ausfechtens ihr Amt weiter ausüben darf, womit Trump sein Ziel vorerst nicht erreicht hat.

Auswirkung auf US-Staatsanleihen

Würde die Unabhängigkeit der Fed wirklich beschnitten, hätte das drastische Auswirkungen. Die globalen Finanzmärkte nahmen dieses Risiko bis zuletzt aber gelassen hin und haben kaum auf die jüngsten Ereignisse reagiert. Würde sich Trump durchsetzen und die Fed ihren Leitzins rascher und auf ein niedrigeres Niveau senken, als es das wirtschaftliche Umfeld nahelegt, würde das Inflationsrisiko deutlich ansteigen. Risiken für die Finanzmarktstabilität in den nächsten Jahren wären drastisch erhöht. Dies in Kombination sollte dazu führen, dass langfristige US-Zinsen deutlich steigen. Ganz im Gegensatz dazu ist die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe zuletzt aber wieder gefallen, da anstehende Fed-Zinssenkungen im Vordergrund standen. Im BTV Asset Management gehen wir dennoch davon aus, dass es in den kommenden Monaten zu einem erneuten Anstieg dieser Renditen kommen dürfte. Trump sorgt für eine US-Politik, die wenig vorhersehbar ist und die Verunsicherung hoch hält. Seine „Big Beautiful Bill" wird dafür sorgen, dass die ohnehin hohe Staatsverschuldung in den kommenden Jahren stark steigen wird. Und selbst wenn es bisher zu keinem starken Inflationsanstieg durch seine neuen Zölle gekommen ist, ist das Risiko dahingehend noch nicht vom Tisch. All diese Faktoren sprechen deutlich stärker für einen Anstieg der US-Renditen als für einen weiteren Rückgang.

Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe



Quelle: Bloomberg; Stand 04.09.2025

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen.

Rohstoffe

Gold – die „sicherste Währung“ der Welt?

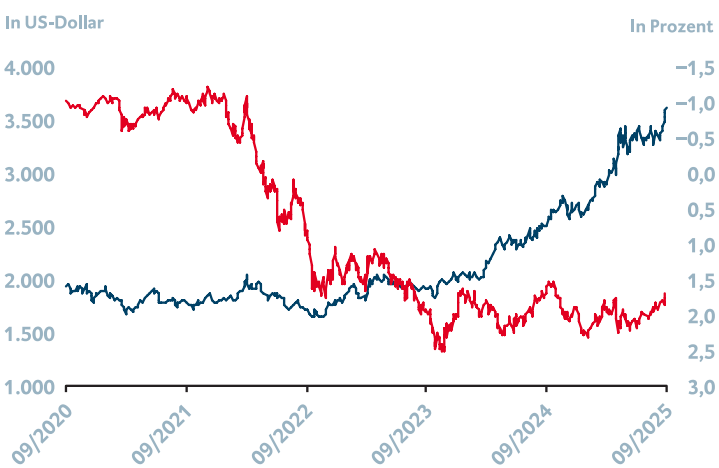
Die starke Goldnachfrage von Investoren und Notenbanken hat den Preis für das beliebte Edelmetall in den vergangenen Wochen weiter nach oben getrieben – ein Trend, der anhalten sollte. Der Ölausblick fällt aufgrund des steigenden Angebots hingegen schwach aus.

Goldpreis erklimmt neue Höhen

Der Goldpreis hat in den vergangenen Wochen eine bemerkenswerte Entwicklung gezeigt. Nach einer längeren Seitwärtsbewegung stieg der Preis für eine Unze Gold auf über 3.600 US-Dollar und erreichte damit ein neues Rekordniveau. Ein wesentlicher Treiber ist die physische Nachfrage nach Gold. Vor allem Zentralbanken stocken ihre Reserven weiter auf – trotz des hohen Preisniveaus. Seit 2022 liegen die jährlichen Käufe bei über 1.000 Tonnen und damit deutlich über dem langjährigen Durchschnitt. Auch die chinesische Zentralbank zeigt sich wenig preissensitiv und hält an ihrem Kaufprogramm fest. Verkäufe finden nur in geringem Umfang statt, was auf eine strategische Neuausrichtung der Reservepolitik hindeutet. In der Regel profitieren Edelmetalle von einem Umfeld niedriger Zinsen. Da Gold keine laufenden Erträge abwirft, wird es bei sinkenden Zinsen im Vergleich zu anderen Anlageformen attraktiver. Dementsprechend hat die Aussicht auf geldpolitische Lockerungen in den USA zuletzt zusätzlich für Rückenwind gesorgt.

Nach BTV Einschätzung dürfte sich die strategische Neuausrichtung vieler Zentralbanken – weg vom US-Dollar und hin zu einer stärkeren Gewichtung physischer Goldreserven – in den kommenden Jahren fortsetzen. Das Goldinvestment bleibt in den BTV Asset-Management-Mandaten daher unverändert bestehen.

Niedrigere Zinsen unterstützen Gold



— **Goldpreis in USD/Unze**
— **10-jährige US-Inflationsschutzanleihe (rechte Skala, invertiert)**

Quelle: Bloomberg; Stand 08.09.2025

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen.

Steigendes Ölangebot drückt auf Ölpreis

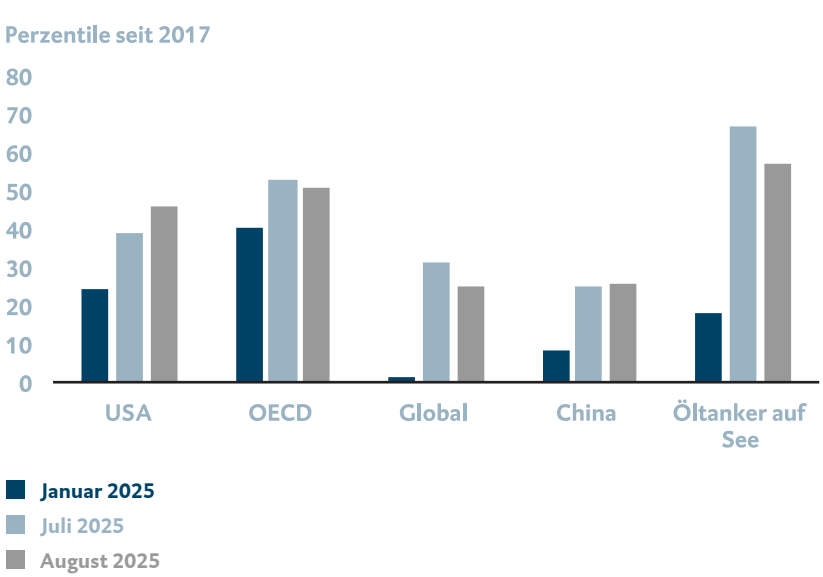
Der Ölpreis zeigte sich im bisherigen Jahr stark getrieben von geopolitischen Belangen. Der Konflikt zwischen dem Iran und Israel sowie US-Sanktionen gegen Russland, den Iran und Venezuela ließen den Ölpreis immer wieder sprunghaft ansteigen. Bis Ende August hat der Preis für ein Barrel der Nordseesorte Brent dennoch fast 9 % verloren. Die Kombination aus einer langsamer steigenden Ölnachfrage und einem wachsenden Angebot übt seit Jahresanfang Druck auf den Ölpreis aus und lässt die IEA (International Energy Agency) für 2025 und 2026 einen Angebotsüberschuss am Ölmarkt antizipieren. Das bedeutet, dass Öl in den kommenden Monaten billiger werden dürfte.

Acht Staaten der OPEC+, nämlich Saudi-Arabien, Russland, der Irak, die Vereinigten Arabischen Emirate, Kuwait, Kasachstan, Algerien und der Oman, haben bereits im Dezember 2024 beschlossen, ihre freiwilligen Produktionskürzungen, die mit April 2023 in Kraft getreten waren, schrittweise aufzuheben. Es handelte sich hierbei um Kürzungen von ca. 2,2 Mio. Barrel/Tag, was ca. 2 % der globalen Fördermenge entsprach. Im Mai, Juni und Juli erhöhte die OPEC+ die Fördermenge um jeweils 411.000 Barrel/Tag und im August und September wurde ein Anstieg von 547.000 Barrel/Tag umgesetzt. Die freiwilligen Kürzungen wurden damit vollständig aufgehoben.

Dass dem Markt plötzlich mehr Öl zur Verfügung steht, zeigt sich in den globalen Ölbeständen. Die Grafik zeigt die Ölbestände rund um den Globus in Perzentilen seit 2017. Der Median (mittlere Wert) liegt hier beim 50. Perzentil. In China und auf hoher See liegen die Ölbestände aktuell deutlich über dem mittleren Wert. China hat zuletzt mehr Öl importiert, um trotz Handelskonflikt mit den USA seine Energieverfügbarkeit sicherzustellen. Aufgrund der US-Sanktionen gegen Russland, den Iran und Venezuela befindet sich aktuell mehr Öl in Öltankern auf hoher See, um diesen Sanktionen durch andere Routen und eine Neubenennung der Tanker zu entgehen.

Steigende Lagerbestände waren auch in der Vergangenheit ein gutes Indiz für sinkende Ölpreise, weshalb der Druck auf den Ölpreis dieses und nächstes Jahr weiter anhalten sollte. Aufwärtsrisiken bestehen dennoch, zum Beispiel stark steigende Ölimporte aus China oder aufgrund der US-Sanktionen geringere Produktionsvolumina aus Russland.

Globale Ölbestände steigen an



Quelle: Bloomberg; Stand 08.09.2025

Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds in den nächsten drei bis sechs Monaten

Positivszenario

- Bilaterale Einigungen führen zum Ausbleiben bzw. zur Rücknahme von US-Importzöllen
- Beginnende Friedensverhandlungen zwischen Russland und der Ukraine

Basisszenario

- Weltwirtschaft leidet unter protektionistischer US-Handelspolitik, aber es kommt zu keiner globalen Rezession
- Die USA leiden in Verbindung mit dem Handelskonflikt am stärksten unter Inflationsrisiken
- Fiskalpolitische Impulse unterstützen Eurozone, Inflationsrisiken haben aufgrund der Wirtschaftsschwäche abgenommen
- Politische Unsicherheiten können Volatilität an den Finanzmärkten zwischenzeitlich erhöhen
- Unklare Richtung in US-Politik als Risikofaktor

Negativszenario

- Globale Fronten verhärten sich und führen zu einer fortschreitenden Deglobalisierung
- Unglaubwürdige US-Politik führt zu gesteigertem globalen Konfliktpotenzial
- Politische Maßnahmen untergraben die Unabhängigkeit der US-Notenbank

Quelle: BTV; Stand September 2025

Marktmeinung

Einschätzung des Wirtschaftswachstums (BIP, Inflation)

Die Wachstumsdynamik der Weltwirtschaft wird weiterhin an Schwung verlieren. Als großer Unsicherheitsfaktor gilt die US-Politik unter Donald Trump, insbesondere die Zollpolitik. Konjunkturrisiken bleiben vorhanden, expansive fiskalpolitische Maßnahmen werden in den kommenden Monaten aber für Unterstützung sorgen.

Die Wirtschaftsleistung der Eurozone pendelt sich auf niedrigem Niveau ein. Geopolitischer Druck fordert einen stärkeren Zusammenhalt in der EU.

Eine sprunghafte US-Politik führt zu Verunsicherung der Unternehmen und Konsument*innen. Es wird eine weiter abnehmende Wirtschaftsdynamik erwartet.

Probleme am Immobilienmarkt, die hohe Verschuldung und zusätzliche US-Zölle belasten. Fiskalpolitische Maßnahmen sollen unterstützen.

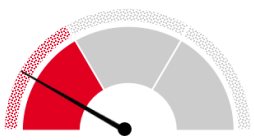
Quellen: Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 08.09.2025. Die BIP-Prognosen werden in den Grafiken in Prozent angegeben.

[1] Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 11).

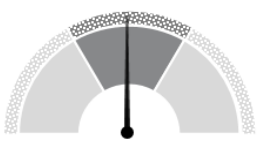
Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen des Kapitalmarkts nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Einschätzung der Konjunkturdynamik[1]

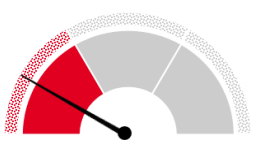
Einsparungen im Staatshaushalt aufgrund eines zu hohen Defizits belasten, ein Defizitverfahren wurde eingeleitet. Ein ausgelasteter Arbeitsmarkt fördert den Konsum und Investitionen, eine Rezession für 2025 ist nicht auszuschließen.



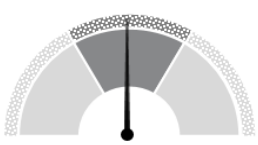
Die deutsche Industrie kämpft nach wie vor mit Problemen. Die Handelszölle zwischen EU und USA/China gelten als Risikofaktoren. Das massive Investitionspaket sollte positive Impulse liefern.



Der US-Zollschock gilt als Wachstumsdämpfer und wird die Wirtschaft belasten, aber Verhandlungen laufen. Die expansive Geldpolitik unterstützt, die Deflation bleibt ein Risiko.



Die italienische Wirtschaft zeigt sich stabil und profitiert von der Entwicklung des Dienstleistungssektors. Niedrige Leitzinsen halten die Belastung durch die hohe Verschuldung vergleichsweise gering.



Quelle: BTV (Schätzung); Stand 08.09.2025

[1] Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 11).

Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen des Kapitalmarkts nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Zins- & Währungsausblick (3-Monatszinsen, 10-jährige Staatsanleihen, Wechselkurse)

Die EZB dürfte vorerst keine weiteren Zinssenkungen vornehmen und den Einlagesatz bei 2 % belassen. Die expansive geldpolitische Ausrichtung zielt darauf ab, die Wirtschaft zu stützen.

	Zinsen		Schätzung (E)[1]	
Datenpunkt	Dez. 2024	08.09.2025	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	2,71	2,05	2,05	2,05
10-jährige Staatsanleihe	2,37	2,66	2,70	2,75

Der Pfad der US-Geldpolitik ist aufgrund von Trumps Handelspolitik unsicher. Ein deutlicher Inflationsanstieg aufgrund der Zölle und aufgrund der expansiven Fiskalpolitik ist möglich. Dennoch bleibt unser BTV Basisszenario eine moderate Wirtschaftsentwicklung mit zwei weiteren Zinssenkungen bis Jahresende.

	Zinsen & Wechselkurs		Schätzung (E)	
Datenpunkt	Dez. 2024	08.09.2025	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	4,31	4,12	3,90	3,25
10-jährige Staatsanleihe	4,57	4,08	4,30	4,50
EUR/USD-Wechselkurs	1,04	1,17	1,18	1,20

Im Kampf gegen die Deflationsrisiken und den starken Franken verfolgt die SNB eine stark expansive Geldpolitik. Der Leitzins befindet sich aktuell bei 0 %, weitere Schritte werden derzeit keine erwartet. Aufgrund der unerwartet hohen Zölle für Exporte in die USA hat der Franken ggü. dem Euro zuletzt etwas abgewertet, was im Sinne der SNB ist.

	Zinsen & Wechselkurs		Schätzung (E)	
Datenpunkt	Dez. 2024	08.09.2025	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	0,84	−0,01	0,00	−0,10
10-jährige Staatsanleihe	0,33	0,30	0,40	0,40
EUR/CHF-Wechselkurs	0,94	0,93	0,95	0,95

Quellen: Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 08.09.2025

[1] Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 11).

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen des Kapitalmarkts nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Einschätzung der Aktien- und Rohstoffsegmente

Aktien und Rohstoffe			Schätzung (E)[1]	
Datenpunkt	31.12.2024	08.09.2025	3 Monate	12 Monate
MSCI World (USD)	3.708	4.191	↗	↗
MSCI EM (USD)	1.075	1.276	↗	↗
Euro Stoxx 50 (EUR)	4.896	5.318	↗	↗
DAX (EUR)	19.909	23.597	↗	↗
ATX (EUR)	3.663	4.598	↗	↗
SMI (CHF)	11.601	12.371	↗	↗
S&P 500 (USD)	5.882	6.482	↗	↗
Nasdaq Comp. (USD)	19.311	21.700	↗	↗
Nikkei 225 (JPY)	39.895	43.617	↗	↗
Gold (USD)	2.625	3.595	→	↗
Öl Brent (USD)	75	67	↘	↘

↑ Klarer Anstieg von über +7 %
↗ Leichter Anstieg von +3 % bis +7 %
→ Konstante Entwicklung zw. +3 % und −3 %
↘ Leichter Verlust von −3 % bis −7 %
↓ Starker Verlust von über −7 %

Quellen: Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 08.09.2025

[1] Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 11).

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen des Kapitalmarkts nicht im Voraus zu bestimmen sind.

btv.at/nachhaltigegeldanlage

Herr Wagner denkt neu:

Für mein Geld kommen nur Unternehmen mit gelebter Eigenverantwortung infrage. Geschäfte ohne zukunftsfähige Basis sind nicht das Richtige für mich.

Investieren mit Geist und Haltung.

Kapitalmarktview – Positionierung

Aktien		**Neutrale Gewichtung** Im bisherigen Jahresverlauf kam es aufgrund der aggressiven US-Zollpolitik immer wieder zu Korrekturbewegungen an den globalen Aktienmärkten. Seit April hält die Gegenbewegung allerdings an und an europäischen und US-Märkten konnten neue Allzeithochs erreicht werden. Eine unklare Richtung in der US-Politik, relativ anspruchsvolle Bewertungsniveaus und geopolitische Unsicherheiten können weiterhin zu erhöhter Volatilität und Rücksetzern führen.
Industrieländer (DM)		Investments in Qualitätsunternehmen – Fokus auf stabile Geschäftsmodelle mit Preissetzungsmacht
USA		Wachstumssorgen aufgrund politischer Unsicherheit
Europa		Zölle belasten, aber hohe Fiskalausgaben in Kerneuropa unterstützen Wirtschafts-wachstum und Unternehmensgewinne
Japan		Strukturreformen liefern weiterhin Anreize – relativ attraktive Bewertung
Schwellenländer		Fortschreitende Zollverhandlungen, lockerere Geldpolitik und ein schwächerer US-Dollar unterstützen Emerging Markets
Small- und Mid-Caps		Bewertung im Vergleich zu Large-Caps historisch tief
Qualität		Fokus auf Qualitätsunternehmen, insbesondere bei Einzelaktieninvestments und Small-Caps

Quelle: BTV; Stand September 2025. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen der Konjunktur nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Kapitalmarktview – Positionierung

Anleihen		**Leichtes Untergewicht** Wir erachten das aktuelle Zinsniveau als langfristig attraktiv. Die Anlageklasse Anleihen bietet seit langer Zeit wieder die Möglichkeit, realen Kapitalerhalt zu erwirtschaften. Die Spreadsegmente haben sich nach dem kurzfristigen Anstieg im April wieder deutlich eingeengt. Aufgrund der wirtschaftlichen Unsicherheiten behalten wir insgesamt eine defensivere Ausrichtung bei, trotz der leichten Erhöhung des Kreditrisikos in den Schwellenländern. Im Portfolio beträgt die aktuelle Endfälligkeitsrendite ca. 3,5 % bei einer Duration von ca. 5,5 Jahren.
Duration		Wir behalten das Untergewicht bei länger laufenden US-Staatsanleihen bei; vor allem die US-Zinskurve erachten wir vor dem Hintergrund der aktuellen US-Fiskalpolitik (Haushaltsdefizit), von Inflationsrisiken sowie dem Infragestellen des Sicherer-Hafen-Status von US-Treasuries als unattraktiver; an unserer konstruktiven Meinung für die EUR-Zinskurve halten wir nach wie vor fest; ein längerfristiges Zinsexposure halten wir aufgrund der nach wie vor erhöhten Renditeniveaus für sinnvoll
Credit		Spreads im Kreditbereich bleiben angesichts der politischen Lage rund um Zölle wohl weiterhin anfällig für höhere Volatilität, dennoch denken wir, dass vor allem gute Qualitäten aufgrund robuster Nachfrage gut unterstützt sein sollten
Spread-Segmente		Insgesamt bleibt die Portfolioausrichtung defensiv – die Qualität der Emittenten steht im Vordergrund
Hochzinsanleihen		Rendite-Risiko-Überlegungen sprechen bei aktuellen Spreadniveaus gegen eine höhere Gewichtung des Segments
Emerging Markets		Fundamental sind EM-Unternehmen gut aufgestellt (z. B. Verschuldung); technische Faktoren (z. B. Angebot/Nachfrage) unterstützen; Risikoaufschläge sind nicht günstig, dennoch sehen wir einzelne Segmente (EM High Yield) mit Chancen
Strategische Beimischungen		Wandelanleihen und Finanz-Nachranganleihen stellen aufgrund ihres Charakters weiterhin attraktive Beimischungen im Portfoliokontext dar

Quelle: BTV; Stand September 2025. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen der Konjunktur nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Kapitalmarktview – Positionierung

Alternatives		**Leichtes Übergewicht** Die Anlageklasse Alternative dient im Portfoliokontext Diversifikations- und Absicherungszwecken. Liquid Alternatives liefern konstante Erträge bei geringer Volatilität. Der Ausblick bei Rohstoffen ist heterogen. Gold bleibt im unsicheren Umfeld gefragt, während zyklische Rohstoffe durch Sorgen vor Überangebot belastet bleiben.
Gold		Gold erreichte im September aufgrund der anstehenden Zinssenkungen der Fed ein neues Allzeithoch und bleibt durch die hohe Nachfrage von Investor*innen und Zentralbanken unterstützt; (geo-)politische Unsicherheiten, Inflations- und Wachstumsrisiken sowie die Uneinschätzbarkeit der US-Politik gelten hier als strukturelle Nachfragetreiber; den Aufwärtstrend bei Gold sehen wir somit als intakt an
Zyklische Rohstoffe		Die Industriemetallpreise zeigen sich bedingt durch die Zollthematik sehr volatil, befinden sich aktuell aber wieder auf Jahresanfangsniveau; der Ölpreis befindet sich aktuell aufgrund eines höheren Produktionsvolumens unter Druck
Liquid Alternatives		Liquid Alternatives liefern konstante Erträge bei geringer Volatilität und fungieren als Portfoliostabilisator; in unseren nachhaltigen Varianten sind wir nicht in Liquid Alternatives investiert

strategisch

Untergewicht **Übergewicht**

→ ← **Veränderung der Positionierung**

Quelle: BTV; Stand September 2025. Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen der Konjunktur nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Basispunkt
Der Basispunkt (engl. Basis Point) bezeichnet ein Hundertstel eines Prozentpunktes. So entsprechen 100 Basispunkte 1 % bzw. entspricht 1 Basispunkt 0,01 %. Die Einheit Basispunkte wird bei der Berechnung von Renditedifferenzen verwendet.

Basisszenario
Einer der Grundpfeiler in der Veranlagung des BTV Asset Managements sind konjunkturelle und wirtschaftspolitische Einschätzungen. Hierzu werden im ersten Schritt die wahrscheinlichsten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die nächsten drei bis sechs Monate erarbeitet, das sogenannte Basisszenario.
Zusätzlich dazu werden positive wie auch negative Abweichungen, die jedoch als wenig wahrscheinlich erachtet werden, mitbeobachtet (Positiv- und Negativszenarien, auch Game Changer).

BIP (Bruttoinlandsprodukt)
Wichtigster Indikator zur Messung der Wirtschaftsleistung. Das BIP ist die Summe aller Güter und Dienstleistungen, die eine Volkswirtschaft (ein Land oder eine Region) hervorbringt.

Bonität
Bonität oder Kreditwürdigkeit ist in der Finanzwirtschaft die Fähigkeit eines Wirtschaftssubjekts, die aufgenommenen Schulden zurückzahlen zu können, und der Wille, diese zurückzuzahlen.

Credit
Als Credit werden Unternehmensanleihen bezeichnet. Eine Unternehmensanleihe ist ein Wertpapier, welches die Schuld eines Unternehmens gegenüber dem Käufer bzw. Zeichner des Papiers verbrieft.

Developed Markets (DMs)
Als Developed Markets bezeichnet man Finanzmärkte, die sich durch niedrigeres Wachstum, aber hohe Markteffizienz und einen hohen Entwicklungsstand auszeichnen.

Duration
Die Duration ist das Maß der Zinssensitivität einer Anleihe. Diese zeigt an, um wie viel Prozent der Anleihekurs sinkt, wenn die Zinsen um 1 % steigen. Länger laufende Anleihen weisen eine höhere Duration als kürzer laufende Anleihen auf.

Emerging Markets (EMs)
Als Emerging Market wird in der Finanzbranche ein aufstrebender Markt bezeichnet, der sich durch hohes Wachstums- und Renditepotenzial, aber auch geringere Markteffizienz, Regulierung, politische Stabilität, Infrastruktur, teilweise eingeschränkten Marktzugang für ausländische Investor*innen sowie höhere Währungsschwankungen auszeichnet.

EZB (Europäische Zentralbank)
Die Europäische Zentralbank legt die Geldpolitik für die Eurozone fest. Sie ist den Notenbanken der einzelnen Euroländer übergeordnet.

Fed (Federal Reserve System)
Die Fed ist die Notenbank der USA und legt die Geldpolitik für die USA fest.

High Yield (deutsch: Hochzinsanleihe)
Eine Hochzinsanleihe wird von Emittenten mit schlechter Bonität emittiert, die zum Risikoausgleich eine deutlich über dem Marktniveau liegende Verzinsung des eingesetzten Kapitals bieten.

Inflation/Teuerung
Die Inflation bezeichnet in der Volkswirtschaftslehre eine allgemeine und anhaltende Erhöhung des Preisniveaus von Gütern und Dienstleistungen, gleichbedeutend mit einer Minderung der Kaufkraft des Geldes. Als Grundlage zur Berechnung der Inflation dient z. B. der Verbraucherpreisindex (siehe VPI).

Investment Grade
ist die Bezeichnung für Wertpapiere, die eine gute Bonität und somit „Investmentqualität" aufweisen. Als Mindest-Rating für Investment Grade gilt ein Rating von BBB (Standard & Poor's) bzw. Baa (Moody's).

Konjunktur
Der Begriff „Konjunktur" beschreibt die gesamtwirtschaftliche Lage. Von allgemein positiver Konjunktur spricht man, wenn sich die Umsätze und Gewinne der Unternehmen erhöhen, die Arbeitslosigkeit sinkt und die Einkommen der Arbeitnehmer*innen steigen.

Large-Caps
Large-Caps oder Blue-Chip-Aktien sind großkapitalisierte Standardwerte, d. h., es handelt sich hierbei um umsatzstarke Aktien großer Unternehmen.

Leitzins
Der Leitzins ist der Zins, zu dem sich Geschäftsbanken bei den jeweiligen Zentralbanken refinanzieren können. Die Höhe der Leitzinsen wirkt sich daher auch auf die Finanzierungskosten für Unternehmen und Verbraucher*innen aus.

Liquid Alternatives
Anlageformen, die nicht zu den Anlageklassen Aktien oder Anleihen gehören und eine gute Handelbarkeit aufweisen. Darunter fallen zum Beispiel Rohstoffe oder komplexe, liquide Finanzprodukte.

Performance (Perf.)/ Wertentwicklung
Die Performance misst die Wertentwicklung eines Investments oder eines Portfolios. Bei Investmentfonds wird die prozentuale Veränderung des Werts der Anteile innerhalb eines bestimmten Zeitraums gemessen. Zum Beispiel wird die Wertentwicklung seit Jahresanfang (YTD, year-to-date) oder seit Monatsanfang (MTD, month-to-date) angegeben. Die Wertentwicklung über mehrere Jahre wird meist als die Performance p. a. (Per-anno-Performance oder Wertentwicklung pro Jahr) angegeben. Generell muss zwischen Brutto- und

Nettoperformance unterschieden werden. Die Nettoperformance zieht von der Bruttoperformance anfällige Managementgebühren ab.

Portfolio
Auch „Portefeuille“: Gesamtheit der Vermögenswerte eines Anlegers oder einer Anlegerin.

Rendite
Die Rendite bezeichnet den Gesamtertrag einer Kapitalanlage, gemessen als tatsächliche Verzinsung des eingesetzten Kapitals. Sie beruht auf den Ertragseinnahmen und den Kursveränderungen des Wertpapiers.

Reservewährungen
Als Reservewährungen gelten Währungen wie zum Beispiel der Schweizer Franken, die als besonders sicher oder schwankungsarm erachtet werden. In turbulenten Zeiten werden diese Währungen in der Regel stärker nachgefragt.

Sicherer Hafen
In politisch unsicheren Zeiten verlagern Anleger*innen ihre Investitionen häufig in als sicher geltende Währungen wie den US-Dollar, den Schweizer Franken oder den japanischen Yen.

Small- und Mid-Caps
Klein- und mittelkapitalisierte Unternehmen, die im Vergleich zu den großkapitalisierten Unternehmen eine deutlich geringere Marktkapitalisierung (Anzahl ausgegebener Aktien x aktueller Aktienkurs) aufweisen.

Staatsanleihe
Wertpapier, welches die Schuld eines Staates gegenüber dem Käufer bzw. Zeichner des Papiers verbrieft.

Volatilität
Gradmesser für die Preisschwankung des Bezugswertes während einer bestimmten Zeitperiode. Sie wird formal als Standardabweichung der annualisierten Renditen berechnet. Je höher die Volatilität eines Bezugswertes, d. h. das Ausmaß und die Häufigkeit der Kursschwankungen, desto höher ist das Risiko.

VPI – Verbraucherpreisindex (engl. CPI – Consumer Price Index)
Der VPI dient als Maßstab für die Geldentwertung (auch Inflation oder Teuerung) eines Landes oder einer Region. Üblicherweise wird der Index der Verbraucherpreise berechnet, dem ein Warenkorb zugrunde liegt, dessen Wert periodisch berechnet und als Index veröffentlicht wird.

Haftungsausschluss

Die BTV prüft ihr Informationsangebot sorgfältig. Dennoch bitten wir um Verständnis, dass wir diese Informationen ohne Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität zur Verfügung stellen. Bitte beachten Sie, dass Einschätzungen und Bewertungen die Meinung des jeweiligen Verfassers zum Zeitpunkt der Erstellung bzw. Ausarbeitung reflektieren und für die Richtigkeit und den Eintritt eines bestimmten Erfolges keine Gewähr übernommen werden kann. Verleger und Verfasser behalten sich einen Irrtum, insbesondere in Bezug auf Kurse und andere Zahlenangaben, ausdrücklich vor. Durch neue Entwicklungen oder kurzfristige Änderungen können diese Informationen daher bereits überholt sein.

Marketingmitteilung/Werbemitteilung

Diese Marketingmitteilung/Werbemitteilung ist keine individuelle Anlageempfehlung, kein Angebot zur Zeichnung bzw. zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten. Als Marketingmitteilung/Werbemitteilung unterliegt sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die jeweiligen Anlegerinformationen/Zeichnungsbedingungen in deutscher Sprache (Basisprospekt, endgültige Bedingungen, Prospekt, KID, vereinfachter Prospekt u. dgl.) sind die einzig verbindlichen Dokumente. Sie erhalten diese bei der BTV Vier Länder Bank AG, Stadtforum 1, 6020 Innsbruck, bzw. BTV Vier Länder Bank AG, Zweigniederlassung Deutschland, Neuhauser Straße 5, 80331 München.

Angaben zur Wertentwicklung

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Bei Prognosen über eine zukünftige Performance handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Wertentwicklung geschlossen werden. Die angeführten Wertentwicklungen verringern sich um Kosten wie Provisionen, Gebühren und sonstige Entgelte, deren Höhe Sie dem Schalter- und Preisaushang entnehmen können.

Währungsschwankungen

Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen.

Angaben zur steuerlichen Behandlung

Informationen zur steuerlichen Behandlung eines Finanzinstrumentes sind von den persönlichen Verhältnissen des jeweiligen Kunden abhängig und können zukünftigen Änderungen unterworfen sein.

Quellenangaben

Quelle für Wirtschaftsdaten, Grafiken und Prognosen ist Bloomberg Finance L.P., New York, sofern nicht anders vermerkt. Trotz sorgfältiger Prüfung kann keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der enthaltenen Informationen übernommen werden.

Soweit in dieser Publikation personenbezogene Bezeichnungen nur in männlicher Form angeführt sind, beziehen sie sich auf alle Geschlechter in gleicher Weise.

Angaben nach § 25 MedienG nF

www.btv.at/impressum

Impressum

Herausgeber
BTV Vier Länder Bank AG
Stadtforum 1
6020 Innsbruck
Landesgericht Innsbruck
FN 32942w

Redaktion
BTV Asset Management
Cecile Herzl, MSc, CFA, CAIA
T +43 505 333 – 1147
E cecile.herzl@btv.at

BTV Asset Management
Verena Schweninger, MSc, CPM
T +43 505 333 – 1134
E verena.schweninger@btv.at

Redaktionsschluss
Diese Ausgabe wurde am 22.09.2025
redaktionell abgeschlossen.

Konzept
Sarah Nawroth
Marketing und Kommunikation

Gestaltung
Sägenvier DesignKommunikation

Ausgabe: Vol. 07, 2025

BTV Vier Länder Bank AG
Stadtforum 1
6020 Innsbruck
Österreich

T +43 505 333 – 0
E info@btv.at