

Haspa BörsenTrends

AKTUELLE SONDERTHEMEN UND TRENDMELDUNGEN

Veröffentlichungsdatum 17.10.2025

Herbstprognose

Robuste Aufstellung bleibt die Maxime

Konjunktur

Die Konjunkturprognose gestaltete sich in diesem Jahr schwierig. Die neue US-Administration beschloss umfangreiche politische Maßnahmen, wie weitreichende Einfuhrzölle, eine drastische Begrenzung der Migration und erhebliche Unternehmenssteuersenkungen. Die Tragweite, Dimension und Geschwindigkeit der entsprechenden Implikationen für die Volkswirtschaft abzuschätzen, war und ist schwer, da es in der jüngeren Vergangenheit keine Referenzbeispiele gibt. So sprang z. B. die Einschätzung zur Rezessionswahrscheinlichkeit bekannter US-Investmentbanken von durchschnittlichen 15 Prozent nach dem „Liberation Day“ am 02. April auf 2/3 und sank später wieder auf knapp 1/3. Zudem führten insbesondere die Zölle erst zu Vorzieheffekten und sorgten danach für Gegenbewegungen im Außenhandel. Aufgrund dessen schwankten die Quartalsveränderungsraten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) stark, ohne dass diese Werte eine Interpretation der kurzfristigen realwirtschaftlichen Bedeutung zuließen. Wenn beispielsweise die Importe stärker zurückgehen als die Exporte führt dies rechnerisch zu einem steigenden Außenbeitrag, also einem Wachstumsbeitrag. Fundamental ist dies kurzfristig aber nicht zwangsläufig mit ökonomischer Stärke gleichzusetzen. Zu guter Letzt gab es in diesem Jahr umfangreiche Revisionen. Sowohl in den USA, v. a. beim BIP und bei den Arbeitsmarktdaten, als auch in Deutschland. Dadurch veränderten sich Prognosewerte nicht aufgrund angepasster Einschätzungen, sondern lediglich aufgrund von revidierten Ausgangsgrößen und damit verbundenen Basiseffekten.

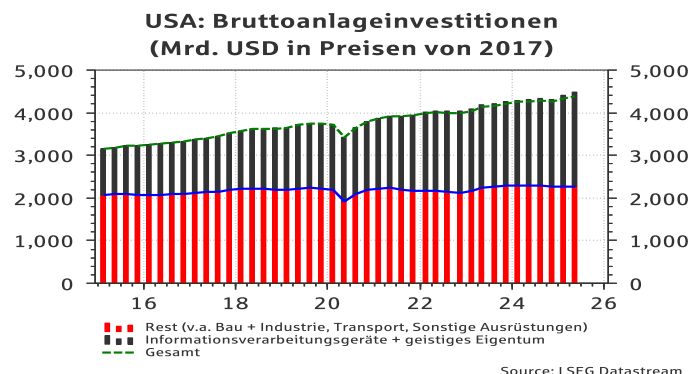
In **Deutschland** fiel der BIP-Zuwachs im ersten Quartal mit 0,3 Prozent erstaunlich stark und im zweiten Quartal mit -0,3 Prozent überraschend schwach aus. Ausschlaggebend dafür waren zwar auch die zu Jahresbeginn vorgezogenen Exporte, die dann im zweiten Dreimonatsabschnitt fehlten. Doch sank auch das Wachstum des Privatkonsums von 0,6 auf 0,1 Prozent. Dieser macht rund die Hälfte der gesamten Wertschöpfung aus. Mit Blick auf die Prognosen dürfte der Gegenwind aus den US-Zöllen insofern zwar spürbar sein. Allerdings wird die Lage im Inland den

größeren Ausschlag geben. Das Fiskalpaket droht vermehrt für Konsumausgaben statt investiv verwendet zu werden. Dies ändert wenig an den kurzfristigen Prognosen der BIP-Veränderung, Konsumausgaben können im Zweifel sogar schneller getätigt werden, trübt aber die langfristigen Wachstumsaussichten. Vor allem, falls notwendige Strukturreformen ausbleiben sollten. Wir gehen für 2025 von einem BIP-Anstieg von 0,2 Prozent und für 2026 von 1,0 Prozent aus.

Im **Euroraum** stellt sich die Situation ähnlich dar, aber auf etwas höherem Niveau. Das Wachstum in den ersten beiden Quartalen lag bei 0,6 Prozent bzw. 0,1 Prozent. Dabei bleibt das Bild bestehen, dass inzwischen die Peripherieländer zieht, während die Kernländer bremsen. Spanien ist nach wie vor der wichtigste Antreiber. Nicht nur, weil der Tourismus wächst und die Ausgangsbasis niedrig ist - vor zehn Jahren war z. B. die Jugendarbeitslosigkeit noch bei 50 Prozent. Sondern vor allem, weil die Reformen nach der Eurokrise nun Früchte tragen. Die Digitalisierung von Unternehmen und öffentlicher Verwaltung wurde vorangetrieben (Digital Spain 2026) und Start-ups werden angezogen. Außerdem sind die Iberer inzwischen der zweitgrößte Autohersteller in Europa und bauen Erneuerbare Energien kräftig aus. Zudem wächst die Bevölkerung und die Beschäftigung, was auch die Binnenkonjunktur unterstützt. Irland hat enorme Wachstumsbeiträge aufgrund von Sondereffekten. Italien liegt etwas unter und Frankreich etwa im Durchschnitt des Euroraums. Deutschland bleibt Schlusslicht unter den großen Volkswirtschaften. Unsere Prognose für das Wachstum im Euroraum liegt bei 1,2 Prozent in diesem und 1,0 Prozent im nächsten Jahr.

In den **USA** kam es im Zuge der Implementierung umfangreicher Zölle am „Liberation Day“ zu Verwerfungen im Außenhandel. Im ersten Quartal führten vorgezogene Einfuhren zu einem Sprung der Güterimporte um über 50 Prozent nach oben, danach stürzten sie aber wieder um mehr als 1/3 ab. Parallel wurde die Lagerhaltung erst auf- und dann abgebaut. Dies erklärt einen Großteil der Schwankung in der annualisierten BIP-Quartalsveränderungsrate, die zuerst bei -0,6 Prozent und dann bei 3,8 Prozent lag.

Um den darunterliegenden Trend zu erkennen, bietet sich der Blick auf die „private Endnachfrage“ an (final sales to private domestic purchasers). Diese stieg im ersten Dreimonatsabschnitt um annualisiert 1,9 Prozent und danach um 2,9 Prozent. In den acht Quartalen zuvor lag der Durchschnitt bei 3,2 Prozent. Es deutet sich also keine scharfe, aber doch moderate Verlangsamung ab. Wir rechnen für das laufende Jahr mit einem BIP-Zuwachs von 2,0 Prozent und im nächsten Jahr mit 1,3 Prozent.



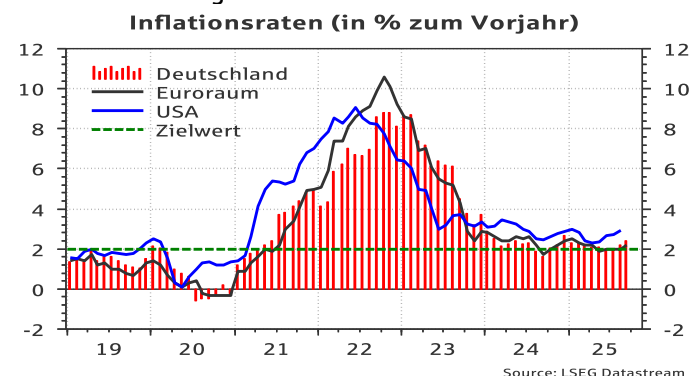
Das US-Wachstum kommt im Wesentlichen aus zwei Bereichen: IT-Investitionen und dem Privatkonsum der Reichen. In den letzten zehn Jahren verdoppelten sich die Investitionen in IT-Verarbeitungsgeräte und geistiges Eigentum (insbesondere Software). Die Summe aller anderen Investitionen, darunter v.a. private und gewerbliche Bauinvestitionen sowie Industrie, Transport und sonstige Ausrüstungen, stieg im selben Zeitraum gerade einmal um 8,3 Prozent und stagnierte in den letzten fünf Jahren sogar. In dieser Hinsicht unterscheidet sich die Lage kaum von der in Europa. Der Privatkonsum stellt mit fast 70 Prozent die mit Abstand größte BIP-Komponente in den USA dar, wird aber immer konzentrierter. War das reichste Zehntel der Bevölkerung gemäß Analysen von Moody's Mitte der 1990er Jahre „nur“ für rund 1/3 des Konsums verantwortlich, ist sein Anteil inzwischen auf fast die Hälfte gestiegen. Die beiden Wachstumstreiber werden durch Aktienkursgewinne noch beschleunigt: fühlen sich Verbraucher reicher, weil ihr Depot gut aussieht, sind sie ausgabefreudiger (sog. „wealth effect“). Auch werden hohe KI-Investitionen an der Börse goutiert, um zukunftsfähig zu sein. Insofern kann es womöglich zu einer Kausalumkehr kommen. Statt, dass das Wirtschaftswachstum die Unternehmensgewinne und damit Aktienindizes treibt, können die Kurse den Privatkonsum und IT-Investitionen ankurbeln.

Der **Asiatisch-Pazifische Raum** vereinigt rund 35 Prozent der globalen Wertschöpfung auf sich, wobei davon rund 17 Prozentpunkte in China und jeweils knapp 4 Prozentpunkte von Japan und Indien erwirtschaftet werden. So unterschiedlich die Länder sind, zeigt sich die ökonomische Relevanz des Kontinents doch daran, dass drei der fünf größten Volkswirtschaften der Welt in Asien liegen.

China hat sein Wachstumsziel von 5 Prozent im letzten Jahr punktgenau erreicht. Im laufenden Jahr war der Zuwachs mit 5,4 Prozent bzw. 5,2 Prozent zum jeweiligen Vorjahresquartal erstaunlich solide. Entscheidend waren hier vor allem auch vorgezogene Exporte im Zuge der US-Zölle. Genau in diesem Aspekt steckt derzeit allerdings die größte Ungewissheit. Der Zollstreit zwischen Washington und Peking ist noch lange nicht geklärt und die Beziehung der beiden größten Volkswirtschaften der Welt wird immer stärker durch geopolitische und -strategische Überlegungen geprägt. Einerseits gibt es eine Rivalität, andererseits eine gegenseitige Abhängigkeit. Wir erwarten, dass es mindestens temporär Gegenwind aus dem Außenhandel geben wird. Die bestehenden Strukturprobleme, wie der schwache Binnenkonsum und die Überkapazitäten im Immobiliensektor konnten auch durch das Konjunkturpaket (noch) nicht gelöst werden. Immerhin reduziert sich der Preisrückgang von Immobilien allmählich. Insgesamt gehen wir von einer langsamen Abkühlung des BIP-Anstiegs aus. Für dieses Jahr rechnen wir mit einem Wachstum von 4,8 Prozent und im nächsten Jahr mit 4,5 Prozent.

Inflation

Die Inflation im Euroraum hat sich in den vergangenen Monaten bei rund 2 Prozent, dem Preisstabilitätsziel der Europäischen Zentralbank (EZB), eingependelt. Der leichte Anstieg der Teuerungsrate im September auf 2,2 Prozent war in erster Linie einem Basiseffekt geschuldet. Für das kommende Jahr erwarten wir, dass die durchschnittliche Inflationsrate bei 2,1 Prozent liegen wird. Im Ländervergleich der Eurozone zeigt sich, dass sie in Deutschland und Spanien höher, während sie in Frankreich und Italien unter dem Durchschnitt liegt. In der Bundesrepublik zogen im September insbesondere die Preise für Dienstleistungen an.



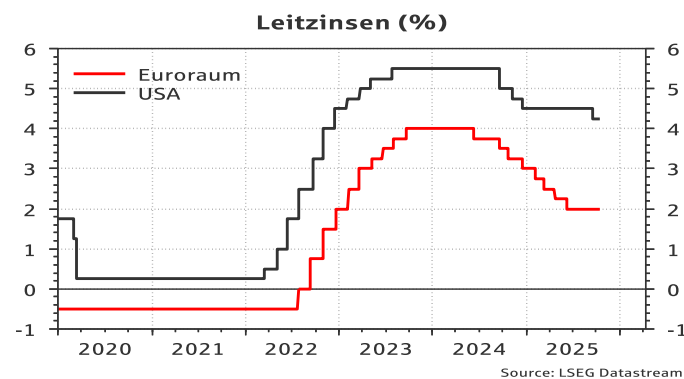
In den USA bleibt die Inflation weiterhin hoch. So ist sie seit Mai von 2,4 auf 2,9 Prozent im August angestiegen. Ein wichtiger Grund hierfür sind die hartnäckigen Preiserhöhungen für Wohnraum. Wird dieser Posten herausgerechnet, hätte die US-Notenbank (Fed) ihr Inflationsziel von 2 Prozent in 2025 durchschnittlich untertroffen. Allerdings zog im August auch die Inflationsrate ohne die Kosten für Wohnraum auf 2,4 Prozent an. Dies dürfte zum Teil

eine Folge der US-Zölle sein, die nun zunehmend an die US-Verbraucher weitergegeben werden. So verteuern sich die Preise für Güter seit Mai kontinuierlich. Auch die Kerninflationsrate, die ohne die schwankungsanfälligen Preise für Energie und Nahrungsmittel berechnet wird, ist seit Mai sukzessive von 2,9 Prozent auf 3,1 Prozent angestiegen. Die Kern-PCE-Rate, das von der Fed präferierte Inflationsmaß, lag im August unverändert bei 2,9 Prozent.

Insgesamt muss festgehalten werden, dass ein Preisschock durch die Zölle bislang ausgeblieben ist. Wir erwarten, dass die Unternehmen die Kosten aus den Importzöllen weiterhin eher langsam an die Verbraucher weitergeben werden. Da sich gegenwärtig keine signifikant disinflationären Faktoren abzeichnen, dürfte die US-Inflationsrate in den kommenden Monaten bei rund 3,0 Prozent liegen.

Notenbanken

Es bleibt dabei: Für die EZB besteht inflationsseitig, wie bereits in den letzten beiden Notenbanksitzungen, keine Notwendigkeit für eine weitere Leitzinsanpassung. Ohne externe Impulse oder exogene Schocks spricht im Grunde alles dafür, dass die EZB ihre Leitzinsen vorerst nicht antasten wird und der Einlagensatz somit bei 2,0 Prozent bleiben dürfte. Dies gilt umso mehr, als der Wechselkurs der Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar zuletzt etwas nachgegeben hat.

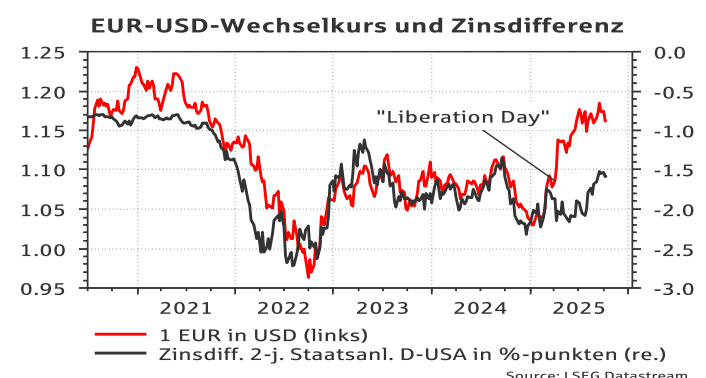


Im September nahm die Fed ihren Senkungszyklus wieder auf und reduzierte den Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf eine Spanne von 4,00 bis 4,25 Prozent. Zudem signalisierte sie die Bereitschaft zu weiteren Herabsetzungen. Der Grund dafür ist, trotz erhöhter Inflationserwartung, die gegenwärtige Abkühlung am Arbeitsmarkt. Somit sind nun beide Ziele ihres Doppelmanunds - Preisniveaustabilität und Vollbeschäftigung - gleichzeitig gefährdet. Die Gestaltung der Geldpolitik wird zusätzlich erschwert durch die kontinuierlichen Angriffe auf die Unabhängigkeit der Notenbank durch die US-Regierung sowie durch das Ausbleiben von wichtigen ökonomischen Daten aufgrund des Shutdowns. Der politische Druck auf die Fed ging zuletzt weit über das übliche Maß hinaus. Zu nennen ist hier insbesondere der Versuch, die Fed-Gouverneurin Lisa Cook

zu entlassen, was aber vorerst vom Obersten Gericht gestoppt wurde. Hinzu kommt die Ernennung des umstrittenen und engen Trump-Loyalisten Stephen Miran zum temporären Fed-Gouverneur. In dessen Augen sind noch in 2025 Zinssenkungen auf unter 3 Prozent angemessen. Bislang konnte die Zentralbank ihre Unabhängigkeit wahren und die Geldpolitik an fundamentalen Daten ausrichten. Aufgrund der aktuellen Gesamtsituation halten wir maximal drei weitere Zinssenkungen à 25 Basispunkte im laufenden Zyklus für vertretbar. Entsprechend teilen wir die Markterwartung bis zum zweiten Quartal des nächsten Jahres. Zinssenkungshoffnungen darüber hinaus (auf unter 3,25 - 3,50 %) halten wir jedoch für übertrieben.

Währungen

Aufgrund des höheren Wachstums und des höheren Zinsniveaus in den USA sowie der politischen Instabilität in Europa waren viele Experten zu Jahresbeginn noch von einer weiteren Erstarkung des US-Dollars gegenüber dem Euro ausgegangen. Letztlich kam es dann genau anders und die Gemeinschaftswährung wertete im ersten Halbjahr um rund 13 Prozent auf. Mit dem Beschluss des deutschen Fiskalpakets sprang die Gemeinschaftswährung um rund 5 Prozent nach oben. Den entscheidenden Wendepunkt brachte jedoch der „Liberation Day“. Gemäß ökonomischen Lehrbüchern sollte die Währung eines Landes als Ausgleichsmechanismus eigentlich aufwerten, wenn es Importzölle einführt. Die Zäsur mit flächendeckenden Zöllen auf überraschend hohe Niveaus hat jedoch das Vertrauen in die US-Regierung und den Greenback so sehr erodieren lassen, dass die größte Währung der Welt stattdessen gut 6 Prozent innerhalb von etwas mehr als einer Woche verlor. Die permanenten Angriffe und der politische Druck auf die Federal Reserve taten ihr Übriges.



Im zweiten Halbjahr schwankte das Tauschverhältnis dann zwischen 1,14 und 1,18 US-Dollar pro Euro ohne dabei einen klaren Trend zu haben. Häufig ist zu beobachten, dass der Wechselkurs stark mit der Differenz der kurzfristigen Zinsen zusammenhängt. Der Rückgang der Renditedifferenz 2-jähriger Staatsanleihen von rund -2,0 Prozentpunkten auf -1,5 Prozentpunkte im Laufe des Septembers hätte in diesem Zuge eigentlich für eine Aufwertung des Euros

um etwa 0,05 US-Dollar gesprochen. Auch die anhaltend höhere Inflation jenseits des Atlantiks wäre ein Argument dafür gewesen. Diese Bewegung blieb jedoch aus. Offensichtlich sind derzeit die politischen Entwicklungen wichtiger als die ökonomischen. Sofern es hier nicht zu nachlaufenden Bewegungen kommt, sollten die fundamentalen Gründe weitgehend eingepreist sein. Wir gehen davon aus, dass sich der Wechselkurs bis Ende nächsten Jahres in einem Band zwischen 1,14 und 1,22 US-Dollar pro Euro pendeln dürfte.

Allerdings schwebt darüber das Damoklesschwert einer größeren Bewegung durch einen plötzlichen Vertrauensverlust. Anders als bei Vorgängerregierungen scheint z. B. das Risiko für die Ernennung eines unseriösen Powell-Nachfolgers oder der tatsächlichen Infragestellung der Unabhängigkeit der Fed nicht vernachlässigbar. Auch wenn Überlegungen des „Mar-a-Lago Accords“ ernsthaft diskutiert werden sollten, sind die Folgen schwer abzuschätzen. Inhalt dieses Konzept-Papiers von Stephen Miran, einem inzwischen zum (temporären) Fed-Gouverneur ernannten engen Trump-Vertrauten, ist die gezielte Abwertung des US-Dollars und die Benachteiligung ausländischer Investoren - z. B. in Form von Nutzungsgebühren für den Greenback. Solange es jedoch keine relevanten Alternativen gibt, bleibt der US-Dollar die wichtigste Handels- und Reservewährung der Welt.

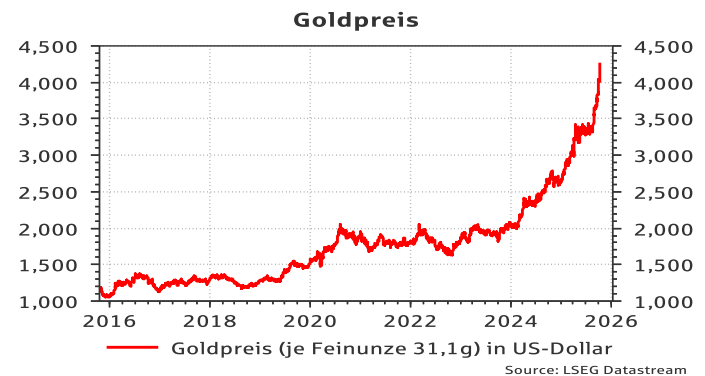
Vor diesem Hintergrund erscheinen uns auf US-Dollar lautende Rentenpapiere weniger attraktiv, da diese Anlageklasse im Portfolio vornehmlich Stabilität bringen soll. Andererseits raten wir z. B. bei Aktien aber auch nicht zu einer Währungsabsicherung, da diese langfristig teuer ist und spürbar Performance kostet.

Gold

Der Goldpreis hat im dritten Quartal einen enormen Preisanstieg erfahren und im Oktober erstmals die Marke von 4.000 US-Dollar durchbrochen - das 39. Allzeithoch des Jahres, auf das seitdem noch weitere gefolgt sind. Der Anstieg von ca. 30 Prozent seit Mitte August wurde insbesondere von Zuflüssen in ETFs getragen, die mit der Aufnahme von 146 Tonnen im September einen Rekordwert aufstellten.

Gold gilt als sicherer Hafen an den Finanzmärkten und hat in der Geschichte häufig von ökonomischen Krisen und Unruhen profitiert. Aus dieser Perspektive könnte man den Eindruck gewinnen, dass die Finanzmärkte auf eine große Krise zusteuern oder sich bereits in einer solchen befinden. Dies würde jedoch nicht zu den Rekordhochs an den Aktienmärkten sowie den zuletzt stabileren US-Dollar- und US-Anleihekursen passen. Fest steht jedenfalls, dass das Risiko an den Märkten zumindest strukturell erhöht ist. Die Unberechenbarkeit der US-Außenpolitik, der US-Shutdown, die Abkühlung am US-Arbeitsmarkt mit zeitgleichem Anziehen der Inflation, die Angriffe auf die

Unabhängigkeit der Fed, sowie nichtnachhaltige Haushaltsdefizite sind nur einige der aktuell schwelenden Risikoherde.



In Zeiten großer Risiken setzen die Kapitalmarktteilnehmer üblicherweise auf die „Trifecta“ aus US-Anleihen, dem US-Dollar und Gold. Da die USA jedoch eines der Epizentren der angespannten Lage an den Märkten sind, bleibt für viele Anleger vornehmlich Gold der „sichere Hafen“.

Der Prozess der De-Dollarisierung, also der langsame Bedeutungsschwund des US-Dollars, zeichnet sich zunehmend ab. Dies spiegelte sich in den vergangenen Jahren unter anderem in Rekord-Goldzukaufen von Zentralbanken wider, die dadurch eine größere Diversifizierung ihrer Reserven sicherstellen wollen. Das Auftreten von Zentralbanken als Käufer auf dem Goldmarkt hat insbesondere im Jahr 2024 wesentlich zur Preisrallye beigetragen und spielt auch in 2025 eine große Rolle.

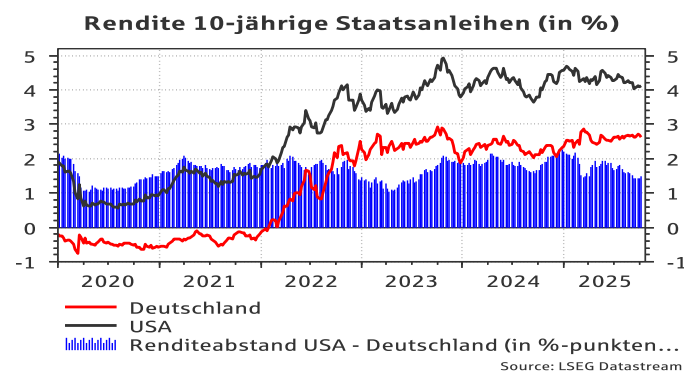
Mit Blick auf die traditionelle Bedeutung von US-Anleihen als sicherer Hafen drücken vor allem Sorgen um die Verschuldungsproblematik die Kurse. Hinzu kommen Befürchtungen, dass die Versuche der Einflussnahme auf die Notenbank durch die US-Regierung zu einer zu lockeren Geldpolitik und damit zu steigenden Inflationsraten führen könnten. Gold konnte historisch in vielen Marktphasen seine Funktion als Inflationsschutz unter Beweis stellen. Zudem ist die Erwartung sinkender Realzinsen durch die Wiederaufnahme des US-Zinssenkungszyklus förderlich für den Goldpreis. Sollte sich dies manifestieren, würde die Attraktivität des zinslosen gelben Metalls weiter steigen.

Neben den bereits genannten Gründen für die Preisentwicklung muss zudem festgehalten werden, dass Gold wieder zunehmend als elementarer Portfoliobaustein wahrgenommen wird, der seiner traditionellen Bedeutung bei der Diversifikation und Absicherung nachkommen soll. Mit Blick auf die vergangenen Monate dürften auch Renditegesichtspunkte eine Rolle gespielt haben. Die starken Zuflüsse bei Gold-ETFs sind unter anderem ein Indiz für umfangreiche Portfolioumschichtungen in der breiteren Masse zugunsten von Gold.

Der Aufwärtstrend, den der Goldpreis in der aktuellen Rallye aufweist, stellt empirische Prognosemodelle vor enorme Herausforderungen. Zwar lassen sich aus der Historie und den gängigen Theorien überzeugende Gründe für die Preisanstiege herleiten, doch scheint deren Einfluss von der tatsächlichen Entwicklung noch überholt zu werden. Offenbar hat eine Kombination von sich gegenseitig verstärkenden bzw. sich im Zeitablauf abwechselnden Faktoren den Preisanstieg verursacht. Dies erschwert den Blick nach vorn. Es sieht so aus, dass Gold auf seinem gegenwärtigen Niveau etwas überkauft ist und eine Korrektur nicht ausgeschlossen werden kann. Die jüngste Erfahrung zeigt jedoch, dass solche Kursschwächen meist als Kaufoptionen - insbesondere durch Zentralbanken - genutzt wurden, was den Preis nach unten hin in gewisser Weise geschützt hat. In unseren Augen sind die fundamental preistreibenden Faktoren weiterhin gegeben, was für einen mittelfristig stabilen bis leicht steigenden Goldpreis spricht. Abseits der Kursprognosen betrachten wir Gold nach wie vor als wichtigen Bestandteil der Vermögensallokation.

Anleihemarkt

Die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe ist im dritten Quartal erst auf knapp 2,80 Prozent angestiegen, fiel Mitte Oktober dann aber recht kräftig auf ihr Niveau von Ende Juni auf unter 2,60 Prozent zurück. Vor allem die Bedenken vor einem wieder aufflammenden Handelskonflikt zwischen den USA und China drückten die Zinsen beidseits des Atlantiks. Aber auch die verhaltenen Konjunkturindikatoren wirkten renditedämpfend.



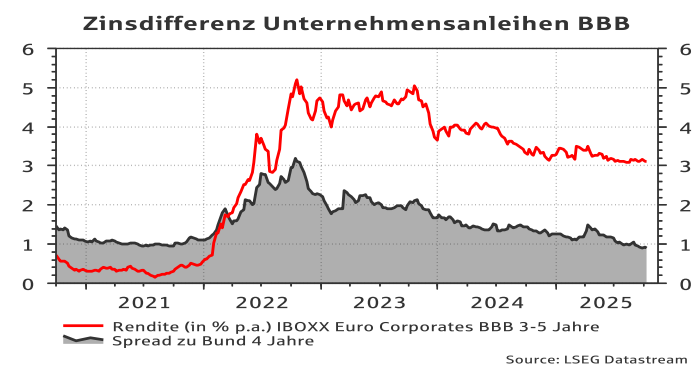
Auf der Gegenseite steht die fast durchweg expansive Finanzpolitik vieler Staaten und das abnehmende Interesse wichtiger Investorengruppen. So sorgt beispielsweise die seit Anfang Juli 2025 auf den Weg gebrachte Umstellung der niederländischen Pensionsfonds weg vom Prinzip fester Leistungszusagen für eine nachlassende Nachfrage nach langlaufenden sicheren Euro-Anleihen.

Insgesamt scheint unser Prognosewert für die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen von 2,80 Prozent zum Jahresende 2025 noch in Reichweite - insbesondere, wenn sich der Anlegerblick auf das nächste Jahr richtet, wo wir für

Deutschland von einem größeren Haushaltsdefizit und einem größeren Wachstum ausgehen. Für Ende 2026 sehen wir die Rendite mit 3,00 Prozent sogar noch ein bisschen höher.

Bei dem amerikanischen Pendant verlief die Entwicklung im Sommerquartal turbulenter. Zuletzt durchbrach die Rendite sogar die 4-Prozentmarke, also rund 25 Basispunkte unter dem Stand von Ende des zweiten Quartals. Während Leitzinssenkungserwartungen in Verbindung mit den schwächeren Arbeitsmarktdaten für Abwärtsdruck sorgen, sprechen politischer Druck auf die Notenbank in Verbindung mit der Zollpolitik und nachhaltig höheren Kerninflationen tendenziell für eine höhere Risikoprämie bei US-Staatsanleihen. Vor diesem Hintergrund erwarten wir, dass die Rendite der 10-jährigen US-Treasuries zum Jahresende auf 4,25 Prozent steigen könnte. Ende 2026 sehen wir sie trotz tieferer Leitzinsen und verhaltenem Wirtschaftswachstum bei 4,50 Prozent. Die Zinsstrukturkurve sollte also steiler werden, auch wenn bereits viel vorweggenommen ist.

Unternehmensanleihen waren zuletzt ungeachtet des mit den Zollkonflikten und wirtschaftlicher Abschwächung nicht einfachen Umfeldes weiter gefragt. Der Risikoaufschlag blieb, gemessen an der Zinsdifferenz des IBOXX Euro Corporates BBB 3-5 Jahre zu Bundesanleihen mit vierjähriger Laufzeit, relativ stabil bei rund 95 Basispunkten.



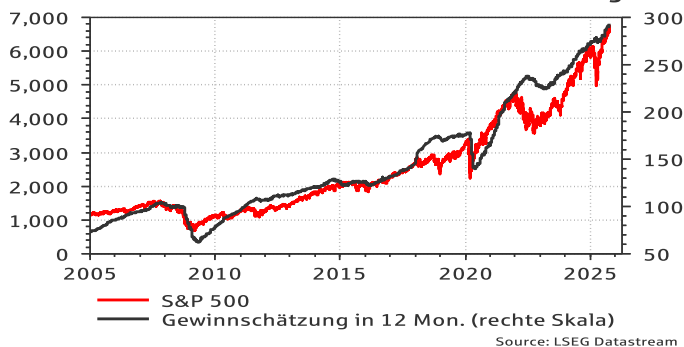
In einem Umfeld stetig zunehmender Staatsschulden werden Unternehmensanleihen guter Bonität derzeit als attraktive Alternative wahrgenommen. Gesellschaften mit besonders guter Kreditwürdigkeit werden gegenwärtig auch aufgrund des klar regulierten Insolvenzrechts gegenüber einer Staatsanleihe von einigen Investoren als das bessere Risiko gesehen.

Wir gehen davon aus, dass die Spread-Einengung weitgehend abgeschlossen sein dürfte. Andererseits sehen wir aber auch keine Gründe, warum sich die Aufschläge kurzfristig wieder deutlich ausweiten sollten. Mit Renditen um 3,5 Prozent sind mit Unternehmensanleihen guter bis befriedigender Bonität Erträge möglich, die bei überschaubaren Risiken mehr als einen realen Kapitalerhalt bieten. Daher stellen sie eine attraktive Basisanlage dar.

Aktienmarkt

Mit Blick auf das internationale Geschehen haben die US-Aktienbarometer in den Sommermonaten gegenüber den im ersten Halbjahr deutlich performanteren europäischen Indizes sichtbar Rückstand aufholen können. Während unter anderem der Deutsche Aktienindex (DAX) im traditionell renditeschwächeren dritten Quartal per Saldo auf hohem Niveau stagnierte, zog die amerikanische Technologiebörse Nasdaq ohne erkennbare Rücksetzer um mehr als 10 Prozent in dem Zeitfenster nach oben. Erneut erwiesen sich die Vertreter mit einer glaubhaften Verwandtschaft zum alles überstrahlenden Trendthema „Künstliche Intelligenz“ als Zugpferde der Klettertour. Parallel dazu stiegen auch die asiatischen Börsenplätze in der Gunst der Investoren.

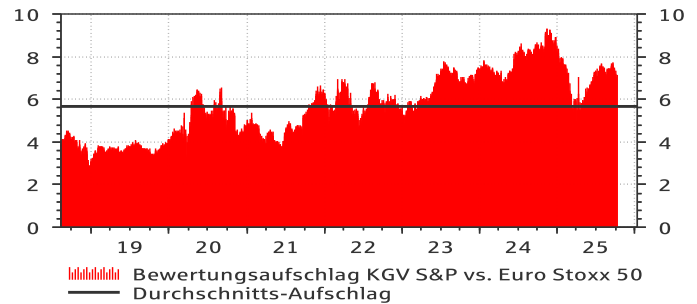
S&P 500 versus 12 Monats-Gewinnschätzungen



Der abermalige Favoritenwechsel hin zu den Technologiehelden aus Übersee ist leicht beobachtbar ein Spiegelbild der anhaltend großen Unterschiede in der Wachstumsdynamik der publizierenden Konzerne. Der Kreis der „Magnificent Seven“ rund um Nvidia & Co. konnte die Marktprojektionen in Bezug auf die Gewinnentwicklung zuletzt einmal mehr markant übertreffen. Neben den sich verstärkenden Zinssenkungserwartungen an die US-Notenbank Fed bildete die demonstrierte Ertragsdynamik das gesunde Fundament für die bis heute laufende Rallye. Im Gegensatz dazu tun sich viele europäische Gesellschaften unter dem Eindruck der Zollhemmnisse und der Stärke der Gemeinschaftswährung deutlich schwerer. Gerade in Deutschland schwinden so langsam die Hoffnungen auf fiskalische Impulse als Rückenwind für die Gesamtwirtschaft und damit auch für die Erfolgsrechnungen der konjunktursensitiven Aktiengesellschaften. Die allerorten gedrückten Frühindikatoren sind in diesem Kontext auch kein Anlass, um die Geschäftsaussichten kurzfristig günstiger zu beurteilen.

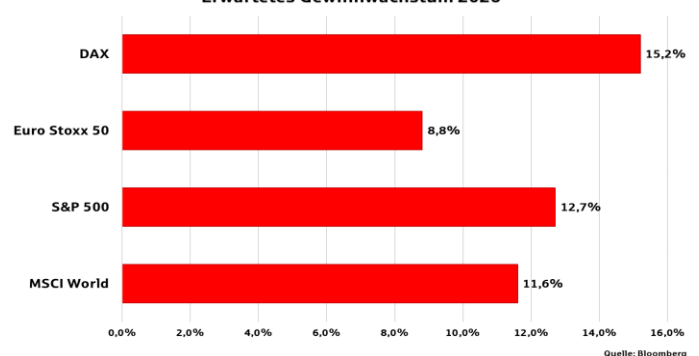
Mit der nächsten Zahlenflut in unmittelbarer Reichweite spricht unseres Erachtens im Angesicht der gegenwärtigen Rahmenbedingungen vieles für einen ähnlichen Verlauf wie in der vorherigen Berichtsperiode. In der Konsequenz scheinen die Ertragsperspektiven der Europäer im Allgemeinen revisionsanfälliger als die der US-Pendants.

Bewertungsaufschlag
S&P 500 KGV vs. Euro Stoxx 50 KGV



Der Bewertungsaufschlag des marktbreiten S&P 500 ist gegenüber dem Euro Stoxx 50 seit dem Frühjahr wieder merklich angestiegen. Aktuell liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) des tonangebenden US-Leitindex mit rund 23 nur unweit der Rekordniveaus der letzten Jahre. Selbst unter Berücksichtigung des eingeläuteten Zinszyklus scheint eine Ausweitung der Bewertung auf der ambitionierten Flughöhe als schwierig - damit kommt den operativen Ertragsverbesserungen wiederholt eine Schlüsselrolle zu. Mit dem Vertrauen in die prosperierenden Überschüsse der IT-Konzerne heben wir unser Kursziel für den S&P 500 auf 6.800 Punkte per Jahresende an. Gleichzeitig bleiben die Zielmarken für den DAX und den Euro Stoxx 50 bei 24.200 sowie 5.400 Zählern bestehen. Diese Prognosewerte finden ferner Bestätigung in ergänzenden quantitativen Analysen. Als potenzielles fundamentales Risiko bemessen wir die überdurchschnittlichen Gewinnannahmen für das kommende Geschäftsjahr. Besonders für die DAX-Gesellschaften wirkt die aggregierte erwartete Ergebnissteigerung gemäß den Konsensschätzungen anspruchsvoll.

Erwartetes Gewinnwachstum 2026



Auch wenn das historische Saisonmuster für gewöhnlich ein lukratives viertes Quartal verspricht - seit 1988 war die Wertentwicklung bezogen auf den DAX nur in vier Jahrgängen im Schlussabschnitt negativ - sollten aus unserer Sicht aufgrund des angespannten Bewertungsniveaus die Bäume nicht in den Himmel wachsen.

Anlagestrategie

Im Zuge der Anlagestrategie soll die bestmögliche Aufteilung des Vermögens auf die unterschiedlichen Anlageklassen vorgenommen und darüber hinaus der eher taktische Impuls für konkrete Kauf- und Verkaufszeitpunkte herausgearbeitet werden. Während in unseren beiden umfangreichen Ausarbeitungen - Jahresausblick und Halbjahresprognose - auch generelle Trends behandelt werden, dient die hier vorliegende Herbstprognose insbesondere der Überprüfung der Aussagen zur Jahresmitte.

Bei einem oberflächlichen Blick auf die Wertentwicklung der unterschiedlichen Anlageklassen könnte man geneigt sein, von einem normalen Kapitalmarktjahr bei europäischen Festverzinslichen und gleichzeitig sehr positiven Abschneiden von Aktien zu sprechen. Die unbenommen zahlreichen internationalen Spannungen bis zu den fast täglichen Markteingriffen der US-Regierung scheinen in der Breite an den unterschiedlichen Märkten abzuwachen. Bei etwas genauerer Betrachtung gilt dies zumindest für zwei Aggregate nicht: Gold zeichnet sich durch eine furiose Rallye aus und der US-Dollar scheint eine Neubewertung zu durchlaufen. Beim Gold als auch beim US-Dollar gibt es gute Gründe für die aktuelle Entwicklung. Die US-Regierung scheint derzeit vieles dafür zu tun, die über Jahrzehnte bestehende Ausnahmestellung der USA mit ihrer America First-Politik bei internationalen Investoren in Frage zu stellen und damit den bestehenden Bewertungsaufschlag des US-Dollar abzubauen. Im Gegenzug profitiert Gold und wird mit erheblichen Aufschlägen gehandelt. Während es angesichts des enormen Anstieges zunehmend schwerer fällt, ein fundamentales Kursziel für Gold abzuleiten, könnte sich der Trend der De-Dollarisierung mittelfristig, wenn auch nicht mit der aktuellen Dynamik, weiter fortsetzen.

Der Zerfall der geopolitischen Ordnung bleibt allgegenwärtig. Dabei werden die USA zunehmend unberechenbarer und die Suche nach Alternativen bleibt damit unser Credo in der Aufstellung der Vermögensstruktur. Neben dem im Halbjahresausblick formulierten „mehr Europa“ sind auch in Asien attraktive Investments zu verorten, die wir entsprechend berücksichtigen.

In diesem Kontext bleiben die Herausforderungen für die Staaten extrem hoch. Um diese immensen Auf- und Ausgaben insbesondere in Rüstung, Digitalisierung einschließlich Künstlicher Intelligenz und dem Klimawandel schultern zu können, steigt die Verschuldung der Staatshaushalte imposant in neue Dimensionen. Der Wille zu Reformen ist zwar vorhanden, die politische Durchsetzbarkeit allerdings begrenzt. Inflationäre Gefahren, Abstriche bei der Bonität von Staaten und nicht zuletzt Renditestegierungen könnten auf mittlere Sicht die Folgen sein. Das derzeit schwache weltwirtschaftliche Wachstum führt dagegen zu sinkenden Ölpreisen mit abmilderndem Effekt

auf die Verbraucherpreisentwicklung und tendenziell sinkenden Leit- und Kurzfristzinsen. Während die EZB ihr sogenanntes neutrales Zinsniveau erreicht haben sollte, dürfte nunmehr die US-Notenbank „am Drücker“ sein und ihren Leitzins in mehreren Schritten nach unten schleusen. Wohlwissend, dass die US-Zollpolitik nicht unerhebliche Gefahren zusätzlicher Inflationsschübe auslösen kann. Zur künftigen Zollpolitik eine auch nur halbwegs seriöse Prognose abzugeben, fällt nicht nur angesichts der am sogenannten „Liberation Day“ gemachten Erfahrungen schwer. Einzig die Erkenntnis, dass der US-Präsident bislang bei allzu scharfen Reaktionen des Kapitalmarktes zurückgezogen hat, gibt Hoffnung, dass die Maßnahmen verkraftbar sein werden. Im Ergebnis ist dennoch heute davon auszugehen, dass sie gesamtwirtschaftlich Wohlfahrt kosten, in den USA für mehr Inflation sorgen und die Gewinne der Unternehmen aus den Exportländern belasten werden. Alles in allem sehr vereinfacht zusammengefasst: Kein einfaches Umfeld, welches die Unternehmen mit Blick auf die Aktienmärkte bislang aber gut bewirtschaftet haben.

Wie gehen wir nun mit diesem Konvolut aus neuen Einflussfaktoren und bestehenden Rahmenbedingungen konkret um? Die Antwort ist (natürlich) nicht leicht, aber leitet sich aus unserer Jahresstrategie „Mut zur robusten Aufstellung“ ab.

Die nach unserer festen Überzeugung beste Übersetzung der Rahmenbedingungen ist unverändert eine breite Streuung innerhalb der einzelnen Anlageklassen und die Nutzung möglichst vieler Anlageklassen. Eine direkte Absicherung von Extremrisiken („Schwarze Schwäne“) ist nach unserer Einschätzung nur sehr begrenzt möglich und auch nicht sinnvoll, da realistische Prognosen weder hinsichtlich des Zeitpunktes noch der Auswirkungen auf die unterschiedlichen Vermögensbausteine abzugeben sind.

Zusammengefasst lautet unsere leicht angepasste Strategie **„Robuste Aufstellung bleibt die Maxime“**.

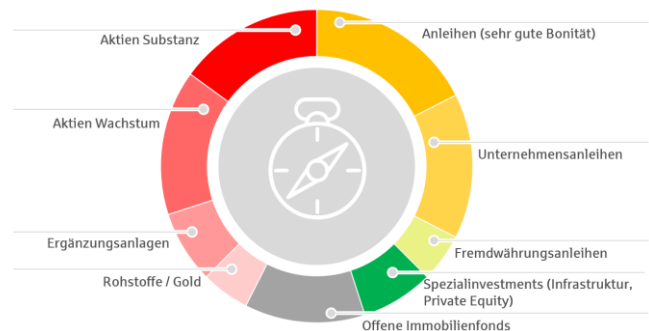
- Wir bleiben bei Aktien global investiert, führen aber eine Verschiebung (Rebalancing) zu Lasten der USA und zu Gunsten von Europa sowie Asien/Pazifik durch. Die Dominanz der US-Unternehmen bleibt dabei auch aufgrund des Megathemas Digitalisierung/Künstliche Intelligenz erhalten.
- Wir nehmen eine Anpassung bei den Fremdwährungen zu Lasten des US-Dollars vor, empfehlen aber ausdrücklich keine Währungssicherung internationaler Aktienmandate aus Kostenüberlegungen, da dies auf mittlere Sicht zu stark die erwartete Rendite schmälert.
- Durch die Berücksichtigung semi-liquider Anlagen wie Infrastruktur und Unternehmerische Beteiligungen (Private Equity) erhöhen wir auch von dieser Seite die Streuung.

Aktien: Die ambitionierte Bewertung von Aktien rechtfertigen aktuell keine Übergewichtung der Anlageklasse. Mögliche Konsolidierungen oder Schwächephasen würden wir für Bestandsaufstockungen aus der regionalen Sicht in Asien und Europa sehen.

Festverzinsliche Anleihen: Die Ausrichtung wird bestätigt, wir bauen die Fälligkeiten-Struktur weiter auf und empfehlen eine durchschnittliche Portfolio-Laufzeit um 4 bis 5 Jahre. Kurzfristige Anlagen sind durch die Zinssenkungen der Notenbanken weniger attraktiv. Sehr lange Laufzeiten erscheinen uns bei Renditen um 3 Prozent bei der 10jährigen Bundesanleihe interessant. Die Attraktivität von Unternehmensanleihen ist im Vergleich zu Staatsanleihen sehr guter Bonität auf einem leicht unterdurchschnittlichen Niveau. Angesichts des Zinsvorteils sind wir für Schuldverschreibungen von Firmen jedoch weiterhin konstruktiv, da wir die größeren Herausforderungen eher auf Ebene der Staaten sehen.

Rohstoffe/Gold: Gold hat unsere Erwartungen spürbar übertroffen. Wir bleiben allein schon angesichts der anhaltenden Käufe vieler Notenbanken in Verbindung mit dem Trend der De-Dollarisierung Investoren in Gold. Weisen hier aber darauf hin, dass sich - hervorgerufen durch überproportionale Wertsteigerungen - ein Abgleich der tatsächlichen Gold-Quote zur empfohlenen Position anbietet.

Beispielhafte Vermögensstruktur für einen Anleger mittlerer Risikobereitschaft



Hierbei handelt es sich nicht um individuelle Empfehlungen, sondern um eine Übersicht einer beispielhaften Asset Allokation. Die individuelle Eigenschaft muss im Beratungsgespräch überprüft werden.

Prognosen auf einen Blick

	aktuell	Bandbreite	Jahresende
Deutscher Aktienindex	24.272	20.800 - 25.800	24.200
Euro Stoxx 50 Index	5.652	4.800 - 6.000	5.400
S&P 500 Index	6.629	5.600 - 7.200	6.800
MSCI World Index	4.292	3.700 - 4.600	4.400
Rendite 10-j. Bundesanleihe (%)	2,57	2,50 - 3,00	2,80
Rendite 10-j. US-Staatsanleihe (%)	3,98	4,00 - 4,75	4,25
Euro in US-Dollar	1,17	1,14 - 1,22	1,20
Gold (USD pro Feinunze)	4.270	3.900 - 4.800	4.250

Stand 16.10.2025

Wichtige Hinweise:

Diese Darstellungen inklusive Einschätzungen wurden von der Hamburger Sparkasse AG nur zum Zwecke der Information des jeweiligen Empfängers erstellt. Die Informationen stellen weder ein Angebot, eine Einladung zur Zeichnung oder zum Erwerb von Finanzinstrumenten noch eine Empfehlung zum Erwerb dar. Die Informationen oder Dokumente sind nicht als Grundlage für irgendeine vertragliche oder anderweitige Verpflichtung gedacht. Sie ersetzen keine (Rechts- und / oder Steuer-) Beratung. Auch die Übersendung dieser Darstellungen stellt keine derartige beschriebene Beratung dar. Alle Angaben wurden sorgfältig recherchiert und zusammengestellt. Die hier abgegebenen Einschätzungen wurden nach bestem Wissen und Gewissen getroffen und stammen aus oder beruhen (teilweise) auf von uns als vertrauenswürdig erachteten, aber von uns nicht überprüfbaren, allgemein zugänglichen Quellen. Die enthaltenen Meinungsaussagen geben die aktuellen Einschätzungen der Hamburger Sparkasse AG zum Zeitpunkt der Erstellung wieder, die sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern können. **Jeder Empfänger sollte eine eigene unabhängige Beurteilung, eine eigene Einschätzung und Entscheidung vornehmen. Insbesondere wird jeder Empfänger aufgefordert, eine unabhängige Prüfung vorzunehmen und/oder sich unabhängig fachlich beraten zu lassen und seine eigenen Schlussfolgerungen im Hinblick auf wirtschaftliche Vorteile und Risiken unter Berücksichtigung der rechtlichen, regulatorischen, finanziellen, steuerlichen und bilanziellen Aspekte zu ziehen.** Sollten Kurse/Preise genannt sein, sind diese freibleibend und dienen nicht als Indikation handelbarer Kurse/Preise.

Bitte beachten Sie: Die frühere Wertentwicklung sowie die prognostizierten Entwicklungen sind keine verlässlichen Indikatoren für die künftige Wertentwicklung. Die Anlage in Finanzinstrumenten kann zu einem teilweisen oder vollständigen Verlust des eingesetzten Kapitals führen. Diese Informationen inklusive Einschätzungen dürfen weder in Auszügen noch als Ganzes ohne schriftliche Genehmigung durch die Hamburger Sparkasse AG vervielfältigt oder an andere Personen weitergegeben werden.



Bleiben Sie auf dem Laufenden.

Jederzeit bestens informiert: Mit unserem digitalen Angebot unter **haspa-kapitalmarkt.de** oder mit unserem Kapitalmarkt Podcast „Auf Kurs“.

Hier klicken & lesen