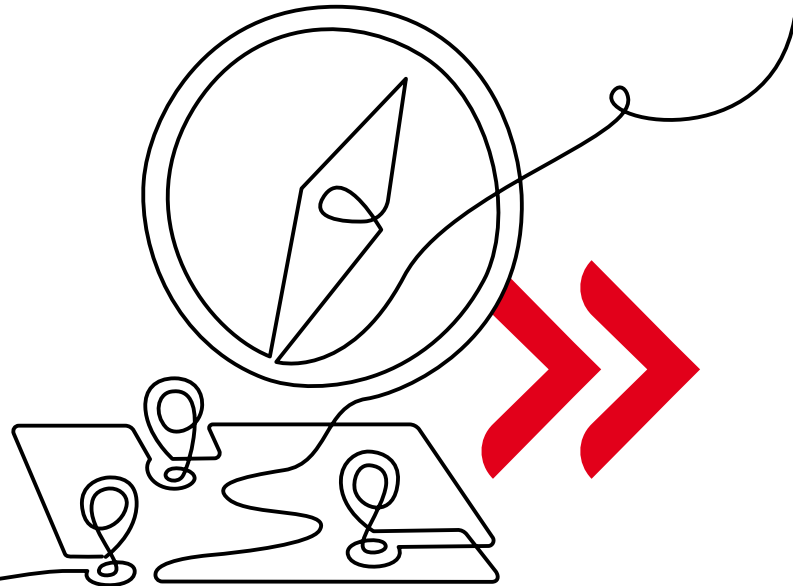


The Compass Checkpoint

3. November 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.

Dies ist sicherlich keine weitere 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 Wettrennen 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 unmittelbaren Produktivitätssteigerung führen, die einen dauerhaften Wettbewerbsvorteil bieten könnte, insbesondere wenn sich AGI als unerreichbar oder kurzlebig erweist.

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

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 überteuert?

PROGNOSEN

14



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 Basisszenario 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

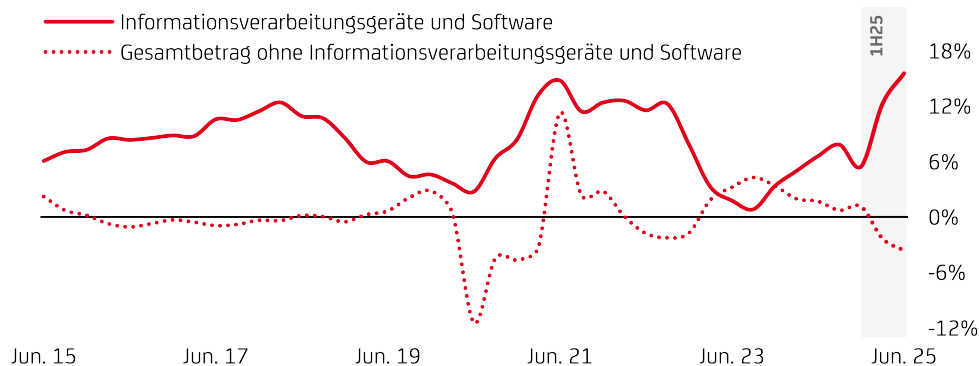
In den USA boomen Investitionen im Zusammenhang mit KI. Im 1. Halbjahr 25 stiegen die realen Unternehmensinvestitionen in Informationsverarbeitungsanlagen auf Jahresbasis um 35% und die Investitionen in Software um 23%. Diese beiden KI-bezogenen Kategorien machen etwa 30% der gesamten Unternehmensinvestitionen 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.



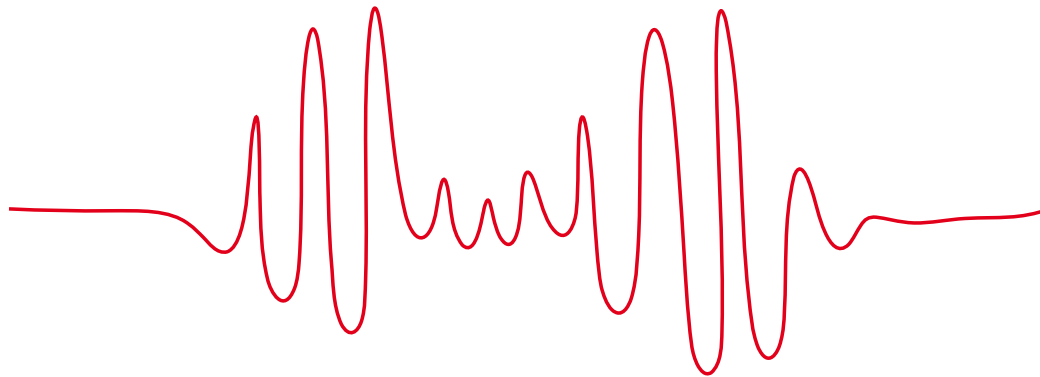
Quelle: BEA, The Investment Institute by UniCredit





Das Rauschen ...

Der Shutdowns 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 Allzeithochs 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 zurückschrauben. 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 dürften sich von den derzeit engen Niveaus aus 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, die den Preis in den kommenden Monaten wahrscheinlich über 4.000 USD/oz halten werden.

Aktien

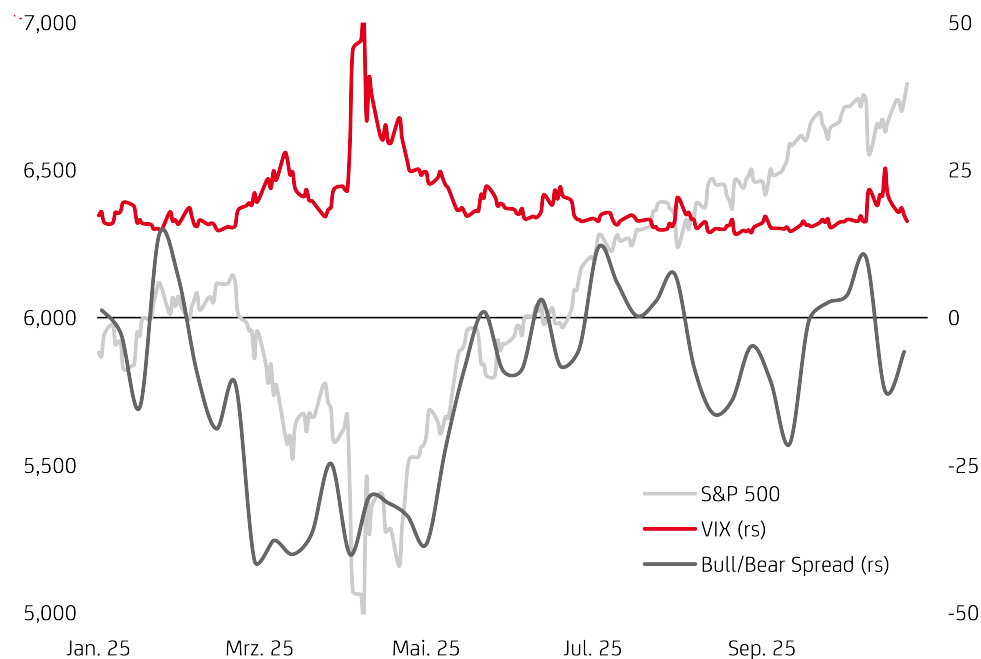
Aktien behaupten sich trotz der Volatilität im Oktober

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 rekalierten 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.

CHART 2.1: SCHWANKENDES SENTIMENT ANGESICHTS DES VOLATILITÄTSANSTIEGS

AALL BULL-BEAR SPREAD WIRD NEGATIV, WÄHREND VIX KURZZEITIG ÜBER 25 STEIGT



Quelle: AALL, LSEG, Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Die Anlegerstimmung verbesserte sich seit Mitte September stetig, wie der AAll 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 widergespiegelt. Nachdem der Index am 16. Oktober über 25 gestiegen war, ist er seitdem zurückgegangen, was eine Beruhigung der Anleger nerven widerspiegelt. 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 binnenorientierte 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 übertroffen. 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, aber wir halten dies für zu optimistisch und prognostizieren ein Wachstum von eher 11%. 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 – unserer Meinung nach dürfte das Gewinnwachstum im Jahr 2026 bei rund 8% liegen. Wir gehen davon aus, dass der S&P 500 bis Mitte 2026 7.200 Punkte und der Euro STOXX 50 auf 5.900 Punkte steigen wird. In den Schwellenländern sind die makroökonomischen Rahmenbedingungen nach wie vor weitgehend günstig.

Festverzinsliche Wertpapiere

Staatsanleihen: eine fragile Rallye

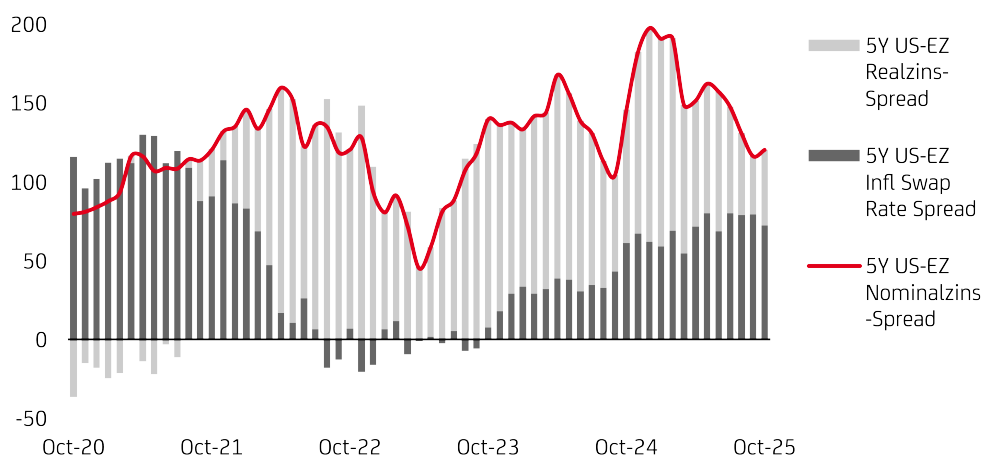
Staatsanleihen haben in jüngster Zeit weltweit an Fahrt aufgenommen, unterstützt durch die erneuten Handelsspannungen zwischen den USA und China, den Regierungsstillstand in den USA (und den daraus resultierenden Mangel an Datenveröffentlichungen) sowie die jüngsten Sorgen um die US-Regionalbanken. Die 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 wiederernannten 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.

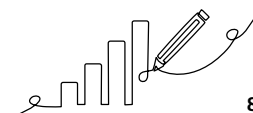
CHART 2.2: WAS HAT DIE VERENGUNG DES ZINSSPREADS ZWISCHEN DEN USA UND DER EZ OIS AUSGELÖST?

REALE UND INFLATIONSERWARTUNGSKOMPONENTEN IN DEN USA UND DER EUROZONE



Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

Während die wirtschaftliche und geopolitische Unsicherheit weiterhin einen fruchtbaren Boden für Staatsanleihen bietet, glauben wir, dass die aktuelle Rallye nur kurze Beine hat und das Risiko einer Aufwärtskorrektur besteht. Wir gehen davon aus, dass die Renditen von US-Staatsanleihen steigen werden, gestützt durch robuste US-Wirtschaftsdaten, wobei die EGBs diesem Schritt folgen dürften. Was die Zinsstruktur betrifft, so dürften die EGB-Kurven vom aktuellen Niveau aus steiler werden, während die Bewegung in den USA wahrscheinlich paralleler verlaufen wird.

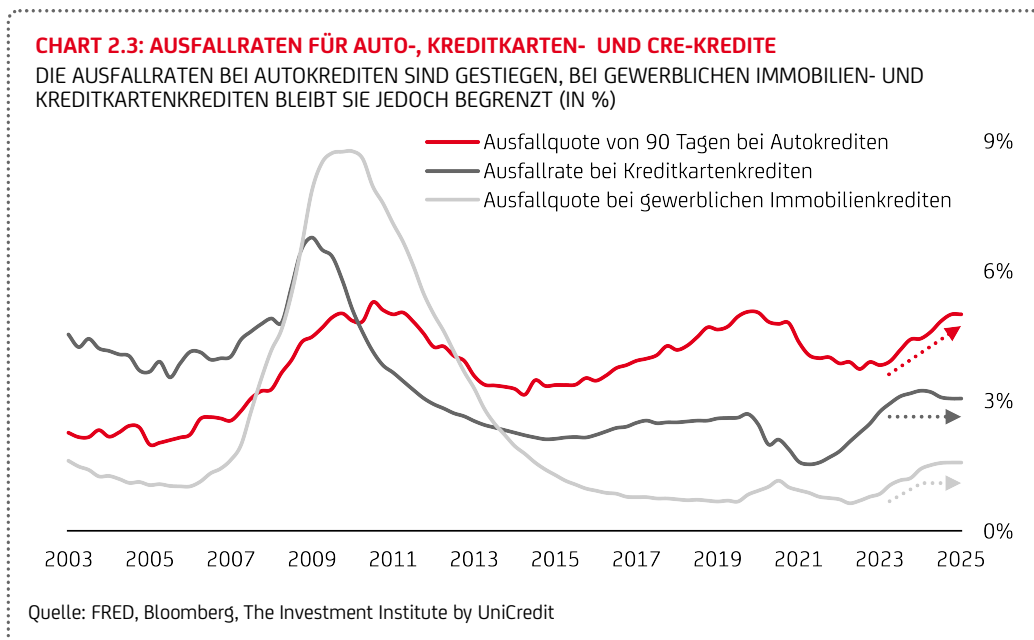


Unternehmensanleihen: Kein systemisches Risiko in Sicht

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 (NBFIs) 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.

Letztendlich sehen wir in den kommenden Wochen weiterhin eine moderate Aufwärtskorrektur sowohl bei den IG- als auch bei den HY-Spreads, obwohl Carry die wichtigste Renditequelle bleibt. Finanzwerte könnten bei einer Spreadausweitung, die auf die zunehmende Besorgnis über eine Veränderung des Kreditzyklus zurückzuführen ist, schlechter abschneiden als Nicht-Finanzwerte. Weitere Einzelheiten zu unseren Prognosen für die Spreads von Unternehmensanleihen finden Sie in der Risky Asset Tabelle.

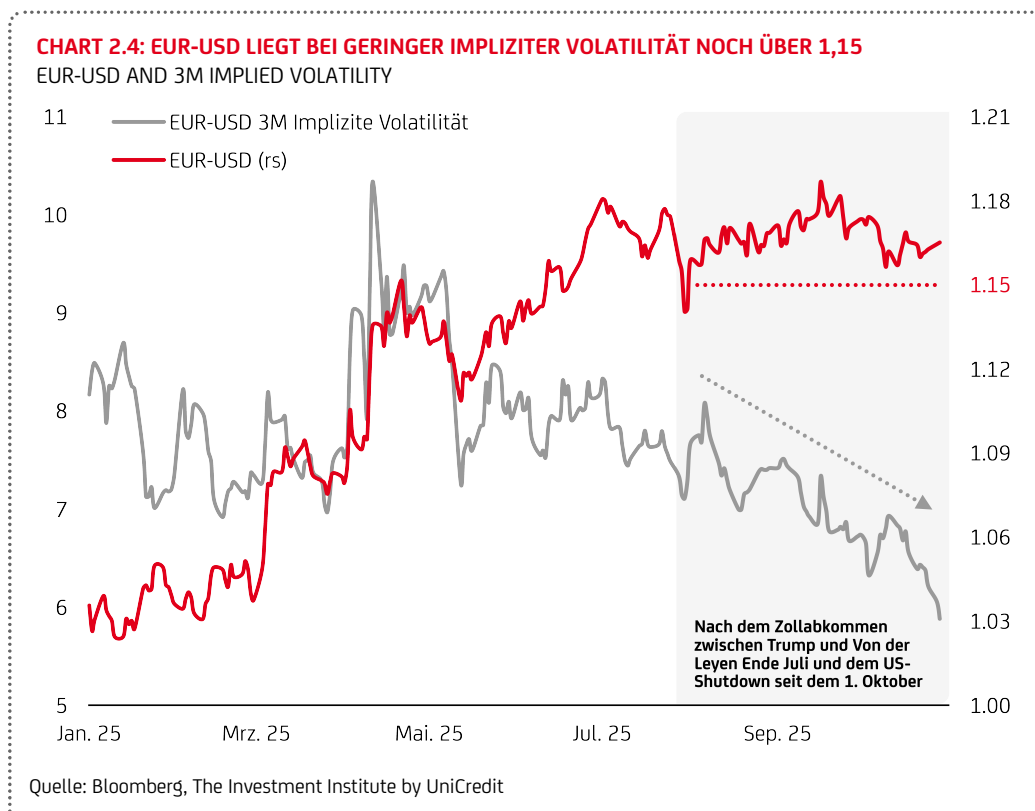


Währungen

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 offengelassen 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-Erholung 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. Gleichzeitig ist unsere Prognose, dass der Wechselkurs bis zum Jahresende bei 1,20 liegt, schwieriger geworden und würde noch mehr eine Reihe schwacher Datenveröffentlichungen in den USA, vor allem vom Arbeitsmarkt, erfordern, um dem EUR-USD mehr Schwung zu verleihen. Andernfalls dürfte eine weitere Konsolidierung auf dem aktuellen Niveau das A und O bleiben.



Rohstoffe

Rohöl

Die Ölmärkte 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 – was die Aussicht auf strengere Angebotsbedingungen erhöht, falls alternative Käufer die verdrängten Mengen nicht aufnehmen können. Dies könnte die Preise weiter stützen, aber der jüngste Aufbau der Lagerbestände und die Indikatoren für eine schwache Nachfrage deuten darauf hin, dass die Ölpreise in naher Zukunft nur begrenzt weiter nach oben gehen können. Ein Angebotsüberhang dürfte die Preise bis 2026 niedrig halten, es sei denn, es kommt zu einer Aufwärtsüberraschung der Nachfrage oder die OPEC+ ändert ihre Politik erheblich. Wir halten daher an unserer Ölpreisprognose von 65 USD/bbl bis Ende dieses Jahres fest.

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. Trotz dieser ruhigeren kurzfristigen Angebotsaussichten sehen wir mehr Potenzial für einen Preisanstieg als im Herbst, wenn der Winter in diesem Jahr wieder kälter wird oder die geopolitischen Spannungen mit Russland oder dem Nahen Osten wieder aufflammen. Wir erwarten für das 4. Quartal 25 auf Basis der aktuellen Angebots- und Nachfrageprognosen eine stabile Preisentwicklung und bekräftigen unsere Prognose für einen Preis von rund EUR 33/MWh bis zum Jahresende. Für 2026 erwarten wir, dass die durchschnittlichen TTF-Preise im Jahresvergleich leicht auf 30-35 MWh sinken werden, da das Gasangebot, insbesondere aus Katar und den USA, deutlich zunimmt. Wir erwarten keinen deutlicheren Rückgang der TTF-Preise, wenn man bedenkt, dass Europa die Heizperiode im Winter 2025-26 aufgrund der geringeren Lagerbestände zu Beginn der Heizperiode wahrscheinlich mit noch niedrigeren Lagerbeständen abschließen wird als am Ende des Zeitraums 2024-25. Die aktuellen Aussichten für Erdgas haben sich daher eingetrübt, wenngleich das Volatilitätspotenzial angesichts der relativ geringen Lagerbestände bestehen bleibt.

Gold

Der Goldpreis korrigierte kürzlich von seinen Rekordhochs 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. Obwohl kurzfristige Volatilität wahrscheinlich ist, wenn spekulative Positionen abgebaut werden, dürften die strukturellen Treiber intakt bleiben. Wir bleiben bei einem konstruktiven Ausblick und gehen davon aus, dass Gold bis Ende 2025 weitgehend innerhalb von 4.000 bis 4.300 USD pro Unze gehandelt wird..

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. Aus unserer Sicht ist der aktuelle Konzentrationsgrad ein potenzieller Risikofaktor.

Die Magnificent Seven-Unternehmen haben eine Indexgewichtung von 35% im S&P 500. Dies unterstreicht unsere Einschätzung der Notwendigkeit einer Diversifizierung – während wir nach wie vor anerkennen, dass führende Technologieunternehmen weiterhin attraktive Anlagemöglichkeiten bieten.

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).

Wir sind jedoch der Meinung, dass das technologische Umfeld aus zwei Gründen weiterhin für KI-Investitionen spricht:

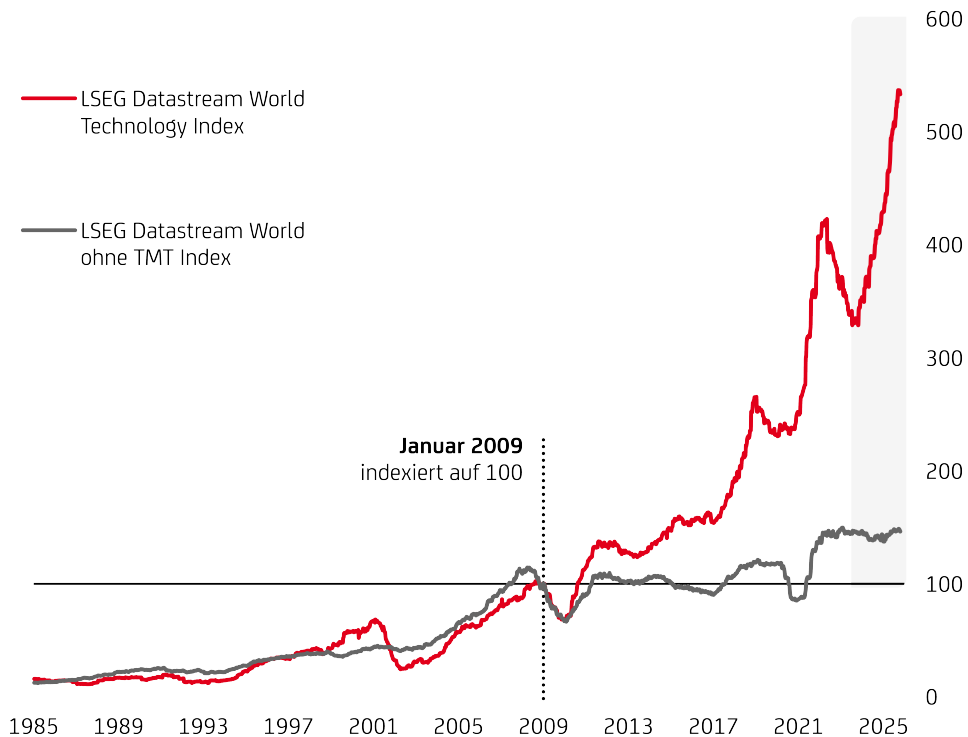
- Erstens steigern KI-Anwendungen die Produktivität, wenn sie eingesetzt werden.
- Zweitens erfordert die Erschließung dieser Produktivitätsvorteile eine erhebliche Rechenleistung, zumal die Modelle viel schneller größer werden als die notwendigen Rechenschritte und die Energiekosten sinken.

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.

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

Die starke Ertragsdynamik war ein wesentlicher Treiber für die jüngsten Kursanstiege. Dies ist zwar beruhigend, da es solide Fundamentaldaten widerspiegelt, deutet aber auch 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. Dieser Anstieg der Bewertungen wird jedoch weitgehend durch eine starke zugrunde liegende Rentabilität und eine robuste Eigenkapitalrendite untermauert. Diese Trends deuten nicht auf eine Spekulationsblase hin, insbesondere in den Bereichen Technologie oder KI, sondern spiegeln die breiteren makroökonomischen Bedingungen wider: die Verschiebung hin zu einer geldpolitischen Lockerung nach einer Phase erhöhter Zinsen, hoher globaler Ersparnisse und eines anhaltenden Konjunkturzyklus – Faktoren, die zu einem günstigen Umfeld für die Bewertungen von Risikoanlagen beigetragen haben. Diese hohen Bewertungen machen die Märkte zwar anfällig für eine Korrektur, wenn das Vertrauen in das Wirtschaftswachstum nachlässt, aber es ist unwahrscheinlich, dass ein solcher Abschwung allein durch einen Einbruch des Technologiesektors ausgelöst wird.





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



ZINS- UND RENDITEPROGNOSEN

	30.10.25	4Q25	1Q26	2Q26
Eurozone				
Depo-Satz	2.00	2.00	2.00	2.00
3M Euribor	2.05	2.00	2.00	2.00
2Y Schatz	2.00	2.05	2.10	2.10
10Y Bundesanleihe	2.66	2.75	2.80	2.85
2 Jahre EUR-Swap	2.15	2.20	2.25	2.25
10 Jahre EUR-Swap	2.66	2.75	2.85	2.90
10 Jahre Bund-Swap-Spread	0	0	5	5
2 Jahre BTP	2.19	2.25	2.30	2.30
10 Jahre BTP	3.42	3.65	3.70	3.75
10Y BTP-Bundesanleihe Spread	76	90	90	90
US				
Leitzins der Fed	4.00	4.00	4.00	3.75
3M OIS SOFR	3.89	3.85	3.81	3.60
2 Jahre UST	3.61	3.75	3.70	3.70
10 Jahre UST	4.09	4.40	4.40	4.40
10-jähriger Spread zwischen UST-Bundesanleihen	144	165	160	155

WECHSELKURSPROGNOSEN

	30.10.25	4Q25	1Q26	2Q26
EUR-USD	1.16	1.20	1.20	1.21
USD-JPY	154	144	143	142
EUR-JPY	178	173	172	172
GBP-USD	1.32	1.33	1.32	1.32
EUR-GBP	0.88	0.90	0.91	0.92
USD-CNY	7.12	7.13	7.12	7.10
EUR-CNY	8.27	8.56	8.54	8.59

Quelle: Bloomberg, The Investment Institute by UniCredit

PROGNOSEN FÜR RISIKOREICHE ANLAGEN

	30.10.25	End-2025	Mid-2026
Öl			
Brent USD/Barrel	64.5	65	62.5
Aktien			
Euro STOXX 50	5,690	5,750	5,900
STOXX Europe 600	574	580	600
DAX	24,028	25,000	26,500
MSCI Italien	112	114	118
S&P 500	6,822	6,800	7,200
Nasdaq 100	23,581	26,000	27,000
Unternehmensanleihen			
iBoxx Non-Financials Senior	73	95	90
iBoxx Banken Senior	67	95	87
iBoxx High Yield NFI	267	310	300

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

Für detaillierte Prognosetabellen klicken Sie auf die folgenden Links:

[Wirtschaft >](#) | [FI >](#) | [FX >](#) | [Riskante Vermögenswerte >](#)



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	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 ANLEIHEMÄRKTEN (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 "geeignetste" reale Bundesanleihe herangezogen. Die Entwicklung der erwarteten Rendite bis zur Endfälligkeit wird unter folgenden Bedingungen dargestellt: Bedienung der Zinszahlungen und Tilgung gemäß den Bedingungen und Halten bis zur Endfälligkeit. Insofern ist es eine Ertragschance. Die Renditechancen spiegeln die unterschiedlichen Risikobewertungen der Anleger für die jeweiligen Produkte bzw. Länder wider (höhere Renditechance = höhere Risikobewertung). Die synthetischen Anleihen können nicht gekauft werden und beinhalten daher keine Kosten. Bei Währungen und Rohstoffen sind die anfallenden Anschaffungs- und/oder Verwahrungskosten nicht enthalten..



**UniCredit S.p.A.**

The Investment Institute
by UniCredit

**Address**

Piazza Gae Aulenti, 4
20154 Milano

**Email**

the-investment-institute@unicredit.eu

Online

www.the-investment-institute.unicredit.eu

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 unserer Website:

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

Marketingmitteilung

Diese Veröffentlichung stellt eine Marketingmitteilung der UniCredit S.p.A., der UniCredit Bank Austria AG, der Schoellerbank AG und der UniCreditBank GmbH (im Folgenden gemeinsam als „UniCredit Group“ bezeichnet) dar, richtet sich an die breite Öffentlichkeit und wird ausschließlich zu Informationszwecken kostenlos zur Verfügung gestellt. Sie stellt weder eine Anlageempfehlung noch eine Beratungstätigkeit der UniCredit Group und schon gar nicht ein Angebot an die Öffentlichkeit oder eine Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Wertpapieren dar. Die hierin enthaltenen Informationen stellen keine Finanzanalyse dar, da sie nicht nur inhaltlich unvollständig sind, sondern auch nicht in Übereinstimmung mit den gesetzlichen Bestimmungen zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt wurden und keinem Handelsverbot vor der Verbreitung von Finanzanalysen unterworfen sind.

Die UniCredit Group, einschließlich aller ihrer Konzerngesellschaften, kann ein spezifisches Interesse an den hier genannten Emittenten, Finanzinstrumenten oder Transaktionen haben. Angaben zu der Offenlegung zu den von der UniCredit Group gehaltenen Interessen und Positionen sind abrufbar unter: <https://www.the-investment-institute.unicredit.eu/en/conflictsofinterest-positiondisclosures>. Die in dieser Publikation enthaltenen Einschätzungen und/oder Beurteilungen stellen die unabhängige Meinung der UniCredit Group dar und werden, wie alle darin enthaltenen Informationen, nach bestem Wissen und Gewissen auf der Grundlage der zum Zeitpunkt der Veröffentlichung verfügbaren, aus zuverlässigen Quellen stammenden Daten gegeben, haben jedoch lediglich indikativen Wert und können sich nach der Veröffentlichung jederzeit ändern, für deren Vollständigkeit, Richtigkeit und Wahrheitsgehalt die UniCredit Group keine Gewähr übernimmt. Der Interessent muss daher in völliger Eigenständigkeit und Unabhängigkeit seine eigene Anlagebeurteilung vornehmen und sich dabei ausschließlich auf seine eigenen Überlegungen zu den Marktbedingungen und den insgesamt verfügbaren Informationen stützen, auch im Hinblick auf sein Risikoprofil und seine wirtschaftliche Situation. Investitionen sind mit Risiken verbunden. Vor jeder Transaktion mit Finanzinstrumenten lesen Sie bitte die entsprechenden Angebotsunterlagen. Ferner ist zu beachten, dass:

1. Informationen, die sich auf die frühere Wertentwicklung eines Finanzinstruments, eines Index oder einer Wertpapierdienstleistung beziehen, sind kein Hinweis auf zukünftige Ergebnisse.
2. Wenn die Anlage auf eine andere Währung als die des Anlegers lautet, kann der Wert der Anlage aufgrund von Wechselkursänderungen stark schwanken und sich unerwünscht auf die Rentabilität der Anlage auswirken.
3. Anlagen, die hohe Renditen bieten, können nach einer Herabstufung der Kreditwürdigkeit erheblichen Kursschwankungen unterliegen. Im Falle eines Konkurses des Emittenten kann der Anleger sein gesamtes eingesetztes Kapital verlieren.
4. Bei Anlagen mit hoher Volatilität kann es zu plötzlichen und erheblichen Wertverlusten kommen, die zum Zeitpunkt des Verkaufs zu erheblichen Verlusten bis hin zum Verlust des gesamten investierten Kapitals führen können.
5. Bei außergewöhnlichen Ereignissen kann es für den Anleger schwierig sein, bestimmte Anlagen zu verkaufen oder zu liquidieren oder verlässliche Informationen über deren Wert zu erhalten.
6. Wenn sich die Informationen auf eine bestimmte steuerliche Behandlung beziehen, ist zu beachten, dass die steuerliche Behandlung von der individuellen Situation des Kunden abhängt und sich in Zukunft ändern kann.
7. Beziehen sich die Informationen auf künftige Ergebnisse, so ist zu beachten, dass sie keinen zuverlässigen Indikator für diese Ergebnisse darstellen.
8. Diversifizierung garantiert weder einen Gewinn noch schützt sie vor Verlusten.

Die UniCredit Group kann in keiner Weise für Tatsachen und/oder Schäden verantwortlich gemacht werden, die jemandem aus der Verwendung dieses Dokuments entstehen können, einschließlich, aber nicht beschränkt auf Schäden aufgrund von Verlusten, entgangenen Gewinnen oder nicht realisierten Einsparungen. Der Inhalt der Publikation - einschließlich Daten, Nachrichten, Informationen, Bilder, Grafiken, Zeichnungen, Marken und Domainnamen - ist, sofern nicht anders angegeben, Eigentum der UniCredit Group und unterliegt dem Urheberrecht und dem gewerblichen Rechtsschutz. Es wird keine Lizenz oder ein Nutzungsrecht gewährt, und daher ist es nicht gestattet, den Inhalt ganz oder teilweise auf irgendeinem Medium zu reproduzieren, zu kopieren, zu veröffentlichen und für kommerzielle Zwecke zu nutzen ohne die vorherige schriftliche Genehmigung der UniCredit Group, mit Ausnahme der Möglichkeit, Kopien für den persönlichen Gebrauch zu erstellen.

DE 25/1

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und Daten werden mit Stand vom 30. Oktober 2025 aktualisiert.