

# 1 Der Markt

## 1.1 Rückblick

### Stabile Märkte trotz geopolitischer und wirtschaftlicher Fragezeichen

Im dritten Quartal verlief das Marktgeschehen sehr ruhig: Der Positivtrend an den Aktienmärkten setzte sich fort. Überwiegend positive US-Konjunkturdaten und sehr gute Unternehmensergebnisse bildeten die Grundlage dieser Entwicklung. Schwächere Arbeitsmarktdaten wurden aus Sicht der Marktteilnehmer durch die Aussicht auf Zinssenkungen der Fed kompensiert, während die Inflationsdaten weiterhin positiv aufgenommen wurden. Letzteres könnte sich allerdings als problematisch erweisen, weil ein erheblicher Teil der US-Importzölle erst im August in Kraft trat und deshalb in den Preisdaten noch nicht enthalten sein dürfte. In den kommenden Monaten dürfte die Inflationsrate in den USA deshalb mit hoher Wahrscheinlichkeit steigen, jedoch scheint hier bislang die Interpretation zu überwiegen, dass es sich um einen temporären Effekt handelt. Der Anstieg der Aktienkurse wurde erneut wesentlich von den Technologiewerten getragen – ob die Produktivitätsgewinne aus dem zunehmenden Einsatz von KI tatsächlich die sehr hohen Bewertungen rechtfertigen, bleibt abzuwarten. In Europa fehlt es angesichts der andauernden Wachstumsschwäche und bislang nur sehr zaghafter Strukturreformen an Impulsen, weshalb europäische Aktien im dritten Quartal kaum über eine Seitwärtsbewegung hinauskamen. Auch die chinesische Wirtschaft sendet weiterhin Schwächesignale. Wegen der guten Aussichten für Technologiewerte und der Möglichkeit stärkerer fiskalpolitischer Stimuli legten chinesische Aktien im dritten Quartal dennoch deutlich zu.

An den Rentenmärkten gab es insgesamt wenig Bewegung. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen fiel auf knapp über 4%, was vor allem die schwachen Arbeitsmarktdaten und die sich daraus ergebenden Sorgen vor einer generellen Wachstumsabkühlung in den USA reflektierte. In Europa trieb die innenpolitische Krise Frankreichs die Renditen französischer Staatsanleihen nach oben. Bislang wird diese Krise als rein französische Angelegenheit ohne größere Implikationen für den Euroraum angesehen, weshalb die Auswirkungen auf das generelle Zinsniveau begrenzt blieben.

Der Goldpreis stieg auch im dritten Quartal weiter und liegt damit (in USD) mehr als 40% über dem bereits hohen Jahresanfangsniveau. Dieser Anstieg ist in einem Umfeld hoher Unsicherheiten und eines Vertrauensverlustes in den US-Dollar durchaus nachvollziehbar. Viele Notenbanken rund um die Welt streben danach, ihre Goldbestände aufzustocken. Dieser Prozess dürfte sich grundsätzlich fortsetzen, sodass weitere Höchstpreise für Gold denkbar sind. Auf dem aktuellen Niveau würde aber eine Korrektur keineswegs überraschen.

Der US-Dollar blieb im dritten Quartal gegenüber dem Euro relativ stabil. Zinssenkungen der Fed bei gleichzeitiger Zurückhaltung der EZB und die absehbare Verringerung des Leistungsbilanzdefizits der USA gegenüber der EU infolge der abgeschlossenen Zollvereinbarungen könnten für sich genommen den Dollar temporär stärken. Der grundsätzliche Vertrauensverlust in die Berechenbarkeit und Zuverlässigkeit US-amerikanischer Politik dürfte allerdings anhalten. Insbesondere die Aushöhlung der Unabhängigkeit der Fed und zunehmende Tendenzen zu einer autokratischen Herrschaft könnten neue Abwertungsschübe des US-Dollar auslösen, auch wenn der US-Dollar bis auf weiteres seine dominante Stellung im globalen Finanzgefüge verteidigen dürfte. Investoren mit einem global diversifizierten Portfolio müssen sich darauf einstellen, dass vom US-Dollar negative Performanceeffekte auf das Portfolio ausgehen.

Der Ölpreis blieb weitgehend konstant und liegt damit weiterhin spürbar unter dem Niveau vom Jahresanfang. Chancen für höhere Ölpreise dürften sich erst ergeben, wenn die globale Konjunktur insgesamt an Dynamik gewinnt, was wir vorerst für wenig wahrscheinlich halten.

### 1.2 Ausblick

#### Kapitalmärkte zwischen KI-Euphorie und Inflationssorgen

Weiterhin zeigt die US-Wirtschaft keine Anzeichen einer Rezession. Tatsächlich haben sich manche Indikatoren (außer dem Arbeitsmarkt) zuletzt sogar verbessert. Daher könnten die USA auf eine Konstellation fallender Zinsen bei gleichzeitig robuster Wirtschaftsentwicklung zulaufen – ein eigentlich ideales Umfeld für die Kapitalmärkte. Deshalb ist für den kurz- bis mittelfristigen Ausblick die Inflationsentwicklung zentral, da sie ein wichtiger „Stolperstein“ für dieses Bild sein könnte. Sollte die Inflation weiter steigen, könnte die Fed vorsichtiger mit ihren Zinssenkungen werden. Durch die Zollpolitik Trumps bei gleichzeitig robuster Wirtschaftsentwicklung ist ein perspektivischer Anstieg der Inflation plausibel, auch weil die Fiskalpolitik bis ins erste Halbjahr 2026 expansiv sein wird. Ein kurzfristiger Belastungsfaktor bleibt der mittlerweile eingetretene „Government Shutdown“, also eine teilweise Stilllegung der Bundesverwaltung, welche die Märkte zumindest temporär belasten könnte. Der Kongress muss sich auf ein Haushaltsgesetz einigen, was wegen der hohen politischen Polarisierung zwischen Demokraten und Republikanern nicht einfach ist. In der Vergangenheit war dies immer gelungen, in manchen Fällen aber erst nach einigen Wochen.

Der längerfristige Ausblick wird in erster Linie durch den allgemeinen makroökonomischen Zyklus, Inflationsrisiken und die globale Geldpolitik determiniert. Die makroökonomische Dynamik ist in vielen wichtigen Regionen impulslos. Die Konjunktur in den USA hat bisher allerdings den Belastungen durch Trumps Zollpolitik getrotzt und zeigt zuletzt teilweise sogar Anzeichen einer Beschleunigung. Die expansive Fiskalpolitik könnte die US-Konjunktur v.a. im ersten Halbjahr 2026 weiter antreiben. Das ökonomische Sentiment ist in Europa aufgrund der erwarteten höheren Staatsausgaben in Deutschland aufgehellt, wobei eindeutige Impulse für die Konjunktur erst ab 2026 zu erwarten sind. Auch fehlt bisher ein klarer Impuls hinsichtlich Strukturreformen, welche für eine nachhaltige Verbesserung der Wachstumsaussichten erforderlich wären. Zuletzt ist das Thema KI als strategischer Trend für die längerfristige Entwicklung der Kapitalmärkte nicht zu unterschätzen. Die großen US-Technologiefirmen haben historische Summen für Investitionen in diesen Bereich ausgegeben. Hieraus ergibt sich die Chance auf einen neuen Produktivitätsboom, der auch andere Sektoren jenseits des Tech-Sektors erreichen könnte. Gleichzeitig ergibt sich hieraus auch ein Risiko: Sollte der Nutzen der KI-Anwendungen unter den Erwartungen zurückbleiben, könnten sich viele der Investitionen als verfehlt erweisen.

### 1.3 Depotbericht

#### Erholung im dritten Quartal 2025

Im dritten Quartal 2025 haben sich die vier Portfolios im Zuge der starken Kapitalmärkte allesamt positiv entwickelt. Während das Portfolio Sicherheit im ersten Quartal einen Wertgewinn von 1,22% erzielte, erhöhte sich der Wert des Portfolios Stabilität um 2,36%. Das Portfolio Wachstum erzielte eine Performance von 4,21% und das Portfolio Chance von 6,16%.

Nach mehreren Quartalen der Stetigkeit hatten wir zur Jahresmitte 2024 größere Umschichtung vorgenommen. Allerdings waren dabei weniger die Themen auf der obersten Ebene der Allokation der Anlageklassen entscheidend. Vielmehr haben wir bei der Selektion der Zielfonds sowie der Allokation bestimmter Themen und Subsegmente einige Änderungen vorgenommen. Diese Umschichtung hat seine Wirkung im Jahr 2025 sehr gut entfalten können.

Zur Erinnerung: Auf der Aktienseite hatten wir dabei den Robeco BP Global Premium Equities D EUR und den Schroder International Selection Fund Emerging Markets Equity Alpha Accumulation USD aufgenommen. Die Quote japanischer Aktieninvestments wurde zudem erhöht. Dafür wurden die Themen Smart Energy und Medtech reduziert.

Auch auf der Rentenseite kam es damals zu einigen Umschichtungen. Hier wurden der T. Rowe Price Funds SICAV - Euro Corporate Bond Fund EUR und der Fidelity Funds - Euro Bond Fund EUR neu ins Portfolio aufgenommen. Reduziert wurden die kürzeren Laufzeiten, d.h. die Investments im DWS Deutsche Floating Rate Notes und im BRGF Euro Short Duration.

Letztendlich war es im dritten Quartal so, dass der Jupiter Dynamic Bond mit 4,37% Performance zu den besseren Zielfonds gehörte, während der M&G Global Floating Rate HY Bond mit -7,20% eher schwächer lief.

Auf der Aktienseite war im zweiten Quartal der Variopartner MIV Global Medtech Fund eine eher negative Überraschung mit über -9,43% Wertverlust. Mit rund 24,1% Gewinn war der Ninety One GSF All China Equity Fund eine positive Überraschung.

Alle Portfolios waren im Berichtszeitraum breit und ausgewogen diversifiziert und setzten auf verschiedene Anlageklassen und Investment-Strategien. Durch die aktive Gewichtung risikotragender Investments können die vier Portfolios künftig weiterhin deutlich von steigenden Kursen profitieren und durch die Streuung über verschiedene Anlageklassen sowie der Beimischung marktneutraler Strategien stabilisiert werden.