

# Portfolio- Kommentar

3. Quartal 2025



# Vorwort

Liebe Anlegerin, lieber Anleger,

wenn man derzeit auf die Märkte blickt, ergibt sich ein scheinbares Paradox: Aktien und andere Risikoanlagen notieren nahe ihrer Höchststände, gleichzeitig steigt der Goldpreis auf Rekordniveaus und mehrere Zinssenkungen in den USA werden bereits eingepreist. Optimismus und Vorsicht – beides ist gleichzeitig spürbar.

Was steckt dahinter? Viele Investor\*innen sind seit Monaten eher zurückhaltend, geprägt von der Sorge vor einer möglichen Rezession. Doch die Realität sieht anders aus: Die globale Konjunktur zeigt sich stabil, Unternehmensdaten sind solide und selbst geopolitische Belastungen konnten die wirtschaftliche Dynamik bislang nicht bremsen.

Für Sie als Anleger\*in bedeutet das: Die Märkte sind nicht überhitzt, sondern spiegeln eine gesunde Mischung aus Stabilität und Zurückhaltung wider. Und gerade diese Zurückhaltung vieler Marktteilnehmer\*innen eröffnet weiteres Potenzial.

Wir im BTV Asset Management setzen in diesem Umfeld auf aktives Management, Qualität und Flexibilität. Unsere Portfolios sind so ausgerichtet, dass sie Chancen nutzen und gleichzeitig Risiken umsichtig steuern – mit einem klaren Fokus auf die langfristige Entwicklung Ihres Vermögens.

Mit Blick auf das vierte Quartal überwiegt unsererseits der Optimismus. Eine weiterhin robuste Weltkonjunktur, solide Unternehmensgewinne und das Umfeld sinkender Zinsen treffen auf eine nach wie vor zurückhaltende Anlegerstimmung – ein Mix, der eine attraktive Perspektive bietet.

Wir freuen uns darauf, gemeinsam mit Ihnen die Chancen dieser Marktphase zu nutzen.



**Dr. Robert Wiesner**  
Leiter BTV Asset Management

# Q3 2025: Was hat uns bewegt?

Trotz globaler Herausforderungen zeigt sich die Konjunktur bis zuletzt widerstandsfähig. Geldpolitik, Trumps Einflussversuche auf die Fed und neue Zölle prägten die Märkte. Gold glänzte als sicherer Hafen, während Europas Hoffnung auf der deutschen Fiskalpolitik ruht.

## Robuste Wirtschaft, gemischte Stimmung

Im Laufe des Jahres hat sich die Weltwirtschaft robuster gezeigt als erwartet und eine globale Rezession gilt inzwischen als nahezu ausgeschlossen. Der US-Arbeitsmarkt hat sich im 3. Quartal zwar etwas abgeschwächt, der Konsum, eine wichtige Stütze des US-Wirtschaftswachstums, blieb jedoch stabil. Das Inflationsrisiko ist durch Trumps Zollpolitik gestiegen, die Unternehmen haben die höheren Importkosten jedoch großteils durch geringere Margen kompensiert, weshalb sich die neuen Zölle bisher kaum in einer höheren Inflationsrate niedergeschlagen haben. Dies verschaffte der Fed Spielraum, um im September die erste Zinssenkung des Jahres durchzuführen. Die EZB hingegen hat im 3. Quartal keine weiteren Schritte unternommen und der Einlagesatz dürfte bis auf Weiteres bei 2 % bleiben. In der Eurozone hat sich die expansive Geldpolitik in der Industrie bereits bemerkbar gemacht und die Produktion etwas angekurbelt. Während das Verbrauchertrauen aber schwach blieb und der Konsum etwas abnahm, haben Stimmungsindikatoren immerhin einen positiven Ausblick für die Zukunft bescheinigt. Dies lag jedoch nur zum Teil an der Geldpolitik, vor allem werden wirtschaftliche Impulse durch das Ausgabenpaket der deutschen Bundesregierung erhofft.

## Die Unabhängigkeit der Fed bleibt gewahrt – vorerst

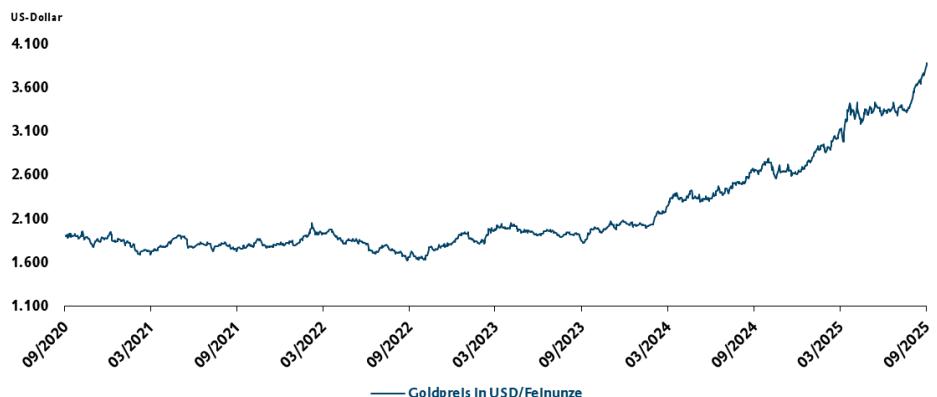
Im August sorgte US-Präsident Trump für Aufregung, als er Fed-Gouverneurin Cook, ein festes Mitglied des Fed-Komitees, das die US-Zinspolitik festlegt, entließ. Obwohl sie die Entlassung nicht akzeptierte, ihr Amt vorerst weiter ausüben kann und womöglich ein langwieriger Rechtsstreit folgen wird, war dies dennoch ein weiterer Schritt Trumps in Richtung Einflussnahme auf die Fed, die er seit Monaten dazu drängt, den Zins schneller zu senken. Im Komitee hat Trump inzwischen drei Mitglieder sitzen, die ihm politisch sehr nahestehen. Nach der letzten Sitzung im September fiel die Entscheidung aber beinahe einstimmig zugunsten einer Zinssenkung um 25 Basispunkte, während Trump deutlich mehr gefordert hatte. Die Unabhängigkeit der Fed, die ihre

Zinsentscheidungen den Marktgegebenheiten anpassen und nicht auf die Wünsche eines Präsidenten reagieren soll, scheint damit vorerst gewahrt, wobei das Risiko weiterer Einflussnahme Trumps in Zukunft bestehen bleibt. Vor diesem Hintergrund haben die Finanzmärkte bisher unerwartet gelassen auf diesen Schritt reagiert.

## Rekordhoch bei Gold – sichere Häfen gefragt

Gold hat im dritten Quartal 2025 eine eindrucksvolle Rallye hingelegt und ein neues Rekordniveau erreicht. Der Preis für eine Unze stieg im September zeitweise auf 3.875 US-Dollar. Die Rallye, die bereits im April begonnen hatte, wurde durch geopolitische Spannungen, geldpolitische Unsicherheiten und die Sorge um die Unabhängigkeit der US-Notenbank weiter befeuert. Ein zentraler Treiber war die physische Nachfrage, insbesondere durch Zentralbanken. Seit 2022 liegen deren jährliche Käufe konstant über 1.000 Tonnen – deutlich über dem historischen Durchschnitt. Auch die chinesische Zentralbank stockt ihre Reserven trotz hoher Preise weiter auf und zeigt sich dabei wenig preissensitiv. Parallel dazu verfolgen viele Länder das Ziel, ihre Abhängigkeit vom US-Dollar zu reduzieren und setzen verstärkt auf Gold als strategische Reserve. Die wirtschaftliche Lage ist zunehmend geprägt von einer Kombination aus schwächerer Konjunktur und höheren Inflationsrisiken infolge neuer Zollmaßnahmen, was ein günstiges Umfeld für Gold schafft.

## Gold: Der Top-Performer im 3. Quartal



Quelle: Bloomberg; Stand 30.09.2025

# Q4 2025: Der Blick in die Zukunft auf Konjunktur und Märkte

Während die EZB pausiert, startete die Fed ihren Lockerungskurs. Aktienmärkte sollten davon profitieren, doch Risiken bleiben in Form einer steigenden globalen Staatsverschuldung und eines erneuten US-Inflationsanstiegs durch Trumps Zölle bestehen. Der US-Dollar dürfte vorerst auf Abwertungskurs bleiben.

## EZB pausiert, Fed beginnt

Die wirtschaftliche Lage in der Eurozone dürfte sich im 4. Quartal stabilisieren, insbesondere bedingt durch steigende Staatsausgaben und ein moderates Wachstum in Deutschland. Ein deutliches Anziehen der Wirtschaft wird hingegen auch im kommenden Jahr nicht erwartet, auch wenn das expansive geldpolitische Umfeld inzwischen für Unterstützung sorgt. Die EZB befindet sich nach acht Lockerungen seit Juni 2024 in einer abwartenden Haltung und der aktuelle Zinssenkungszyklus dürfte beendet sein. Nun liegt es an der Realwirtschaft und den Aktienmärkten, diesen geldpolitischen Rückenwind in Performance umzusetzen. Ein Unsicherheitsfaktor bleibt Frankreich: Zwar stellt die hohe Staatsverschuldung kurzfristig kein akutes Risiko für die Eurozone dar, doch längerfristig könnte sie die finanzielle Stabilität belasten, wenn das Defizit nicht deutlich reduziert wird. Mittelfristige Auswirkungen durch deutlich höhere langfristige Zinsen stellen ein Risiko dar.

In den USA hat der Zinssenkungszyklus gerade erst begonnen, die Verschuldungssituation ist aber ähnlich angespannt. Mit ihren jährlichen Nettozinszahlungen im Verhältnis zum BIP liegen die USA weltweit an der Spitze, noch vor Italien, Griechenland und Frankreich. Zwar generiert die Regierung durch Zolleinnahmen erhebliche Mittel, doch reicht das nicht aus, um den Haushalt grundlegend zu sanieren. Immerhin decken diese Einnahmen aber etwa die Hälfte der jährlichen Zinslast. Die Zölle stellen jedoch auch ein Risiko für die Inflation dar und könnten die geldpolitischen Spielräume der Fed einschränken. Dennoch wird in den USA mit bis zu vier weiteren Zinssenkungen in den kommenden 12 Monaten gerechnet, um die Wirtschaft und den sich abschwächenden Arbeitsmarkt zu unterstützen. Kommt es zu keinem zollbedingten Überschießen der Inflation und bleibt der Konsum stabil, dürfte sich die US-Wirtschaft auch im 4. Quartal moderat entwickeln.

## Aktien profitieren von Zinssenkungen

Im 4. Quartal 2025 stehen die Zeichen für den Aktienmarkt grundsätzlich positiv. Die konjunkturelle Dynamik in den USA dürfte sich zwar weiter leicht abschwächen, eine Rezession bleibt aber aus. Gleichzeitig bewegen sich die Inflationszahlen im Rahmen, was der Fed den Weg ebnen sollte für weitere Zinssenkungen. Historisch betrachtet stellt dies ein günstiges Umfeld für Aktien dar: Zinssenkungen wirken erfahrungsgemäß dann besonders unterstützend für die Aktienmärkte, wenn sie nicht aus einer Krisensituation heraus passieren. Sollte die erwartete Lockerung ohne Rezession erfolgen, wäre das ein klarer positiver Impuls für die Märkte. Allerdings beinhaltet dies auch Enttäuschungspotenzial: Sollten sich die Zölle doch noch stärker inflationstreibend auswirken, könnte die Fed gezwungen sein, von weiteren Zinsschritten abzusehen. Eine anziehende Inflation würde zudem den US-Konsum belasten, insbesondere bei gleichzeitig steigender Arbeitslosigkeit. Zudem bleibt die Rekordverschuldung der USA ein strukturelles Risiko, das mittelfristig auf die Marktstimmung drücken kann.

## Zinssenkungserwartungen für die kommenden 12 Monate



Quelle: Bloomberg; Stand 30.09.2025

## **USD-Schwäche hilft US-Unternehmen**

Der USD-Index verzeichnete 2025 das drittstärkste Jahr nach 1976 und 1982. Für das 4. Quartal ist eine weitere Abwertung ggü. dem Euro und anderen wichtigen Reservewährungen möglich. Die sinkende Zinssdifferenz zur Eurozone spricht ebenfalls dafür, dass sich die Abwertung noch ein Stück weit fortsetzen könnte. Vieles wurde durch die starke USD-Bewegung bereits eingepreist, sodass auch eine fortgesetzte Seitwärtsbewegung wie im 3. Quartal ein realistisches Szenario ist. Für US-Unternehmen ist die USD-Schwäche sogar positiv: Die Margen sind nach wie vor hoch, und eine schwache Heimatwährung stärkt die Wettbewerbsfähigkeit im Ausland. Besonders exportorientierte Unternehmen wie jene im Nasdaq oder die „Magnificent Seven“, die rund 50 % ihrer Umsätze außerhalb der USA erzielen, profitieren davon. Im breiten Markt (S&P 500) liegt der Auslandsanteil immerhin bei etwa 30 %.

## **Staatsanleihen: Aufwärtsdruck durch expansive Fiskalpolitik**

Die langfristigen Zinsen in den USA dürften aufgrund der expansiven US-Fiskalpolitik, des steigenden Defizits und der Inflationsrisiken, die durch die Zölle nach wie vor gegeben sind, tendenziell steigen. Die sogenannte „De-Dollarization“, also die rückläufige Nachfrage nach US-Staatsanleihen aufgrund der Unsicherheit rund um Trumps Politik, bleibt ein Risiko, wenngleich die Nachfrage internationaler Investor\*innen bis zuletzt stabil geblieben ist. In Deutschland dürfte der Aufwärtsdruck auf die Renditen langlaufender Staatsanleihen durch das geplante Ausgabenpaket der Regierung und die Lockerung der Schuldenbremse ebenfalls bestehen bleiben.

## **Gold und Alternatives als zusätzliche Renditequellen**

Im alternativen Segment sticht weiterhin Gold hervor, ein Investment, das wir im aktuellen Umfeld weiterhin als lohnenswert beurteilen. Auch wenn Gold bereits eine beeindruckende Rallye hinlegen konnte, sollte das Edelmetall weiterhin gut unterstützt bleiben, wofür vor allem die starke Nachfrage der Notenbanken sowie die anstehenden Zinssenkungen der US-Notenbank Fed sorgen. Durch die Beimischung von alternativen Investments kann auf weitere Renditequellen zugegriffen werden, wodurch die Volatilität auf Gesamtportfolioebene sinkt und Verluste in Abverkaufsphasen reduziert werden können.

# Klassisch anlegen

Aktienmärkte zeigen ein starkes Momentum. Anleihen aus Schwellenländern überzeugen mit ihrem Renditepotenzial, sind aber teuer bewertet. Gold bewährt sich als Absicherung gegen konjunkturelle und politische Risiken und profitiert von anstehenden Zinssenkungen. Eine flexible Allokation bleibt entscheidend für die nachhaltige Portfolioperformance.

Relevant für

- AM Premium
- AM Strategie

Klassik, Dynamik, Aktiv, Offensiv

## Aktien:

### Positive Entwicklung sollte anhalten

Nach einem volatilen zweiten Quartal beruhigten sich die globalen Finanzmärkte im Sommer zunächst spürbar. Unterstützt durch stabile Konjunkturdaten aus Europa und Asien sowie eine vorübergehende Entspannung im US-Handelskonflikt, konnten sich die Aktienmärkte erholen und erreichten zum Teil neue Höchststände.

In den USA blieb die politische Lage angespannt, insbesondere aufgrund innenpolitischer Konflikte rund um Haushaltsfragen und Einwanderung. Dennoch zeigte der US-Aktienmarkt ein bemerkenswert starkes Momentum, das vor allem durch den anhaltenden KI-Boom getragen wurde. Die hohe Marktkonzentration auf wenige, technologiegetriebene Titel führte zu einer überdurchschnittlichen Performance einzelner Segmente, während breiter gefasste Marktsegmente und auch unser Qualitätsaktieninvestment schwächer performten. Wir nutzten diese Gelegenheiten gezielt, um unser Portfolio mit ausgewählten Qualitätstiteln zu stärken und von künftigen Wachstumsimpulsen zu profitieren.

In Europa profitierten die Märkte von einer anziehenden Investitionstätigkeit und einem positiven Trend bei den Unternehmensgewinnen. Das Übergewicht europäischer Aktien wurde daher beibehalten und punktuell weiter ausgebaut. Nach unserer Aufstockung im 2. Quartal entwickelten sich Schwellenländer weiterhin erfreulich – gestützt durch eine anhaltend lockere Geldpolitik, fiskalische Impulse und einen schwächeren US-Dollar.

Robuste Konjunkturdaten, gute Unternehmensgewinne und zurückhaltende Stimmung sollten aus unserer Sicht für eine anhaltende Unterstützung der Aktienmärkte sorgen.

## Anleihen:

### Risikosegmente bleiben teuer bewertet

Die Renditen US-amerikanischer Staatsanleihen haben sich im Laufe des 3. Quartals eingeeengt, obwohl das wirtschaftliche und politische Umfeld von einem Anstieg ausgehen ließ. Die US-Staatsschulden dürften in den kommenden zehn Jahren um über 3 Bio. US-Dollar steigen und Trumps Zollpolitik gilt als Risiko für einen erneuten Inflationsanstieg, weshalb wir das lange Ende der US-Zinskurve weiterhin als riskant einschätzen. Die US-Notenbank Fed hat im September den ersten Zinssenkungsschritt in 2025 durchgeführt und es dürften noch ein bis zwei bis Jahresende folgen. An unserer konstruktiven Meinung für die EUR-Zinskurve halten wir nach wie vor fest, wobei das deutsche Ausgabenpaket sowie die Investitionsinitiative für etwas Aufwertungsdruck bei deutschen Staatsanleihen sorgen kann. Die EZB dürfte vorerst keine weiteren Zinssenkungen durchführen.

Emerging Markets (EM) bieten weiterhin ein attraktives Renditepotenzial. Die Kombination aus einem schwächeren US-Dollar, fallenden globalen Zinsen und einer sich relativ zu den USA beschleunigenden Weltwirtschaft schafft ein günstiges Umfeld für EM-Anleihen. Bereits im 2. Quartal wurde deshalb das Exposure gegenüber länger laufenden US-Staatsanleihen reduziert und EM-Anleihen wurden aufgestockt. Vor dem Hintergrund der aktuellen US-Fiskalpolitik, des steigenden Defizits und der Inflationsrisiken erachten wir die US-Zinskurve als unattraktiver. Von einer weiteren Aufstockung des EM-Exposures wurde aber abgesehen, da sich die Risikoausfallschläge im Laufe des 3. Quartals weiter eingeeengt haben und sich auf historisch niedrigen Niveaus befinden. EM-Anleihen sind daher sehr teuer bewertet, was aktuell auch für das High-Yield-Segment gilt. Trotz der leichten Aufstockung des EM-Segments im 2. Quartal behalten wir damit unser leichtes Untergewicht in den riskanteren Segmenten bei und die Ausrichtung im Portfolio bleibt insgesamt etwas defensiver. Im Portfolio beträgt die aktuelle Endfälligkeitserendite ca. 3,5 % bei einer Duration von ca. 5,5 Jahren.

## Alternative Investments: Gold mit starker Performance

Das Hauptziel der Anlageklasse Alternative ist es, die Diversifikation im Portfolio zu erhöhen und die Volatilität zu verringern. Das Investment in alternative Investments wurde im April aufgrund der gestiegenen Unsicherheit und höheren Schwankungsbreite an den Aktienmärkten erhöht. Im Detail wurde die Goldquote weiter aufgestockt, da sich das Edelmetall als Absicherung gegen konjunkturelle und (geo-)politische Turbulenzen bewährt hat. Seit April wurde das Investment unverändert beibehalten.

Der Hauptteil der Portfolios besteht weiterhin aus liquiden alternativen Investments, die sich im bisherigen Jahresverlauf positiv entwickelten. Der Rücksetzer an den Aktienmärkten im März und im April führte auch bei alternativen Investments zu einer leichten Korrektur, mit 2,6 % liegt der Maximum Drawdown allerdings immer noch innerhalb der Erwartungen. Der defensive Ansatz mit sehr geringen Zusammenhängen zum Aktien- und Anleiemarkt hat hier für Stabilität gesorgt. Der Rücksetzer konnte zügig aufgeholt werden und das Investment weist seit Jahresanfang eine positive Performance auf. Gold profitierte im 1. Halbjahr verstärkt von Inflationssorgen, (geo-)politischen Unsicherheiten und einer starken Zentralbanknachfrage. Im 3. Quartal erfreute sich das gelbe Edelmetall vor allem aufgrund der gestiegenen Zinssenkungserwartungen an die US-Notenbank Fed einer höheren Nachfrage. Durch die Aufstockung des Goldinvestments im April konnte die Diversifikation im Portfolio erhöht werden und es konnte stärker von der hohen Goldperformance profitiert werden.

# Ethisch-nachhaltig anlegen

Aktienmärkte zeigen ein starkes Momentum. Anleihen aus Schwellenländern überzeugen mit ihrem Renditepotenzial, sind aber teuer bewertet. Gold bewährt sich als Absicherung gegen konjunkturelle und politische Risiken und profitiert von anstehenden Zinssenkungen. Eine flexible Allokation bleibt entscheidend für die nachhaltige Portfolioperformance.

Relevant für

- AM Premium ESG
- AM Strategie Zukunft

## Aktien: Positive Entwicklung sollte anhalten

Die Aktienquote in unseren nachhaltigen Portfolios steuern wir analog zu den klassischen Asset-Management-Varianten (Details siehe klassische Anlagestrategien). Das Hauptaugenmerk liegt auf der Selektion hochqualitativer Geschäftsmodelle mit ausgeprägten Wettbewerbsvorteilen, die überdurchschnittliches Gewinnwachstum weit in die Zukunft erzielen können und dementsprechend attraktive Renditen für Langfristinvestoren bieten. Zudem wird explizit auf die positiven Beiträge der investierten Unternehmen in Bezug auf die ESG-Dimensionen geachtet. Diese Unternehmen erzielen ihre Umsätze global, wodurch im Unterschied zu den klassischen Aktienportfolios das Management von Regionen im ESG-Portfolio eine untergeordnete Rolle spielt.

Die globalen Aktienmärkte haben in den letzten Monaten einen Großteil der April-Verluste aufgeholt und teilweise neue Höchststände erreicht. Unser Portfolio aus Qualitätsaktien konnte von dieser Erholung nur begrenzt profitieren. Besonders gefragt waren zuletzt spekulative Wachstumsrufe sowie Titel mit schwacher Bilanzqualität, aber starkem Momentum. Zusätzlich zu diesen Markttrends gerieten auch Unternehmen mit robusten Geschäftsmodellen unter Druck – ausgelöst durch geopolitische Spannungen, protektionistische Tendenzen und einen Fokus auf KI-Unternehmen.

In diesem Umfeld sehen wir attraktive Einstiegs- und Aufstockungsmöglichkeiten bei Unternehmen mit starken Fundamentaldaten, welche wir in unserem Portfolio genutzt haben. Entsprechend haben wir die Chance wahrgenommen, um die Aktie des Reiseportal-Betreibers Booking aufzubauen, wohingegen wir unsere Position in dem Mischkonzern Roper Technologies insbesondere aufgrund der herausfordernden Bewertung abgebaut haben. Zudem haben wir selektiv Zukäufe bei günstig bewerteten Portfoliounternehmen durchgeführt.

## Anleihen: Risikosegmente bleiben teuer bewertet

Die Renditen US-amerikanischer Staatsanleihen haben sich im Laufe des 3. Quartals eingeeignet, obwohl das wirtschaftliche und politische Umfeld von einem Anstieg ausgehen ließ. Die US-Staatsschulden dürften in den kommenden zehn Jahren um über 3 Bio. US-Dollar steigen und Trumps Zollpolitik gilt als Risiko für einen erneuten Inflationsanstieg, weshalb wir das lange Ende der US-Zinskurve weiterhin als riskant einschätzen. Die US-Notenbank Fed hat im September den ersten Zinssenkungsschritt in 2025 durchgeführt und es dürften noch ein bis zwei bis Jahresende folgen. An unserer konstruktiven Meinung für die EUR-Zinskurve halten wir nach wie vor fest, wobei das deutsche Ausgabenpaket sowie die Investitionsinitiative für etwas Aufwertungsdruck bei deutschen Staatsanleihen sorgen kann. Die EZB dürfte vorerst keine weiteren Zinssenkungen durchführen.

Emerging Markets (EM) bieten weiterhin ein attraktives Renditepotenzial. Die Kombination aus einem schwächeren US-Dollar, fallenden globalen Zinsen und einer sich relativ zu den USA beschleunigenden Weltwirtschaft schafft ein günstiges Umfeld für EM-Anleihen. Bereits im 2. Quartal wurde deshalb das Exposure gegenüber länger laufenden USD-Anleihen reduziert und EM-Anleihen wurden aufgestockt. Vor dem Hintergrund der aktuellen US-Fiskalpolitik, des steigenden Defizits und der Inflationsrisiken erachten wir die US-Zinskurve als unattraktiver. Von einer weiteren Aufstockung des EM-Exposures wurde aber abgesehen, da sich die Risikoauflösungen im Laufe des 3. Quartals weiter eingeeignet haben und sich auf historisch niedrigen Niveaus befinden. EM-Anleihen sind daher sehr teuer bewertet, was aktuell auch für das High-Yield-Segment gilt. Trotz der leichten Aufstockung des EM-Segments im 2. Quartal behalten wir damit unser leichtes Untergewicht in den risikanteren Segmenten bei und die Ausrichtung im Portfolio bleibt insgesamt etwas defensiver. Im Portfolio beträgt die aktuelle Endfälligkeitserendite ca. 3,5 % bei einer Duration von ca. 5,5 Jahren.

## Rohstoffe: Gold mit starker Performance

Das Hauptziel der Anlageklasse Alternative ist es, die Diversifikation im Portfolio zu erhöhen und die Volatilität zu verringern. An unserer Gewichtung in alternativen Investments haben wir im bisherigen Jahresverlauf 2025 festgehalten. Unser reines Goldinvestment bleibt damit unverändert.

Das Goldinvestment entwickelte sich seit Jahresanfang sehr gut und konnte in Stressphasen an den Märkten für Diversifikation sorgen. Gold profitierte im 1. Halbjahr verstärkt von Inflationssorgen, (geo-)politischen Unsicherheiten und einer starken Zentralbanknachfrage. Im 3. Quartal erfreute sich das gelbe Edelmetall vor allem aufgrund der gestiegenen Zinssenkungserwartungen an die US-Notenbank Fed einer höheren Nachfrage.

# Quantitativ anlegen

Unsere beiden quantitativen AM-Strategie-Varianten Trend und Flexibel verfolgen einen unterschiedlichen Ansatz. Lesen Sie hier, welche Signale im 3. Quartal ausgelöst wurden und wie wir aktuell in der jeweiligen Variante positioniert sind.

Relevant für

- AM Strategie Trend
- AM Strategie Flexibel

## Aktien:

### **AM Strategie Flexibel: relativer Bewertungsnachteil von Aktien**

Das AM Strategie Flexibel behielt die Aktienauslastung von 40 % aus dem Vorquartal im 3. Quartal bei, da die relativen Bewertungsvorteile der Anleihen im Vergleich zu den Aktienmärkten weiterhin als attraktiver eingeschätzt wurden.

Die regionale Positionierung wurde weitgehend beibehalten, mit einem weiterhin hohen Anteil in Nordamerika.

### **AM Strategie Trend: Vollauslastung bei Aktien**

Das AM Strategie Trend hielt aufgrund der positiven Marktentwicklung an der Vollauslastung der Aktienquote aus dem Vorquartal mit 50 % fest.

Die regionale Positionierung wurde weitgehend beibehalten, mit einem weiterhin hohen Anteil in Nordamerika.

## Anleihen:

### **AM Strategie Flexibel: stabile Anleihepositionierung**

Das Investment in Anleihen blieb im Beobachtungszeitraum des 3. Quartals aufgrund der relativen Attraktivität unverändert hoch. Aktuell sind wir zu ca. 53 % in Anleihen investiert.

Auch unsere sektorale Anleiheallokation blieb im 3. Quartal 2025 weitgehend unverändert im Vergleich zum Vorquartal.

### **AM Strategie Trend: niedrige Anleihepositionierung**

Das Investment in Anleihen blieb im Beobachtungszeitraum des 3. Quartals aufgrund der hohen Aktien- und alternativen Auslastung gering, der Anteil liegt aktuell bei ca. 35 %.

Unsere sektorale Anleiheallokation blieb im 3. Quartal 2025 weitgehend unverändert im Vergleich zum Vorquartal.

## Rohstoffe:

### **AM Strategie Flexibel: relative Goldattraktivität unverändert**

Im AM Strategie Flexibel verblieb die Goldquote unverändert bei 6 %.

### **AM Strategie Trend: Vollauslastung des Gold- und Rohstoffinvestments, Immobilienaktien reduziert**

Im AM Strategie Trend wurde die Goldquote zu Beginn des 3. Quartals reduziert und im September wieder voll allokiert. Auch bei den Rohstoffen kam es im September wieder zu einem schrittweisen Vollinvestment, während die Veranlagung in Immobilienaktien im selben Monat reduziert wurde.

## Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds in den nächsten 3 bis 6 Monaten

Positive Abweichung	<ul style="list-style-type: none"><li>• Bilaterale Einigungen führen zur Reduktion von US-Importzöllen</li><li>• Beginnende Friedensverhandlungen zwischen Russland und der Ukraine</li><li>• Stabiler US-Arbeitsmarkt und ausbleibendes Überschießen der Inflationsrate erhöhen den Handlungsspielraum der Fed</li></ul>
Basisszenario	<ul style="list-style-type: none"><li>• Weltwirtschaft leidet unter protektionistischer US-Handelspolitik, aber es kommt zu keiner globalen Rezession</li><li>• Die USA leiden in Verbindung mit dem Handelskonflikt am stärksten unter Inflationsrisiken</li><li>• Fiskalpolitische Impulse unterstützen Eurozone, Inflationsrisiken haben aufgrund der Wirtschaftsschwäche abgenommen</li><li>• Politische Unsicherheiten können Volatilität an den Finanzmärkten zwischenzeitlich erhöhen</li><li>• Unklare Richtung in US-Politik als Risikofaktor</li></ul>
Negative Abweichung	<ul style="list-style-type: none"><li>• Globale Fronten verhärten sich und führen zu einer fortschreitenden Deglobalisierung</li><li>• Unglaubliche US-Politik führt zu gesteigertem globalen Konfliktpotenzial</li><li>• Politische Maßnahmen untergraben die Unabhängigkeit der US-Notenbank</li></ul>

**Quelle:** BTV; Stand September 2025

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

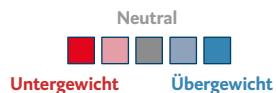
# Kapitalmarktvie – Positionierung

Aktien	■ ■ ■ ■ ■	
USA	□ ■ □ □ □	Politische Unsicherheit und teure Bewertungen, aber starke Unternehmensgewinne
Europa	□ □ □ □ ■	Zölle belasten, aber hohe Fiskalausgaben unterstützen Wirtschaftswachstum und Unternehmensgewinne
Japan	□ □ □ ■ □	Strukturreformen liefern weiterhin Anreize – relativ attraktive Bewertung
Schwellenländer	□ □ ■ □ □	Fortschreitende Zollverhandlungen sowie schwächerer US-Dollar unterstützen Emerging Markets
Small- & Mid-Caps	□ □ □ ■ □	Bewertung im Vergleich zu Large-Caps historisch tief
Qualität	□ □ □ ■ □	Attraktive Bewertungen bei vielen Qualitätsunternehmen

Anleihen	■ ■ ■ ■ ■	
Duration	□ □ ■ □ □	Wir behalten das Untergewicht bei länger laufenden US-Staatsanleihen bei; vor allem die US-Zinskurve erachten wir vor dem Hintergrund der aktuellen US-Fiskalpolitik (Haushaltsdefizit), von Inflationsrisiken sowie dem Infragestellen des Sicherer-Hafen-Status von US-Treasuries als unattraktiver; an unserer konstruktiven Meinung für die EUR-Zinskurve halten wir nach wie vor fest; ein längerfristiges Zinsexposure halten wir aufgrund der nach wie vor erhöhten Renditeniveaus für sinnvoll
Credit	□ □ ■ □ □	Spreads im Kreditbereich bleiben angesichts der unklaren Zollsituation wohl weiterhin anfällig für höhere Volatilität, dennoch denken wir, dass vor allem gute Qualitäten aufgrund robuster Nachfrage gut unterstützt sein sollten
High Yield/EM	□ ■ □ □ □	Rendite-Risiko-Überlegungen sprechen bei aktuellen Spreadniveaus gegen eine höhere Gewichtung von HY. EM-Unternehmen sind fundamental gut aufgestellt (z. B. Verschuldung); technische Faktoren (z. B. Angebot/Nachfrage) unterstützen; Risikoaufläge sind nicht günstig, dennoch sehen wir einzelne Segmente (EM High Yield) mit Chancen.

Quelle: BTV; Stand September 2025

Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen der Konjunktur bzw. des Kapitalmarktes nicht im Voraus zu bestimmen sind. Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basiszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 9).

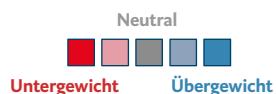


# Kapitalmarktview – Positionierung

Alternatives	■ ■ ■ ■ ■	
Gold	□ □ □ ■ □	Gold erreichte im September aufgrund der anstehenden Zinssenkungen der Fed ein neues Allzeithoch und bleibt durch die hohe Nachfrage von Investor*innen und Zentralbanken unterstützt; (geo-)politische Unsicherheiten, Inflations- und Wachstumsrisiken sowie die Uneinschätzbarkeit der US-Politik gelten hier als strukturelle Nachfragetreiber; den Aufwärtstrend bei Gold sehen wir somit als intakt an
Zyklische Rohstoffe	■ □ □ □ □	Die Industriemetallpreise zeigen sich bedingt durch die Zollthematik sehr volatil, befinden sich aktuell aber wieder auf Jahresanfangsniveau; der Ölpreis befindet sich aktuell aufgrund eines höheren Produktionsvolumens unter Druck
Liquid Alternatives	□ □ □ ■ □	Liquid Alternatives liefern konstante Erträge bei geringer Volatilität und fungieren als Portfoliostabilisator; in unseren nachhaltigen Varianten sind wir nicht in Liquid Alternatives investiert

**Quelle:** BTV; Stand September 2025

Bei Prognosen und Schätzungen über die zukünftige Entwicklung handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Entwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen der Konjunktur bzw. des Kapitalmarktes nicht im Voraus zu bestimmen sind. Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 9).



# Glossar – Erklärung finanzthematischer Begriffe

**Alternative Investments** – Anlageformen, die nicht zu den Anlageklassen Aktien oder Anleihen gehören. Darunter fallen zum Beispiel Rohstoffe, Immobilien oder komplexe Finanzprodukte.

**Diversifikation** – Unter Diversifikation versteht man die Verteilung von Risiken auf mehrere Risikoträger mit einem möglichst geringen Gleichlauf. In einem Portfolio wird im Zuge dessen das Vermögen auf unterschiedliche Investments verteilt.

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

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

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

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

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

**Inflation** – Inflation bezeichnet in der Volkswirtschaftslehre eine allgemeine und anhaltende Erhöhung des Preisniveaus von Gütern und Dienstleistungen, gleichbedeutend mit einer Minderung der Kaufkraft des Geldes. Als Grundlage zur Berechnung der Inflation dient z. B. der Verbraucherpreisindex.

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

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

**Portfolio, auch „Portefeuille“** – Gesamtheit der Vermögenswerte eines Anlegers oder einer Anlegerin.

**Qualitätsaktie** – Qualitätsaktien sind Aktien von fundamental starken Unternehmen. Es sind Aktien mit nachhaltigem Wachstum, geringen Risiken und einer hohen Kapitalrentabilität.

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

**Risikoaufschlag (Spread)** – Renditedifferenz einer Anleihe mit Kreditrisiko im Vergleich zu einer laufzeitkonformen risikolosen Anleihe.

**Schwellenländer** – siehe EMs

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

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

**Unternehmensanleihe** – Wertpapier, welches die Schuld eines Unternehmens gegenüber dem Käufer des Papiers verbrieft.

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

## **Haftungsausschluss**

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

## **Marketingmitteilung/Werbemittelung**

Diese Marketingmitteilung/Werbemittelung ist keine individuelle Anlageempfehlung, kein Angebot zur Zeichnung bzw. zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten und ersetzt keine Anlageberatung. Als Marketingmitteilung/Werbemittelung unterliegt sie nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Finanzanalysen und dem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Finanzanalysen. Die jeweiligen Anlegerinformationen/Zeichnungsbedingungen in deutscher Sprache (Basisprospekt, endgültige Bedingungen, Prospekt, KID, vereinfachter Prospekt u. dgl.) sind die einzige verbindlichen Dokumente. Sie erhalten diese bei der BTV Vier Länder Bank AG, Stadtforum 1, 6020 Innsbruck, bzw. BTV Vier Länder Bank AG, Zweigniederlassung Deutschland, Neuhauser Straße 5, 80331 München bzw. BTV Vier Länder Bank AG, Innsbruck, Zweigniederlassung Staad, Hauptstrasse 19, 9422 Staad.

## **Angaben zur Wertentwicklung**

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Bei Prognosen und Schätzungen über eine zukünftige Performance handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Wertentwicklung geschlossen werden, weil zukünftige Entwicklungen des Kapitalmarktes nicht im Voraus zu bestimmen sind. Die angeführten Wertentwicklungen verringern sich um Spesen von bis zu 2 % p. a.

## **Allgemeiner Risikohinweis**

Beachten Sie bitte, dass ein Investment in Finanzinstrumente mit Risiken, wie Kursschwankungen oder Vermögensverlusten, verbunden sein kann.

## **Währungsschwankungen**

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

## **Angaben zur steuerlichen Behandlung**

Informationen zur steuerlichen Behandlung eines Finanzinstrumentes sind von den persönlichen Verhältnissen des/der jeweiligen Kund\*in abhängig und können zukünftigen Änderungen unterworfen sein.

## **Personenbezogene Bezeichnungen**

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

## **Angaben nach § 25 MedienG nF**

[www.btv.at/impressum](http://www.btv.at/impressum)

## **Rechtsform**

BTV Vier Länder Bank (Hauptsitz); Rechtsform: Aktiengesellschaft; Sitz Innsbruck; registriert beim Landes- als Handelsgericht Innsbruck unter der Firmenbuchnummer: 32942w; Vorstand: Vorsitzender Gerhard Burtscher, Dr. Hansjörg Müller, Mario Pabst, Dr. Markus Perschl, MBA; stellvertretendes Mitglied: Silvia Vicente; Aufsichtsratsvorsitzender: Hanno Ulmer.

BTV Vier Länder Bank, Zweigniederlassung Deutschland; Rechtsform: Aktiengesellschaft; Sitz und Amtsgericht München, HRB 255942; verantw. Leiter\*innen: Sandra Herrmann, Mag. Peter Kofler

BTV Vier Länder Bank, Innsbruck, Zweigniederlassung Staad