

Marktbericht 3/2025

W S W



- 2 Editorial
Die Finanzwirtschaft im 3. Quartal 2025
- 3 Aktienmärkte Europa
- 4 Anleihen weltweit
- 5 Devisen
Kryptowährungen
- 6 Rohstoffe
Gold



Eine Kooperation mit:
Private Banker



Liebe Kundinnen, liebe Kunden,

nach einem turbulenten ersten Halbjahr 2025 verlief das dritte Quartal in etwas ruhigeren Bahnen. Ein Grund: Die Märkte scheinen sich an Trump gewöhnt zu haben.

US-Aktien legten in der Breite wieder kräftiger zu als europäische, nachdem im Vorquartal noch die europäischen Märkte besser performt hatten. Insbesondere künstliche Intelligenz war ein kräftiger Kurstreiber.

An den Devisenmärkten hielten sich die meisten Wechselkurschwankungen in Grenzen, der US-Dollar hat sich im Quartal gefangen.

Im Fokus an den Anleihemärkten standen u.a. die hohe US-Staatsverschuldung und die geldpolitische Wende der Fed: Die US-Notenbank beschloss im September die erste Leitzinssenkung seit neun Monaten.

Die Einführung der neuen US-Zolltarife reduzierte zwar einschlägige Ungewissheiten, aber zum Preis der annähernden Gewissheit, dass sie in nächster Zukunft unumkehrbar hoch bleiben werden – mit entsprechenden Negativfolgen für Inflation und Wachstum. Der anhaltende und fast unbeirrte Anstieg des Goldpreises deutet darauf hin, dass das Sicherheitsbedürfnis am Markt nach wie vor hoch ist.

Ihr Team der WSW PortfolioManagement AG

Weltfinanzmärkte: Sturm der Zölle bereits gelegt?

Die OECD stellte in ihrem jüngsten Ausblick von Ende September fest, dass im ersten Halbjahr 2025 das globale Wachstum stärker ausfiel als erwartet. Die meisten Konjunkturoptionen gehen derzeit davon aus, dass sich die erhöhten US-Zölle erst im weiteren Verlauf bemerkbar machen werden. Für die USA prognostiziert die OECD daher einen Rückgang des bereits schwachen Wachstums von 1,8 (2025) auf noch geringere 1,5 (2026) Prozent, für die Eurozone von 1,2 auf 1,0 Prozent und für die Weltwirtschaft von 3,2 auf 2,9 Prozent.

Der Rückgang der Inflation stoppte zuletzt in vielen Ländern – jedoch auf unterschiedlichem Niveau. In der Eurozone lag die Inflationsrate von Juni bis August konstant auf der Zielmarke von 2,0 Prozent. Die US-Inflation stieg sogar von 2,7 (Juni, Juli) auf 2,9 Prozent (August). Trotz Inflationsgefahr hat die US-Notenbank am 18. September aufgrund schwacher Arbeitsmarktdaten erstmals in diesem Jahr den Leitzinskorridor um 0,25 Prozentpunkte gesenkt. Die EZB

ließ im dritten Quartal die Leitzinsen unverändert.

In den USA führten die sich seit Juli verfestigenden Erwartungen einer Leitzinssenkung zu sinkenden Renditen von US-Staatsanleihen, insbesondere bei Kurzläufem. In Deutschland zeigte der Quartalstrend hingegen nach oben: Renditen von Bundesanleihen stiegen.

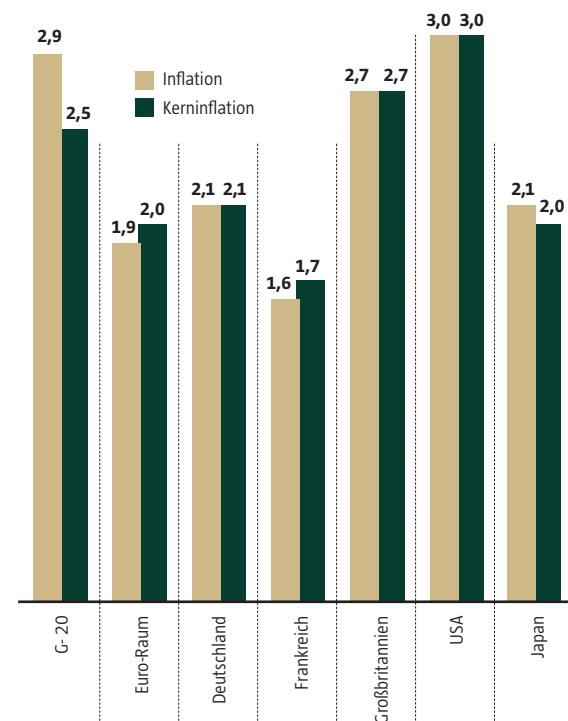
An den Aktienmärkten holten US-Werte auch in der Breite weiter auf. US-Indizes legten im Quartal stärker zu als europäische Benchmark-Indizes, wenngleich einzelne Länderindizes in Europa weit überdurchschnittlich zulegten. Dazu zählte das DAX-Universum jedoch nicht, da es in Quartalsfrist minimale bis moderate Verluste verzeichnete.

An den Devisenmärkten schwächte sich in den vergangenen drei Monaten die Wechselkursdynamik merklich ab: Der im ersten Halbjahr stark abgewertete US-Dollar stabilisierte sich seit Sommer gegenüber den wichtigsten Leitwährungen. Im Rohstoffsektor verteuerten sich insbesondere Edelmetalle kräftig, nicht nur

Gold oder das noch dynamischere Silber, sondern auch mehrere Platinmetalle. Von der langfristigen Goldrally profitierten weiterhin Goldminen-Aktien.

OECD Herbstprognose: Inflationsraten 2026

Quelle: OECD Economic Outlook September 2025





Aktien Europa: Spanische Blue Chips gefragt

Im dritten Quartal 2025 steigerten sich europäische Benchmark-Indizes moderat: Der paneuropäische Stoxx Europe 600 kletterte um nicht ganz 3 Prozent nach oben, der Blue-Chip-Index der Eurozone Euro Stoxx 50 um knapp 4 Prozent. Das war – insbesondere beim Euro Stoxx 50 – mehr als im Vorquartal aber etwas weniger, als US-Indizes im dritten Quartal zulegen. Europäische und eurozonale Mid- und Small-Cap-Indizes waren mit Zuwächsen um 1 Prozent etwas schwächer als Large Caps. Im Vorquartal ragten die Indizes des DAX-Universums europa- wie auch weltweit heraus, im dritten Jahresviertel waren sie aber schwächer als Welt- und europäische Benchmark-Indizes. Der DAX 40 verlor Ende September im Quartal minimal, der MDAX rund 1 Prozent, der SDAX 4 Prozent. Mit Kurssteigerungen seit Jahres-

beginn von 15 (MDAX), 16 (DAX 40) und 19 (SDAX) Prozent liegen die DAX-Indizes jedoch immer noch vor Euro Stoxx 50 (12%), Stoxx Europe 600 (9%) oder dem US-Index S&P 500 in Euronotierung (0%).

Wie entwickelten sich im abgelaufenen Quartal die Aktienmärkte in anderen großen Volkswirtschaften der Eurozone?

Der französische Leitindex CAC 40 legte im Quartal um rund 3 Prozent zu, seit Jahresbeginn um rund 7 Prozent. Französische Nebenwerteindizes blieben im Quartal dahinter eher zurück – bis auf den CAC Small, der einen Kursprung von rund 20 Prozent hinlegte. Im laufenden Jahr sind etliche französische Nebenwerteindizes besser als der Leitindex.

Der italienische Blue-Chip-Index FTSE MIB war mit einem Quartalszuwachs von 7 Prozent

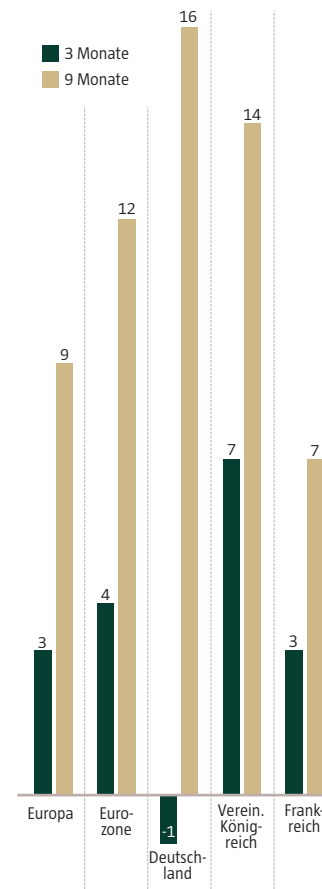
in Europa überdurchschnittlich, das gilt noch mehr für die Kurssteigerung von 24 Prozent über die vergangenen 9 Monate. Ähnlich oder noch besser performten in beiden Zeiträumen italienische Mid- oder Small-Cap-Indizes.

Mit über 11 Prozent Quartalszuwachs schnitt der spanische Leitindex IBEX 35 hervorragend ab, das gilt auch für die 33-Prozent-Steigerung in den ersten drei Quartalen – wobei spanische Nebenwerte dahinter zurückbleiben.

Wir blicken auch noch auf die Indizes zweier wichtiger Märkte außerhalb der Eurozone (in Lokalwährung): Der Schweizer SMI verbesserte sich über drei Monate um nicht ganz 2 Prozent; seit Jahresbeginn konnte er sich um bescheidene 4 Prozent steigern. Der britische FTSE 100 kletterte über drei Monate um 7 Prozent nach oben, im laufenden Jahr um 14 Prozent.

Aktien Europa

Aktien Europa 2024 Veränderung in % (Euro),
Vereinigtes Königreich (GBP)





Anleihen Welt: US-Zinssenkung – Arbeitsmarkt oder Trump?

Die EZB ist primär der Geldwertstabilität verpflichtet, nur sekundär dem Wachstum. Anders die US-Notenbank: Die Fed hat mandatsgemäß gleichrangig auf den Geldwert und auf Beschäftigung zu achten. Diese doppelte Vorgabe führt derzeit zu einem Zielkonflikt. Inflation bekämpfen Notenbanken lehrbuchgemäß mit Leitzinserhöhungen. Eine schwache Lage am Arbeitsmarkt gegebenenfalls mit Leitzinssenkungen. In den USA besteht einerseits die Befürchtung, dass die Inflation zollbedingt wieder anzieht. Deshalb zögerte die Fed so lange mit einer Zinssenkung. Andererseits zeigte der US-Arbeitsmarkt zunehmend Schwächetendenzen. Mit diesen hat Fed-Chef Powell die am 18. September erfolgte Leitzinssenkung um 0,25 Prozentpunkte begründet. Die Fed gewichtete also das gefährdete Beschäftigungsziel stärker als das ge-

gefährdete Inflationsziel. Inwiefern sich der massive Druck Donald Trumps ebenfalls auswirkte, bleibt spekulativ. Der Leitzinskorridor liegt nun bei 4,00 bis 4,25 Prozent.

Der Leitzins der EZB liegt mit 2,0 Prozent (sogenannte Einlagenfazilität) weit tiefer und blieb im dritten Quartal vor dem Hintergrund einer 2-Prozent-Inflation unverändert.

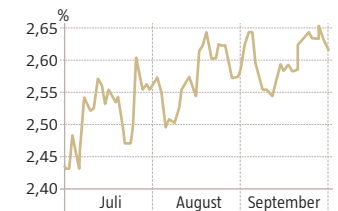
In den USA führten die Erwartungen einer Leitzinssenkung seit Juli zu fallenden Renditen, insbesondere bei Kurzläufern. Eine 1-jährige US-Staatsanleihe rentierte Ende Juni mit 4,12 Prozent, Ende September mit 3,64 Prozent, was einem Rückgang von 12 Prozent entspricht (Jahresbeginn: 4,25%). Im längeren Laufzeitbereich war der Renditerückgang mit knapp 2 Prozent deutlich schwächer: 10-jährige US-Staatsanleihen rentierten Ende Sep-

tember mit 4,15 Prozent (Jahresbeginn: 4,57%). In Deutschland bewegten sich die Renditen im Quartal gegenläufig zu den USA: Sie stiegen. Bei einer 1-jährigen Bundesanleihe von 1,74 auf 1,95 Prozent, am Jahresbeginn rentierte sie allerdings mit 2,27 Prozent höher. Die Rendite einer 10-jährigen Bundesanleihe kletterte von 2,59 auf 2,71 Prozent (Jahresanfang: 2,37 Prozent).

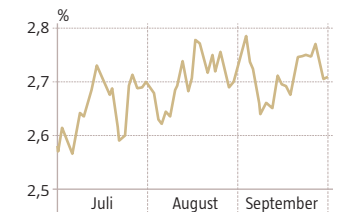
Im Quartal büßten Unternehmensanleihen in den USA weiter an Rendite ein, der Renditeaufschlag gegenüber Staatsanleihen (Spread) der USA hat sich zudem reduziert.

In der Eurozone ist die Rendite der Anleihen von Unternehmen des Euro Stoxx 50 grob unverändert geblieben, im Hochzinzbereich dürfte sie etwas nachgegeben haben, wobei sich auch hier die Spreads verringerten.

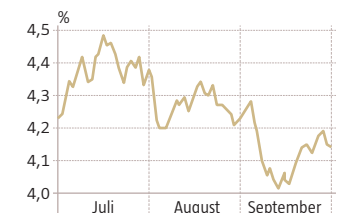
Umlaufrendite Deutschland



Rendite: 10-Jährige Staatsanleihe Deutschland



Rendite: 10-Jährige Staatsanleihe USA



Quelle: Jigervasi, istockphoto



Devisen: US-Dollar stabilisierte sich

Im dritten Quartal 2025 zeigten sich die globalen Devisenmärkte deutlich ausgeglichener als im ersten Halbjahr. Dieses stand im Zeichen der massiven Abwertung des US-Dollars gegenüber einer Vielzahl von Währungen. Im dritten Quartal stabilisierte sich der US-Dollar, die Kursveränderungen gegenüber anderen Hauptwährungen blieben im unteren einstelligen Bereich.

Betrachten wir das Quartal etwas eingehender aus der Euro-Perspektive: Ende Juni war der Euro 1,179 USD wert, Ende September 1,173 USD. Der Euro wurde also in Quartalsfrist gegenüber dem Greenback leicht um etwa 0,4 Prozent schwächer. Im Zeitraum dazwischen waren kräftigere Ausschläge zu beobachten, so etwa Ende Juli, als der Euro gegenüber

dem Dollar rasch auf 1,14 zurückfiel. Beobachter werteten dies als Reaktion auf ein Überschießen der Bewertung des Euro. Die Schnellkorrektur wurde durch den US-EU-Deal ausgelöst, den man am Markt mehrheitlich als nachteilig für die EU bewertete. Allerdings erholte sich der Euro schnell wieder und der Wechselkurs stabilisierte sich um 1,17 USD. Dennoch hat der Euro auch noch Ende des dritten Quartals seit Januar gegenüber dem US-Dollar über 13 Prozent an Wert gewonnen.

Das Wechselkursverhältnis des Euro zum Schweizer Franken änderte sich in Quartalsfrist so gut wie nicht. Auch seit Jahresanfang ist der Euro gegenüber dem Franken Ende September nur minimal schwächer gewesen.

Im Verhältnis zum britischen Pfund wertete der Euro in den letzten drei

Monaten um nicht ganz 2 Prozent auf, über 9 Monate um nicht ganz 6 Prozent. Nur geringfügig größer waren in den beiden genannten Zeiträumen die Zugewinne gegenüber dem japanischen Yen. Gegenüber der türkischen Lira wertete der Euro seit Jahresbeginn um 33 Prozent auf, dieser Wert schrumpfte jedoch bei gleichem Vorzeichen im dritten Quartal auf 4 Prozent.

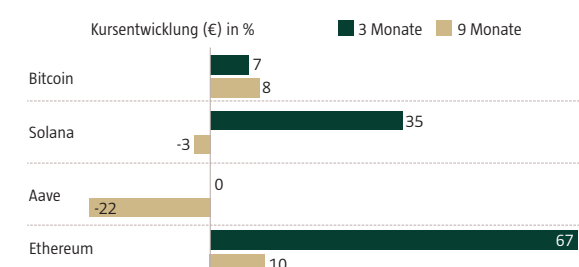
US-Dollar/Euro



Kryptowährungen: Risikofaktor Stablecoin?

Der Bitcoin-Kurs (in Euro) bewegte sich im dritten Quartal für eine Kryptowährung vergleichsweise ruhig und überwiegend seitwärts; ähnlich verhielt sich Aave, während Solana und vor allem Ethereum deutlich zulegten. Keine dieser Währungen ist ein Stablecoin, also an eine klassische Währung, meist den US-Dollar, gebunden. Stablecoins rückten im Quartal verstärkt in den Risikofokus. Laut OECD-Wirtschaftsausblick von Ende September steigt das Risiko an den Finanzmärkten durch die zunehmende Verknüpfung der Kryptosysteme mit dem traditionellen Finanzsystem – besonders über Stablecoins und den US-Anleihemarkt. Eine neue Studie des Instituts der deutschen Wirtschaft („Stable Coins und US-Staatsanleihen: Droht eine neue Finanzmarktkrise“) vertieft das im OECD-Bericht nur angedeutete Argument. Sie zeigt, wie die Verzahnung von US-Staatsanleihen und Stablecoins die Finanzstabilität gefährden kann: Kursverluste bei US-Staatsanleihen könnten das Vertrauen in Stablecoins erschüttern, ein folgender Anleger-Run würde Zwangsverkäufe auslösen, die den Anleihemarkt zusätzlich belasten und weltweite Turbulenzen verstärken würden.

Kryptowährungen



Quelle: Maksym Kaplun, istockphoto



Gold: Turbo für Goldminen-Aktien

Der Preis für 31,1034768 Gramm (1 Feinunze) Gold stand Ende Juni bei 3302 USD, Ende September waren es 3853 USD; damit verteuerte sich Gold im dritten Quartal um rund 15 Prozent. Seit Jahresbeginn stieg der Goldpreis in US-Dollar um 46 Prozent. In Euro kletterte er in diesem Zeitraum mit 30 Prozent nicht ganz so stark nach oben, jedoch wich im dritten Quartal das Euro-Plus von rund 16 Prozent nur geringfügig von der US-Dollar-Berechnung ab. Goldminen-Aktien-Kurse legten noch viel stärker zu als Gold. Einer der am weitesten verbreiteten Referenzindizes für dieses Segment, der NYSE Arca Gold Miners Index, steigerte sich allein im dritten Quartal um 45 Prozent, seit Jahresbeginn legte er um 95 Prozent (in Euro) zu. Dass die Kurse dieser Aktien weiter nach oben kletterten als der Goldpreis, führen Beobachter auf eine generelle Präferenzverschiebung vieler Anleger zugunsten von „Gold-Produkten“ zurück, auf Höherbewertungen der Minenunternehmen und Anhebungen der Gewinnprognosen durch Analysten sowie auf den Umstand, dass Goldminen-Aktien in einem solchen Umfeld häufig wie gehebelte Investments in Gold wirken.

Goldpreis



Quelle: Iuri Garmash iStockphoto

Rohstoffe: Edelmetalle weiter verteuert

Im dritten Quartal bewegte sich der breite Rohstoffindex S&P GSCI wie bereits im zweiten Quartal seitwärts. Das gilt auch für das laufende Jahr, denn der Kurs lag Ende September fast am Jahresstartwert, wobei der Index im ersten Halbjahr stärker schwankte als im 3. Quartal. Das lag auch daran, dass die Preise im fossilen Energiesektor nicht mehr so kräftig ausschlugen. Industriemetalle legten im Trend moderat zu; Agrarrohstoffe gaben im Mittel leicht ab; nur Edelmetalle verteuerten sich im Quartal kräftig.

Ein Fass der Nordsee-Ölsorte Brent kostete Ende Juni ein wenig über 66,6 US-Dollar, Ende September waren es 66,1 USD. Die Preisschwankungen bewegten sich im Takt der einschlägigen politischen Schlagzei-

len zwischen 73 und 65 US-Dollar. Im unedlen Industriemetalle-Segment stiegen die Preise für Zinn, Zink, Kupfer und Aluminium deutlicher, ein wenig auch bei Nickel; billiger wurde Blei.

Die stärksten Preissteigerungen waren weiterhin im Bereich der Edelmetalle zu beobachten. Palladium verteuerte sich im Quartal um 14 Prozent, Platin um 16 Prozent. Platin hat damit seinen Aufwärtstrend aus den Vorquartalen fortgesetzt, seit Jahresbeginn hat das Industrieedelmetall bereits um 77 Prozent zugelegt. Damit rückte Platin auch stärker in den Fokus jenseits der Fachöffentlichkeit, die für den Anstieg des Platinspreises verschiedene Erklärungen anbietet: Ausweichbewegung aus dem teuren Gold; erhöhte Nachfrage

aus Auto-, Elektrolyse- und Wasserstoffindustrie; verknapptes Angebot aufgrund von Förderproblemen; oder auch spekulative Erwägungen. Silber verteuerte sich zwischen Ende Juni und Ende September um fast 30 Prozent, seit Jahresanfang ist der Preis um 62 Prozent angestiegen. Der Goldpreis kletterte im abgelaufenen Quartal um 15 Prozent nach oben, im laufenden Jahr um rund 46 Prozent.

Rohöl Brent

