

Letter from The CIO

OKTOBER 2025

Märkte in der Schwebel: Zwischen Euphorie und Vorsicht

- **Die Märkte setzen ihr Momentum fort**, gestützt durch die erste Zinssenkung der Fed und eine widerstandsfähige US-Wirtschaft.
- **Der Hype um KI beflügelt Technologieaktien**, schürt aber auch erneut Ängste vor einer Spekulationsblase.
- **Gold erreicht ein Rekordhoch** und bekräftigt damit seine Rolle als sicherer Hafen.

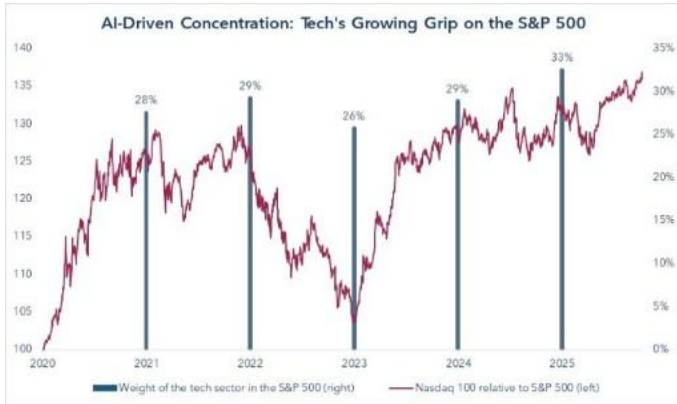
Die Märkte setzten ihre positive Entwicklung im September fort, unterstützt nicht nur durch die erste Zinssenkung um 25 Basispunkte in den USA in diesem Jahr, sondern auch durch die Aufwärtskorrektur des US-BIP-Wachstums im zweiten Quartal und einer Reihe stabiler Inflationsdaten. Trotz erster Anzeichen einer Abschwächung auf dem Arbeitsmarkt zeigt die US-Wirtschaft weiterhin eine bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit. Dies bestärkt die Anleger in ihrer Überzeugung, dass diese strukturelle Stärke trotz hoher Aktienbewertungen weiterhin die Gewinne in wichtigen Wirtschaftssektoren stützen könnte. Diese positiven Entwicklungen stellen jedoch eine komplexe Herausforderung für die Federal Reserve dar. Die Hauptaufgabe der FED besteht darin, einen sich verschlechternden Arbeitsmarkt mit einer Inflation in Einklang zu bringen, die weiterhin über ihrem Zielwert von 2 % liegt, und gleichzeitig eine Wirtschaft zu steuern, die sich weiterhin gegen externe Einwirkungen behauptet.

In mitten dieses vorteilhaften Umfelds zeigten die Aktienmärkte im September eine sehr unterschiedliche Wertentwicklung. In den USA schloss der S&P 500 mit einem Plus von 3,6 %, was vor allem auf massive Investitionen in künstliche Intelligenz zurückzuführen war, die den Technologiesektor deutlich beflügelten. Der Versorgungssektor profitierte von niedrigeren Zinsen, während der Finanzbereich durch sinkende Zinsen benachteiligt wurde und Energiewerte aufgrund fallender Ölpreise hinterherhinkten. In Europa verlief die Marktentwicklung heterogener: Der Stoxx 600 stieg um 1,5 %, der deutsche DAX gab um 0,1 % nach und der französische CAC 40 erholte sich um 2,7 %. Die Schweiz erlebte einen schwierigen Monat, wobei der SMI trotz starker Leistungen einzelner Aktien wie Richemont (+8,4 %), ABB (+6,8 %) und Logitech (+5,0 %) um 0,5 % nachgab. Die Schwellenländer profitierten weiterhin von der

geldpolitischen Lockerung in den USA, so dass der MSCI Emerging Markets Index um mehr als 7 % zulegte, während Japan mit einem Anstieg des Topix um 2,9 % ebenfalls weiter stieg.

Auf der Anleienseite verliefen die Kursbewegungen weitgehend einheitlich. Die Erwartung einer Abschwächung des US-Arbeitsmarktes in Verbindung mit einer erneuten Lockerung der Geldpolitik durch die Fed drückte die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen von 4,23 % auf 4,15 %, während 30-jährige US-Staatsanleihen mit einem Rückgang um 19 Basispunkte auf 4,73 % einen der stärksten Einbrüche verzeichneten, was die Erwartung der Investoren hinsichtlich eines langsameren Wachstums und einer lockereren Geldpolitik widerspiegelte. Der Bloomberg U.S. Aggregate Bond Index stieg um 1,1 %, die deutsche 10-Jahres-Rendite blieb mit 2,70 % unverändert. Bei den Rohstoffen legte Gold um mehr als 11 % zu und erzielte damit die beste Monatsperformance seit über einem Jahrzehnt, während der Ölpreis weiter sank und US-Rohöl um 2,6 % zurückging. Im Währungsbereich blieb der Euro gegenüber den wichtigsten Währungen weitgehend stabil, gestützt durch die moderate Inflation und die verhaltene Kommunikation der EZB. Der US-Dollar verlor gegenüber dem Euro gegen Ende des Monats leicht an Wert, da Befürchtungen über eine mögliche Stilllegung der US-Regierung aufkamen.

Zu Beginn des Monats Oktober beobachten wir weiterhin eine gewisse Unsicherheit auf dem Markt, bei der steigende Aktienkurse mit erheblichen Risiken einhergehen.



Quelle: Bloomberg / Banque Heritage

Diese Dynamik wird durch die Erwartung einer baldigen weiteren Zinssenkung durch die US-Notenbank und robuste makroökonomische Daten gestützt, zugleich aber auch durch umfangreiche Investitionen in den Bereich der künstlichen Intelligenz durch führende Technologieunternehmen verstärkt. Die jüngsten Partnerschaften zwischen OpenAI und Nvidia oder AMD veranschaulichen diesen Trend und unterstreichen zudem die wachsende gegenseitige Abhängigkeit und Vernetzung innerhalb des KI-Ökosystems. Nvidia plant, bis zu 100 Milliarden US-Dollar in OpenAI zu investieren, auch in Form eines schrittweisen Erwerbs von Aktien. AMD wird OpenAI mit KI-Chips beliefern und dem Unternehmen die Option einräumen, bis zu 10 % des Kapitals von AMD zu erwerben, was zu einem potenziellen Jahresumsatz in zweistelliger Milliardenhöhe führen könnte. Diese Ankündigungen haben zu spektakulären Kursanstiegen geführt, sodass AMD an einem einzigen Tag um mehr als 30 % zulegte, und gleichzeitig die finanziellen Verflechtungen zwischen den Akteuren der Branche intensiviert, wie die 5-Milliarden-Dollar-Investition von Nvidia in Intel zeigt.

Allerdings wirft diese Entwicklung wichtige Fragen hinsichtlich der Nachhaltigkeit und Integrität dieses Wachstums auf. Goldman Sachs hat vor einem möglichen „kreisförmigen Wachstum“ gewarnt, bei dem Investitionen in Partner einfach als Aufträge zurückfliessen könnten, wodurch ein geschlossenes, sich selbst verstärkendes Ökosystem entsteht. Diese Konzentration verstärkt die Bedenken hinsichtlich künstlich aufgeblähter Aktivitäten und erhöht das mittelfristige Risiko einer Spekulationsblase, die Investoren offenbar noch nicht in ihre Entscheidungsprozesse einbeziehen.

Diese marktwirtschaftliche Schizophrenie spiegelt sich auch deutlich im Goldmarkt wider, der nach einem Anstieg von über 50 % seit Jahresbeginn erstmals die symbolische Marke von 4.000 US-Dollar pro Unze überschritten hat.



Quelle: Bloomberg / Banque Heritage

Dieser Anstieg ist Ausdruck des Misstrauens der Marktteilnehmer gegenüber dem Dollar und den US-Schulden. Verschärft wurde er durch die politische Krise in Frankreich, den Stillstand der US-Regierung und die anhaltenden geopolitischen Spannungen in Europa und im Nahen Osten. Gold dient somit als wichtiger Gradmesser für die Zurückhaltung der Anleger, die noch nicht vollständig in den Finanzmärkten eingepreist ist, insbesondere angesichts der anhaltenden Rallye im Technologiesektor. Gold bleibt zwar ein sicherer Hafen, doch sein Anstieg unterstreicht die Diskrepanz zwischen dem Optimismus bei Aktien und der spürbaren Vorsicht hinsichtlich makroökonomischer und geopolitischer Risiken.

Ungeachtet dieser Anzeichen einer Verunsicherung an den Märkten und den oben beschriebenen Spannungen bleibt unser Basisszenario optimistisch. Die US-Wirtschaft weist weiterhin robuste Fundamentaldaten auf, und Indikatoren wie die GDPNow-Prognose der Fed von Atlanta sagen für das dritte Quartal ein Wachstum voraus, das weitgehend dem zweiten Quartals entspricht. Die Inflation liegt zwar immer noch über dem Zielwert der Fed, scheint aber unter Kontrolle zu sein, und wir rechnen nicht mit einem unkontrollierten Anstieg aufgrund von Handelszöllen. Der Arbeitsmarkt dürfte sich im vierten Quartal weiterhin moderat entwickeln, was die Wahrscheinlichkeit von zwei weiteren Zinssenkungen bis zum Jahresende begünstigt.

Vor dem Hintergrund dieser gemischten Signale sind wir uns weiterhin möglicher Risiken und latenter Gefahren bewusst, insbesondere der Konzentration der Kapitalströme im Technologiesektor und der Expansion einer künstlich stimulierten Wirtschaft. Daher verfolgen wir weiterhin einen vorsichtigen, breit diversifizierten Ansatz über verschiedene Sektoren und Anlageklassen hinweg, um das Risiko dieser spezifischen Gefahren zu verringern. Gleichzeitig behalten wir unsere Übergewichtung in Gold bei, das wir weiterhin als einzige echte Absicherung gegen makroökonomische, geopolitische und finanzielle Unsicherheiten betrachten.