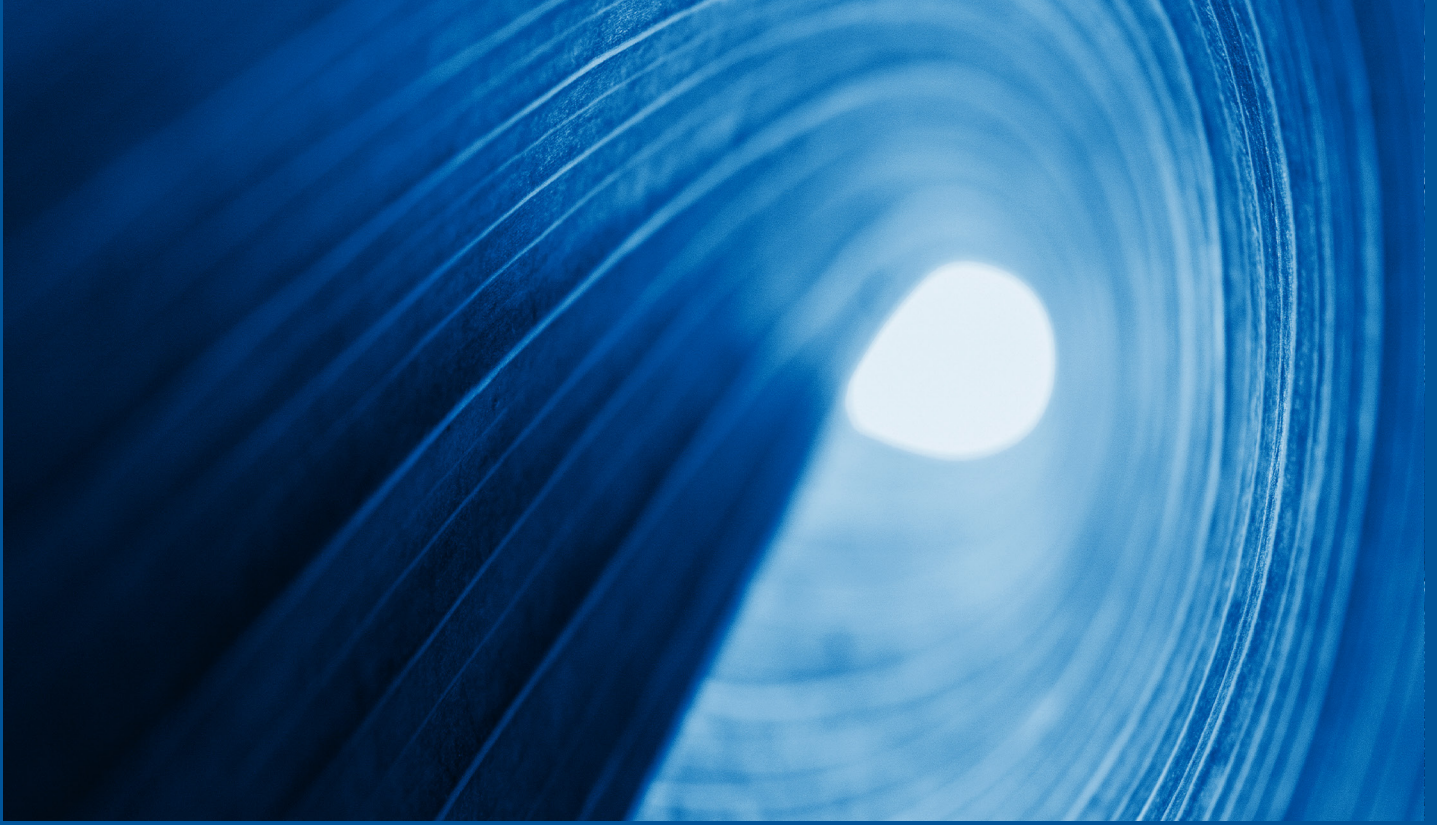




• RÜCKBLICK Q3-2025 / AUSBLICK Q4-2025

Kapital Markt

Dies ist eine Marketing-Unterlage.

Verfasserin:

Desiree Sauer
Senior Vice President
Investment-Strategin

Editor:

Werner Krämer
Geschäftsführer
Macro-Economic Analyst

LAZARD
ASSET MANAGEMENT

Marktrückblick

Sechs Monate nach dem „Liberation Day“ zeigt sich die Weltwirtschaft widerstandsfähiger als zunächst angenommen. Die von den USA mit den meisten ihrer bedeutendsten Handelspartner abgeschlossenen Handelsabkommen haben dazu beigetragen, die zuvor bestehende Unsicherheit zu reduzieren, wenngleich sie nicht vollständig beseitigt werden konnte. Zudem haben die

vorgezogene Güterproduktion sowie der beschleunigte Handel im Vorfeld der Einführung höherer US-Zölle dazu geführt, dass die Industrieproduktion in der ersten Jahreshälfte insgesamt ein solides Niveau erreichte.

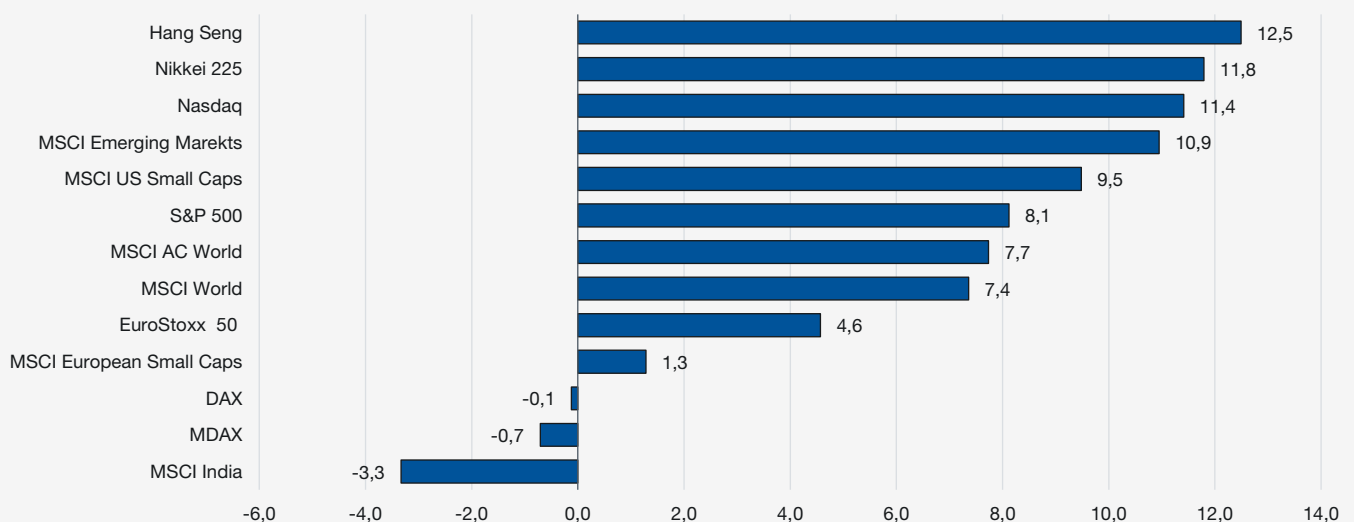
Neue Rekorde an den Aktienmärkten

Mit der abnehmenden Handelsunsicherheit und der Erkenntnis, dass sich Unternehmen bisweilen gut an die höheren Zölle

angepasst haben, verzeichneten die meisten Aktienmärkte im vergangenen Quartal einen deutlichen Aufschwung (vgl. Abbildung 1).

Abbildung 1

Aktienmarktperformance in Lokalwährung seit Quartalsbeginn (in %), Total Return



Stand: 30. September 2025. Quelle: LSEG Datastream

Besonders positiv stachen japanische Aktien hervor. Diese Entwicklung wurde maßgeblich durch mehrere Faktoren unterstützt: Eine gute Berichtssaison stärkte das Vertrauen in die Unternehmen, während das jüngst geschlossene Handelsabkommen zwischen den USA und Japan zusätzliche Zuversicht verlieh. Die im Vergleich attraktiven Bewertungen japanischer Aktien in Kombination mit den Corporate Governance-Reformen sorgten darüber hinaus zu einem anhaltenden Zustrom ausländischer Kapitalanlagen.

US-Aktien erreichten dieses Quartal neue Rekordhöhen, getragen von den stabilen Unternehmensgewinnen, den Deregulierungsmaßnahmen, der vorgenommenen Zinssenkung im September und dem „One Big Beautiful Bill Act“. Besonders stark präsentierten sich US-Technologieunternehmen, deren hervorragende Entwicklung auch durch Fortschritte im Bereich der künstlichen Intelligenz gestützt wurde. Das Thema KI treibt die Märkte und die Wirtschaft nun schon seit mehreren Quartalen maßgeblich an.

Europäische Aktien verloren nach ihrer starken Rallye zu Jahresbeginn zuletzt etwas an Dynamik. Ausschlaggebend dafür war unter anderem die verstärkte Verlagerung des Anlegerinteresses hin zu US-Aktien sowie Unsicherheiten in einzelnen Sektoren, z. B. im Gesundheitswesen. Die angekündigten Zölle von 100 % auf Pharmaimporte durch die US-Regierung belasteten die Marktaussichten.

Die Performance von Schwellenländeraktien verlief in den vergangenen Monaten äußerst unterschiedlich. Chinesische Werte, die mit rund 30 % einen erheblichen Anteil am Markt ausmachen, konnten von den staatlichen Initiativen zur Bekämpfung von Überkapazitäten profitieren, einem strukturellen Problem, das in China seit geraumer Zeit für Deflation sorgt. Gleichzeitig belebte das wachsende Interesse der Investoren an künstlicher Intelligenz die chinesischen Aktienmärkte. Im Gegensatz dazu standen indische Aktien unter Druck, da der anhaltende Zollkonflikt mit den USA für Unsicherheit sorgte.

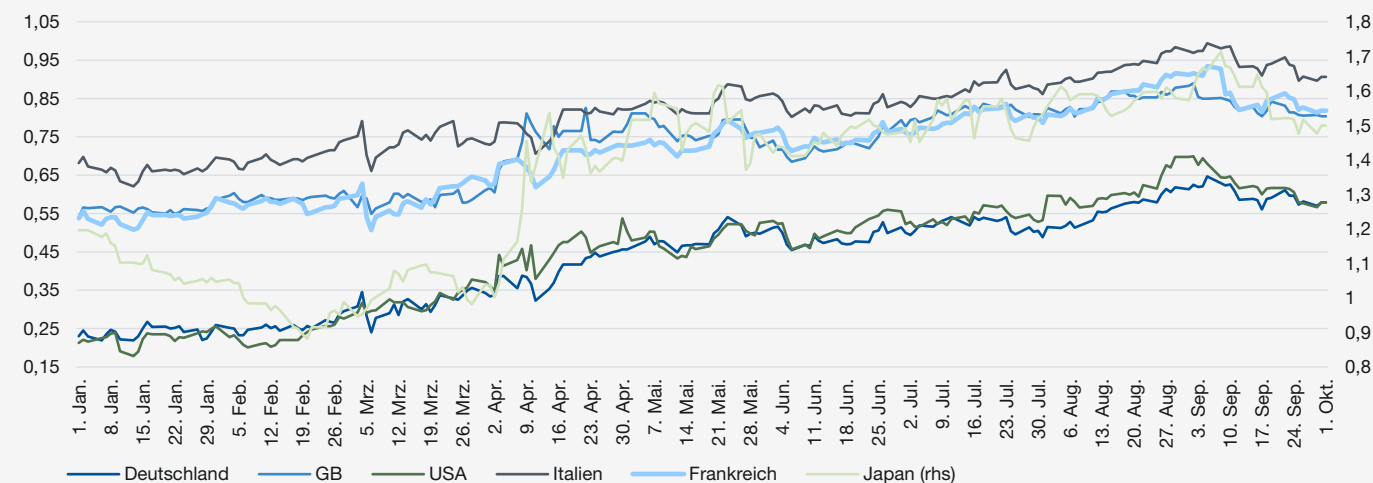
Staatsschulden belasten Staatsanleihen

Die Renditen von langlaufenden Staatsanleihen waren dieses Quartal von einer erheblichen Volatilität geprägt. So kam es im

im Verlauf des Quartals zu einem Abverkauf langlaufender Staatsanleihen, die Zinskurven wurden steiler (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 2

Renditedifferenz von 30- zu 10-jährigen Staatsanleihen



Stand: 30. September 2025. Quelle: LSEG Datastream

Ausschlaggebend waren vor allem die wachsenden Sorgen über die steigende globale Staatsverschuldung. In Deutschland richtet sich der Blick derzeit auf das umfangreiche Ausgabenpaket für Verteidigung und Infrastruktur. In Japan hingegen warten die Märkte gespannt auf die fiskalpolitischen Weichenstellungen nach dem Regierungswechsel, von denen man sich eine expansivere Haushaltspolitik verspricht. In den USA hat der kürzlich verabschiedete „One Big Beautiful Bill Act“ die staatlichen Ausgaben ebenfalls ausgeweitet, wenngleich die zusätzlichen Zolleinnahmen die Auswirkungen teilweise abfedern sollten.

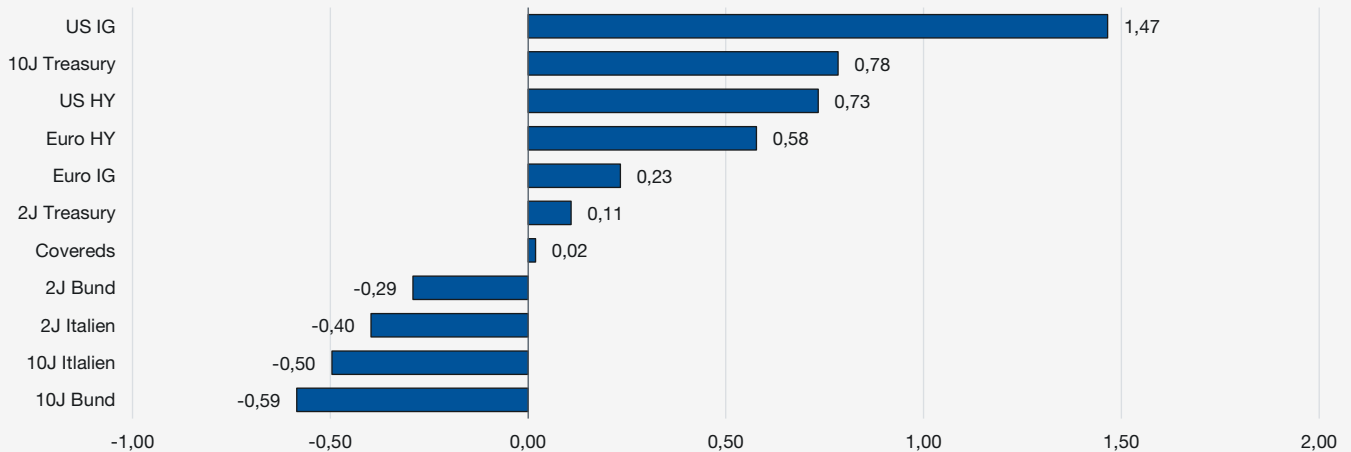
Französische Staatsanleihen verzeichneten im vergangenen Quartal einen besonders starken Renditeanstieg. Haupttreiber waren politische Unsicherheiten rund um die Umsetzung des Haushaltsplans, das Scheitern der Vertrauensabstimmung sowie die Herabstufung des französischen Kreditratings. Ministerpräsident Bayrou trat aufgrund seines umstrittenen Plans zur Reduzierung des Haushaltsdefizits zurück. Sein Nachfolger steht ebenfalls vor erheblichen Schwierigkeiten einen Haushalt durch das Parlament zu bringen. Es ist zu erwarten, dass eine Einigung mit den Sozialisten angestrebt wird. Der Spielraum für einen Kompromiss ist jedoch gering und dürfte wohl nur um den Preis eines Verzichts auf strikte fiskalische Konsolidierung möglich sein.

Die politischen Spannungen spiegeln sich deutlich am Anleihemarkt wider. Der Renditeabstand zwischen französischen und deutschen zehnjährigen Staatsanleihen weitete sich merklich aus. Bemerkenswert ist zudem, dass seit Mitte August Frankreich für zehnjährige Anleihen höhere Zinsen zahlt als Griechenland.

Die Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen stiegen zunächst an, gaben im weiteren Verlauf des Quartals jedoch wieder nach. Ausschlaggebend dafür waren die Zinssenkung im September sowie die Aussicht auf weitere geldpolitische Lockerungen. Ein wesentlicher Faktor, der die Entscheidung der Fed Richtung Zinssenkung begünstigte, war die zunehmende Schwäche am Arbeitsmarkt. So fiel der jüngste Arbeitsmarktbericht deutlich schlechter aus als erwartet. Die Kombination aus schwächeren US-Arbeitsmarktdaten und der Aussicht auf weitere Zinssenkungen löste schließlich eine kleine Rallye am US-Rentenmarkt aus (vgl. Abbildung 3).

Unternehmensanleihen sowohl aus dem Investment als auch aus dem High Yield-Bereich entwickelten sich dieses Quartal wiederholt positiv.

Abbildung 3

Rentenmarktpformance seit Quartalsbeginn in Lokalwährung (in %), Total Return

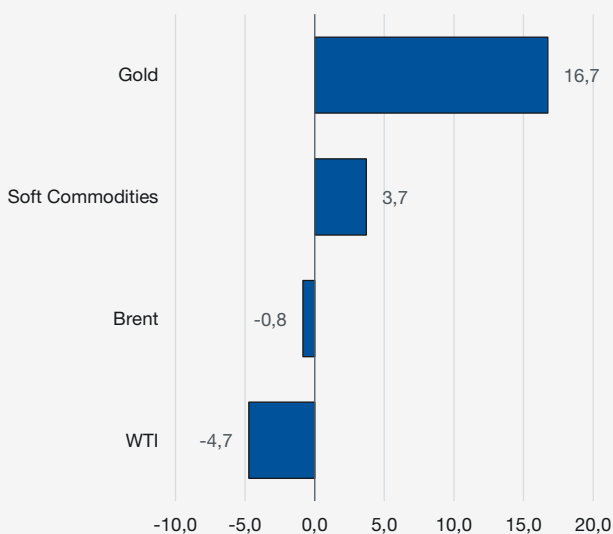
Stand: 30. September 2025. Quelle: LSEG Datastream

Gold: der sichere Hafen

An den Rohstoffmärkten zeigte sich im vergangenen Quartal ein gemischtes Bild (vgl. Abbildungen 4 und 5). Gold bewegte sich nach seinem Rekordhoch im April zunächst seitwärts, da sich das Anlegerinteresse teilweise auf die sich erholenden US-Aktienmärkte verlagerte. Ende August setzte jedoch ein erneuter Aufwärtstrend ein, gestützt durch die wachsende Nachfrage nach einem sicheren Hafen. Treibende Faktoren waren die Unsicherheiten im Zusammenhang mit der US-Zollpolitik, die weltweit steigende Staatsverschuldung sowie Bedenken hinsichtlich der Unabhängigkeit der US-Notenbank.

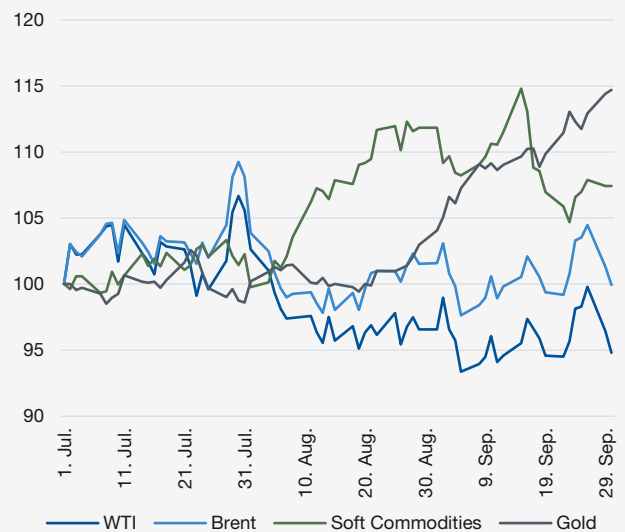
Öl verzeichnete im vergangenen Quartal fallende Preise, unterbrochen lediglich von einem kurzfristigen Anstieg infolge der Spannungen im Nahen Osten. Das Angebot blieb reichlich, da OPEC+ ihre freiwilligen Förderkürzungen zurücknahm und die Produktion außerhalb des Kartells auf hohem Niveau verharrte. Gleichzeitig wurden die globalen Prognosen für die Ölnachfrage nach unten revidiert.

Abbildung 4

Rohstoffmarktpformance seit Quartalsbeginn in US-Dollar (in %)

Stand: 30. September 2025. Quelle: LSEG Datastream

Abbildung 5

Rohstoffmarktpformance seit Quartalsbeginn in US-Dollar (in %)

Stand: 30. September 2025. Quelle: LSEG Datastream

US-Dollar weiter auf Talfahrt

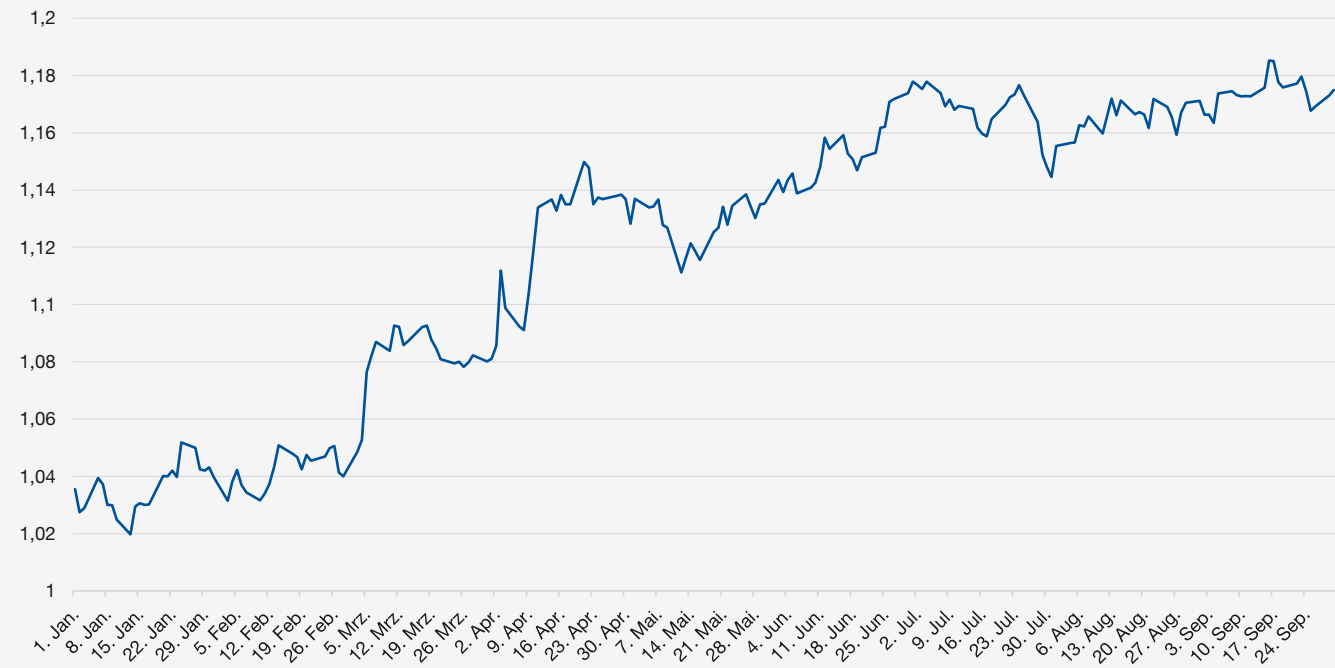
Der Dollar-Euro-Kurs verlief sehr volatil (vgl. Abbildung 6). Die Zollpolitik der USA hat das Vertrauen der Anleger in auf US-Dollar lautende Vermögenswerte spürbar erschüttert und eine Kapitalverlagerung hin zum Euro, zu anderen Währungen sowie zu Gold ausgelöst. Zusätzlichen Druck auf den Dollar üben die anhaltenden fiskalischen Probleme aus: Steigende Haushaltsdefizite, politische Unsicherheiten und der Government Shutdown zum Quartalsende haben das Vertrauen in die US-Währung weiter untergraben. Gleichzeitig wurde der Ausblick für das US-Wirtschaftswachstum leicht nach unten korrigiert. Dies

befeuerte Spekulationen über weitere Zinssenkungen der US-Notenbank und belastete den Dollar zusätzlich.

Demgegenüber präsentiert sich die Eurozone derzeit in einem günstigeren Licht. Gestützt durch höhere Staatsausgaben und bevorstehende umfangreiche Investitionen in die Infrastruktur haben sich die wirtschaftlichen Perspektiven etwas aufgehellt. Diese positive Dynamik verlieh dem Euro gegenüber dem US-Dollar zusätzlichen Auftrieb.

Abbildung 6

US-Dollar pro Euro



Stand: 30. September 2025. Quelle: LSEG Datastream

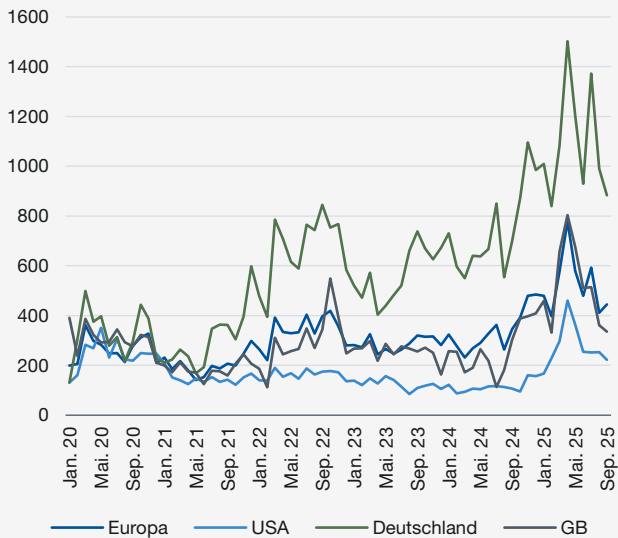
Marktausblick

Die Weltwirtschaft befindet sich weiterhin in einer Phase erhöhter Turbulenzen, geprägt von Deglobalisierungstendenzen und zunehmenden geopolitischen Risiken (vgl. Abbildung 7, 8 und 9).

Diese Entwicklungen stellen Volkswirtschaften, Unternehmen und private Haushalte gleichermaßen vor erhebliche Herausforderungen.

Abbildung 7

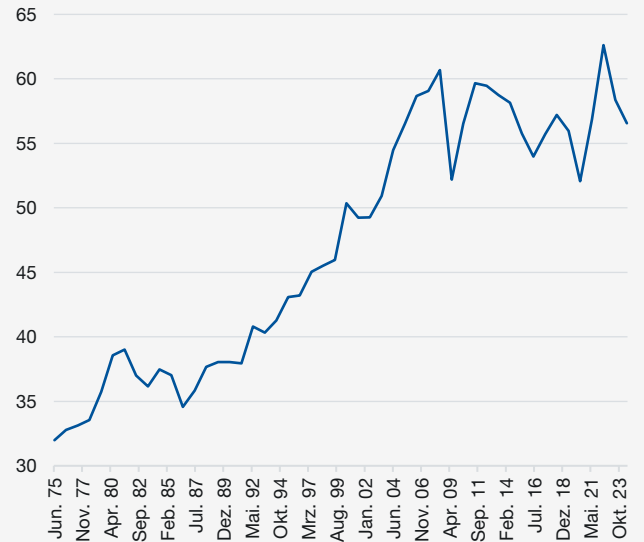
Index für wirtschaftspolitische Unsicherheit



Stand: 30. September 2025. Quelle: LSEG Daastram

Abbildung 8

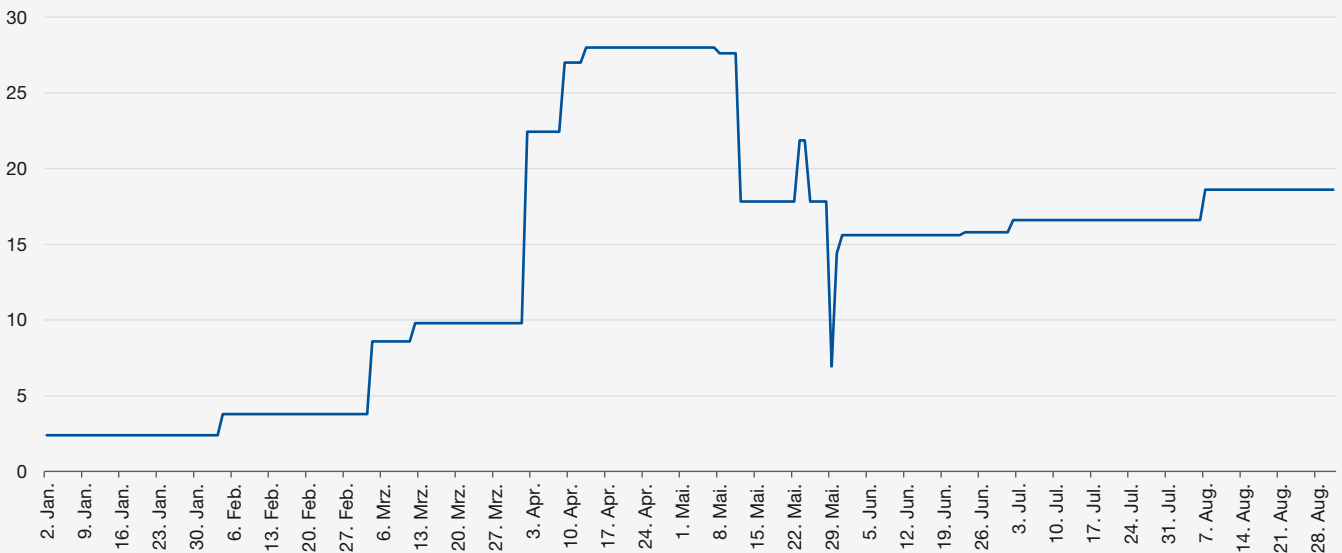
Anteil des Welthandels am BIP



Stand: 30. September 2025. Quelle: LSEG Datastream

Abbildung 9

Durchschnittlicher effektiver US-Zollsatz seit dem 1. Januar 2025 (in % der Warenimporte)



Stand: 30. September 2025. Quelle: LSEG Datastream

Gleichwohl hat sich der globale Ausblick seit dem letzten Quartal leicht aufgehellt: Niedriger ausfallende US-Zölle haben dazu

beigetragen, die Unsicherheit etwas zu verringern und die Wachstumsperspektiven zu stabilisieren.

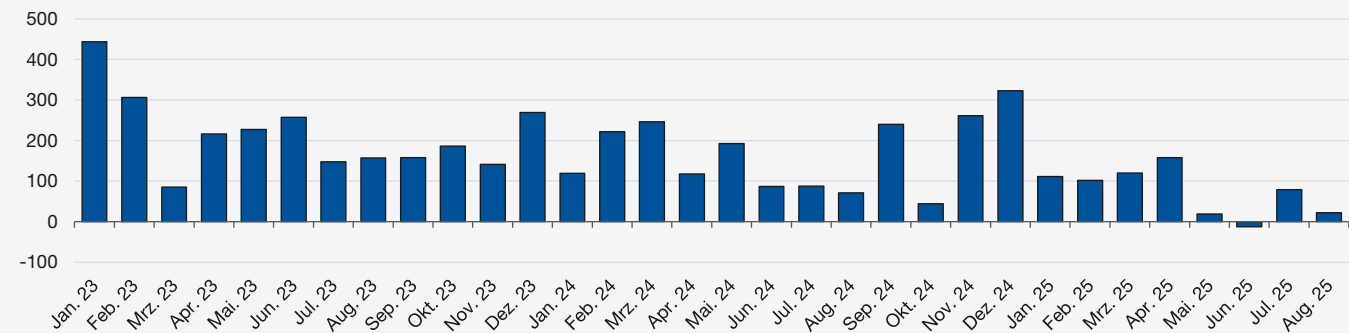
Leicht positiver Ausblick für die USA, trotz zahlreicher Herausforderungen

Für die USA bleibt der wirtschaftliche Ausblick trotz signifikanter Herausforderungen insgesamt verhalten positiv. Eine Rezession ist derzeit nicht in Sicht, auch wenn die Handelskonflikte und rückläufige Realeinkommen die konjunkturelle Dynamik dämpfen und das Konsumentenvertrauen senken. Der Arbeitsmarkt präsentiert sich auf den ersten Blick stabil, die Arbeitslosenquote ist niedrig, doch im Hintergrund treten strukturelle Schwächen zutage. So liegt der Zuwachs an neuen Arbeitsplätzen auf einem historisch niedrigen Niveau (vgl. Abbildung 9), was auf eine sinkende Nachfrage nach Arbeitskräften hinweist. Gleichzeitig nimmt jedoch auch das Arbeitsangebot ab. Die Verschärfung der

Einwanderungspolitik, einschließlich massenhafter Abschiebungen, könnte den Zugang zu Arbeitskräften in Schlüsselbranchen erschweren. Dies würde nicht nur die Kosten für Unternehmen erhöhen, sondern auch die Produktivität belasten. Dass die sinkende Nachfrage nach Arbeitskräften mit einem rückläufigen Arbeitsangebot einhergeht, könnte aber dazu beitragen, dass sich der Arbeitsmarkt mittelfristig von selbst in ein neues Gleichgewicht bewegt.

Abbildung 10

US-Payrolls



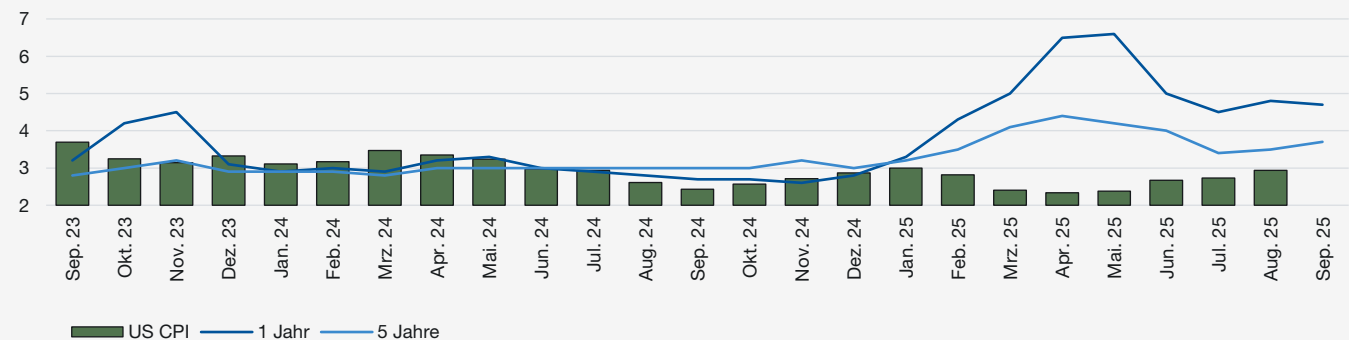
Stand: 30. September 2025. Quelle: LSEG Datastream

Die Inflation dürfte sich, getrieben durch höhere Handelszölle und ein schrumpfendes Arbeitskräfteangebot infolge restriktiverer Migrationspolitik, weiter beschleunigen (vgl. Abbildung 10). Zwar hat die US-Notenbank im September erste Schritte zur Stabilisierung der Wirtschaft und des Arbeitsmarktes unternommen, doch der Spielraum für weitere geldpolitische Lockerungen bleibt angesichts des Inflationsdrucks begrenzt, sofern nicht ein deutlicher wirtschaftlicher Abschwung eintritt.

Hinzu kommt ein potenzielles Risiko für die langfristige Unabhängigkeit der Federal Reserve. Der politische Druck seitens der Regierung verdeutlicht das aktuelle Spannungsverhältnis zwischen geldpolitischer Unabhängigkeit und politischer Einflussnahme.

Abbildung 11

Median US-Inflationserwartungen (University of Michigan Consumer Study)



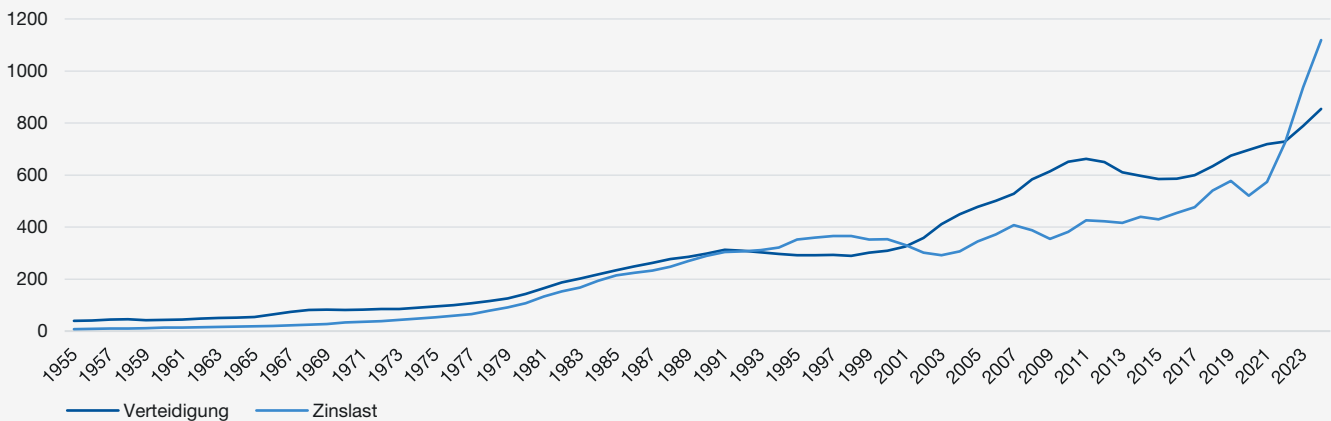
Stand: 30. September 2025. Quelle: LSEG Datastream

Eine weitere Belastung stellt die stetig wachsende Staatsverschuldung dar, die seit der globalen Finanzkrise kontinuierlich zugenommen hat und die Zinslast enorm erhöht hat (vgl. Abbildung 12). Zwar sorgen Maßnahmen wie der „One Big Beautiful Bill Act“ für wirtschaftliche Impulse, doch das Haushaltsdefizit wird dadurch weiter ansteigen. Die Strategien der US-Regierung, die Einnahmen des Staates zu erhöhen, darunter die erhöhten Zolleinnahmen, Kostensenkungsprogramme wie das DOGE-Programm und die

Forderung nach niedrigeren Zinsen, könnten die Lage etwas entschärfen, eine nachhaltige Lösung ist jedoch fraglich. Dank des Status des US-Dollars als globale Reservewährung und des weiterhin bestehenden, wenn auch aufgrund der politischen Lage etwas geschwächten Anlegervertrauens, ist eine akute Staatsschuldenkrise kurz- bis mittelfristig dennoch nicht zu erwarten.

Abbildung 12

US-Staatsausgaben für Verteidigung und Zinslast (in Mrd. US-Dollar)



Stand: 30. September 2025. Quelle: LSEG Datastream

Der aktuelle Investitionsboom in Künstliche Intelligenz wirkt sich langfristig positiv auf die US-Wirtschaft aus, wobei die USA in diesem Zukunftsfeld eine führende Position innehaben.

Wir gehen davon aus, dass das Produktivitätswachstum in den USA daher weiterhin deutlich stärker sein wird als in anderen Ländern.

Europa beweist Widerstandskraft im globalen Gegenwind

In den vergangenen Jahren hat die europäische Wirtschaft ihre bemerkenswerte Widerstandsfähigkeit unter Beweis gestellt und selbst erhebliche externe Belastungen, von Energiepreisschocks über straffere geldpolitische Rahmenbedingungen bis hin zu höheren Handelszöllen, ohne signifikanten wirtschaftlichen Rückgang abgefedert.

Zwar war das zweite Quartal von einer Wachstumsabschwächung geprägt, doch die Aussichten bleiben stabil. Unterstützung erhält die Konjunktur gleich durch mehrere Faktoren: die Einführung des deutschen Fiskalpakets, eine abnehmende Handelsunsicherheit sowie die verzögerten positiven Effekte der geldpolitischen Lockerungen.

Auch die Inflationsentwicklung in der Eurozone fällt im internationalen Vergleich günstig aus. Während die Teuerung in den USA und Großbritannien hartnäckig hoch bleibt, wird in Europa zeitweise sogar eine Unterschreitung des Inflationsziels erwartet. Die EZB sieht aber dennoch derzeit wenig Spielraum für weitere Zinssenkungen, es sei denn, die gesamtwirtschaftliche Lage verschlechtert sich merklich.

Trotz der vielen positiven Faktoren steht die europäische Wirtschaft vor einer Reihe von Hindernissen. Der Abschluss der Zollverhandlungen mit den USA hat zwar die Planungsunsicherheit für Unternehmen verringert, doch die Einführung von 15 %-Zöllen bleibt eine spürbare Belastung. Während US-Importeure zunächst die direkten Kosten tragen, verteilt sich die wirtschaftliche Hauptlast letztlich sowohl auf US-Verbraucher als auch auf europäische Unternehmen. Für Exporteure in der Eurozone bedeutet dies die Herausforderung, ihre Preisstrategien anzupassen, um die Wettbewerbsfähigkeit zu sichern, während US-Importeure einen Großteil der Zusatzkosten an die Endkunden weitergeben.

Eine zusätzliche Belastung stellt der starke Euro dar. Europäische Unternehmen erzielen einen großen Teil ihrer Umsätze im Ausland, wobei fast die Hälfte aus den USA stammt. Ein stärkerer Euro verteuert europäische Exporte, mindert die Wettbewerbsfähigkeit und kann somit zu geringeren Umsätzen und Gewinnen führen.

Auch langfristig bestehen erhebliche Risiken. Europas technologische Entwicklung hinkt den Fortschritten in den

USA und China deutlich hinterher, insbesondere im Bereich der künstlichen Intelligenz. Dies könnte das Wachstumspotenzial der Region auf Dauer begrenzen und den Wachstumsabstand zu den beiden vergrößern.

Hinzu kommt die angespannte fiskalische Lage einiger Mitgliedsstaaten. Vor allem Frankreich kämpft mit hohen Defiziten

und politischer Unsicherheit. Die anhaltenden Schwierigkeiten bei der Haushaltskonsolidierung könnten die Stabilität der europäischen Finanzmärkte auf Dauer belasten.

Was bedeutet das alles für die Kapitalmärkte?

Die Vielzahl an handelspolitischen und geopolitischen Unsicherheiten dürfte auch künftig für erhöhte Volatilität an den Kapitalmärkten sorgen. Dennoch bleiben wir für Aktien insgesamt positiv gestimmt, auch wenn es nach der starken Rallye der vergangenen Monate schwerfällt, mit weiteren deutlichen Kursgewinnen zu rechnen.

Das Thema Künstliche Intelligenz wird voraussichtlich auch in den kommenden Quartalen das dominierende Anlagethema bleiben. Besonders US-amerikanische und chinesische Aktien profitieren von diesem Trend, da der massive Ausbau im Bereich KI branchenübergreifend wirtschaftliche Strukturen verändert und so zu Produktivitätsgewinnen führt. Bei allem Optimismus und starkem Kapitalzufluss gilt es jedoch, die Risiken im Blick zu behalten (entscheidend für den zukünftigen KI-Erfolg wird die Monetarisierung dieser Investitionen sein). Für Euro-Investoren stellt sich zudem die Frage, ob eine mögliche weitere Abwertung des US-Dollars potenzielle Gewinne aus US-Aktien schmälern oder sogar vollständig neutralisieren könnte.

Europa liegt bei der KI-Entwicklung zwar deutlich hinter den USA und China zurück, zeigt jedoch positive Dynamiken. Die Inflation ist eingedämmt, Unternehmensberichte fallen solide aus und europäische Aktien sind im Vergleich zu US-Titeln deutlich günstiger bewertet. Gleichwohl bestehen Herausforderungen, etwa durch Zölle, den starken Euro (für Exportunternehmen) und den zunehmenden Wettbewerbsdruck aus Asien. Ein Fokus auf Qualität erscheint daher sinnvoll.

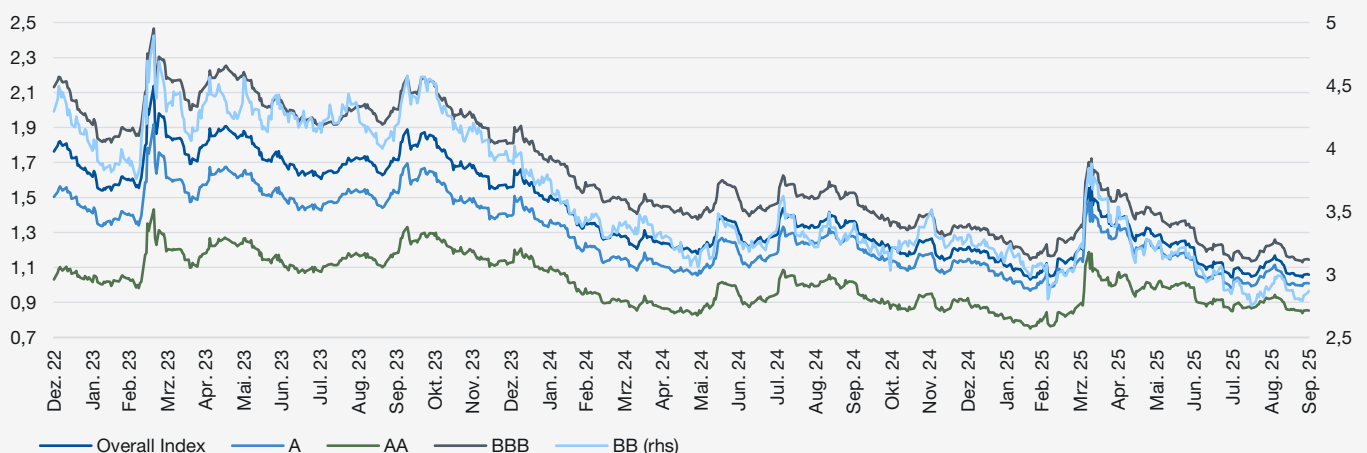
Schwellenländeraktien bieten derzeit ebenfalls interessante Chancen. Sie profitieren von der relativen Schwäche des US-Dollars, dynamischem Wirtschaftswachstum und einer zunehmenden Diversifizierung in zukunftsorientierte Sektoren wie Technologie und Dienstleistungen. Hinzu kommen attraktive Bewertungen, steigende Eigenkapitalrenditen und ein wachsendes Gewinnpotenzial. Dennoch sollten Anleger auch hier die Risiken nicht aus den Augen verlieren, darunter geopolitische Spannungen, Zollbelastungen sowie makroökonomische Unsicherheiten, insbesondere in China, wo das Wachstum hinter den Erwartungen zurückbleibt und der Immobiliensektor nach wie vor unter Druck steht.

Unser Ausblick für die Rentenmärkte bleibt selektiv optimistisch. Die Risikoprämien bei europäischen Unternehmensanleihen sind derzeit oft gering (vgl. Abbildung 13), was die Attraktivität dieser Anlageklasse einschränkt. Mit Creditspreads auf Engständen wächst die Sorge vor möglichen wirtschaftlichen Abwärtsrisiken.

Besonders interessant erscheinen uns in dieser Gemengelage nordische Anleihen sowohl im Investment Grade als auch im High Yield-Segment. Die Kombination aus stabilen Volkswirtschaften und attraktiven Renditen stimmt uns hier zuversichtlich.

Abbildung 13

Risikoprämien gegenüber 5-jährigen Bund



Stand: 30. September 2025. Quelle: LSEG Datastream

Wichtige Informationen

Dies ist eine Marketing-Unterlage
Dieses Dokument gibt die Ansicht von Lazard Asset Management LLC, Lazard Frères Gestion oder verbundener Unternehmen („Lazard“) wieder und beruht auf Informationen, die zum Zeitpunkt der Veröffentlichung als verlässlich eingeschätzt wurden. Es kann jedoch keine Zusicherung gegeben werden, dass geäußerte Prognosen oder Annahmen tatsächlich eintreten.

Dieses Dokument wird von Lazard Asset Management LLC, Lazard Frères Gestion oder verbundenen Unternehmen („Lazard“) ausschließlich für informative Zwecke zur Verfügung gestellt. Keine Aussage in diesem Dokument stellt eine Anlageberatung oder eine Empfehlung zum Handeln eines Wertpapiers, Derivates, Sachwertes, sonstigen Vermögenswertes oder einer Investmentdienstleistung dar.

Anlagen in Wertpapiere, Derivaten und Sachwerten enthalten Risiken, die sich unter anderem in Preisschwankungen äußern und zu Verlusten führen können. Bestimmte Vermögenswerte, die in Lazards

Portfolios gehalten werden, insbesondere im Falle sogenannter Alternativer Investmentfonds, enthalten höhere Risiken, und die Wertschwankungen können größer ausfallen als bei anderen Vermögenswerten. Dementsprechend können einzelne Vermögenswerte nur an weniger liquiden oder effizienten Märkten gehandelt werden, was die Wertentwicklung der Portfolios negativ beeinflussen kann.
Die vergangene Wertentwicklung erlaubt keine Prognose der zukünftigen Wertentwicklung. Alle Ansichten, die hier geäußert wurden, können sich jederzeit ändern und von denen anderer Mitarbeiter von Lazard abweichen.
Dieses Dokument darf nur durch Personen zur Kenntnis genommen werden, die sich in einem Land aufhalten, in welchem die Verbreitung dieses Dokuments im Einklang mit dem örtlichen Recht zulässig ist und im Einklang steht mit den von Lazard gehaltenen lokalen Registrierungen. Bitte informieren Sie sich auf www.lazardassetmanagement.com über die jeweiligen Gesellschaften der Lazard Gruppe, die dieses Dokument herausgegeben haben und den Umfang der jeweiligen erlaubten Tätigkeiten.

LR37306