

Weit sicht

Vol. 08

- 3 Editorial
- 4 Konjunktur
US-Shutdown-Rekord: Ausnahmezustand oder neue Normalität?
- 6 Aktien
KI-Boom: Zukunftschance oder Übertreibung?
- 8 Anleihen
Die Fed im Datennebel
- 10 Rohstoffe
Gold – von einem Rekordhoch zum nächsten?
- 12 Basisszenario
Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds in den nächsten drei bis sechs Monaten
- 13 Marktmeinung
Einschätzung des Wirtschaftswachstums (BIP, Inflation)
- 14 Marktmeinung
Einschätzung der Konjunkturdynamik
- 15 Marktmeinung
Zins- und Währungsausblick
- 16 Marktmeinung
Einschätzung der Aktien- und Rohstoffsegmente
- 18 Strategien
Kapitalmarktview – Positionierung
- 21 Erläuterungen
- 23 Rechtliche Hinweise
- 24 Impressum

Hinweis

Die in dieser Publikation verwendeten Fach- und Finanzbegriffe werden in den Erläuterungen ab Seite 21 ausführlich erklärt.

Sehr geehrte Leserin, sehr geehrter Leser,

die US-Politik bleibt weiterhin turbulent – während im Handelskonflikt weitere bilaterale Einigungen erreicht werden konnten, hat uns zuletzt der Government Shutdown in Rekordlänge beschäftigt. Trotz einer ersten Einigung zwischen Demokraten und Republikanern läuft der Übergangshaushalt bereits im Januar wieder aus und erneute Gespräche sind notwendig. Die politischen Entwicklungen in den USA scheinen uns demnach auch im nächsten Jahr auf Trab zu halten.

Die Weltwirtschaft hat die verschiedensten Störfaktoren allerdings gut weggesteckt und sich besser als erwartet entwickelt. Eine moderate Inflation hat dazu beigetragen, dass die Notenbanken Fed und EZB ihre Geldpolitik 2025 expansiver ausrichten konnten, in den USA werden für 2026 weitere Zinssenkungen erwartet. Die internationalen Aktienmärkte feiern das aktuelle Wirtschaftsumfeld und die Unterstützung der Notenbanken, etablierte Aktienindizes erreichten neue Allzeithochs. Im Fokus bleibt weiterhin das KI-Thema. Ob es sich hier bereits um eine Blasenbildung handelt oder die Entwicklung in der BTV nach wie vor als gesund beurteilt wird, lesen Sie im Kapitel Aktien.

Unter den Rohstoffen sticht vor allem Gold ins Auge, das sich von einem Hoch zum nächsten hantelt. Das gelbe Edelmetall ist so gefragt wie noch nie – kann dieser Trend anhalten oder ist es Zeit, in andere Edelmetalle zu investieren?

Antworten auf diese Fragen lesen Sie in dieser Ausgabe des BTV ANLAGEKOMPASS. Zusätzlich dazu finden Sie auch wieder einen Auszug aus unserer Marktmeinung – interessant nicht nur für Investor*innen, sondern auch für Unternehmer*innen.

Wir wünschen Ihnen eine spannende Lektüre.

Ihr BTV Asset Management

US-Shutdown-Rekord: Ausnahmezustand oder neue Normalität?

Mit dem vergangenen Shutdown erlebten die USA einen historischen Stillstand. Die Blockade im Haushaltsstreit hat nicht nur die Verwaltung lahmgelegt, sondern auch eine neue Rekordmarke gesetzt.

US-Shutdown – der längste Regierungsstillstand der Geschichte

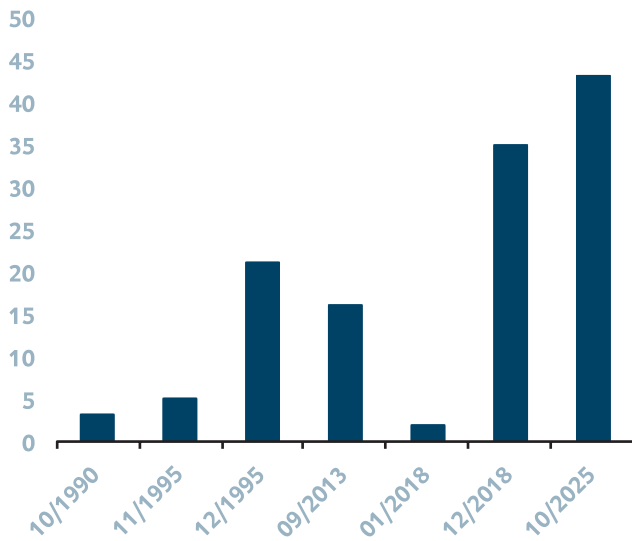
Der „Government Shutdown“ in den USA ist ein wiederkehrendes Ereignis, das immer dann eintritt, wenn sich Kongress und Präsident nicht rechtzeitig auf einen neuen Haushaltsplan einigen können. Gesetzlich vorgeschrieben ist, dass zu Beginn des neuen Haushaltsjahres am 1. Oktober ein verabschiedeter Haushalt vorliegen muss. Gelingt dies nicht, werden zahlreiche Behörden geschlossen, staatliche Dienstleistungen eingeschränkt und Hunderttausende Bundesangestellte entweder beurlaubt oder für die Arbeit nicht entlohnt. Wie die Grafik zeigt, kam es auch in der Vergangenheit immer wieder zu solchen Stillständen. In diesem Jahr begann der Shutdown am 1. Oktober und dauerte insgesamt 43 Tage – so lange wie nie zuvor.

Hauptstreitpunkt zwischen Demokraten und Republikanern war erneut die Gesundheitsversorgung: Während die Demokraten zusätzliche Mittel für sozial Bedürftige forderten, beharrten die Republikaner auf einer Verschiebung der Entscheidung.

Nach langen Verhandlungen konnte schließlich ein Übergangsbudget verabschiedet werden, das die Finanzierung der Regierungsausgaben zumindest bis Ende Januar sichert. Der vereinbarte Übergangshaushalt gilt als Notlösung, um die Blockade der Staatsfinanzen kurzfristig zu überwinden. Im neuen Jahr stehen jedoch bereits die nächsten Gespräche an. Das Ereignis zeigt, wie schnell politische Konflikte weitreichende Folgen haben können.

Längster Government Shutdown in der Geschichte

Anzahl Tage



■ Dauer US-Government Shutdown

Quelle: Bloomberg; Stand 27.11.2025

US-Arbeitsmarktdaten: Erholung mit Fragezeichen

Nach dem Ende des 43-tägigen Shutdowns wurden die offiziellen US-Arbeitsmarktdaten für September veröffentlicht. Es wurden mehr neue Stellen geschaffen als erwartet. Dennoch ist die Arbeitslosenquote gestiegen, weil mehr Menschen aktiv nach Arbeit suchen und sich am Arbeitsmarkt beteiligen. Die Stimmung der Verbraucher*innen bleibt zurückhaltend: Der lange Regierungsstillstand, die weiterhin hohen Preise und die gestiegene Arbeitslosigkeit sorgen für Unsicherheit. Für Oktober gibt es erstmals in der Geschichte keine offiziellen Arbeitsmarktdaten, da die Haushaltsbefragung wegen fehlender Finanzmittel nicht durchgeführt werden konnte. Die Zahlen für Oktober und November sollen nun gemeinsam im Dezember veröffentlicht werden. Dieser Bericht ist besonders wichtig, weil er die aktuellsten Informationen vor der nächsten Zinsentscheidung der US-Notenbank Fed liefert. In der BTV gehen wir davon aus, dass sich der Arbeitsmarkt weiterhin etwas abkühlt, wodurch auch die Inflation zurückgedrängt wird. Die US-Rezessionsrisiken beurteilen wir damit als sehr gering, wir sehen aber auch keine Überhitzungstendenzen durch eine anziehende Inflation. Dies dürfte der US-Notenbank Fed die Möglichkeit verleihen, weitere Zinssenkungen durchzuführen.

KI-Boom: Zukunftschance oder Übertreibung?

Die globalen Aktienmärkte legten seit dem Abverkauf im April eine starke Rallye aufs Parkett. Auch wenn die Konjunkturentwicklung und die Unternehmensgewinne den Aktienmarkt auf breiter Basis stützten, hat der US-Tech-Sektor weiterhin die Nase vorn. Ängste vor einer Blase haben zugenommen. In der BTV sehen wir den Risiken ins Auge, können aber aktuell keine Blasenbildung erkennen.

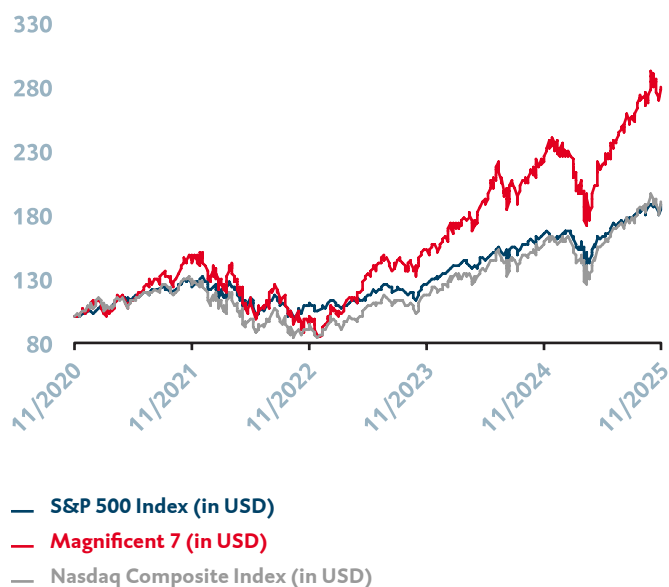
Ist die KI-Rallye zu weit gelaufen?

Seit dem Abverkauf im April 2025 ließ sich eine starke Rallye an den globalen Aktienmärkten beobachten, die ohne Verschnaufpause verlief. Besonders stark haben sich hierbei US-Tech-Unternehmen, allen voran die sogenannten Magnificent 7, entwickelt. Schnelle Entwicklungen und hohe Erwartungen im Bereich der künstlichen Intelligenz haben nicht nur Unternehmensgewinne nach oben getrieben, sondern auch Erwartungen und Kursstände. Seit dem Tiefststand im April steht der Nasdaq Composite Ende November knapp 50 % im Plus und die Magnificent 7 konnten sogar um 60 % zulegen (siehe Grafik). Der Anteil dieser sieben großkapitalisierten Tech-Konzerne am S&P 500 ist zuletzt weiter angestiegen und beträgt mittlerweile über 35 %. Auch die Vernetzung unter den Unternehmen ist angestiegen.

Damit stellen sich Investor*innen die Frage, wie weit die Rallye noch laufen kann und ob es sich bereits um eine Blasenbildung handelt. In der BTV bleibt unser Ausblick auf Aktien positiv und eine KI-Blase sehen wir ebenfalls nicht. Temporäre Kursrücksetzer sind dennoch nicht ausgeschlossen, gelten aber als von zyklischer Natur und stärken die Marktgesundheit. Bei einem positiven Ausblick können Rücksetzer sogar für Zukäufe genutzt werden.

Magnificent 7 auch 2025 mit starker Performance

Indiziert



Quelle: Bloomberg; Stand 27.11.2025

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen.

Umfeld für Aktien bleibt positiv

In der BTV blicken wir trotz bestehender Risiken weiterhin optimistisch auf den globalen Aktienmarkt. Der Hauptgrund hierfür ist die Erwartung einer weiterhin stabilen Konjunkturerwicklung bei moderater Inflation. In diesem Jahr zeigte sich die Weltwirtschaft trotz diverser Turbulenzen wie geopolitischen Konflikten, der unklaren US-Handelspolitik oder Chinas Wachstumsschwäche robust. Dies dürfte sich auch so fortsetzen, ohne dass es zu einer Rezession oder zu einer Überhitzung der Wachstumsdynamik kommt. Damit sollte die Inflation auf moderaten Niveaus bleiben, was der US-Notenbank Fed wiederum Spielraum für weitere konjunkturstimulierende Zinssenkungen gibt. Gezielte fiskalpolitische Impulse werden die Wirtschaftsentwicklung in den USA und in Europa nach BTV Einschätzung zusätzlich unterstützen.

Die Unternehmensgewinne – der zentrale Treiber für Aktienkurse – haben sich in den ersten drei Quartalen des Jahres ebenso gut entwickelt. Vor allem in den USA konnten die Erwartungen deutlich übertroffen werden. Interessant ist, dass die positive Entwicklung nicht von einzelnen Sektoren getrieben wurde, sondern in der Breite stattfand. Die Gewinnerwartungen für die Folgequartale haben weiter angezogen und auch in der BTV rechnen wir mit einer Fortsetzung dieser positiven Dynamik.

Als größtes Risiko für unseren positiven Ausblick gilt eine starke Abkühlung am US-Arbeitsmarkt, worunter das US-Wirtschaftswachstum und die Unternehmensgewinne leiden würden. Weiters könnten Enttäuschungen rund um das Thema künstliche Intelligenz den Ausblick trüben, insbesondere weil die Erwartungen sehr hoch sind und dies auch die Bewertungen nach oben gedrückt hat.

Keine KI-Blase in Sicht – Risiken aber vorhanden

Das größte Enttäuschungspotenzial der künstlichen Intelligenz besteht hinsichtlich ihres Potenzials, was dazu führen würde, dass das Trendwachstum und die Unternehmensgewinne nicht so stark ansteigen wie erwartet. Das würde schließlich auch bedeuten, dass sich die aktuell getätigten Investitionen der großen Tech-Konzerne als nicht gerechtfertigt herausstellen. Die verstärkte Vernetzung der Konzerne durch zunehmende gegenseitige Beteiligungen und Finanzierungen hat zuletzt für Aufruhr gesorgt. Unter Anleger*innen wird aktuell aber vor allem die hohe Bewertung von US-Tech-Titeln diskutiert. Durch den aktuell vorherrschenden Optimismus sind bereits hohe zukünftige Gewinne am Markt eingepreist, wodurch auch das Enttäuschungspotenzial bei geringem Verfehlen der Erwartungen angestiegen ist. Nicht jeder Kurszuwachs spiegelt tatsächlich den Wertzuwachs eines Unternehmens wider. Dennoch sehen wir in der BTV keine Blasenbildung. Zum einen liegt die aktuelle Bewertung des US-Tech-Sektors deutlich unter den Extremwerten der 90er-Jahre, zum anderen bewegt sich die Bewertung anderer Regionen und Sektoren im Durchschnitt. Die höhere Bewertung des US-Tech-Sektors sehen wir als gerechtfertigt an, da die führenden Unternehmen dieser Branche hochprofitabel sind, über solide Margen und Cashflows verfügen sowie eine geringe Verschuldung aufweisen. Die Rallye wird demnach überwiegend durch hohe Gewinnsteigerungen und weniger durch die höheren Bewertungen getragen. Dennoch gilt es hier, selektiv zu bleiben und vor einem Investment das Unternehmen genau zu prüfen. Im BTV Asset Management wird das aktuelle Übergewicht in Aktien beibehalten.

Die Fed im Datennebel

Fehlende US-Konjunkturdaten und die Uneinigkeit unter den Notenbankern lässt Marktakteure im Unklaren darüber, wie viele Zinssenkungen die Fed noch anstrebt. Dafür lässt uns Fed-Chef Jerome Powell wissen: Liquidität soll bereitgestellt werden, vielleicht sogar mit neuen Anleihekäufen im neuen Jahr.

Fed-Zinsentscheidung ohne Konjunkturdaten

Wie viele Zinssenkungen die Fed noch plant, bleibt unklar, nachdem das Zielband für den Leitzins in der Zinssitzung im Oktober um weitere 25 Basispunkte auf 3,75 % bis 4,00 % gesenkt wurde. Notenbankchef Powell betonte, dass die Meinungen innerhalb des Federal Open Market Committee (FOMC) sehr unterschiedlich ausfallen und daher weiterhin datenabhängig entschieden werden muss. Aktuell ist dies aber nicht einfach, da aufgrund des 43-tägigen Government Shutdowns zwischen 1. Oktober und 12. November von den Bundesbehörden keine Konjunkturdaten erhoben und veröffentlicht wurden. Die Fed tappt daher im Dunkeln, wie es um Inflation und um den Arbeitsmarkt steht, die

wichtigsten wegweisenden Konjunkturdaten für die Notenbanker. Das starke Wachstum und die erhöhte Inflation stimmen die Notenbanker neben dem Datenmangel hinsichtlich weiterer Zinssenkungen vorsichtig. Der neutrale Zinssatz, der weder konjunkturstimulierend noch -hemmend wirkt, liegt laut Expert*innen zwischen 3 % und 4 %. Demnach gilt die aktuelle Geldpolitik der Fed höchstens noch als leicht restriktiv. Die Unsicherheit hinsichtlich der US-Geldpolitik spiegelt sich auch in den Markterwartungen wider, die je nach Datenlage und Fed-Statements stark schwanken. In der BTV erwarten wir bis Ende 2026 ein Zielband für den Leitzins von 3,00 bis 3,25 %.

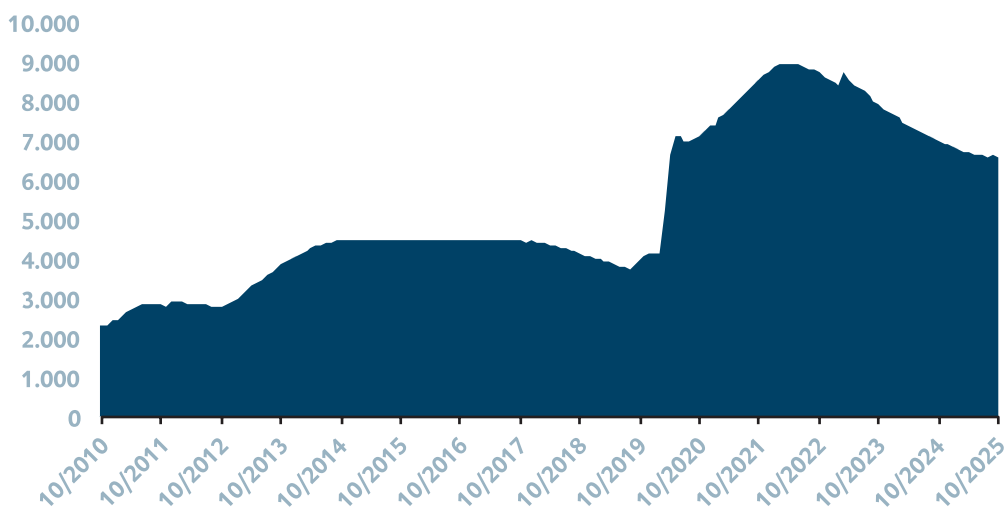
Fed sorgt für Liquidität am Anleihemarkt

Mit 1. Dezember hat die US-Notenbank ihr Quantitative-Tightening-Programm beendet, das seit Mitte 2022 für eine abnehmende Bankbilanz gesorgt hat (siehe Grafik). Dies bedeutet, die Bankbilanz wird seit Beginn des Monats nicht mehr weiter abgestockt, sondern konstant gehalten, indem Vermögen aus auslaufenden Anleihen und Kuponzahlungen reinvestiert werden. Die Notenbanker haben bereits angekündigt, dass im neuen Jahr

eine Ausweitung der Bilanz geplant ist. Es soll verstärkt in US-Staatsanleihen mit kurzer Laufzeit investiert werden, um dem Markt Liquidität bereitzustellen. Um die geplanten expansiven fiskalpolitischen Maßnahmen zu finanzieren, wird nächstes Jahr mit einem höheren Angebot an US-Staatsanleihen gerechnet. Wenn die Fed als Käufer kurzlaufender Staatsanleihen am Markt auftritt, ist davon auszugehen, dass der Markt liquide bleibt und stärkere Zinsanstiege vermieden werden können.

Seit 2022 sinkt die Bilanzsumme der US-Notenbank Fed

In Mrd. USD



■ Fed-Bilanzsumme

Quelle: Bloomberg; Stand 27.11.2025

Gold – von einem Rekordhoch zum nächsten?

Der Goldpreis lässt sich nicht stoppen und erklimmt immer neue Höhen. Alleine in diesem Jahr wurde zuerst die 3.000- und dann die 4.000-US-Dollar-Marke geknackt. Wird die Rallye anhalten können oder steht ein Rücksetzer bevor? Können andere Edelmetalle eine Alternative zum Goldinvestment darstellen?

Goldpreis erklimmt neue Höhen

Gold hat in den vergangenen zwei Jahren eine beachtliche Entwicklung durchlaufen und liegt Ende November seit Jahresanfang in US-Dollar ca. 50 % im Plus. Da sich die Preistreiber nicht verändert haben, bleibt unser BTV Goldausblick positiv und wir erwarten weitere Preiszuwächse in 2026. Geopolitische Unsicherheiten, die mangelnde Einschätzbarkeit der US-Politik unter Präsident Donald Trump sowie US-Inflationsrisiken sprechen nach wie vor für das gelbe Edelmetall. Zusätzlich dazu macht die Aussicht auf tiefere US-Leitzinsen das zinslose Gold attraktiver. Es sind allerdings nicht nur private und institutionelle Käufer, die das Edelmetall schätzen, sondern auch Zentralban-

ken, die ihre Goldreserven kontinuierlich erhöhen. Vor allem die Zentralbanken der Schwellenländer sind bestrebt, ihre Goldreserven aufzustocken und gleichzeitig ihre US-Dollar-Reserven zu reduzieren, um sich vom US-Dollar unabhängiger zu machen. Das ist eine Entwicklung, die seit dem Einfrieren russischer Vermögenswerte nach dem Einmarsch Russlands in die Ukraine im Jahr 2022 anhält. Da Zentralbanken in ihrer Kaufentscheidung wenig preissensibel sind, dürften mögliche Goldpreisrücksetzer für Nachkäufe genutzt werden, sodass diese temporärer Natur bleiben. Gold bleibt demnach weiterhin ein attraktiver Portfoliobestandteil und behält seinen Status als „Krisenwährung“.

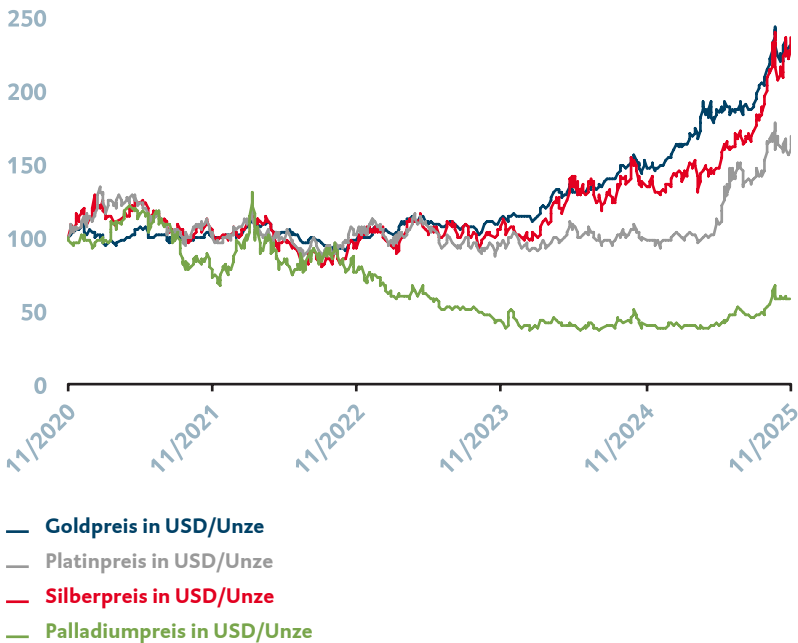
Gold ist einzigartig unter den Edelmetallen

Zu den Edelmetallen gehören neben Gold auch Silber, Platin und Palladium. Alle vier Rohstoffe weisen Edelmetallcharakteristika auf und werden zum Beispiel zu Schmuck oder auch zu Münzen verarbeitet. Dennoch muss hier klar differenziert werden: Der Goldpreis wird zum Großteil von der Investorennachfrage beeinflusst und kaum von der industriellen Nachfrage. Die Rolle als „Krisenwährung“ stammt aus der Vergangenheit, als wichtige Weltwährungen wie einst das britische Pfund oder auch der US-Dollar an den Goldpreis gekoppelt wurden. Gold gilt als begrenzter Rohstoff und ist demnach unabhängig von der Geldpolitik der Zentralbanken und diese Eigenschaft schätzen Investor*innen. Silber hat durch seine Geschichte als Zahlungsmittel bzw. durch

den Silberstandard im 19. Jahrhundert nach Gold noch den stärksten Edelmetallcharakter. Die Silberpreisentwicklung ist damit stark an jene des Goldpreises gekoppelt (siehe Grafik). Silber, Platin und Palladium werden allerdings auch verstärkt in der Industrie eingesetzt und spielen eine wichtige Rolle im Rohstoffbedarf für die Energiewende. Diese drei Edelmetalle können daher auch durch eine starke Nachfrage aus dem Industriesektor profitieren. Gold ist hingegen eben hauptsächlich von der Investorennachfrage getrieben und fungiert im Portfolio als klassisches Edelmetall, das Diversifikation und Absicherung liefern soll. Damit sind andere Edelmetalle keine gute Alternative zu Gold, wenn der Absicherungsgedanke im Vordergrund steht.

Gold als die einzig wahre „Krisenwährung“

Indexiert



Quelle: Bloomberg; Stand 27.11.2025

Entwicklung des wirtschaftlichen Umfelds in den nächsten drei bis sechs Monaten

Positivszenario

- Entspannung im globalen Handelskonflikt mit den USA
- Beginnende Friedensverhandlungen zwischen Russland und der Ukraine

Basisszenario

- Weltwirtschaft leidet unter protektionistischer US-Handelspolitik, zeigt sich aber robust
- Stabiler US-Arbeitsmarkt und eine nicht weiter steigende Inflationsrate ermöglichen tiefere US-Leitzinsen
- Fiskalpolitische Impulse unterstützen Eurozone, Inflationsrisiken haben aufgrund der Wirtschaftsschwäche abgenommen
- Unklare Richtung in US-Politik als Risikofaktor kann zu höherer Volatilität an den Finanzmärkten führen

Negativszenario

- Politische Maßnahmen untergraben die Unabhängigkeit der US-Notenbank
- US-Inflation steigt deutlich an, drückt auf Wirtschaftswachstum und verhindert expansive Geldpolitik der Fed
- Vermehrte Kreditausfälle an den privaten Märkten führen zu einer Negativspirale für Finanzmärkte und Realwirtschaft

Quelle: BTV; Stand November 2025

Einschätzung des Wirtschaftswachstums (BIP, Inflation)



Die Weltwirtschaft dürfte sich auch 2026 resilient zeigen und moderat wachsen. Als größte Unsicherheitsfaktoren gelten weiterhin die US-Politik unter Donald Trump und geopolitische Belange. Konjunkturrisiken bleiben vorhanden, expansive fiskal- und geldpolitische Maßnahmen sollten aber für Unterstützung sorgen.



Die Wirtschaftsleistung der Eurozone pendelt sich auf dem Trendwachstum ein. Schwächelnde Kernländer stehen einer starken Peripherie gegenüber.



Robustes US-Wirtschaftswachstum wird erwartet, Inflationsrisiken bleiben dennoch vorhanden. Eine sprunghafte US-Politik bleibt weiterhin ein Unsicherheitsfaktor.



Probleme am Immobilienmarkt, die hohe Verschuldung und der schwache Inlandskonsum belasten. Fiskalpolitische Maßnahmen sollen unterstützen.



Quellen: Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 01.12.2025. Die BIP-Prognosen werden in den Grafiken in Prozent angegeben.

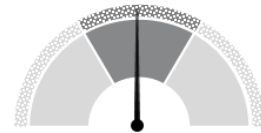
¹ Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 12).

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. 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 des Kapitalmarkts und der Konjunktur nicht im Voraus zu bestimmen sind.

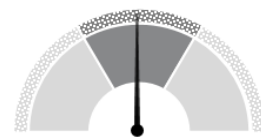
Einschätzung der Konjunkturdynamik¹



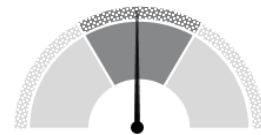
Einsparungen im Staatshaushalt aufgrund eines zu hohen Defizits belasten, ein Defizitverfahren wurde eingeleitet. Ein ausgelasteter Arbeitsmarkt fördert den Konsum und Investitionen.



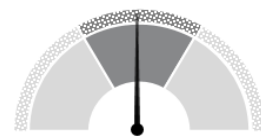
Die deutsche Industrie kämpft nach wie vor mit Problemen. Die schwache Wettbewerbsfähigkeit bleibt auch 2026 ein Thema. Das massive Investitionspaket sollte positive Impulse liefern.



Die Einigung im US-Zollstreit hat Unsicherheit reduziert, was das schwache Wirtschaftswachstum unterstützen könnte. Die expansive Geldpolitik hilft, die Deflation bleibt ein Risiko.



Die italienische Wirtschaft zeigt sich stabil und profitiert von der Entwicklung des Dienstleistungssektors. Niedrige Leitzinsen halten die Belastung durch die hohe Verschuldung vergleichsweise gering.



Quelle: BTV (Schätzung); Stand 01.12.2025

¹ Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 12).

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 des Kapitalmarkts und der Konjunktur nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Zins- & Währungsausblick (3-Monatszinsen, 10-jährige Staatsanleihen, Wechselkurse)



Die EZB dürfte vorerst keine weiteren Zinssenkungen vornehmen und den Einlagesatz bei 2 % belassen. Die expansive geldpolitische Ausrichtung zielt darauf ab, die Wirtschaft zu stützen.

Datenpunkt	Zinsen		Schätzung (E) ¹	
	Dez. 2024	01.12.2025	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	2,71	2,06	2,00	2,00
10-jährige Staatsanleihe	2,37	2,72	2,80	2,90



Die US-Notenbank Fed dürfte den Leitzins in den kommenden 12 Monaten noch drei Mal absenken. Laut Expert*innen befindet sich der neutrale Zins zwischen 3 % und 4 %. Mögliche Inflationsrisiken könnten die erwarteten Zinssenkungen stoppen. Der US-Dollar dürfte gegenüber dem Euro etwas an Wert verlieren.

Datenpunkt	Zinsen & Wechselkurs		Schätzung (E)	
	Dez. 2024	01.12.2025	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	4,31	3,79	3,65	3,25
10-jährige Staatsanleihe	4,57	4,04	4,10	4,20
EUR/USD-Wechselkurs	1,04	1,16	1,18	1,20



Im Kampf gegen die Deflationsrisiken und den starken Franken verfolgt die SNB eine stark expansive Geldpolitik. Der Leitzins befindet sich aktuell bei 0 %, weitere Schritte werden derzeit keine erwartet. Laut jüngsten Aussagen der SNB erfolgen Eingriffe in den Devisenmarkt ausschließlich, um das Inflationsziel zu erreichen, und nicht, um heimischen Unternehmen einen Wettbewerbsvorteil zu verschaffen.

Datenpunkt	Zinsen & Wechselkurs		Schätzung (E)	
	Dez. 2024	01.12.2025	3 Mte.	12 Mte.
3-Monatszinsen	0,84	-0,04	0,00	0,00
10-jährige Staatsanleihe	0,33	0,18	0,20	0,30
EUR/CHF-Wechselkurs	0,94	0,93	0,94	0,95

Quellen: Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 01.12.2025

¹Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 12).

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen. 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 des Kapitalmarkts und der Konjunktur nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Einschätzung der Aktien- und Rohstoffsegmente

Datenpunkt	Aktien und Rohstoffe		Schätzung (E) ¹	
	31.12.2024	01.12.2025	3 Monate	12 Monate
MSCI World (USD)	3.708	4.398	↗	↗
MSCI EM (USD)	1.075	1.367	↗	↗
Euro Stoxx 50 (EUR)	4.896	5.648	↗	↗
DAX (EUR)	19.909	23.614	↗	↗
ATX (EUR)	3.663	5.012	↗	↗
SMI (CHF)	11.601	12.841	↗	↗
S&P 500 (USD)	5.882	6.849	↗	↗
Nasdaq Comp. (USD)	19.311	23.366	↗	↗
Nikkei 225 (JPY)	39.895	49.303	↗	↗
Gold (USD)	2.625	4.256	↗	↗
Öl Brent (USD)	75	63	↘	↘

- ↑ Klarer Anstieg von über +7 %
- ↗ Leichter Anstieg von +3 % bis +7 %
- Konstante Entwicklung zw. +3 % und -3 %
- ↘ Leichter Verlust von -3 % bis -7 %
- ↓ Starker Verlust von über -7 %

Quellen: Bloomberg (vergangenheitsbezogene Daten), BTV (Schätzung); Stand 01.12.2025

¹Die Prognosen wurden unter Berücksichtigung des Basisszenarios und der dazugehörigen Positiv- und Negativszenarien erstellt (siehe Seite 12).

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Wenn Finanzinstrumente in fremder Währung notieren, kann infolge von Währungsschwankungen die Rendite steigen oder fallen. 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 des Kapitalmarkts und der Konjunktur nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Ausgezeichnete Erfolge

Seit 25 Jahren zeichnet das GELD-Magazin jährlich die besten Dachfonds in Österreich aus. Die 3 Banken-Generali Investment-Gesellschaft m.b.H. erzielte in der jüngsten Ausgabe fünf Erstplatzierungen.

Darunter befinden sich u. a. der Quant Global Plus, der in der Kategorie „Aktien-dachfonds dynamisch“ für den Zeitraum von drei Jahren den 1. Platz erzielen konnte, sowie der 3 Banken Sachwerte-Fonds, welcher in der Kategorie „GDF Flexibel“ auf 5-Jahres-sicht zum Sieger gekürt wurde.



Diese Marketingmitteilung/Werbemitteilung ist keine individuelle Anlageempfehlung, kein Angebot zur Zeichnung bzw. zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten und ersetzt keine Anlageberatung. Beachten Sie bitte, dass ein Investment in Finanzinstrumente mit Risiken, wie Kurs-schwankungen oder Vermögensverlusten, verbunden sein kann. Aus Auszeichnungen und Erfolgen in der Vergangenheit kann nicht auf zukünftige Erfolge oder Wertentwicklungen geschlossen werden.

Kapitalmarktview – Positionierung

		Übergewicht
Aktien		Stabile Konjunkturdaten, Zinssenkungen, starke Unternehmensgewinne, neutrale Anlegerstimmung und saisonale Stärke – vieles spricht für eine Fortsetzung der guten Aktienmarktentwicklung. Zwischenzeitliche Marktrücksetzer sind nach der guten Performance der letzten Monate aber nicht außergewöhnlich. Daher behalten wir das taktische Übergewicht bei.
Industrieländer (DM)		Investments in <u>Qualitätsunternehmen</u> – Fokus auf stabile Geschäftsmodelle mit Preissetzungsmacht
USA		Politische Unsicherheit und anspruchsvolle Bewertungen, aber starke Unternehmensgewinne
Europa		Zölle belasten, aber hohe Fiskalausgaben in Kerneuropa unterstützen Wirtschaftswachstum und Unternehmensgewinne
Japan		Strukturreformen und Fiskalpakete liefern weiterhin Anreize – relativ attraktive Bewertung
Schwellenländer		Verbesserte Profitabilität, lockerere Geldpolitik und ein schwächerer US-Dollar unterstützen Emerging Markets
Small- und Mid-Caps		Bewertung im Vergleich zu Large-Caps historisch tief, anziehendes Gewinnwachstum
Qualität		Attraktive Bewertungen bei vielen <u>Qualitätsunternehmen</u> nach starker Underperformance im Jahr 2025



Quelle: BTV; Stand Dezember 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 des Kapitalmarkts und der Konjunktur nicht im Voraus zu bestimmen sind.


Kapitalmarktview – Positionierung

<p>Anleihen</p> 	<p>Untergewicht</p> <p>Wir erachten das aktuelle Zinsniveau als langfristig attraktiv. Die Anlageklasse Anleihen bietet seit langer Zeit wieder die Möglichkeit, realen Kapitalerhalt zu erwirtschaften. Die Risikoaufschläge der Spreadsegmente sind vor allem in den USA jüngst leicht angestiegen. Wir behalten insgesamt eine defensivere Ausrichtung bei und sind aufgrund der Bewertungsniveaus vor allem bei Hochzinsanleihen vorsichtiger. Im Portfolio beträgt die aktuelle Endfälligkeitsrendite ca. 3,5 % bei einer Duration von ca. 5,5 Jahren.</p>
<p>Duration</p> 	<p>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 unattraktiv; 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</p>
<p>Credit</p> 	<p>Spreads im Kreditbereich bleiben angesichts der politischen Lage rund um Zölle wohl weiterhin anfällig für höhere Volatilität, dennoch denken wir, dass vor allem gute Qualitäten aufgrund robuster Nachfrage gut unterstützt sein sollten</p>
<p>Spread-Segmente</p> 	<p>Insgesamt bleibt die Portfolioausrichtung defensiv – die Qualität der Emittenten steht im Vordergrund</p>
<p>Hochzinsanleihen</p> 	<p>Rendite-Risiko-Überlegungen sprechen bei aktuellen Spreadniveaus gegen eine höhere Gewichtung des Segments</p>
<p>Emerging Markets</p> 	<p>Fundamental sind EM-Unternehmen gut aufgestellt (z. B. Verschuldung); technische Faktoren (z. B. Angebot/Nachfrage) unterstützen; Risikoaufschläge sind nicht günstig, dennoch sehen wir einzelne Segmente (EM High Yield) mit Chancen</p>
<p>Strategische Beimischungen</p> 	<p>Wandelanleihen und Finanz-Nachranganleihen stellen aufgrund ihres Charakters weiterhin attraktive Beimischungen im Portfoliokontext dar</p>



Quelle: BTV; Stand Dezember 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 des Kapitalmarkts und der Konjunktur nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Kapitalmarktview – Positionierung

<p>Alternatives</p> 	<p>Übergewicht</p> <p>Die Anlageklasse Alternative dient im Portfoliokontext Diversifikations- und Absicherungszwecken. Liquid Alternatives liefern konstante Erträge bei geringer Volatilität. Der Ausblick bei Rohstoffen ist heterogen. Gold bleibt im unsicheren Umfeld gefragt, während zyklische Rohstoffe durch Sorgen vor Überangebot belastet bleiben.</p>
<p>Zyklische Rohstoffe</p> 	<p>Die Industriemetallpreise zeigen sich bedingt durch die Zollthematik sehr volatil, konnten aufgrund der höheren Nachfrage aber zuletzt ansteigen; der Ölpreis befindet sich aktuell aufgrund eines höheren Produktionsvolumens unter Druck</p>
<p>Gold</p> 	<p>Gold erreichte im Oktober aufgrund der hohen Investorennachfrage ein neues Allzeithoch und bleibt zusätzlich durch die hohe Nachfrage von 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</p>
<p>Liquid Alternatives</p> 	<p>Liquid Alternatives liefern konstante Erträge bei geringer Volatilität und fungieren als Portfoliostabilisator; in unseren nachhaltigen Varianten sind wir nicht in Liquid Alternatives investiert</p>



Quelle: BTV; Stand Dezember 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 des Kapitalmarkts und der Konjunktur nicht im Voraus zu bestimmen sind.

Basispunkt

Der Basispunkt (engl. Basis Point) bezeichnet ein Hundertstel eines Prozentpunktes. So entsprechen 100 Basispunkte 1 % bzw. entspricht 1 Basispunkt 0,01 %. Die Einheit Basispunkte wird bei der Berechnung von Renditedifferenzen verwendet.

Basisszenario

Einer der Grundpfeiler in der Veranlagung des BTV Asset Managements sind konjunkturelle und wirtschaftspolitische Einschätzungen. Hierzu werden im ersten Schritt die wahrscheinlichsten wirtschaftlichen Rahmenbedingungen für die nächsten drei bis sechs Monate erarbeitet, das sogenannte Basisszenario. Zusätzlich dazu werden positive wie auch negative Abweichungen, die jedoch als wenig wahrscheinlich erachtet werden, mitbeobachtet (Positiv- und Negativszenarien, auch Game Changer).

BIP (Bruttoinlandsprodukt)

Wichtigster Indikator zur Messung der Wirtschaftsleistung. Das BIP ist die Summe aller Güter und Dienstleistungen, die eine Volkswirtschaft (ein Land oder eine Region) hervorbringt.

Bonität

Bonität oder Kreditwürdigkeit ist in der Finanzwirtschaft die Fähigkeit eines Wirtschaftssubjekts, die aufgenommenen Schulden zurückzahlen zu können, und der Wille, diese zurückzahlen.

Credit

Als Credit werden Unternehmensanleihen bezeichnet. Eine Unternehmensanleihe ist ein Wertpapier, welches die Schuld eines Unternehmens gegenüber dem Käufer bzw. Zeichner des Papiers verbrieft.

Developed Markets (DMs)

Als Developed Markets bezeichnet man Finanzmärkte, die sich durch niedrigeres Wachstum, aber hohe Markteffizienz und einen hohen Entwicklungsstand auszeichnen.

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.

Emerging Markets (EMs)

Als Emerging Market wird in der Finanzbranche ein aufstrebender Markt bezeichnet, der sich durch hohes Wachstums- und Renditepotenzial, aber auch geringere Markteffizienz, Regulierung, politische Stabilität, Infrastruktur, teilweise eingeschränkter Marktzugang für ausländische Investor*innen 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 (deutsch: 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/Teuerung

Die 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 (siehe VPI).

Investment Grade

Ist die Bezeichnung für Wertpapiere, die eine gute Bonität und somit „Investmentqualität“ aufweisen. Als Mindest-Rating für Investment Grade gilt ein Rating von BBB (Standard & Poor's) bzw. Baa (Moody's).

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.

Large-Caps

Large-Caps oder Blue-Chip-Aktien sind großkapitalisierte Standardwerte, d. h., es handelt sich hierbei um umsatzstarke Aktien großer Unternehmen.

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.

Liquid Alternatives

Anlageformen, die nicht zu den Anlageklassen Aktien oder Anleihen gehören und eine gute Handelbarkeit aufweisen. Darunter fallen zum Beispiel Rohstoffe oder komplexe, liquide Finanzprodukte.

Magnificent 7

Darunter versteht man die sieben Aktien, die besonders hohe Renditen versprechen und sich durch ihre starke Marktstellung und Innovationskraft auszeichnen: Apple, Microsoft, Tesla, Nvidia, Amazon, Meta und Alphabet.

Performance (Perf.)/ Wertentwicklung

Die Performance misst die Wertentwicklung eines Investments oder eines Portfolios. Bei Investmentfonds wird die prozentuale Veränderung des Werts der Anteile innerhalb eines bestimmten Zeitraums gemessen. Zum Beispiel wird die Wertentwicklung seit Jahresanfang (YTD, year-to-date)

oder seit Monatsanfang (MTD, month-to-date) angegeben. Die Wertentwicklung über mehrere Jahre wird meist als die Performance p. a. (Per-anno-Performance oder Wertentwicklung pro Jahr) angegeben. Generell muss zwischen Brutto- und Nettoperformance unterschieden werden. Die Nettoperformance zieht von der Bruttoperformance anfällige Managementgebühren ab.

Portfolio

Auch „Portefeuille“: Gesamtheit der Vermögenswerte eines Anlegers oder einer Anlegerin.

Quantitative Tightening (QT)

Das Quantitative Tightening (auch Quantitative Straffung oder Bilanzverkürzung genannt) ist ein geldpolitisches Instrument, das von den Zentralbanken angewendet wird, um die eigene Bilanz zu verkürzen und so die Liquidität in der Wirtschaft zu verringern. Die Maßnahme fällt damit unter restriktive Geldpolitik.

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.

Reservewährungen

Als Reservewährungen gelten Währungen wie zum Beispiel der Schweizer Franken, die als besonders sicher oder schwankungsarm erachtet werden. In turbulenten Zeiten werden diese Währungen in der Regel stärker nachgefragt.

Sicherer Hafen

In politisch unsicheren Zeiten verlagern Anleger*innen ihre Investitionen häufig in als sicher geltende Währungen wie den US-Dollar, den Schweizer Franken oder den japanischen Yen.

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.

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 Kursschwankungen, desto höher ist das Risiko.

VPI – Verbraucherpreisindex (engl. CPI – Consumer Price Index)

Der VPI dient als Maßstab für die Geldentwertung (auch Inflation oder Teuerung) eines Landes oder einer Region. Üblicherweise wird der Index der Verbraucherpreise berechnet, dem ein Warenkorb zugrunde liegt, dessen Wert periodisch berechnet und als Index veröffentlicht wird.

Haftungsausschluss

Die BTV prüft ihr Informationsangebot sorgfältig. Dennoch bitten wir um Verständnis, dass wir diese Informationen ohne Gewähr für die Richtigkeit und Vollständigkeit 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.

Marketingmitteilung/Werbemitteilung

Diese Marketingmitteilung/Werbemitteilung ist keine individuelle Anlageempfehlung, kein Angebot zur Zeichnung bzw. zum Kauf oder Verkauf von Finanzinstrumenten und ersetzt keine Anlageberatung. Als Marketingmitteilung/Werbemitteilung 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 einzig 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.

Angaben zur Wertentwicklung

Wertentwicklungen der Vergangenheit bieten keine Gewähr für künftige Ereignisse oder Wertentwicklungen. Bei Prognosen über eine zukünftige Performance handelt es sich lediglich um unverbindliche Werte. Von diesen kann nicht auf die tatsächliche künftige Wertentwicklung geschlossen werden. Die angeführten Wertentwicklungen verringern sich um Kosten wie Provisionen, Gebühren und sonstige Entgelte, deren Höhe Sie dem Schalter- und Preisaushang entnehmen können.

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 jeweiligen Kunden abhängig und können zukünftigen Änderungen unterworfen sein.

Quellenangaben

Quelle für Wirtschaftsdaten, Grafiken und Prognosen ist Bloomberg Finance L.P., New York, sofern nicht anders vermerkt. Trotz sorgfältiger Prüfung kann keine Garantie für die Richtigkeit und Vollständigkeit der enthaltenen Informationen übernommen werden.

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

Impressum

Herausgeber

BTV Vier Länder Bank AG
Stadtforum 1
6020 Innsbruck
Landesgericht Innsbruck
FN 32942w

Redaktion

BTV Asset Management
Cecile Herzl, MSc, CFA, CAIA
+43 505 333 – 1147
cecile.herzl@btv.at

BTV Asset Management
Rabiya Özyurt
+43 505 333 – 82626
rabiya.oezyurt@btv.at

Redaktionsschluss

Diese Ausgabe wurde am 05.12.2025
redaktionell abgeschlossen.

Konzept

Sarah Nawroth
Marketing und Kommunikation

Gestaltung

Sägenvier DesignKommunikation

Ausgabe: Vol. 08, 2025

BTV Vier Länder Bank AG
Stadtforum 1
6020 Innsbruck
Österreich

T +43 505 333 – 0
E info@btv.at

www.btv.at

S