

Nr. 2: Sondervermögen und US-Zölle



Konjunktur und Geldpolitik: Die Eurozone wies Ende 2024 doch noch eine ansehnliche Wachstumsrate in Höhe von 0,2% gegenüber dem Vorquartal auf, nachdem die Vorausschätzung eine Stagnation nahegelegt hatte. Für das erste Quartal liegen noch keine BIP-Daten vor, aber Stimmungsindikatoren deuten auf eine schwache Konjunkturdynamik hin. Die weitere Konjunkturperspektive hat sich durch die US-Zoll-Eskalation deutlich eingetrübt und ist durch eine erhebliche Prognoseunsicherheit geprägt. Viel wird davon abhängen, ob die massiven US-Zölle dauerhaft bestehen bleiben werden oder ob eine Verhandlungslösung zwischen der EU und den USA erzielt werden kann. Die EZB hat die Leitzinsen im März weiter abgesenkt, aber angedeutet, dass sich die Phase der geldpolitischen Lockerung dem Ende zuneigt. Wir rechnen jedoch dennoch mit einer weiteren Senkung der Leitzinsen bei der nächste Woche anstehenden EZB-Ratssitzung.

09. April 2025

Euro: Die Ausgabenpläne der zukünftigen deutschen Regierung verbunden mit der Hoffnung auf einem Wachstumsschub in Deutschland und Europa haben den Euro in den letzten Wochen in der handelsgewichteten Betrachtungsweise beflügelt. Besonders deutlich fiel die Aufwertung gegenüber dem US-Dollar aus, der unter dem harschen Politikstil des US-Präsidenten und insbesondere seiner Zolleskalation litt. Seit dem Amtsantritt von Donald Trump hat sich die Konjunkturperspektive für die USA deutlich eingetrübt und immer wieder ist von der „Trumpcession“ die Rede, sodass die Märkte immer umfassendere Fed-Leitzinssenkungen eingepreist haben.

Rentenmarkt: Per Saldo hielt sich die Renditebewegung bei 10-jährigen Bundesanleihen seit Ende Januar zwar in Grenzen. Dies verdeckt jedoch einen historischen Renditesprung Anfang März nach Ankündigung der deutschen „Sondervermögen“ und eine heftige Abwärtsbewegung im Zuge der Zolleskalation. Im Gegensatz zu Peripherie-Anleihen profitierten Bundesanleihen dabei von „Safe-Haven“-Zuflüssen, sodass sich die EWU-Spreads ausweiteten.

Aktienmarkt: Die Freude der Anleger über das milliardenschwere Finanzpaket der zukünftigen Bundesregierung währte nur kurz. Die Bekanntgabe der sogenannten reziproken US-Zölle und die von China angekündigten Vergeltungszölle versetzten die Börsianer in Panik und beendeten die mehrmonatige DAX-Rallye, sodass der DAX im Berichtszeitraum seit Ende Januar 10,5% verlor und der Euro STOXX 50 sogar 13,4%. Für die kommenden Wochen sollten sich Anleger auf einen volatilen Verlauf einstellen, da die weitere Entwicklung der Aktienmärkte entscheidend von den (unvorhersehbaren) Aussagen Trumps zur US-Zollpolitik abhängen wird.

A red rectangular box containing three white bullet points, each followed by a name: Dr. Torsten Gruber, Dr. Thorsten Proettel, and Bernhard Spitz.

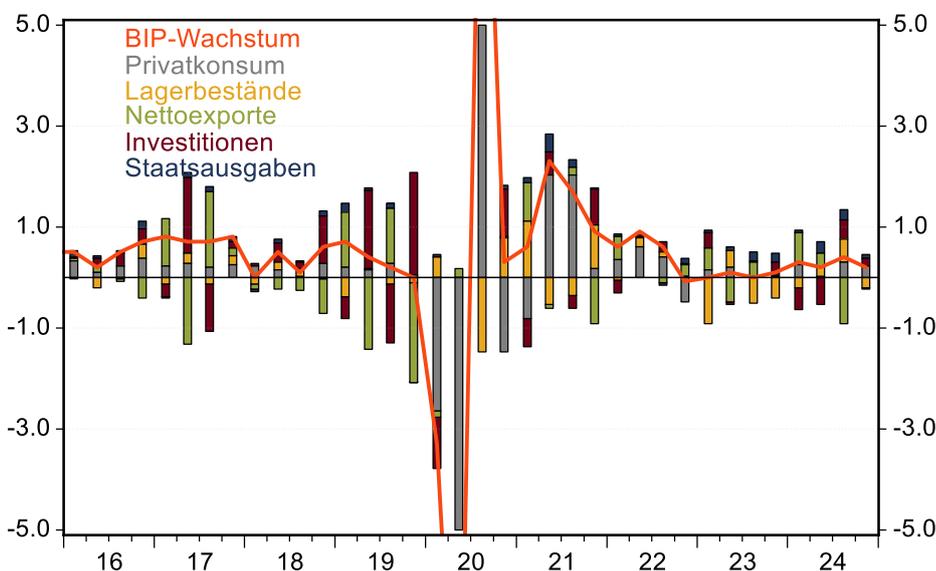
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Die wirtschaftliche Entwicklung der Eurozone im vierten Quartal des vergangenen Jahres fiel letztlich spürbar besser aus als noch in der Vorausschätzung angenommen. Anstelle einer Stagnation wiesen die Eurostat-Statistiker auf Basis der finalen Daten ein reales Wachstum gegenüber dem Vorquartal in Höhe von 0,2% aus. Entscheidend gestützt wurde das BIP-Wachstum durch den Privatkonsum, der 0,23 Prozentpunkte zum Wachstum beitrug, die Unternehmensinvestitionen (+0,14 Prozentpunkte) sowie die Staatsausgaben (+0,09 Prozentpunkte). Als Wachstumshemmnis erwiesen sich die Lagerbestände (-0,21 Prozentpunkte), während die Nettoexporte (-0,01 Prozentpunkte) keine nennenswerten Einfluss auf das BIP hatten.

EWU-Wachstum im vierten Quartal nun doch deutlich positiv.

EWU: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

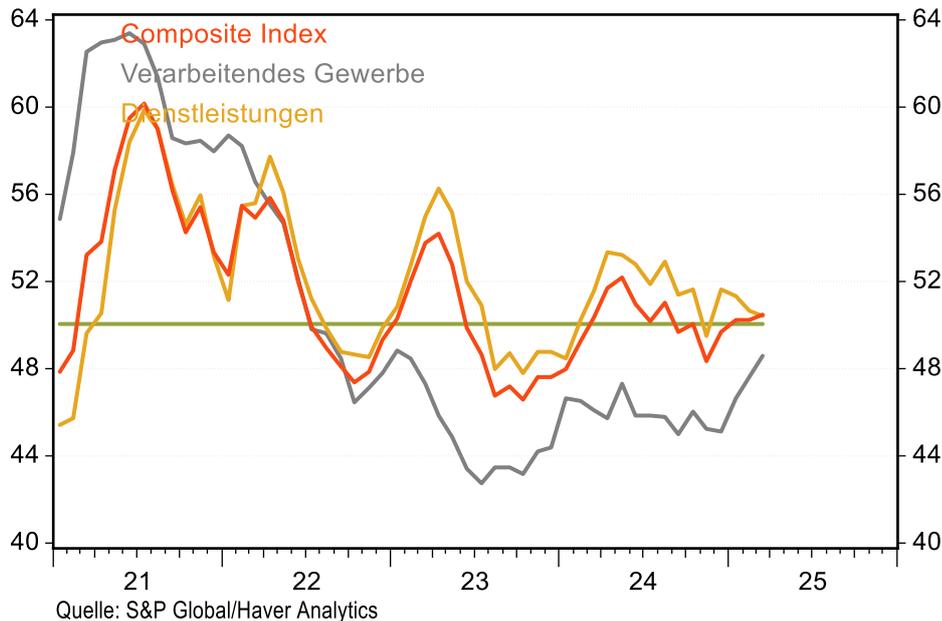
Auf der Ebene der größeren Mitgliedstaaten bildete Deutschland mit einem BIP-Rückgang um 0,2% einmal mehr das Schlusslicht, aber auch Frankreich verzeichnete ein schrumpfendes BIP (-0,1%). Als Zugpferd erwies sich erneut Spanien mit einem Plus in Höhe von 0,8%, während aus Italien ein leicht höheres BIP gemeldet wurde.

Deutschland erneut mit BIP-Rückgang.

Für das erste Quartal werden erst Ende des Monats vorläufige Daten zur BIP-Entwicklung veröffentlicht, aber bereits jetzt zeichnet sich eine Fortsetzung der schwachen Konjunkturdynamik ab. Frühindikatoren wie der Einkaufsmanagerindex von S&P Global deuten darauf hin, dass sich zwar die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe langsam aufhellt, dafür gab der Index für den Dienstleistungssektor zuletzt mehrmals in Folge nach. Der zusammenfassende Composite Index kam vor dem Hintergrund dieser uneinheitlichen Sektorenentwicklung kaum vom Fleck und wurde zuletzt nur knapp oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten festgestellt.

Fortsetzung der schwachen Konjunkturdynamik in Q1 erwartet.

EWU: S&P Global Einkaufsmanagerindizes



Auch im weiteren Jahresverlauf dürfte sich an der schwachen Konjunktdynamik nichts ändern. Impulse dürften vor allem vom Konsum der Privathaushalte ausgehen, denn der deutliche Rückgang der Inflation seit Anfang 2023 in Kombination mit ausgeprägten Lohnerhöhungen haben den Ausgabenspielraum der Haushalte spürbar erweitert. Der (noch) robuste Arbeitsmarkt mit einer tiefen Arbeitslosenrate spricht ebenfalls für eine steigende Konsumbereitschaft. Daneben sind auch von den Unternehmensinvestitionen gewisse Wachstumsimpulse zu erwarten, da insbesondere die zinsensensitiven Bereiche der Wirtschaft von den Leitzinssenkungen der EZB profitieren sollten. Allerdings hat die Prognoseunsicherheit deutlich zugenommen und im Vergleich zu unseren Erwartungen im Februar hat sich die Einschätzung der konjunkturellen Perspektive eingetrübt. Auch eine Rezession kann aktuell nicht ausgeschlossen werden. Dies hat vor allem mit den aggressiven Zollerhöhungen durch die US-Regierung zu tun. Nachdem sie sich zunächst auf einzelne Handelspartner (wie China) konzentriert hatte, wurden in den letzten Wochen weitere Zolldrohungen schrittweise umgesetzt, die auch die europäischen Handelspartner betreffen. So werden seit Mitte März US-Zölle auf Importe von Stahl- und Aluminiumprodukten erhoben – egal aus welchem Land diese kommen – und Ende März kamen Zölle in Höhe von 25% auf Autos und Autoteile hinzu. Die Anfang April angekündigten, sogenannten reziproken Zölle im Umfang von 20% auf europäische Einfuhren in die USA stellen aber die mit Abstand stärkste Belastung für den europäischen Export dar. Möglicherweise könnte es sogar noch schlimmer kommen. Denn die Europäische Kommission hat sich zwar grundsätzlich verhandlungsbereit gezeigt, aber auch bekräftigt, dass sie ihre wirtschaftlichen Interessen bei Bedarf verteidigen wird. Sollte sie nun Gegenmaßnahmen beschließen, könnte dies jedoch wiederum Trump zu noch umfassenderen Zöllen veranlassen und die Zolleskalationsspirale würde sich drehen mit schwerwiegenden Folgen für die europäische Wirtschaft. Vor allem für den Außenhandel wäre dies ein schwerer Schlag, denn immerhin 16,8% der Exporte, die aus der EWU in den Rest der Welt exportiert werden, gehen in die USA. Aber auch die Unternehmensinvestitionen dürften leiden, da für viele europäische Unternehmen die USA ein wichtiger Absatzmarkt darstellen. Sinkenden Umsätze dort würden die Unternehmensgewinne schmälern und damit

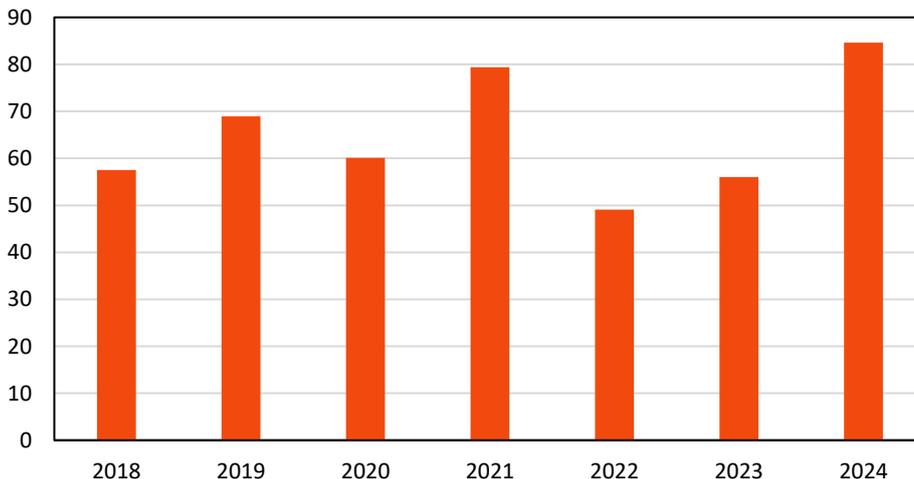
Konjunkturperspektive hat sich durch die US-Zolleskalation eingetrübt.

auch den Spielraum für Investitionen. Noch besteht jedoch Hoffnung für einen glimpflichen Ausgang des Zollstreits und einer Verhandlungslösung zwischen den USA und der EU.

Für Deutschland stellt sich der Konjunkturausblick noch verhaltener dar. Die stärkere Abhängigkeit von Außenhandel und vom verarbeitenden Gewerbe lässt ein noch geringeres Wachstum als in der gesamten Eurozone erwarten. Nach der jüngsten Zollrunde durch die US-Regierung ist auch ein erneuter Rückgang des BIP in diesem Jahr wieder möglich geworden. Noch mehr als für die Eurozone hängt für Deutschland viel davon ab, ob die US-Zölle gegenüber deutschen Produkten dauerhaft Bestand haben werden oder ob im Zollkonflikt eine Verhandlungslösung zwischen der EU und den USA erzielt werden kann. Die Lockerung der Schuldenbremse und die Schaffung massiver Schuldenpakete für Rüstungs- sowie Infrastrukturausgaben dürften zumindest in diesem Jahr nichts an den trüben Aussichten für Deutschland ändern. Erfahrungsgemäß vergeht im Militärbereich viel Zeit bis Rüstungsgüter bestellt, produziert und ausgeliefert werden. Das zeigt auch das vor drei Jahren geschaffene „Sondervermögen“ für die Bundeswehr im Umfang von 100 Mrd. Euro, von dem erst rund ein Viertel abgerufen wurde, oder der Klima- und Transformationsfonds, der in den vergangenen sieben Jahren im Durchschnitt nur etwa 65% seiner Gelder ausgezahlt hat (siehe Grafik unten). Dazu kommt, dass die Kapazitäten in der deutschen und europäischen Rüstungsindustrie bereits vollständig ausgelastet sind. Im Bereich der Infrastruktur dürften zumindest bei Brücken, Straßen, Schienen und Gebäuden langwierige Planungs- und Genehmigungsverfahren dafür sorgen, dass die Wachstumsimpulse frühestens 2026 wirksam werden.

Wachstumsschub für Deutschland durch „Sondervermögen“ frühestens 2026 zu erwarten.

Klima- und Transformationsfonds: Anteil der jährlich abgehobenen Beträge in %



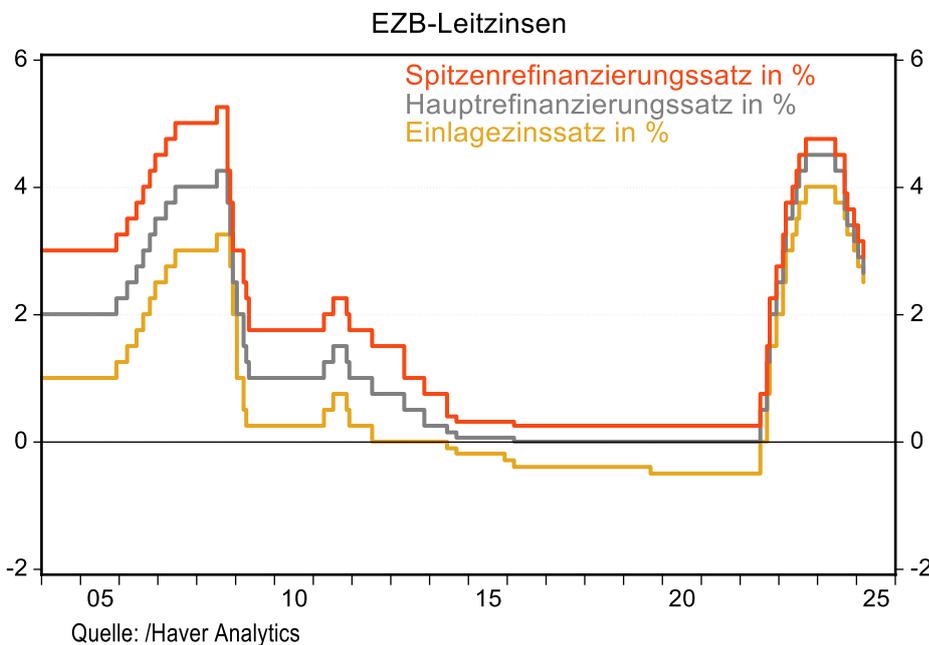
Quelle: Bundesfinanzministerium

Die Eurozone wuchs entgegen den Ergebnissen der Schnellschätzung im Schlussquartal doch noch mit einer ansehnlichen Wachstumsrate in Höhe von 0,2% gegenüber dem Vorquartal. Die Bundesrepublik Deutschland gehörte aber auch auf Basis der finalen Daten zu den Schlusslichtern des Währungsraum. Daran dürfte sich vorerst auch nichts ändern. Die durch die milliardenschweren Finanzpakete der zukünftigen Regierung erwarteten

Wachstumsimpulse dürften frühestens 2026 wirken und die realwirtschaftlichen Auswirkungen der US-Zollshocks dürften Deutschland überdurchschnittlich stark treffen.

Der geldpolitische Kurs der EZB war in den vergangenen Monaten praktisch vorprogrammiert. Auch vor der letzten Sitzung Anfang März hatte kaum ein Marktteilnehmer daran gezweifelt, dass die EZB die Leitzinsen weiter absenken würde. Das Ergebnis der nächsten, Mitte April anstehenden Ratssitzung ist dagegen noch nicht in Stein gemeißelt. Die offizielle Formulierung in der EZB-Pressemitteilung, dass Zinsentscheidungen datenabhängig von Sitzung zu Sitzung getroffen werden, ist damit realistischer als zuvor. Bereits bei der letzten Sitzung hatte die EZB angedeutet, dass sich die Phase der geldpolitischen Lockerung dem Ende zuneigt und EZB-Präsidentin Christine Lagarde wiederholte ihre bisherige Aussage nicht, dass die Richtung der Zinspolitik klar nach unten gerichtet sei. Stattdessen betonte sie die hohe Unsicherheit. Zum ersten Mal seit langem dürfte es also Mitte April wieder harte Verhandlungen im EZB-Rat geben. Berichten zufolge haben sich mehrere Währungshüter bislang noch nicht entschieden, ob die Leitzinsen abgesenkt werden sollen. Der Belgier Wunsch, der Este Müller und der Slowene Kazimir sehen beispielsweise Inflationsrisiken angesichts der neuen US-Zölle (und der europäischen Gegenmaßnahmen) und sprechen sich vor diesem Hintergrund für eine Diskussion über eine Zinspause aus. Gleichzeitig halten die zu einer expansiven Geldpolitik neigenden Tauben im EZB-Rat weiterhin eine Zinssenkung für notwendig. Einer Bloomberg-Meldung zufolge würden sie jedoch nicht darauf bestehen, diese im April vorzunehmen. Marktteilnehmer rechnen jedoch fest mit einer Leitzinssenkung um 25 Basispunkte.

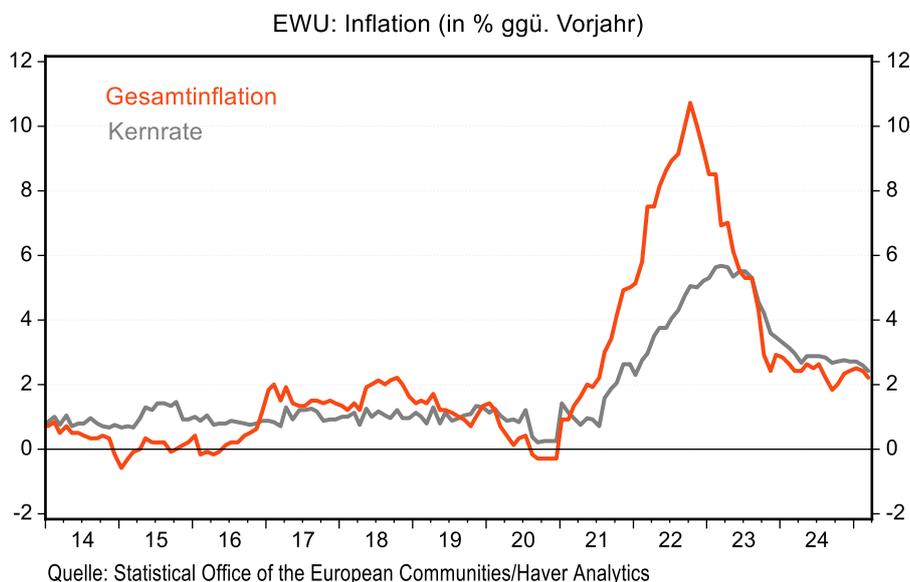
Phase der geldpolitischen Lockerung neigt sich dem Ende zu.



Für eine weitere Zinssenkung spricht den geldpolitischen Tauben zufolge neben den durch die US-Zollpolitik gestiegenen Konjunkturrisiken vor allem der Disinflationstrend. Im März sank die Gesamtrate weiter auf nun nur noch 2,2% und somit in die Nähe des EZB-Ziels, das bei mittelfristig 2% liegt. Gleichzeitig verringerte sich auch die Kernrate, die ohne die volatilen Lebensmittel- und Energiepreise berechnet wird, auf 2,4%, vor allem aufgrund des nachlassenden Preisdrucks bei Dienstleistungen. Dort stiegen die Preise im Jahresvergleich nur

Inflation sinkt in die Nähe des EZB-Ziels.

noch um 3,4%, nachdem sie sich im Februar noch um 3,7% verteuert hatten und Ende 2024 um 4,0% gestiegen waren. Offenbar fällt es den Dienstleistungsbetrieben angesichts der verhaltenen Konjunktorentwicklung immer schwerer, die steigenden Löhne auf die Verbraucher abzuwälzen. Da sich das Wachstum in den kommenden Monaten voraussichtlich nicht nennenswert beschleunigen wird und zukunftsgerichtete Lohnraten wie der EZB-Wage Tracker auf stark rückläufige Lohnsteigerungen hindeuten, ist damit zu rechnen, dass sich die Teuerungsrate im personalintensiven Dienstleistungsbereich weiter verringern wird und dadurch auch die Kerninflation mit nach unten in Richtung der EZB-Zielrate ziehen wird. Die Unsicherheit bezüglich des Inflationsausblick ist jedoch momentan außergewöhnlich hoch. Insbesondere eine Zollerhöhungsspirale mit den USA als wichtiger Handelspartner könnte die Inflation wieder anfachen. Andererseits dämpft ein durch die Zolleskalation gebremstes Wachstum den Preisanstieg (auch durch einen deutlich niedrigeren Ölpreis) und auch Verschiebungen der internationalen Handelsströme weg von den USA hin zu Europa könnten durch ein höheres Güterangebot (insbesondere aus China) die Preiserhöhungen dämpfen.



Die Phase der mehr oder weniger vorprogrammierten Leitzinssenkungen ist vorbei. Auf der letzten Ratssitzung signalisierte die EZB, dass sie nach nunmehr sechs Zinssenkungen weniger Raum für weitere Zinsschritte sieht. Bloomberg-Meldungen zufolge haben sich mehrere Währungshüter noch nicht entschieden, ob sie bei der Mitte April anstehenden Sitzung für eine weitere Leitzinssenkung oder für eine Senkungspause votieren werden. Angesichts der in Richtung EZB-Zielrate sinkenden Gesamt- und Kerninflation, der zollbedingten Rezessionsrisiken sowie der Mehrheit der geldpolitischen Tauben im EZB-Rat gehen wir aber von einer weiteren Leitzinssenkung am 17. April aus.

Euro

Am Devisenmarkt hat der Euro gegenüber dem US-Dollar in den letzten beiden Monaten massiv an Wert gewonnen. Zwischen dem Tiefpunkt bei 1,014 US-Dollar

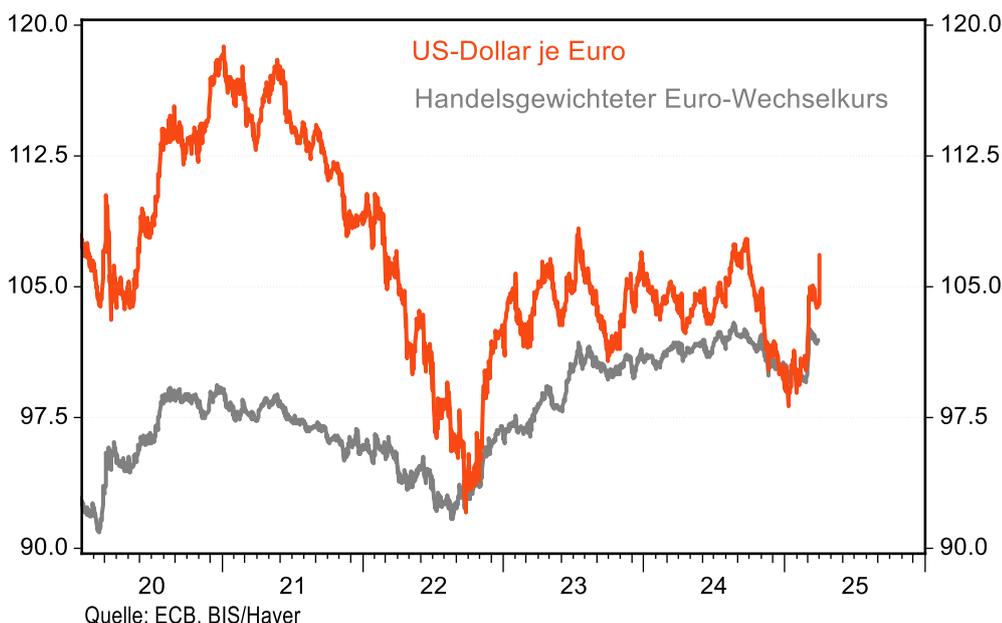
Anfang Februar und dem Hochpunkt Anfang April nach der Ankündigung der umfassenden „reziproken“ US-Zölle bei 1,114 US-Dollar liegt eine Aufwertung in Höhe von beinahe 8%, die den Euro in Regionen brachte, in denen er zuletzt im Herbst 2024 gehandelt hatte. Aber nicht nur gegenüber dem US-Dollar entwickelte sich die Gemeinschaftswährung äußerst stark, auch im Vergleich zu einem Korb an Währungen von Handelspartnern konnte er überzeugen.

Euro wertet stark auf.

An der kräftigen Aufwertung gegenüber dem US-Dollar war US-Präsident Donald Trump nicht ganz unbeteiligt. Massenentlassungen und seine rigorose Zollpolitik verunsichern Verbraucher und Unternehmen gleichermaßen und haben zu einer dramatischen Verschlechterung der Wirtschaftsstimmung und der Wachstumsperspektive geführt. An den Märkten kursiert bereits die Furcht vor einer „Trumpcession“, also einer von Trump ausgelösten Rezession, auch wenn die harten Wirtschaftsdaten bislang noch recht robust ausfallen und höchstens eine Konjunkturabkühlung belegen. Dazu kam, dass die US-Notenbank andeutete, dass sie mögliche inflationäre Effekte höherer Zölle als transitorisch einstuft. Dies kann als Hinweis verstanden werden, dass sie nicht vorhat, auf einen voraussichtlich baldigen Inflationsanstieg mit Zinsanhebungen zu reagieren. Damit hat sie die üblicherweise erwartbare positive Wirkung von Zöllen auf die Währung zumindest über diesen Kanal außer Kraft gesetzt.

US-Dollar leidet unter Trump-Politik.

Wechselkurs: Euro (Index: 01.02.2025 = 100)



Während der US-Dollar unter der Wirtschaftspolitik von Trump leidet, wurde der Euro durch die Ankündigung der deutschen milliardenschweren Fiskalpakete beflügelt. Im vorangegangenen Kapitel zur „Konjunktur und Geldpolitik“ haben wir bereits unsere Einschätzung dargelegt, dass Wachstumsimpulse in diesem Jahr unwahrscheinlich sind. Für das kommende Jahr sowie 2027 hat sich die Perspektive aber aufgehellt und auch die Stimmung hat sich zuletzt verbessert. Es fällt aber auf, dass wirtschaftliche Auswirkungen der „Sondervermögen“ im Ausland deutlich positiver gesehen werden und die Wachstumsprognosen für Deutschland im angelsächsischen Raum deutlich höher ausfallen als von deutschen Instituten.

Euro profitiert von deutschen „Sondervermögen“.

In Bezug auf die zukünftige Wechselkursentwicklung stimmt die bemerkenswert positive Einschätzung der ausländischen Marktteilnehmer zur deutschen Fiskalpolitik etwas skeptisch. Sollte sich die deutsche Konjunktur nicht wie im Ausland erwartet entwickeln, ergibt sich Abwertungspotenzial. Dazu kommt, dass die Marktteilnehmer nach den US-Zollankündigungen inzwischen von einer spürbaren Lockerung der US-Geldpolitik ausgehen. Bis zum Ende des Jahres sind mehr als 100 Basispunkte an Fed-Leitzinssenkungen eingepreist, was etwa vier Zinssenkungen um 25 Basispunkte entsprechen würde. Dies dürfte sich aber als übertrieben erweisen, da die US-Notenbank auch die voraussichtlich steigende Inflation berücksichtigen muss. Sollten sich die Leitzinssenkungserwartungen zurückbilden, dürfte dies dem US-Dollar wieder etwas Stärke verleihen.

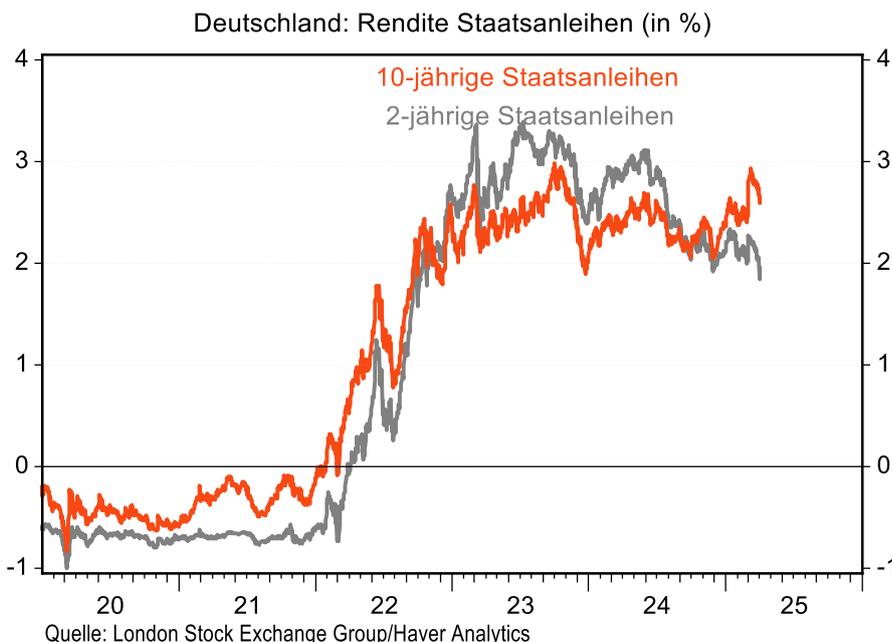
Es besteht Potenzial für eine US-Dollar Aufwertung.

Der Euro hat in den letzten Wochen auf breiter Front von den Ankündigung der deutschen „Sondervermögen“ profitiert, da sich Marktteilnehmer dadurch Wachstumsimpulse für Deutschland und Europa erhoffen. Besonders deutlich legte der Euro gegenüber dem US-Dollar zu, da die Politik Trumps und insbesondere seine Zolleskalation die Wachstumsperspektive der USA beeinträchtigen und sogar eine Rezession möglich erscheinen lassen.

Rentenmarkt

Ende Januar lag die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bei rund 2,46%. Aktuell befinden wir uns mit 2,61% nur moderat darüber. Per Saldo hielt sich die Bewegung der vergangenen zwei Monate also in recht engen Grenzen. Diese Betrachtungsweise verdeckt aber einen historischen Renditesprung Anfang März bis auf knapp unter 3,0% und einen kräftigen Renditerückgang Anfang April.

Historischer Bund-Rendite-sprung durch...



Der Anstieg Anfang März folgte auf die Lockerung der deutschen Schuldenbremse und die Schaffung zweier „Sondervermögen“ für Infrastruktur- und Verteidigungsausgaben, die deutlich umfangreicher ausfielen als Marktbeobachter erwartet

hatten. Besonders pessimistische Anleger sahen Deutschland bereits auf dem Weg von einem Hort der Haushaltsdisziplin und der Stabilität in Richtung eines Schuldenstaates wie Italien, Griechenland oder Frankreich. Aber auch wenn es nicht ganz so schlimm kommen sollte, so werden die zusätzlichen Ausgaben eine höhere Emissionstätigkeit des Bundes erfordern. Bei gleichbleibender Nachfrage wird das höhere Angebot an Bundesanleihen zu niedrigeren Kursen und somit höheren Renditen führen. Dazu kommt, dass die Bonität der Bundesrepublik unter einer höheren Schuldenquote leidet, was ebenfalls zu dem Renditeanstieg beigetragen hat. Die Ratingagenturen haben ihre Bonitätseinschätzung Deutschlands zwar beibehalten. Die Spreadausweitung zwischen der 10-jährigen Bundrendite und dem 10-Jahres-Euro-Swapsatz deutet aber darauf hin, dass Marktteilnehmer beim Kauf von Bundesanleihen einen höheren Renditeaufschlag fordern. Ein weiterer Grund für den Renditeanstieg findet sich in den realwirtschaftlichen Folgen der höheren Ausgaben. Denn diese wirken zumindest theoretisch inflationär und wachstumssteigernd.

.....„Sondervermögen“-Ankündigung...

Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen stieg vor diesem Hintergrund sprunghaft an und zahlreiche Rentenhändler und Volkswirte erwarteten eine Fortsetzung der Aufwärtsbewegung. Stattdessen ging es aber in der zweiten Märzhälfte für die Renditen bereits wieder abwärts, da sich zunehmend die Einschätzung durchsetzte, dass die Schuldenpakete weder rasche noch zunächst hohe zusätzliche Anleiheemissionen erfordern würden, da sowohl bei Infrastruktur- als auch bei Rüstungsprojekten die Umsetzung typischerweise langsam erfolgt und in der Vergangenheit vorhandene Budgets häufig nicht ausgeschöpft wurden (siehe oben). Dazu kam, dass sich die Hoffnung auf einen echten Politikwechsel in Deutschland, der das Wachstum nachhaltig beleben würde, immer mehr verflüchtigte.

....gefolgt von Gegenbewegung.

Renditedifferenz zu deutschen Bundesanleihen (in %)



Auch aus den USA erhöhte sich ab April der Druck auf die Renditen, als Trump bei den sogenannten reziproken Zöllen im Vorfeld des von ihm angekündigten „Liberation Day“ keinen Rückzieher machte und die Zölle auf ausländische Einfuhren in die USA Anfang April schließlich dramatisch erhöhte. Dies ver-

Abwärtsdruck auf Renditen durch US-Zollankündigung.

schlechterte nicht nur für die USA die Wachstumsaussichten. Auch für die Eurozone trifft dies zu und an den Märkten wurden umfassendere Leitzinssenkungen durch die EZB eingepreist. Noch stärker als langlaufenden Bundesanleihen war der Renditerückgang daher bei den kurzen Laufzeiten. Bei 2-jährigen Bundesanleihen beispielsweise verringerte sich die Rendite seit Ende März von 2,05% auf 1,62% am Montag dieser Woche.

Der Beginn des Zeitalters hoher Schulden in Deutschland hat auch im Rest Europas deutliche Spuren hinterlassen und Sorgen um die finanzielle Stabilität insbesondere der südeuropäischen Euro-Ländern geschürt. Dabei fiel der Renditeanstieg von europäischer Peripherieanleihen in etwa so hoch aus wie für Bundesanleihen. Der Renditespread italienischer Staatsanleihen bewegte sich daher im März in einer engen Spanne zwischen 110 und 115 Basispunkte. Die Auswirkungen der Zolleskalation waren dagegen ungleich verteilt. Während Bundesanleihen angesichts der hohen Unsicherheit und Risikoaversion als sogenannter „Sicherer Hafen“ stark an Attraktivität gewannen, änderte sich die Rendite italienischer Staatsanleihen kaum. In der Folge stieg der Renditespread von rund 110 auf 124 Basispunkte kräftig an. Ähnliches lässt sich zu spanischen Staatsanleihen sagen, die Anfang April ihre im März bestehende Handelsspanne zwischen 62 und 64 Basispunkten verließen und sich auf 73 Basispunkte erhöhten.

Peripherie-Spreads steigen durch Zoll-Panik an.

Die europäischen Rentenmärkte waren im März durch die Ausgabenpläne der zukünftigen deutschen Regierung geprägt und den darauf folgenden Renditeanstieg in der gesamten Eurozone. Weniger einheitlich war die Reaktion auf die Zollankündigung der US-Regierung Anfang April. Diese sorgte bei Bundesanleihen angesichts von „Safe haven“-Zuflüssen für einen besonders starken Renditerückgang und bewirkte somit eine Ausweitung der Peripheriespread. Inzwischen hat sich die 10-jährige Bundrendite aber wieder etwas erholt, sodass sie im April mit 2,61% moderat höher liegt als Ende Januar (2,46%). Damit ergibt sich ein gewisses Aufwärtspotenzial bis zum Erreichen unserer Mitte März im Zuge der neuen fiskalpolitischen Realitäten in Deutschland angepassten Jahresendprognose von 2,85%.

Aktienmarkt

Im Februar setzte der deutsche Leitindex DAX seine bereits seit mehreren Monaten laufende Rallye fort und auch im März wurden dank der Ankündigung der Ausweitung der Staatsausgaben durch die zukünftige Bundesregierung neue Rekordmarken aufgestellt. Besondere ausgeprägt waren in diesem Umfeld die Kursgewinne von den Indexmitgliedern mit Infrastruktur- oder Militärbezug. Die Rheinmetall-Aktie verteuerte sich beispielsweise in den ersten beiden Märzwochen von 1006 Euro auf 1369 Euro nachdem sie bereits im Januar und Februar ausgehend von 604 Euro kräftig angestiegen war.

DAX profitiert von deutschem „Sondervermögen“...

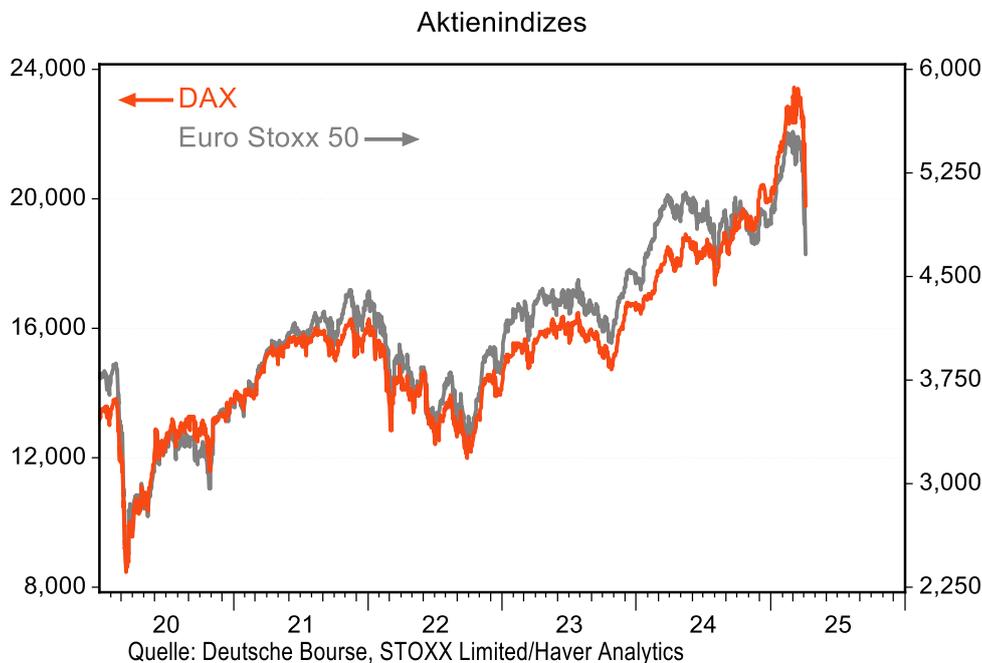
Auch wenn es dem DAX im März noch gelang, bei knapp unter 23.500 Punkten einen neuen Höchststand zu erreichen, war die Stimmung an der Börse nicht mehr unbeschwert. Immer stärker wurden die bereits in den vorangegangenen Kapiteln beschriebenen Störfeuer aus den USA, sodass die Unsicherheit der Anleger zunahm und sich in ausgeprägten Intraday-Schwankungen beim DAX übertrug. Nach einem Plus in Höhe von 3,8% im Februar ging es für den DAX im März leicht um 1,7% abwärts. Der Euro STOXX 50 knüpfte im Februar zunächst ebenfalls an

...und erzielt Rekordstand.

eine starke Januar-Performance an, legte aber 3,3% nur zu und gab im März um 3,9% nach.

Die Unsicherheit im März im Vorfeld des von Trump angekündigten „Liberation Day“ war aber nur ein Vorgeschmack auf die Panik, die die März erfasste, nachdem Trump am Mittwochabend vergangener Woche eine massive Erhöhung der Importzölle ankündigte und die Volksrepublik China kurz danach verkündete, auf die US-Zölle in Höhe von 34% auf chinesische Einfuhren mit Vergeltungszöllen in Höhe von ebenfalls 34% auf US-Güter zu reagieren. Damit legte China die bisher zu beobachtende Zurückhaltung im Zollkonflikt ab, womit das an den Kapitalmärkten befürchtete Szenario eines globalen Zollkriegs wahrscheinlicher wurde. In der Folge stürzten die Aktienkurse vor allem am Freitag und Montag weltweit ab. Der DAX brach in der Spitze zwischen Mittwochabend und Montagvormittag um 17% ein, der Euro STOXX immerhin um 14%, wobei sich beide Indizes inzwischen wieder deutlich erholt haben.

Börsenpanik nach US-Zollbekanntgabe und chinesischen Vergeltungszöllen.



Die zukünftige Entwicklung an den Aktienmärkte wird nun entscheidend davon abhängen, ob Donald Trump im Zuge von Verhandlungen bereit sein wird, die Zölle auf Importe zu verringern bzw. abzuschaffen oder ob der Zollkonflikt eskaliert. In einem günstigen Szenario wären die massiven Zölle lediglich Verhandlungstaktik gewesen, um andere Länder zu Zugeständnissen zu bewegen. Die Konjunktur würde in diesem Falle nur geringen Schaden nehmen und die Aktienmärkte würden sich rasch erholen. In einem pessimistischen Szenario ist höchstens eine technische Gegenbewegung vorstellbar, die auf der aktuell überverkauften Lage fußt. Dann allerdings dürfte der Zollschock die Konjunktur in Mitleidenschaft ziehen, zu Gewinneinbrüchen bei Unternehmen führen und in diversen Staaten eine Rezession verursachen. An den Aktienmärkten dürften die Kurse in diesem Umfeld mittelfristig weiter fallen.

Das milliardenschwere Finanzpaket beflügelte den DAX im März und verhalf ihm zu neuen Bestmarken. Anfang April schlug die Unsicherheit in Bezug auf

die Zollpolitik Trumps aber jäh in Panik um. Die Bekanntgabe der sogenannten reziproken US-Zölle und die umgehende chinesische Eskalation ließen die Aktienkurse abstürzen, sodass der DAX und der Euro STOXX im Berichtszeitraum seit Ende Januar per Saldo um 10,5% bzw. 13,4% eingebrochen sind. Der weitere Verlauf an den Aktienmärkten wird entscheidend davon abhängen, inwieweit Trump sich im Zuge von Verhandlungen auf Zugeständnisse einlassen wird. Kurzfristig werden die Kurse daher von Zoll-Aussagen Trumps abhängen und die Volatilität entsprechend hoch bleiben.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

| | Reales BIP Wachstum (%) | | | | | Inflation (CPI) ¹ | | | | | Arbeitslosenquote (%) ¹ | | | | |
|-------|-------------------------|------|------|------|-------|------------------------------|------|------|------|-------|------------------------------------|------|------|------|-------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e |
| EWU | 5,3 | 3,5 | 0,5 | 0,8 | 0,8 | 2,6 | 8,4 | 5,5 | 2,4 | 2,0 | 7,7 | 6,7 | 6,5 | 6,4 | 6,5 |
| - DE | 3,2 | 1,8 | -0,3 | -0,2 | 0,0 | 3,1 | 6,9 | 6,0 | 2,3 | 2,0 | 5,7 | 5,3 | 5,7 | 6,0 | 6,3 |
| UK | 7,4 | 4,1 | 0,1 | 1,1 | 1,0 | 2,6 | 9,0 | 7,4 | 2,5 | 2,5 | 4,6 | 3,7 | 4,0 | 4,4 | 4,6 |
| USA | 5,7 | 2,1 | 2,5 | 2,8 | 2,4 | 4,7 | 8,0 | 4,1 | 3,0 | 2,6 | 5,4 | 3,6 | 3,6 | 4,1 | 4,2 |
| Japan | 1,7 | 1,0 | 1,9 | 0,1 | 1,2 | -0,2 | 2,5 | 3,3 | 2,7 | 2,1 | 2,8 | 2,6 | 2,6 | 2,5 | 2,5 |

| | Leistungsbilanz (% des BIP) | | | | | Budgetsaldo (% des BIP) | | | | | Wechselkurs (US\$) ² | | | | |
|-------|--------------------------------|------|------|-------|-------|-------------------------|------|------|-------|-------|---------------------------------|------|------|------|-------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2021 | 2022 | 2023 | 2024e | 2025e | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e |
| EWU | 2,8 | -0,7 | 1,9 | 2,6 | 2,4 | -5,3 | -3,6 | -3,5 | -3,1 | -3,1 | 1,14 | 1,07 | 1,10 | 1,10 | 1,06 |
| - DE | 7,7 | 4,2 | 6,8 | 6,6 | 6,4 | -3,6 | -2,5 | -2,9 | -2,0 | -1,7 | - | - | - | - | - |
| UK | -1,5 | -3,8 | -2,2 | -2,8 | -2,8 | -8,3 | -5,5 | -4,5 | -4,3 | -3,7 | 1,35 | 1,21 | 1,27 | 1,27 | 1,23 |
| USA | -3,6 | -3,8 | -3,0 | -3,3 | -3,1 | -11,6 | -3,7 | -8,2 | -7,6 | -7,3 | - | - | - | - | - |
| Japan | 3,9 | 2,1 | 3,4 | 3,8 | 3,6 | -6,2 | -6,9 | -5,6 | -6,1 | -3,0 | 115 | 131 | 141 | 157 | 150 |

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JP¥ gegen US\$, jeweils zum Jahresende

Quelle: Daten für Leistungsbilanz und Budgetsaldo vom IWF (einschließlich der Prognosewerte), bezogen über Haver. Sonstige Prognosen von W&W Asset Management GmbH, historische Daten werden über Haver bezogen.

G3 (+UK) Zinsen

| | Leitzinsen ¹ | | | | | 10 Y (Government) | | | | |
|-------|-------------------------|----------|----------|----------|----------|-------------------|-------|------|------|-------|
| | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 | 2025e |
| EWU | -0,5 | 2,0 | 4,0 | 3,0 | 2,0 | -0,18 | 2,57 | 2,02 | 2,37 | 2,85 |
| UK | 0,25 | 3,5 | 5,25 | 4,75 | 4,25 | 0,97 | 3,67 | 3,54 | 4,57 | 4,5 |
| USA | 0,0-0,25 | 4,25-4,5 | 5,25-5,5 | 4,25-4,5 | 4,0-4,25 | 1,51 | 3,87 | 3,88 | 4,57 | 4,5 |
| Japan | -0,1 | -0,1 | -0,1 | 0,25 | 0,75 | 0,07 | 0,422 | 0,61 | 1,10 | 1,40 |

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ EWU: Einlagensatz; UK: Official Bank Rate; USA: Fed Funds Target Rate; Japan: Policy Rate.

Quelle: Für historische Daten Haver und Bloomberg. Prognosen von W&W Asset Management GmbH.

Rohstoffe

| | Q4 22 | Q1 23 | Q2 23 | Q3 23 | Q4 23 | Q1 24 | Q2 24 | Q3 24 | Q4 24 | Q1 25 | 09.04. |
|------------------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|--------|
| CRB-Index** | 277,7 | 267,7 | 262,0 | 284,5 | 263,8 | 290,3 | 290,5 | 284,9 | 296,7 | 309,3 | 279,8 |
| Ölpreis (Brent)* | 85,9 | 79,8 | 74,9 | 95,3 | 77,0 | 87,5 | 86,4 | 71,8 | 74,6 | 74,7 | 56,0 |

Angaben jeweils zum Periodenende

¹ Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

** Excess Return

Quelle: Bloomberg, Haver

Diese Publikation dient ausschließlich Ihrer Information und stellt keine Anlageempfehlung dar. Sie soll Ihnen lediglich Ihre selbstständige Anlageentscheidung erleichtern. Auch kann sie ein individuelles Beratungsgespräch nicht ersetzen. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Informationen beruhen auf öffentlich zugänglichen Quellen, die der Herausgeber für vertrauenswürdig erachtet. Die hierin enthaltenen Einschätzungen entsprechen der bestmöglichen Beurteilung zum jeweiligen Zeitpunkt. Auch können sie sich – ohne Mitteilung hierüber – ändern. Für die Richtigkeit, Aktualität und Vollständigkeit der zur Verfügung gestellten Daten/Informationen übernehmen wir keine Haftung oder Garantie. Die W&W Asset Management behält sich auch das Recht vor, Änderungen oder Ergänzungen der bereitgestellten Informationen vorzunehmen.