

## Nr. 4: EZB dämpft Leitzinssenkungserwartung



**Konjunktur und Geldpolitik:** Im ersten Quartal hatte die europäische Wirtschaft noch von vorgezogenen Exporten profitiert und ein BIP-Wachstum von 0,6% erzielt. Im zweiten Quartal kühlte sich das Wachstum auf 0,1% ab, vermutlich da Unternehmen nach der US-Zollerhöhung im April ihre Exporte deutlich zurückfuhren. Für die zweite Jahreshälfte ist eine anhaltend schwache Wirtschaftsdynamik zu erwarten, da das Ende Juli ausgehandelte Zollabkommen zwischen der EU und den USA zwar eine gewisse Planungssicherheit für die Unternehmen bringt, aber auch mit neuen Belastungen verbunden ist. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat derweil die Leitzinsen im Juli nicht weiter abgesenkt und Christine Lagarde versetzte den Markterwartungen eines letzten Leitzinsschritts im Herbst einen Dämpfer.

6. August 2025

**Euro:** Der Euro profitierte im Berichtszeitraum von der anhaltenden Schwäche des US-Dollars, die sich aus Trumps Zollpolitik sowie politischen Eingriffen in unabhängige Institutionen ergab. Wachsende Skepsis gegenüber US-Statistikdaten und vor allem die Aussicht auf eine expansivere US-Geldpolitik dürften den Dollar zukünftig belasten, sodass der Euro mittelfristig noch leichtes Aufwertungspotenzial besitzt.

**Rentenmarkt:** Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bewegte sich im Berichtszeitraum zunächst in einer engen Spanne, trotz Nahostkonflikt und steigender Ölpreise. Erst fiskalpolitische Turbulenzen in Großbritannien, ein Handelsdeal der USA mit Japan sowie hawkische EZB-Signale sorgten im Juli für Aufwärtsdruck. Ein schwacher US-Arbeitsmarktbericht dämpfte diesen zuletzt jedoch leicht, sodass die Rendite per Saldo moderat von 2,50% auf 2,63% stieg.

**Aktienmarkt:** Nach einem starken ersten Halbjahr ist den europäischen Aktienmärkten zuletzt die Luft ausgegangen. Seit Anfang Juni gaben sowohl der DAX als auch der Euro STOXX 50 leicht nach. Das jüngste Zollabkommen zwischen der EU und den USA brachte keine echte Entlastung – zu vage sind die Inhalte, zu hoch der Zollsatz der US-Seite – und auch die Berichtssaison konnte nicht vollumfänglich überzeugen. Dazu kam im Juni die Risk-off Bewegung im Zuge des Nahost-Kriegs. Hohe Bewertungen, Zollrisiken und saisonale Schwäche sprechen vorerst gegen Kursfantasie. Erst zum Jahresende könnte ein positiverer Konjunkturausblick wieder neue Dynamik auslösen.

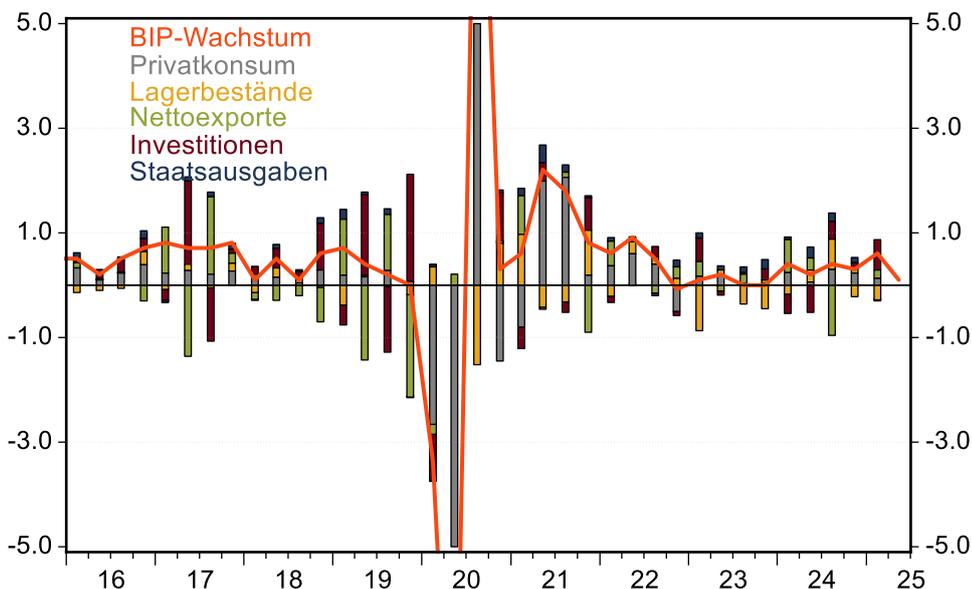
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

## Konjunktur und Geldpolitik

Nach einem vielversprechenden Start ins Jahr 2025 hat sich die wirtschaftliche Dynamik im Euroraum im zweiten Quartal deutlich abgeschwächt. Während das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) im ersten Quartal noch um saisonbereinigt 0,6% gegenüber dem Vorquartal zulegen konnte, fiel das Wachstum zwischen April und Juni mit lediglich 0,1% spürbar geringer aus. Das Europäische Statistikaamt Eurostat machte – wie üblich bei Veröffentlichung der vorläufigen Daten – keine Angaben zu den einzelnen BIP-Komponenten, aber es kann davon ausgegangen werden, dass die Zollkapiolen der Trump-Regierung einen wesentlichen Einfluss auf die BIP-Entwicklung hatten. Vor dem „Liberation Day“ am 2. April und der für diesen Tag angekündigten Bekanntgabe sogenannter reziproker Zölle hatten Unternehmen Exporte in die USA vorgezogen und dadurch dem BIP einen Schub verschafft. Im zweiten Quartal dürfte die Exporttätigkeit dann erheblich zurückgefahren worden sein, auch wenn die am Liberation Day vorgestellten US-Zölle in Höhe von 20% auf die meisten europäischen Produkte im Rahmen eines Zollmoratoriums recht rasch auf einen 10%-igen Basiszoll abgesenkt wurden. Bei stark exportabhängigen Volkswirtschaften wie Irland wird dieser Einfluss besonders deutlich. Nach einem Plus in Höhe von 7,4% im ersten Quartal schrumpfte das irische BIP im zweiten Quartal um 1%.

*Konjunktur-  
dynamik in  
Eurozone ließ im  
2. Quartal  
spürbar nach...*

EWU: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Für die ebenfalls exportorientierte deutsche Wirtschaft stellten die Statistiker auch eine Gegenbewegung fest. Nach einem kräftigen Wachstum in Höhe von 0,3% im ersten Quartal, verzeichnete die heimische Volkswirtschaft im zweiten Quartal einen Rückgang um 0,1%. Während diese Entwicklung von Analysten erwartet worden war, sorgte die Revision der weiter zurückliegenden Quartalsdaten durch das Statistische Bundesamt für Aufsehen. Dabei ergaben sich für den Zeitraum ab 2021 Änderungen der vierteljährlichen, preisbereinigten BIP-Wachstumsrate von -0,7 bis +0,6 Prozentpunkten. Dies ist umso bedeutender – und wirft Fragen zur Zuverlässigkeit der Daten auf – als dass die deutsche Wirtschaft in den letzten

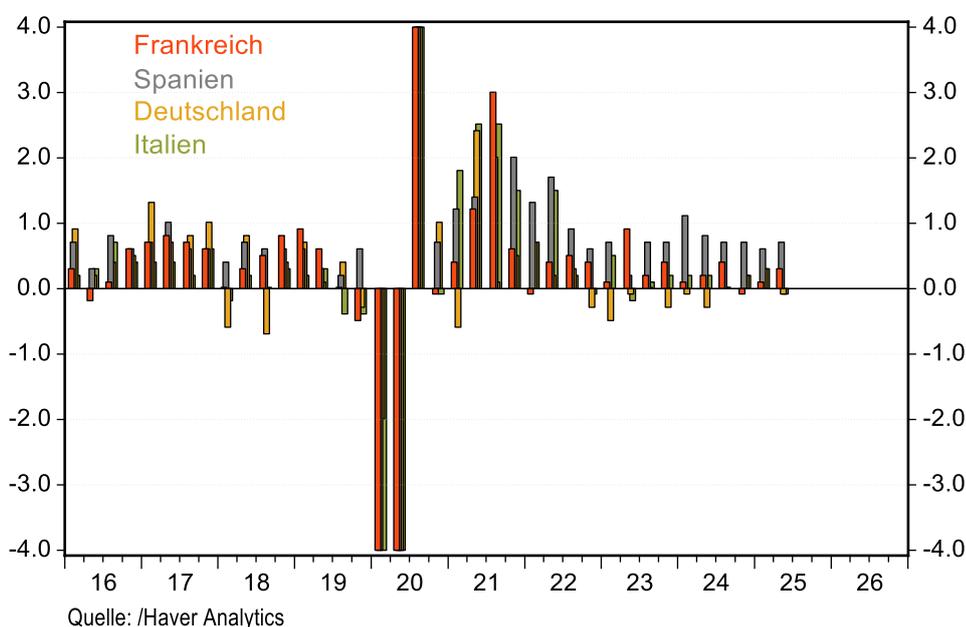
*...und die  
deutsche  
Wirtschaft  
schrumpfte sogar.*

Jahren ohnehin nur minimale Wachstumsraten verzeichnen konnte. Zudem steht nun fest, dass sich Deutschland entgegen den bisherigen statistischen Erkenntnissen von Ende 2022 bis Anfang 2024 nahezu dauerhaft in einer technischen Rezession befand.

Neben Irland und Deutschland ist auch die italienische Wirtschaft stark vom Export abhängig. Dort verringerte sich das BIP um 0,1% nach zuvor 0,3% Wachstum. In Frankreich und Spanien bremsten die Nettoexporte zwar ebenfalls, die positiven Effekte durch die binnenwirtschaftlichen Komponenten konnte dies aber mehr als ausgleichen, sodass die französische Wirtschaft um 0,3% und die spanische Wirtschaft sogar um 0,7% wuchs.

*Spanien erneut Spitzenreiter unter den großen Volkswirtschaften.*

EWU: BIP-Wachstum im Quartalsvergleich (in %)



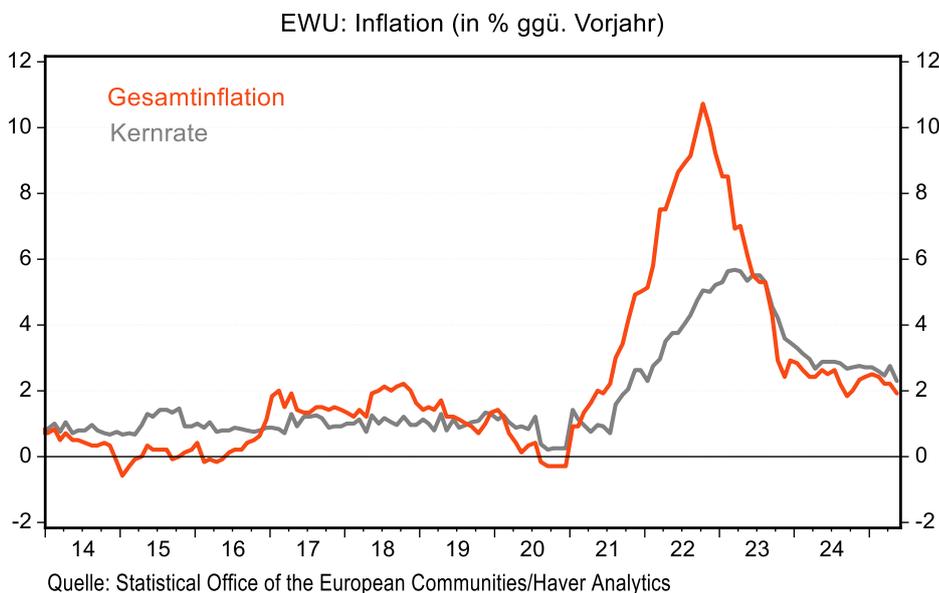
In der zweiten Jahreshälfte dürfte sich die schwache Wirtschaftsdynamik in der Eurozone fortsetzen. Das Ende Juli ausgehandelte Zollabkommen zwischen der EU und den USA bringt zwar eine gewisse Planungssicherheit, ist aber auch mit neuen Belastungen verbunden. Für die allermeisten Einfuhren europäischer Güter in die USA wird der Zollsatz nun bei 15 % liegen. Das bedeutet eine Verschlechterung von den zuvor gültigen 10% und gegenüber den noch sehr niedrigen Zöllen vor Trumps zweiter Amtszeit. Lediglich bei einigen wenigen Produkten wie Autos (zuvor 27,5%) würden die Zölle wieder sinken. Da die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der europäischen Wirtschaft auf dem US-Markt dadurch belastet wird, dürfte die Exporttätigkeit in den kommenden Quartalen weiter unter Druck stehen und die Unternehmen dürften sich angesichts der unklaren Auswirkungen des neuen Zollregimes mit Investitionen (in Europa) zurückhalten. Wie groß die Belastungen ausfallen, wird auch von den Details des Handelsabkommens abhängen, die erst in den kommenden Wochen festgezurr werden. Unklar ist beispielsweise welcher Zollsatz für europäische Arzneimittel-Importe in die USA gelten soll. Diese sind aber mit 152 Mrd. US-Dollar bzw. knapp über 25% für die europäische Wirtschaft von besonderer Bedeutung.

*Zollabkommen mit den USA bringt gewisse Planungssicherheit, aber auch Belastungen.*

Immerhin scheint sich der Privatkonsum langsam zu erholen. Bereits im zweiten Quartal fanden die Statistikämter einige Länder Pressemitteilungen zufolge Belege

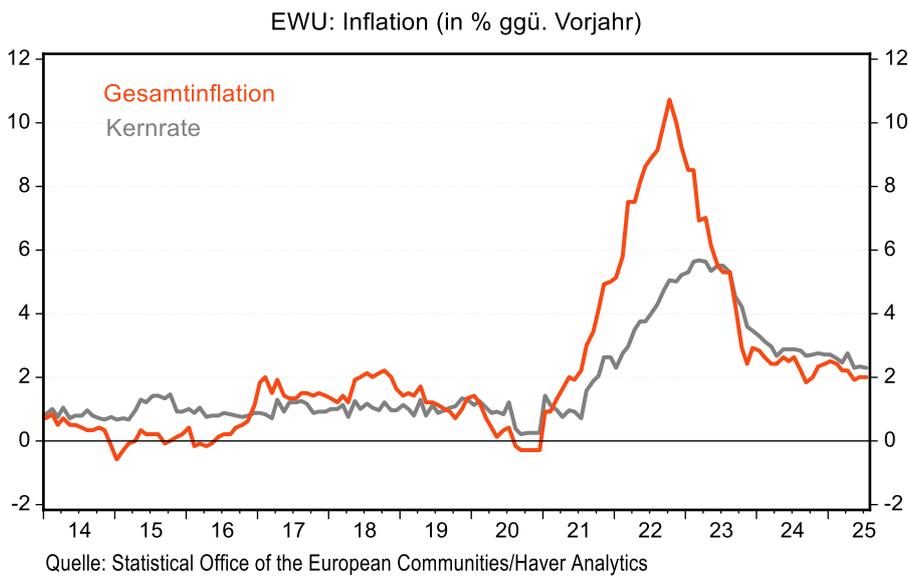
für Wachstumsimpulse durch die Privathaushalte. Dazu kommt, dass sich gegen Ende des Jahres die in vielen europäischen Ländern aufgestockten Militärausgaben und in Deutschland zusätzliche Infrastrukturinvestitionen positiv auf das Wachstum auswirken sollten.

**Im ersten Quartal hatten vorgezogene Exporte der europäischen Wirtschaft eine Sonderkonjunktur beschert. Im zweiten Quartal wurde die Exporttätigkeit durch die höheren US-Zölle ausgebremst, was dazu beigetragen haben dürfte, dass sich das Wachstum von 0,6% auf 0,1% deutlich verringerte. Exportabhängige Länder wie Irland oder Deutschland verzeichneten sogar BIP-Rückgänge, während Frankreich und Spanien dank starker Binnennachfrage weiter wuchsen. Das Ende Juli beschlossene Handelsabkommen zwischen der EU und den USA sorgt zwar für mehr Planungssicherheit, bringt aber höhere Belastungen für die meisten Branchen. Die Konjunkturdynamik wird daher wohl auch im zweiten Halbjahr gedämpft ausfallen.**



Die Europäische Zentralbank hat die Leitzinsen seit Mitte 2024 acht Mal verringert. Auch bei der Sitzung Anfang Juni war eine Zinssenkung auf 2,0% für den Einlagezinssatz erfolgt. Auf der an die Notenbanksitzung anschließenden Pressekonferenz hatte die EZB-Präsidentin Christine Lagarde jedoch erklärt, dass die Zentralbank zum Ende des Leitzinssenkungszyklus komme. Für Marktbeobachter war es daher nicht überraschend, dass bei der Sitzung Ende Juli keine weitere Senkung beschlossen wurde. Mit Spannung verfolgten sie aber die Pressekonferenz, ob es Hinweise auf eine weitere Zinssenkung im Herbst geben würde. Ein klare Aussage dazu vermied die EZB-Präsidentin, aber sie dämpfte die Erwartung einer erneuten Leitzinssenkung erheblich. So maß sie dem erwarteten Absinken der EWU-Inflation unter 2% keine größere Bedeutung für die Geldpolitik bei, da es lediglich eine vorübergehende Erscheinung sei, die durch Basiseffekte vor allem bei Energieprodukten verursacht werde. Weiterhin wollte sie eine Diskussion über irgendwann erforderliche Leitzinserhöhungen nicht ausschließen. Somit bleibt ein letzter Senkungsschritt in diesem Jahr zwar weiterhin möglich, die Hürden dafür haben sich durch die Aussagen Lagardes aber deutlich erhöht.

*EZB dämpft  
Leitzinssenkungs-  
erwartungen.*



**Auf dem aktuellen Leitzinsniveau von 2% für den Einlagezinssatz und eine Inflation, die sich um 2% bewegt, fühlen sich die europäischen Währungshüter sehr wohl. Zumindest so wohl, dass die EZB-Präsidentin Christine Lagarde es bei der letzten Zinssitzung Ende Juli für angemessen hielt, die Erwartung einer weiteren Leitzinssenkung in diesem Jahr einen ordentlichen Dämpfer zu versetzen.**

## Euro

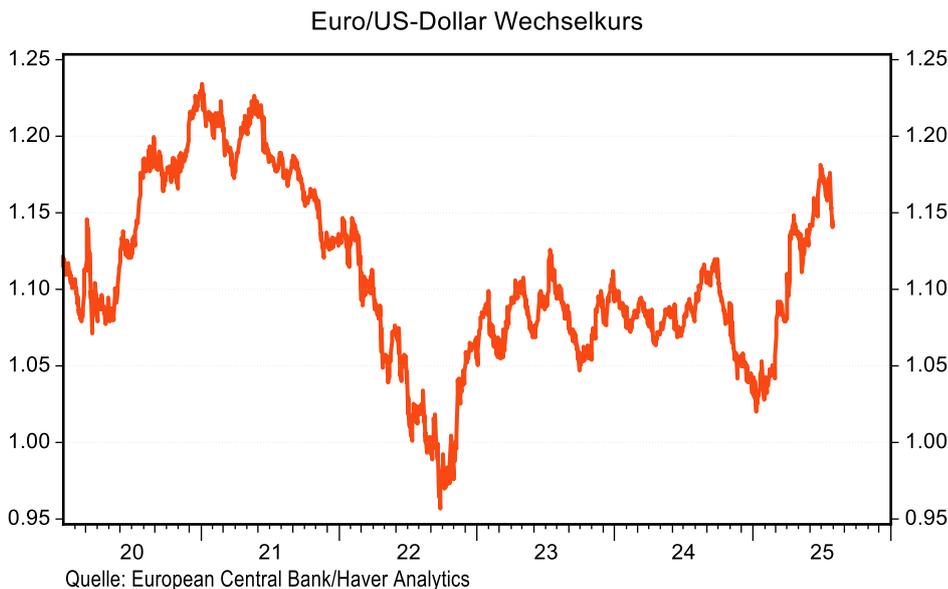
Der Euro hat im Berichtszeitraum ab Anfang Juni zunächst an die Entwicklung der vorangegangenen Monate angeknüpft. So wertete er auf handlungsgewichteter Basis, also gegenüber einem Korb an Währungen von wichtigen Handelspartnern, leicht und gegenüber dem US-Dollar kräftiger auf. Die Kursentwicklung des Euro-US-Dollar-Währungspaares ging also erneut vor allem auf die Dollar-Schwäche zurück. Dabei waren die Gründe weitestgehend dieselben wie zuvor. Die Zollpolitik von Donald Trump blieb höchst erratisch und hinterließ verunsicherte Unternehmen sowie Haushalte. Gleichzeitig stellten Investoren die Wachstumsperspektive der US-Wirtschaft in Frage und trennten sich von ihren US-Anlagen. Enttäuschende Wirtschaftsdaten untermauerten im Juni die Konjunkturskepsis. Dazu kam, dass die Attacken von Trump auf Notenbankpräsidenten Jerome Powell immer schärfer wurden. Zwar wird von Seiten der US-Regierung betont, es gäbe keine Pläne, Powell vor dem Ende seiner Amtszeit zu entlassen und die rechtlichen Hürden für einen solchen Schritt wären ohnehin hoch. Aber gemäß Zentralbankgesetz ist die Entlassung eines Fed-Präsidenten nicht ausgeschlossen, wenn es einen „wichtigen Grund“ gibt, wie beispielsweise Betrug oder grobe Amtsverfehlung. Trump hat aber bereits durchblicken lassen, dass Kostensteigerung bei der Renovierung der Fed-Zentrale in Washington für ihn theoretisch Grund genug seien, um Powell zu entlassen. Auch wenn Trump davon absehen sollte, den Fed-Präsidenten zu entlassen, schaden Aussagen wie diese der Unabhängigkeit der Fed und erklären, warum der Euro Anfang Juli bis auf über 1,18 US-Dollar aufwerten konnte.

*Trump schadet  
US-Dollar...*

Diese Niveau konnte die Gemeinschaftswährung aber nicht lange halten. Insbesondere Ende Juli im Zuge der Einigung zwischen den USA und Europa auf eine

Handelsabkommen musste der Euro Verluste hinnehmen. Einen Teil der Kursverluste machte der Euro am Freitag vergangener Woche jedoch wieder gut. Der US-Arbeitsmarktbericht für den Juli stellte die Sichtweise, dass die höheren Zölle keine größeren Auswirkungen auf die US-Wirtschaft haben, massiv in Frage. So wurde nicht nur für den Juli ein deutlich unter den Erwartungen liegender Stellenzuwachs veröffentlicht, sondern die Statistiker des Bureau of Labor Statistics (BLS) mussten auch die Vormonatswerte kräftig nach unten revidierten und einen Anstieg der Arbeitslosenquote vermelden. Weiteren Abwärtsdruck für den US-Dollar generierte Trump, indem er die Chefin des BLS nach der Veröffentlichung der enttäuschenden Arbeitsmarktdaten kurzerhand feuerte, nicht ohne zu erläutern, sie habe die Zahlen manipuliert, um die Republikaner und ihn schlecht dastehen zu lassen. Damit wird jede Datenveröffentlichung des BLS in der Zukunft mit einer erheblichen Portion Skepsis betrachtet werden, denn wer auch immer Chef des BLS werden wird, er oder sie wird unter Druck stehen Zahlen zu liefern, die Trump besser gefallen. Positive Daten dürften also nur eine gedämpfte Wechselkursreaktion hervorrufen, während schwache Daten nennenswerte Dollar-Verluste bewirken könnten. Als wäre dies nicht schon genug gewesen, gab Fed-Gouverneurin Adriana Kugler ihren vorzeitigen Rückzug bekannt. Somit ist nun der Weg für Trump frei, zügig einen Nachfolger zu nominieren, der zweifelslos für eine expansive Notenbankpolitik eintreten und möglicherweise sogar Powell beerben wird.

*...Euro wertet auf.*



Auch wenn der US-Dollar im Juli per Saldo leicht aufwerten und sich etwas von der Kursverlusten der Vormonate erholen konnte, sehen wir für die kommenden Monate eher wieder einen stärkeren Euro. Die europäischen Wirtschaft wird zwar weiter kraftlos wachsen, wichtiger für den Euro-US-Dollar dürfte aber der Vertrauensverlust sein, den Trump den US-amerikanischen Kapitalmärkten zufügt. In Bezug auf die Notenbank könnte Trump den Rücktritt von Kugler nicht nur dazu nutzen, einen Wunsch Kandidaten in die Fed zu hieven, sondern könnte diesen bereits in den nächsten Monaten als Nachfolger von Powell benennen. Dieser „Schatten-Präsident“ würden den Einfluss von Powell schon vor dem Ende seiner Amtszeit erheblich beschneiden und die Geldpolitik in die von Trump gewünschte expansive Richtung lenken.

*Euro mit weiterem Aufwärtspotenzial ggü. US-Dollar.*

**Der Euro konnte im Berichtszeitraum zunächst an die Entwicklung der Vormonate anknüpfen und profitierte von der Schwäche der US-Währung. Die Zoll- und Wirtschaftspolitik der Trump-Regierung war an den Kapitalmärkten weiterhin ein Anlass zur Sorge über die Wachstumsperspektive der US-Wirtschaft und die Werthaltigkeit von US-Anlagen. Zusätzlichen Druck auf den US-Dollar generierte Präsident Trump mit seinen an Schärfe gewinnenden Angriffe auf Fed-Chef Powell und der Entlassung der Leiterin des US-Arbeitsamts nach schwachen Arbeitsmarktdaten. Dies schadet dem Vertrauen in US-Institutionen und erhöhte die Skepsis gegenüber offiziellen Daten. Zwar verlor der Euro nach dem EU-USA-Handelsabkommen zwischenzeitlich an Wert, doch mit Blick auf die nächsten Monaten könnten politische Eingriffe in die US-Geldpolitik dem Euro wieder Auftrieb geben.**

## Rentenmarkt

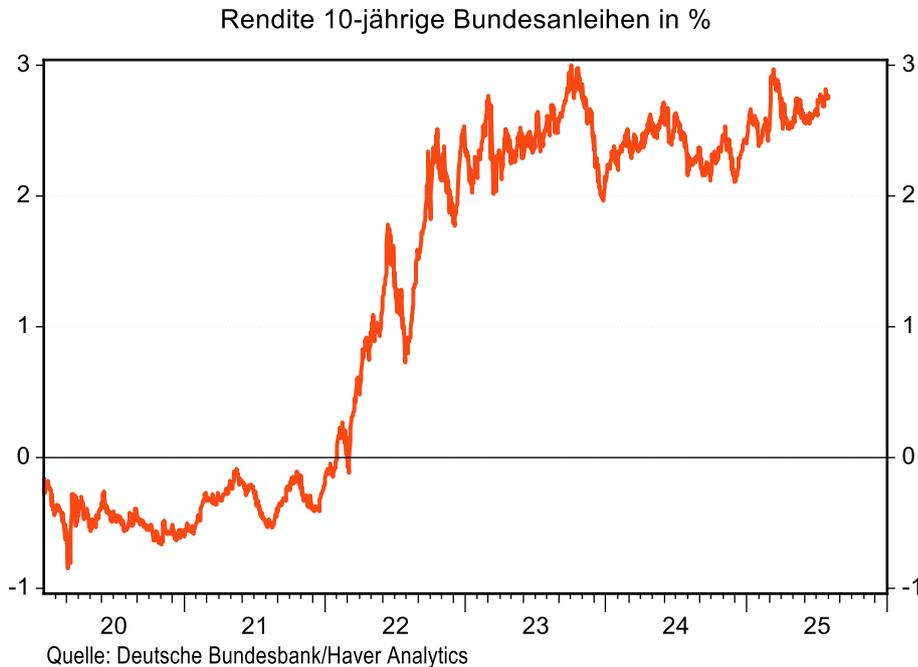
Die europäischen Rentenmärkten wiesen im Berichtszeitraum einen ruhigen Verlauf auf. Vor allem im Juni verzeichneten 10-jährige Bundesanleihen nur sehr geringe Renditeschwankungen. Dabei war der Juni geprägt durch den Krieg zwischen Israel und dem Iran, in den schließlich auch die USA mit Bombenangriffen auf iranische Atomanlagen eingriffen. Möglicherweise hat sich bei Marktteilnehmern seit dem Beginn der zweiten Amtszeit von Donald Trump als US-Präsident eine gewisse Toleranz gegenüber schlechten Nachrichten eingestellt oder zumindest ein Widerwille auf jede Schlagzeile mit einer sofortigen Umschichtung des Portfolios zu reagieren. Andererseits wirkten im Zuge des Nahostkonflikts mehrere Faktoren auf die Renditen ein, deren Effekte sich gegenseitig kompensiert haben könnten. So verursachen Krisen üblicherweise eine Flucht in sogenannte Safe-Haven Assets, also Anlagen, die mit einem niedrigeren Risiko assoziiert sind. Geopolitische Konflikte lösen bei Bundesanleihen daher häufig einen Renditerückgang aus. Der Nahost-Konflikt hat jedoch gleichzeitig zu einem kräftiger Anstieg des Ölpreises von 65 US-Dollar pro Barrel der Sorte Brent auf über 80 US-Dollar geführt. Steigende Energiepreise führen jedoch zu einem Anstieg der Inflationserwartungen, was tendenziell höhere Renditen zur Folge hat. Der renditedämpfende Einfluss der höheren Risikoaversion und der rendite-treibende Einfluss der höheren Ölpreise könnten sich also gegenseitig aufgehoben haben. Auffällig war im Juni auf jeden Fall die sehr enge Spanne zwischen 2,45% und 2,60%, in der sich die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen bewegte.

*10Y-Bundrendite bewegte sich im Juni trotz Nahostkrieg in sehr enger Spanne...*

Sorgen um die Fiskalsituation Großbritanniens beendeten Anfang Juli die Bewegung in der genannten Spanne. Der Sparkurs von Premierminister Starmer und Finanzministerin Reeves geriet ins Wanken, da sie geplante Sozialkürzungen unter dem Druck der Labour-Partei zurücknehmen mussten. Das Haushaltsdefizit dürfte nun spürbar über die Planungen hinauschießen. Zudem vermied es Premier Starmer zunächst, seiner Schatzkanzlerin klar den Rücken zu stärken und befeuerte so die Nervosität an den Märkten zusätzlich. Von den politischen Turbulenzen jenseits des Ärmelkanals in Mitleidenschaft gezogen, gerieten auch Bundesanleihen unter Druck und die Rendite 10-jähriger Papiere kletterte in Richtung 2,70%. Für weiteren Aufwärtsschub sorgten im Juli die hawkischen Aussagen der EZB-Präsidentin Christine Lagarde nach der Zinssitzung und der Abschluss eines Handelsabkommens zwischen den USA und Japan, da dies die Hoffnungen auf eine vergleichbare Einigung mit der EU schürte – eine Erwartung, die sich zum Monatsende bestätigte. Anfang August rutschte die Bundrendite dann

*...im Juli mit leichter Aufwärtsbewegung.*

allerdings im Sog der Entwicklung in den USA, wo eine schwacher Arbeitsmarktbericht die Zinssenkungsphantasien befeuerte. Per Saldo stieg die 10-jährige Bundrendite im Berichtszeitraum seit Anfang Juni dennoch von 2,50% auf aktuell 2,63% an.



Bis zum Jahresende rechnen wir mit einer Fortsetzung der moderaten Aufwärtsbewegung bei 10-jährigen Bundesanleihen. Dafür spricht die sich zum Jahresende und Richtung 2026 leicht aufhellende Konjunkturperspektive. Außerdem lassen die steigenden Verteidigungs- und Infrastrukturinvestitionen den Emissionsbedarf Deutschlands wachsen. Dieser wirkt ebenso renditesteigernd wie der fortgesetzte Bilanzabbau der EZB.

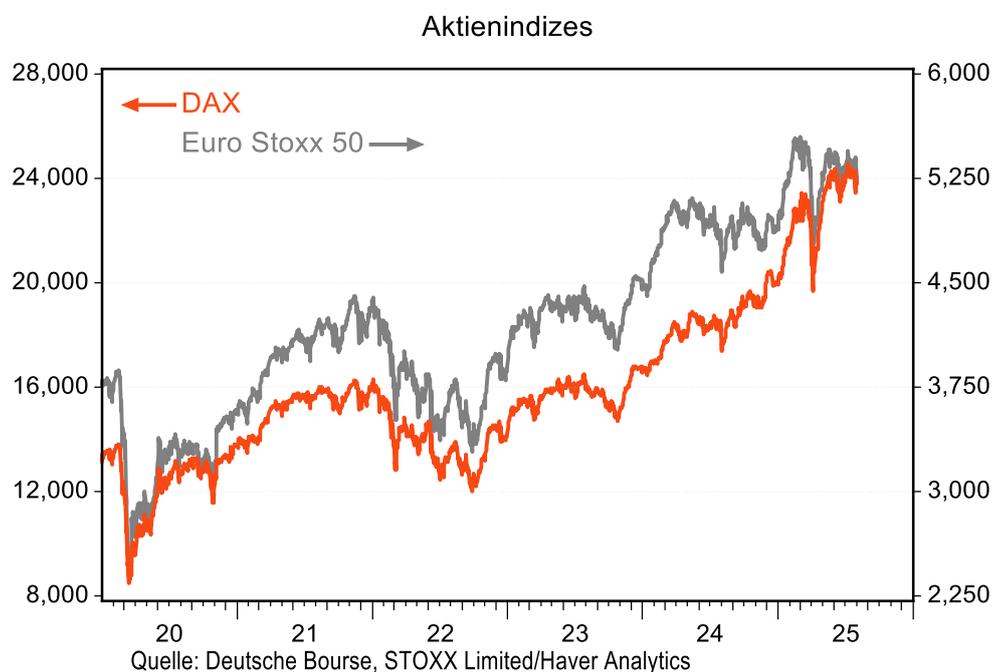
*Leichter Renditeanstieg bis zum Jahresende erwartet.*

**Im Berichtszeitraum entwickelten sich die europäischen Rentenmärkte zunächst ruhig. Trotz der Eskalation im Nahostkonflikt blieb die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen stabil in einer engen Spanne – vermutlich, weil sich gegensätzliche Marktkräfte ausglich: Flucht in sichere Anlagen versus steigende Ölpreise und Inflationserwartungen. Anfang Juli durchbrach zunächst die britische Fiskalkrise diese Stabilität. Weiteren Auftrieb erhielt die Bundrendite durch einen US-Handelsdeal mit Japan – der Hoffnungen auf ein EU-Abkommen nährte – und hawkische Signale der EZB. Schwache US-Arbeitsmarktdaten Anfang August dämpften jedoch den Auftrieb, sodass die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen per Saldo nur moderat von 2,50 % auf 2,63% stieg. Bis zum Jahresverlauf wird ein weiterer leichter Anstieg erwartet – gestützt durch perspektivisch sich verbessernde Konjunkturaussichten, einen wachsenden Emissionsbedarf infolge höherer Staatsausgaben sowie den fortgesetzten Bilanzabbau der EZB.**

## Aktienmarkt

Im April und Mai hatten die europäischen Aktienmärkte eine beeindruckende Rallye hingelegt und innerhalb kürzester Zeit die Kursverluste in Folge des Zollschocks am 2. April überwunden. Der DAX, der zusätzlichen Auftrieb durch den Rüstungs- (Rheinmetall) und den KI-Boom (SAP) erhielt, erreichte im Zuge dieser Aufwärtsbewegung sogar ein neues Allzeithoch und gewann im letzten Berichtszeitraum über 30% hinzu. Im Kapitalmarktbericht von Anfang Juni hatten wir darauf hingewiesen, dass nach dieser rasanten Rallye, die mit einer deutlichen Ausweitung der Aktienbewertungen einherging, eine schwächere Entwicklung in den nächsten Monaten zu erwarten sei. Zumal Anleger in den Sommermonaten typischerweise zurückhaltend agieren und die Zollunsicherheit an der Risikobereitschaft der Anleger nagt.

*Auf rasante  
Aktienrallye im  
April und Mai...*



Mit der Einigung zwischen den USA und der EU auf ein Rahmenabkommen hat die Zollunsicherheit zuletzt zwar abgenommen, aber das Abkommen fiel nicht unbedingt so aus, wie es sich die Aktionäre erhofft hatten. Der Zollsatz in Höhe von 15% ist für die europäischen Exportunternehmer eine heftige Zusatzbelastung. Dazu kommt, dass über die Details noch verhandelt werden muss und es bei zentralen Punkten widersprüchliche Ansichten gibt. So erklärten die US-Verhandlungsführer, dass die EU ihre digitalen Handelsschranken beseitigen werde. Die EU-Seite will davon aber nichts wissen – es sei noch nicht mal darüber gesprochen worden. Zu den Mengenkontingenten bei Stahl- und Aluminium, die die EU als Verhandlungsergebnis präsentierte, gibt es dagegen von der US-Seite ein Dementi. Außerdem hat sich die EU-Kommission zwar auf den Kauf von Energieprodukten aus den USA in einem Umfang von 750 Mrd. Euro und Investitionen in Höhe von 600 Mrd. Euro in die USA verpflichtet, aber vollkommen unklar gelassen, wer diese Käufe bzw. Investitionen tätigen soll. Auch wenn formal also eine Einigung im Handelsstreit erzielt wurde, ist das letzte Wort noch nicht gesprochen und wird die Märkte noch eine Weile beschäftigen. Insofern überrascht

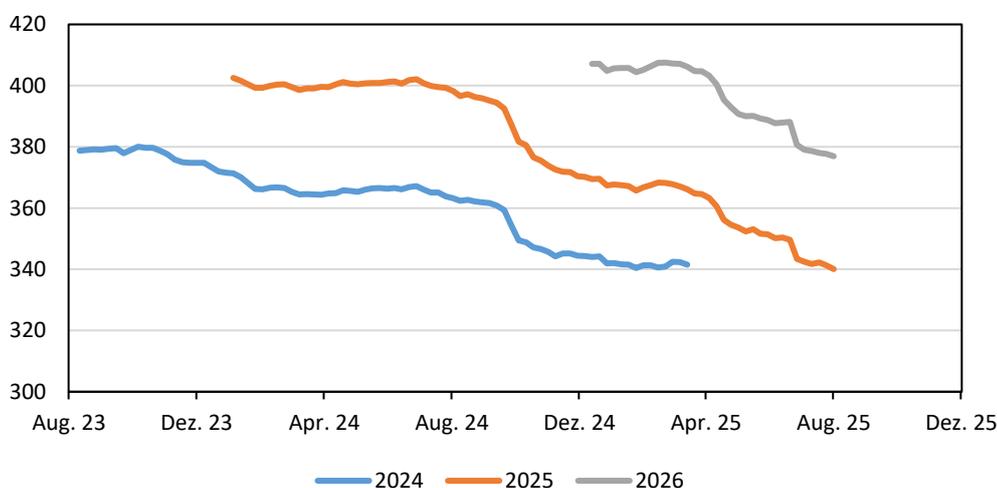
*...folgt Seitwärts-  
bewegung.  
Weder das  
Zollabkommen...*

es nicht, dass das Rahmenabkommen den Aktienindizes keinen neuen Schub verschafft hat.

Auch die Berichtssaison konnte die Anleger nicht vollständig überzeugen. Zwar wurden sowohl beim DAX als auch bei Euro STOXX die Gewinnprognosen der Analysten übertroffen, die Umsätze blieben aber hinter den Erwartungen zurück. Dazu kam, dass die Gewinne im zweiten Quartal niedriger lagen als noch ein Jahr zuvor ausfielen und dass die Gewinnerwartungen für die nächsten Quartale zuletzt Abwärtsrevisionen unterzogen werden mussten. Da im Juni auch noch der Krieg zwischen Israel und dem Iran auf der Risikostimmung lastete, verzeichnete der DAX im Berichtszeitraum seit Anfang Juni per Saldo einen leichten Verlust in Höhe von 0,3%, während der Euro STOXX 50 sogar 1,0% verlor.

*...noch die Berichtssaison konnten neuen Schub generieren.*

Euro STOXX 50: Gewinn pro Aktie (Bloomberg-Konsensschätzung)



Quelle: Bloomberg, eigene Darstellung

In den kommenden Wochen und Monaten rechnen wir nicht damit, dass die europäischen Aktienmärkte nennenswert Aufwärtsdynamik aufnehmen werden. Die Berichtssaison ist zwar noch nicht abgeschlossen und insbesondere beim DAX stehen noch einige Schwergewichte wie Siemens oder die Deutsche Telekom an. Aber an der Grundtendenz und insbesondere den Markterwartungen hinsichtlich zukünftiger Gewinne dürfte dies nichts mehr ändern. Dazu kommen weiterhin die hohen Bewertungskennzahlen der europäischen Indizes und die saisonale Schwäche, die die Sommermonate typischerweise aufweisen. Erst nach dem Sommer könnte ein optimistischerer Konjunkturausblick auf das Jahr 2026 die Grundlage für eine klassische „Jahresendrallye“ legen. Gefährdet wird diese Perspektive vor allem durch Zollüberraschungen aus dem Weißen Haus. Wiederholt hat Trump gezeigt, dass Abkommen nur so lange bestehen, bis er sie aufkündigt. Trotz Abkommen hat Trump beispielsweise Zusatzzölle in Höhe von 35% auf Importe aus Kanada verhängt, gegenüber der EU hat er bereits gedroht, den Zollsatz auf 35% zu erhöhen, falls Investitionen aus Europa in die USA ausbleiben.

*Europäische Aktienindizes vorerst ohne weitere Aufwärtsdynamik erwartet.*

**Nach einer kräftigen Aufwärtsbewegung im ersten Halbjahr, in deren Zug der DAX ein Kursplus von 20% verzeichnet und neue Rekordstände markierte, haben die europäischen Aktienmärkte zuletzt an Schwung verloren. Zwar**

**konnte im Zollkonflikt zwischen der EU und den USA eine Einigung erzielt werden, doch viele Details bleiben offen und der US-Zollsatz auf europäische Produkte fiel mit 15% höher aus als erhofft. Hinzu kamen durchwachsene Unternehmensberichte, bei denen die Umsätze häufig hinter den Analystenprognosen zurückblieben. In der Folge gaben DAX und Euro STOXX 50 im Berichtszeitraum leicht nach. Auch für die kommenden Monate ist mit keiner nennenswerten Aufwärtsbewegung zu rechnen – zu hoch sind die Bewertungen, zu unsicher die politische Lage, vor allem mit Blick auf mögliche neue Zollmaßnahmen der US-Regierung. Erst zum Jahresende könnte ein positiverer Konjunkturausblick für Europa wieder für Auftrieb sorgen.**

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2021	2022	2023	2024	2025e	2021	2022	2023	2024	2025e	2021	2022	2023	2024	2025e
EWU	5,3	3,5	0,5	0,8	1,3	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	0,3	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	1,5	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\$) <sup>2</sup>				
	2021	2022	2023	2024	2025e	2021	2022	2023	2024	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	1,18
- 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	1,34
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

<sup>1</sup> Jahresdurchschnitt

<sup>2</sup> 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 <sup>1</sup>					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	1,50

Angaben jeweils zum Jahresende

<sup>1</sup> 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

	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	05.08.
CRB-Index**	267,7	262,0	284,5	263,8	290,3	290,5	284,9	296,7	309,3	297,3	293,3
Ölpreis (Brent)*	79,8	74,9	95,3	77,0	87,5	86,4	71,8	74,6	74,7	67,6	67,6

Angaben jeweils zum Periodenende

<sup>1</sup> 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.