

## Kapitalmarktbericht Eurozone

# Nr. 6: EWU-Konjunktur zieht leicht an



**Konjunktur und Geldpolitik:** Die europäische Wirtschaft war im dritten Quartal geprägt durch eine leicht anziehende Konjunkturdynamik. Nach dem durch eine Gegenbewegung bei den Exporten belasteten und nur leicht positiven zweiten Quartal wuchs die EWU-Wirtschaft im dritten Quartal mit einer Rate von 0,3%. Die im Oktober und November verbesserte Stimmungslage deutet darauf hin, dass sich die Erholung im vierten Quartal fortsetzen wird. Vor diesem Hintergrund und der nur moderat oberhalb der Zielmarke liegenden Inflationsrate gab sich die Europäische Zentralbank (EZB) zuletzt abwartend und beließ den Leitzins bei 2%.

9. Dezember 2025

**Euro:** Im Berichtszeitraum bewegte sich der Euro in einer engen Spanne zwischen 1,15 und 1,17 US-Dollar und notiert aktuell eher am oberen Rand. Ausschlaggebend waren schwankende Erwartungen zur US-Geldpolitik: Nach Powells hawkischen Aussagen Ende Oktober gewann der Dollar an Wert, ehe ihn Zinssenkungsspekulationen im November wieder schwächten. (Geo-)Politische Ereignisse wie der Haushaltsstreit in Frankreich, der Handelskonflikt zwischen den USA und China oder die Verhandlungen über einen Waffenstillstand in der Ukraine blieben dagegen ohne größeren Einfluss. Die sich einengende Zinsdifferenz im Zuge vom Leitzinssenkungen in den USA und einer passiven EZB sprechen für einen moderat stärkeren Euro im kommenden Jahr.

**Rentenmarkt:** Die Renditen europäischen Staatsanleihen haben sich im Berichtszeitraum in der Tendenz aufwärts bewegt. Die Bemerkung von EZB-Direktorin Schnabel, wonach der nächste Zinsschritt eine Erhöhung sein könnte, dürfte dazu beigetragen haben, dass die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen Anfang der Woche die Marke von 2,80% überschritt (aktuell bei 2,85%) und die 2-jährige Bundrendite einen mehrmonatigen Höchststand erreichte. Bei Peripherieanleihen waren die Kursverluste wenig stark ausgeprägt, da Ratingverbesserungen vom Kapitalmarkt positiv aufgenommen wurden. Der französische Rentenmarkt beruhigt sich, nachdem es Ministerpräsident Le Cornu im zweiten Anlauf gelang, eine Regierung zu bilden.

**Aktienmarkt:** Die europäischen Aktienmärkte haben sich seit Anfang Oktober per Saldo kaum bewegt. Dazu beigetragen haben sowohl eine wenig überzeugende Berichtssaison als auch uneinheitliche Impulse aus den USA. Zwar ist das Jahr noch nicht zu Ende, doch eine klassische Jahresendrallye scheint auszubleiben – zumal die Händler bereits in wenigen Tagen damit beginnen werden, ihre Bücher für dieses Jahr zu schließen. Dennoch können sich Anleger auch ohne kurstreibende Jahresabschlussrallye über eine starke Aktienentwicklung 2025 freuen: Seit Jahresende 2024 legte der DAX bislang um 21,3 % zu, während der Euro STOXX 50 ein Plus von 17,6 % verzeichnete.

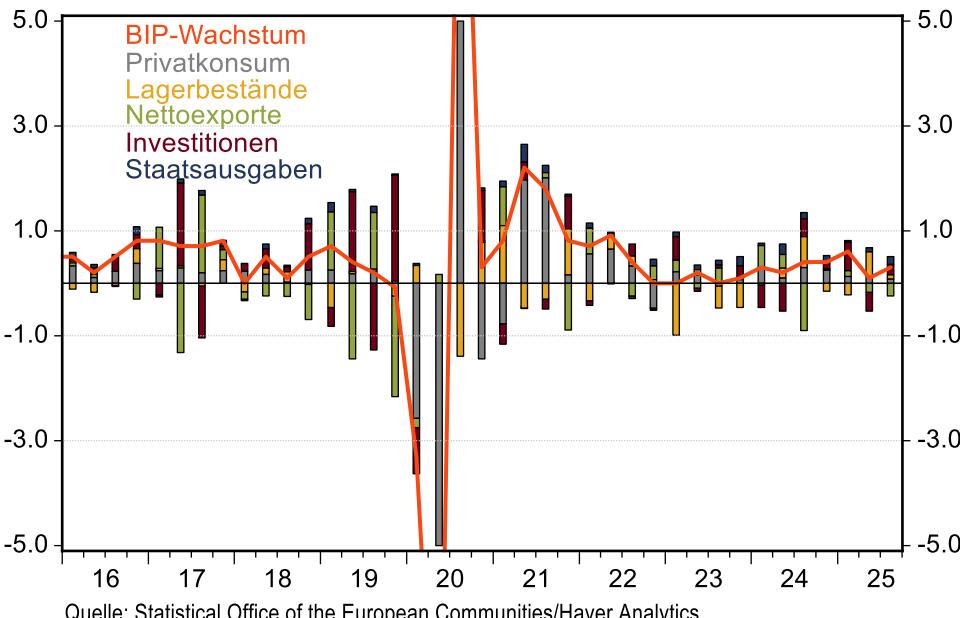
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proetzel
- Bernhard Spitz

## Konjunktur und Geldpolitik

Die europäische Wirtschaft war im dritten Quartal geprägt von einer moderaten Zunahme der Wachstumsdynamik. Auf das durch eine Gegenbewegung bei den Exporten gedämpfte und nur leicht positive zweite Quartal (0,1% gegenüber dem Vorquartal) folgte im dritten Quartal eine etwas höhere BIP-Wachstumsrate von real und saisonbereinigt 0,3%. Hauptwachstumstreiber waren die Unternehmensinvestitionen, die um 0,9% im Vergleich zum Vorquartal zulegten und das Wachstum um 0,2 Prozentpunkte angeschoben. Die Staatsausgaben sorgten immerhin für einen Wachstumsimpuls in Höhe von 0,15 Prozentpunkten und der Privatkonsument leistete mit 0,08 Prozentpunkten ebenfalls einen positiven Wachstumsbeitrag. Lediglich der Außenhandel erwies sich als Wachstumsbremse (-0,24 Prozentpunkte).

*Wachstumsdynamik nimmt im dritten Quartal zu.*

EWU: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



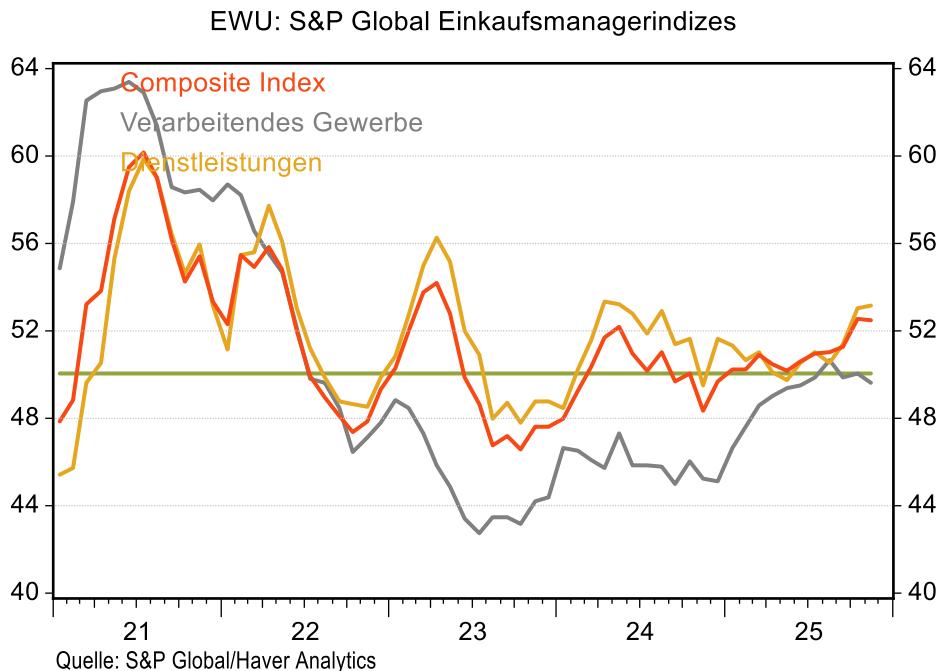
Das moderat positive BIP-Wachstum verdeckt eine ausgeprägte Heterogenität bei der wirtschaftlichen Dynamik in den einzelnen Mitgliedstaaten. Spanien erwies sich mit einem Plus von 0,6% weiterhin als Zugpferd der europäischen Wirtschaftsentwicklung und auch Frankreich kam auf ein deutlich überdurchschnittliches Plus von 0,5%. Allerdings verzeichnete Italien lediglich ein Plus von 0,1% und die deutsche Wirtschaft stagnierte.

*Hohe Heterogenität in den Mitgliedstaaten.*

Deutschland konnte dadurch immerhin eine Rezession vermeiden, nachdem die Wirtschaft im Quartal zuvor noch um 0,2% geschrumpft war. Als besonders belastend erwies sich erneut die Exportwirtschaft, die auch im dritten Quartal noch unter den höheren US-Zölle und der Euro-Aufwertung litt. Insgesamt drückten die Nettoexporte das Bruttoinlandsprodukt um 0,3 Prozentpunkte. Daneben zeigte sich der Privatkonsument überraschend schwach (-0,1 Prozentpunkte). Positive Wachstumsbeiträge gingen dagegen von einem Aufbau der Lagerbestände (+0,2 Prozentpunkte), den Staatsausgaben (+0,2 Prozentpunkte) und den Unternehmensinvestitionen (+0,1 Prozentpunkte) aus. Möglicherweise haben bei Letzteren die seit Juli

*Deutschland vermeidet knapp eine Rezession.*

geltenden großzügigeren Abschreibungsbedingungen eine Rolle gespielt, die im Rahmen des steuerlichen Investitionssofortprogramms eingeführt wurden.



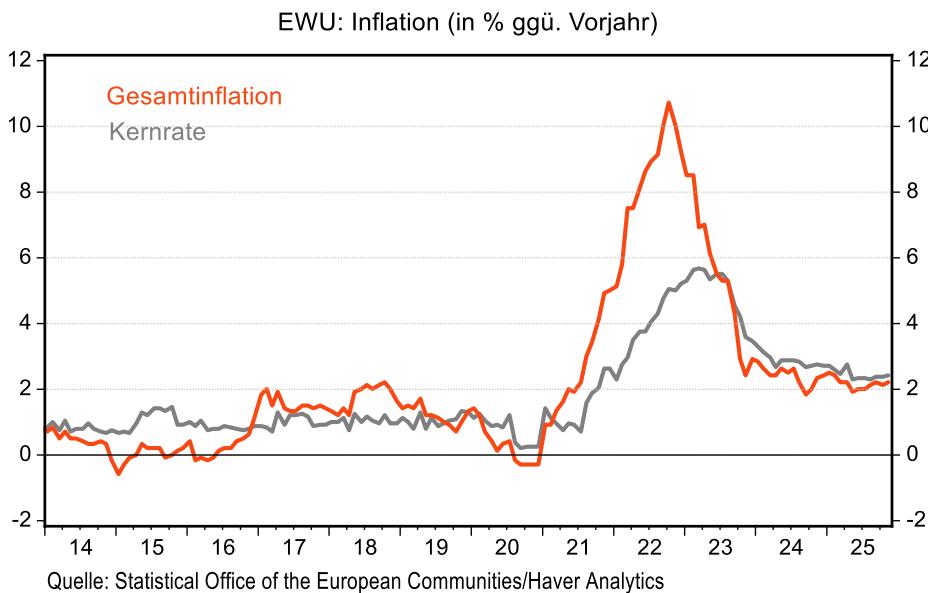
Für das angebrochene vierte Quartal könnte die Wachstumsdynamik sowohl in Deutschland als auch in der Eurozone leicht anziehen. Zumindest deuten die Einkaufsmanagerindizes von S&P Global darauf hin. Zum Quartalsbeginn machte der zusammenfassende Composite Einkaufsmanagerindex für die Eurozone einen Sprung auf 53,9 Punkte. Im November ging es dann zwar auf 52,1 Punkte wieder etwas abwärts, aber dennoch ist dieses Niveau signifikant höher als der Durchschnitt von 51,0 Punkten im dritten Quartal. Entscheidend für die Stimmungsverbesserungen waren die Dienstleister, für die sich im November eine Indexstand von 52,7 Punkten berechnete. Für das verarbeitende Gewerbe setzte sich die Stimmungsmisere dagegen fort. Die Hoffnung, dass der Index endlich wieder in den expansiven Bereich über 50 Punkte steigen könnte, wurde enttäuscht. Stattdessen ging es im November von 49,6 auf 48,2 Punkte abwärts. Für Deutschland zeigt sich ein ähnliches Bild. Auch für die hiesigen Industriebetriebe zeigt der Einkaufsmanagerindex jüngst wieder abwärts, nachdem er zuvor knapp unter der Wachstumschwelle gelegen hatte. Die Stimmungseintrübung in der Industrie wurde aber auch in Deutschland durch den Dienstleistungssektor mehr als wettgemacht.

Über den Jahreswechsel hinaus dürfte sich die Erholung der Wirtschaftstätigkeit fortsetzen. Höhere US-Zölle und die Unsicherheit hinsichtlich einer erneuten Zolleskalation durch die Trump-Regierung belasten zwar das Exportvolumen, mit einer anhaltend robusten Gewinnentwicklung in den zurückliegenden Quartalen haben die europäischen Unternehmen aber ihre Widerstandsfähigkeit unter Beweis gestellt. Zudem sollte die Binnennachfrage von den verbesserten Finanzierungsbedingungen profitieren, da von den niedrigeren Zinsen spürbare Impulse für die Wirtschaft ausgehen. Die höheren Staatsausgaben für Infrastruktur und Verteidigung dürften der Binnennachfrage ebenfalls zugutekommen. Im Rahmen der NATO-Beschlüsse haben sich die Mitgliedsstaaten immerhin darauf verständigt,

*Stimmungsindikatoren deuten auf leicht höhere Wachstumsdynamik im vierten Quartal hin.*

*Erholung dürfte sich 2026 fortsetzen.*

ihre Verteidigungsausgaben bis 2035 auf 3,5% des Bruttoinlandsprodukts hochzufahren. Dazu kommen 1,5% für verteidigungs- und sicherheitsrelevante Bereiche wie Infrastruktur, Industrie und Resilienz.



Die Europäische Zentralbank hat die Leitzinsen im Berichtszeitraum unverändert bei 2% belassen. Im Anschluss an die Zinsentscheidung Ende Oktober bekräftigte Präsidentin Christine Lagarde ihre bereits zuvor getäigte Aussage, dass die Geldpolitik momentan „an einem guten Punkt“ sei. Zwar erklärte sie auch, dass dies „kein fester Punkt“ sei und die EZB bei Bedarf handeln werde, um die Stabilität zu wahren. Insgesamt verfestigte sich jedoch der Eindruck, dass in den kommenden Monaten keine weiteren Leitzinssenkungen in der Eurozone zu erwarten sind. Dafür spricht auch die sich seit Monaten nur moderat über dem EZB-Ziel befindlich Inflationsrate und die stabile Konjunktur. In den kommenden Monaten ist zwar eine Abschwächung des Preisdrucks wahrscheinlich. So signalisiert der sogenannte Wage Tracker der EZB auf der Basis bereits abgeschlossener Tarifvereinbarungen ein verringertes Lohnwachstum. Auch der Handelskonflikt zwischen den USA und China könnte sich dämpfend auf die hiesigen Preise auswirken, da dadurch vermehrt chinesische Produkte auf den europäischen Markt drängen und zu einem erhöhten Angebot führen. Dazu kommt, dass der starke Außenwert des Euro gegenüber dem US-Dollar Energieimporte tendenziell verbilligt hat und in den ersten Monaten des neuen Jahres durch die gesunkenen Rohölnotierungen ohnehin ein inflationsdämpfender Einfluss von den Energiepreisen ausgehen sollte. Ein deutliches Unterschießen der Inflation unter das 2%-Ziel, was der EZB zwingen könnte, die Leitzinsen noch weiter abzusenken, ist aber nicht zu befürchten.

*EZB passt Leitzinsen im Oktober nicht an.*

**Die Eurozone verzeichnete im dritten Quartal ein verhaltenes Wachstum: Das BIP stieg um 0,3% gegenüber dem Vorquartal nach zuvor 0,1% BIP-Wachstum. Spanien und Frankreich entwickelten sich robust, während Deutschland stagnierte. Belastend wirkten schwache Exporte, während Unternehmensinvestitionen, Staatsausgaben und die Privatausgaben stützten. Für das vierte Quartal deutet sich eine leicht höhere Wachstumsdynamik an, getragen vom Dienstleistungssektor, während die Industrie weiter schwächt. Die EZB hat die Leitzinsen im Berichtszeitraum bei 2% belassen und**

Christine Lagarde bekräftigte, dass die Geldpolitik momentan an einem „guten Punkt“ sei. Derweil blieb die Inflation moderat und dürfte durch sinkende Energiepreise und geringeres Lohnwachstum in den kommenden Monaten eher nachlassen. Ein deutlicher und nachhaltiger Rückgang unter das 2 %-Ziel ist aber nicht zu erwarten.

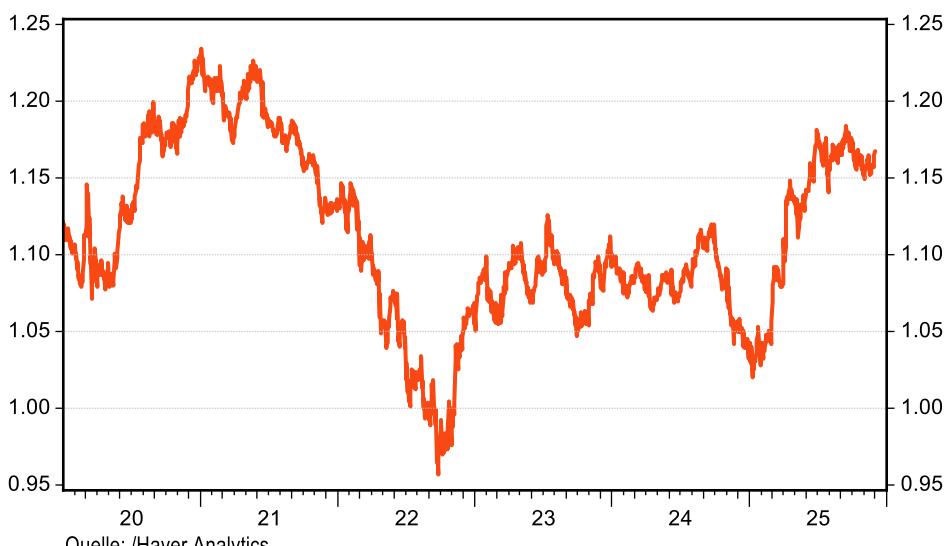
## Euro

Der Euro hat sich in den vergangenen Wochen in einem engen Band zwischen 1,15 US-Dollar und 1,17 US-Dollar seitwärts bewegt. Momentan befindet sich die Gemeinschaftswährung am oberen Rand der Spanne und hat damit wieder das Ausgangsniveau von Anfang Oktober erreicht. Für eine gewisse Volatilität sorgte im Berichtszeitraum vor allem die Änderung der Markterwartungen hinsichtlich der US-Geldpolitik. Ende Oktober riss Fed-Präsident Jerome Powell den Euro-US-Dollar Wechselkurs aus seiner Lethargie, als er in der Pressekonferenz nach der Fed-Sitzung erklärte, dass eine weitere Zinssenkung in der kommenden Dezember-Sitzung alles andere als eine ausgemachte Sache sei und diesbezüglich Uneinigkeit im Offenmarktausschuss bestehe. Als Erklärung nannte er zollbedingt Aufwärtsrisiken für die Inflation und die Abkühlungstendenzen auf dem Arbeitsmarkt. Die Terminkäufe, die einem solchen Schritt im Vorfeld nahezu eine 100%-ige Wahrscheinlichkeit zugeordnet hatten, verabschiedeten sich vor diesem Szenario und am Devisenmarkt wertete der US-Dollar Ende Oktober bis auf rund 1,15 US-Dollar je Euro auf. Im November schlug das Pendel dann wieder in die andere Richtung aus, als einige Fed-Gouverneure die Erwartung befeuerten, dass der Offenmarktausschuss im Dezember doch eine Leitzinsenkung beschließen könnte. In der Folge gab der US-Dollar seine zuvor eingefahrenen Kursgewinne wieder ab.

*Euro bewegt sich*

...

Euro/US-Dollar Wechselkurs



Quelle: /Haver Analytics

Ein Grund für die geringe Wechselkursvolatilität könnte der Government Shutdown in den USA gewesen sein, der dazu geführt hat, dass über mehrere Woche Datenveröffentlichungen ausgesetzt werden mussten. Damit entfiel eine normalerweise bestehende Quelle für Wechselkursbewegungen. Allerdings zeigten die Devisenmärkte auch in Anbetracht anderer politischer sowie geopolitischer Ereignisse keine nennenswerte Reaktion. Weder der Fortgang der Verhandlungen über ein

*...unter geringen Schwankungen seitwärts.*

Ende des Ukraine-Kriegs noch die innenpolitischen Turbulenzen in Frankreich oder der Handelskonflikt zwischen den USA und China spiegelte sich spürbar im Euro-Dollar-Kurs wider. In Bezug auf den letzten Punkt hatte US-Präsident Donald Trump immerhin mit neuen Strafzöllen von 100% auf Importe aus China gedroht, nachdem China – als Reaktion auf Chipexport-Verbote seitens der Vereinigten Staaten – die Exportkontrollen für Seltene Erden verschärft hatte. Erfreulicherweise konnten Trump und Xi ihren Streit recht schnell beiseitelegen und einigten sich auf ein Abkommen, das zumindest für ein Jahr Gültigkeit haben soll.

Es ist nicht ausgeschlossen, dass die für morgen terminierten Sitzungsergebnisse des Fed-Offenmarktausschusses Bewegung in den Wechselkurs bringen werden. Vor allem wenn sich die Fed entgegen den Markterwartungen für eine Zinssenkungspause entscheiden wird. Wahrscheinlich ist dieses Szenario jedoch nicht. Es ist stattdessen davon auszugehen, dass die Fed-Gouverneure ihren Signalen hinsichtlich einer Leitzinssenkung Taten folgen lassen werden. Aber auch die Pressekonferenz von Jerome Powell könnte eine Marktreaktion bewirken, sofern er den weiteren geldpolitischen Kurs konkretisiert. Denn bislang sind die Marktteilnehmer recht unentschlossen, wie sich die Fed bei der Januar-Sitzung entscheiden wird.

Mit Blick auf das kommende Jahr dürfte für den Euro-US-Dollar Wechselkurs die Entwicklung in den USA ebenfalls ausschlaggebend sein. Während sich die europäische Notenbank recht deutlich zu einer passiven Geldpolitik bekannt hat und dies vor dem Hintergrund einer moderaten Inflation und stabilen Konjunktur nachvollziehbar erscheint, ist der geldpolitische Pfad der Fed im Spannungsfeld zwischen Inflationsbekämpfung und Arbeitsmarktabkühlung weniger klar vorgegeben. Vermutlich wird die Fed die Lage auf dem Arbeitsmarkt als hinreichend besorgnis erregend einstufen, um dem erheblichen Druck aus dem Weißen Haus nachzugeben und die Leitzinsen weiter abzusenken – zumal Jerome Powell durch einen deutlich taubenhafteren Nachfolger ersetzt werden wird. Wir rechnen daher – und angesichts einer verhaltenen Wachstumsdynamik – bis Ende des nächsten Jahres mit drei Leitzinssenkungen. Die sich dadurch einengende Zinsdifferenz dürften dem Euro zu einer moderaten Aufwertung gegenüber dem US-Dollar verhelfen.

**Der Euro pendelte zuletzt zwischen 1,15 und 1,17 US-Dollar und liegt aktuell am oberen Rand dieser Spanne. Haupttreiber waren Erwartungen zur US-Geldpolitik: Ende Oktober sorgten Zweifel Powells hinsichtlich einer Leitzinsenkung für eine Dollar Aufwertung. Im November kehrte sich die Bewegung um. Politische Ereignisse wie der Haushaltsstreit in Frankreich, der Handelsstreit zwischen den USA und China oder die Friedensbemühungen im Ukraine-Krieg hatten dagegen kaum Einfluss. Für das kommende Jahr rechnen wir mit einem etwas stärkeren Euro, da die Fed die Leitzinsen voraussichtlich senken wird und sich die Zinsdifferenz dadurch einengen wird.**

## Rentenmarkt

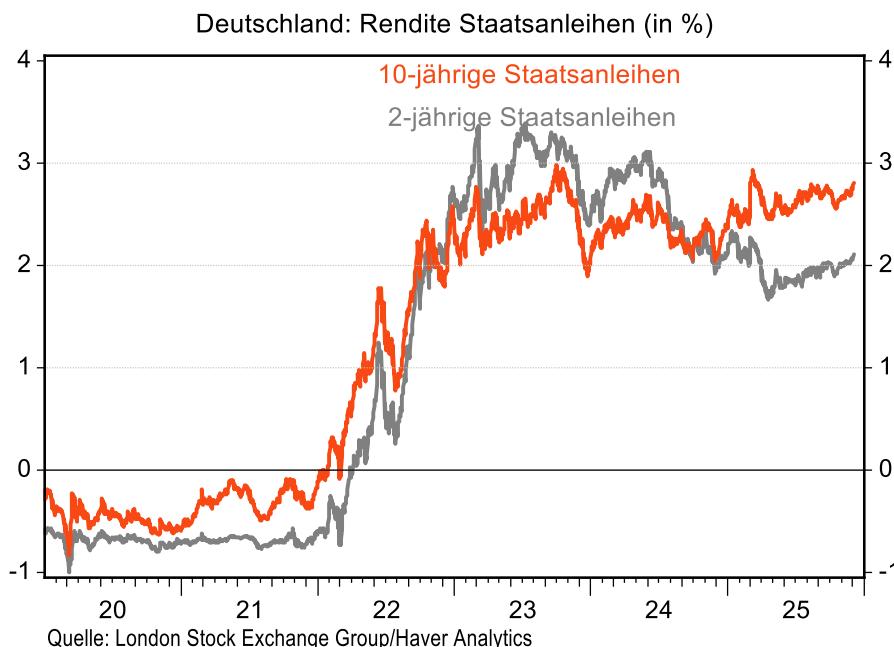
An den europäischen Rentenmärkten vollzog sich im Berichtszeitraum zunächst eine Renditerückgang, der allerdings nur bis Mitte Oktober Bestand hatte. Seitdem haben sich die Staatsanleihenrenditen wieder aufwärts bewegt, zunächst schwächer und Anfang Dezember mit etwas stärkerer Dynamik. Die Entwicklung in den letzten Tagen geht unter anderem auf Aussagen von EZB-Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel zurück, die erklärte, dass sich die Leitzinsen momentan nicht nur

*Bringt morgige Fed-Sitzung Bewegung in den Wechselkurs?*

*Moderate Euro-Aufwertung erwartet.*

*Höhere Renditen seit Anfang Oktober.*

an einem „guten Punkt“ befänden, wie Präsidentin Christine Lagarde und andere EZB-Notenbanker wiederholt betont haben, sondern dass sie ihren Tiefpunkt erreicht hätten. Sie erwartet, dass die nächste Leitzinsentscheidung der EZB eine Erhöhung sein werde. Renditetreibend wirkte auch der Beschluss des umstrittenen Rentenpakets durch den deutschen Bundestag. Alleine die in dem Gesetz vorgesehene sogenannte Haltlinie, die das Rentenniveau bis 2031 bei mindestens 48 Prozent des Durchschnittslohns stabilisieren soll, wird den Bundeshaushalt laut dem Rentenversicherungsbericht bis 2039 mit insgesamt 122 Mrd. Euro belasten und somit zu einer höheren Emissionstätigkeit des Bundes führen. In der Folge überstieg die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen die Marke von 2,8% und erreichte ein Niveau, das zuletzt im März vorherrschte, nachdem die Merz-Regierung milliardenschwere Ausgabenpakete für Verteidigung und Infrastruktur beschlossen hatte. Im kurzen Laufzeitenbereich stieg die Rendite 2-jähriger Bundesanleihen ebenfalls zuletzt auf mehrmonatige Höchststände (aktuell bei 2,12%).



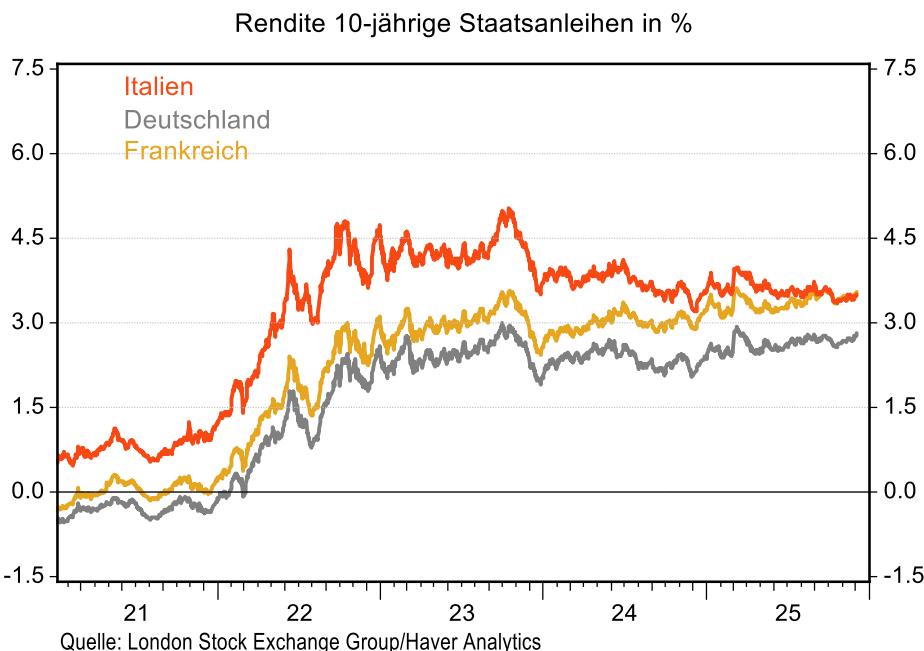
Die Anleihen anderer EWU-Staaten gerieten im Berichtszeitraum weniger stark unter Druck. So beruhigte sich der französische Rentenmarkt nach der Bildung der zweiten Regierung unter Ministerpräsident Le Cornu, obwohl die enormen politischen Probleme bleiben. Der Haushalt für 2026 wurde immer noch nicht verabschiedet und mit der Aussetzung der Rentenreform verschärft sich die Lage der Rentenkasse. Dennoch stieg die Rendite französischer Staatsanleihen von 3,53% Anfang Oktober auf nun 3,55% lediglich minimal an, was eine Einengung des Spreads gegenüber Bundesanleihen von 82 auf nun 73 Basispunkt zur Folge hatte.

Die Renditen italienischer und griechischer Staatsanleihen profitierten im Berichtszeitraum von neuen Bonitätsbeurteilungen der Ratingagenturen. Mitte November hat Moody's das italienische Rating zum ersten Mal seit 23 Jahren angehoben. Als Hauptgründe führte die Agentur die politische Stabilität an, da dadurch Reformen leichter umgesetzt werden können und die Mittel aus dem „Next Generation“-Programm besser eingesetzt werden können. Gleichzeitig rechnet Moody's mit einem moderaten Rückgang der Schuldenstandsquote. Tatsächlich könnte es Italien ge-

*In Frankreich beruhigte sich der Rentenmarkt nach Regierungsbildung.*

*In Italien...*

lingen, das EU-Defizitziel in Höhe von 3% des BIP bereits in diesem Jahr zu unterschreiten und somit das EU-Defizitverfahren im kommenden Jahr zu verlassen. Der von Moody's prognostizierte Rückgang der Schuldenquote wird aber entscheidend vom zukünftigen Wachstum Italiens abhängen. Momentan profitiert das Land von den EU-Geldern aus dem „Next Generation“-Programm und erzielt ansehnliche BIP-Wachstumsraten. Diese Quelle wird aber Ende 2026 versiegen und spätestens dann wird sich zeigen, wie nachhaltig das Wachstum war. Am Kapitalmarkt sank der Zinsaufschlag italienischer gegenüber deutschen Staatsanleihen vor diesem Hintergrund seit Anfang Oktober von 82 auf nun 70 Basispunkte.



Für Griechenland war es die Ratingagentur Fitch, die sich dazu entschied, die Einstufung heraufzusetzen. Als maßgebliche Faktoren für diesen Schritt nannte die Firma die Fiskaldisziplin Griechenlands, der signifikante Schuldenabbau und die robuste Konjunkturentwicklung. Neben hohen Primärüberschüssen (im Jahr 2025 in Höhe von 4,8%) rechnet Fitch mit einem Rückgang der Staatsschuldenquote auf 120% bis zum Jahr 2030. Dazu kommt eine günstige Zinsstruktur: Im Durchschnitt liegt die Laufzeit der Schulden bei 19 Jahren und die Zinslast liegt mit schätzungsweise 1,5% deutlich unter der nominalen BIP-Wachstumsrate.

...und Griechenland unterstützten Ratingverbesserungen.

Für das in Kürze beginnende neue Jahr halten wir eine Fortsetzung des jüngst zu beobachtenden Renditeanstieg für wahrscheinlich. Dafür sprechen vor allem die Zuversicht über eine stabile europäische Konjunktur, die im Zuge der steigenden Staatsverschuldung anstehende Emissionsflut neuer Staatsanleihen sowie die Vorgaben aus den USA. Dort könnte das Vorgehen Trumps gegen die Unabhängigkeit der US-Notenbank die Inflationserwartungen und somit die Langfristzinsen erhöhten. Für die europäische Peripherie bietet außerdem die zunehmende Vergemeinschaftung europäischer Schulden Unterstützung. Zwar läuft das „Next Generation EU“-Programm 2026 aus, aber mit dem SAFE-Instrument (Programm zur Unterstützung von Mitgliedstaaten, die in den Verteidigungsbereich investieren) wurde bereits das nächste Programm beschlossen, bei dem die Europäische Kommission im Namen der Europäischen Union gemeinsame Schulden am Kapitalmarkt aufnimmt.

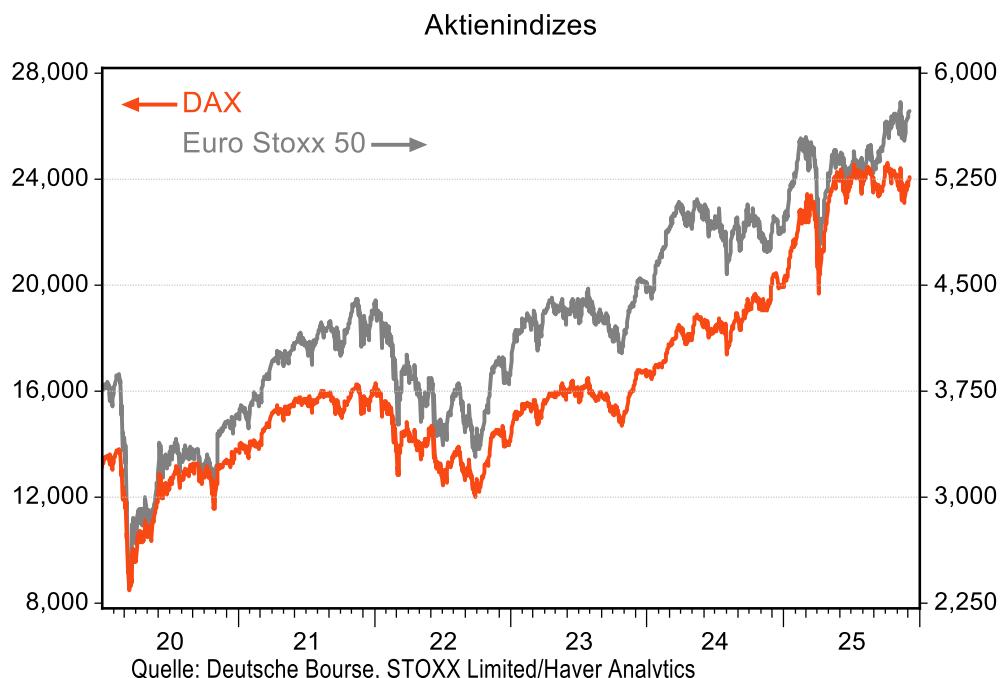
Weiterer Renditeanstieg im Jahr 2026 erwartet.

Im Berichtszeitraum sanken die Renditen europäischer Staatsanleihen zunächst, bevor sie ab Mitte Oktober wieder stiegen und Anfang Dezember an Dynamik gewannen. Ausschlaggebend für die jüngste Aufwärtsbewegungen waren Äußerungen von Isabel Schnabel hinsichtlich einer möglicher Leitzinserhöhung sowie die Einigung im deutschen Bundestag auf ein Rentenpaket. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen überschritt in diesem Zug die Marke von 2,8% und liegt aktuell sogar bei 2,85%. Für 2026 erwarten wir weiter steigende Anleiherenditen, getrieben durch eine steigende Verschuldung, eine Emissionsflut an Staatsanleihen sowie globale Zinsimpulse.

## Aktienmarkt

Im Kapitalmarktbericht von Anfang Oktober hatten wir die Chance auf eine ausgeprägte Jahresendrallye in diesem Jahr als eher gering bezeichnet und dabei unter anderem auf das etwas früher als zumindest von manchen Marktteilnehmern erwartete Ende der Leitzinssenkungen durch die EZB verwiesen, die ambitionierten Bewertungen und die durch höhere Zölle unter Druck stehenden Unternehmensgewinne. Tatsächlich kamen die Aktienmärkte seit dem Erscheinen des letzten Berichts am 9. Oktober kaum vom Fleck. Der Euro STOXX 50 gewann lediglich 1,4% hinzu und der DAX verlor rund 2,1%.

*Jahresendrallye bleibt aus.*



Die Berichtssaison lieferte wie befürchtet Hinweise auf die schädliche Wirkung der US-Zölle auf die Geschäftsentwicklung der europäischen Unternehmen. Im dritten Quartal konnten die im Euro STOXX 50 gelisteten Unternehmen ihre Umsätze lediglich minimal um 0,7% ausweiten und die Analystenprognosen wurden nur knapp übertroffen. Das Gewinnwachstum lag mit 5,6% zwar deutlicher im positiven Bereich, dies lag aber auch nur 0,03% über der Konsensprognose der Analysten. In der Regel versuchen Unternehmen, die Erwartungen der Analysten vor dem Beginn der Berichtssaison nach unten zu leiten, um dann mit ihren Quartalsergebnissen die Schätzungen zu übertreffen und dadurch den Aktienkurs anzuschieben. Dies

*Berichtssaison kann nicht überzeugen.*

ist den Unternehmen dieses Mal nicht gelungen und die Quartalsergebnisse deuten darauf hin, dass dies weniger auf überzogene Analystenerwartungen zurückging, sondern vielmehr auf eine schwache Geschäftsentwicklung der Unternehmen.

Neben der wenig überzeugenden Berichtssaison standen die europäischen Aktienmärkte auch durch die US-Vorgaben unter einem gewissen Druck. Dort sorgte die Angst vor überzogenen Bewertungen insbesondere bei Technologieaktien für eine ausgeprägte Nervosität und teilweise für empfindliche Kursrücksetzer, die sich bis nach Europa auswirkten. Andererseits gab es auch positive Impulse aus den USA, beispielsweise durch das Ende des Government Shutdowns, sodass insbesondere der Monat November durch eine recht hohe Kursvolatilität geprägt war. Verstärkt wurden die Schwankungen durch Handelsstreitigkeiten zwischen der Trump-Regierung und Peking, die letztlich beigelegt werden konnten, und die Erwartungen an den geldpolitischen Kurs der Fed, die zunächst eine hawkische und schließlich eine dovishen Richtung einschlugen.

Traditionell ist das Schlussquartal durch eine ansprechende Aktienperformance geprägt, die häufig auch als Jahresendrallye bezeichnet wird. 2025 scheint diese Rallye auszubleiben. Zwar ist das Jahr noch nicht vollständig abgeschlossen, aber bereits in wenigen Tagen werden Händler dazu übergehen, ihre Bücher für dieses Jahr zu schließen, sodass größere Aktienengagements abnehmen sollten. Aber auch ohne Jahresendrallye können sich Aktieninvestoren über beträchtliche Kurszuwächse in diesem Jahr freuen. Seit Ende 2024 ist der DAX (in der üblichen Be- trachtung inklusive Dividenden) um 21,3% und der Euro STOXX 50 um 17,6% vorgerückt.

Im kommenden Jahr erwarten wir eine deutlich weniger starke Kursperformance. Die Aktienindizes haben nach den massiven Kursgewinnen seit Ende 2023 ambitionierte Bewertungsniveaus erreicht, die bei Anlegern für Zurückhaltung sorgen dürfte. Dazu kommt, dass der geldpolitische Rückenwind in Form von Leitzinssenkungen ausbleiben wird und die höheren US-Zölle die Gewinnentwicklung der Unternehmen bremsen dürfte. Allerdings haben die vergangenen Monate auch eine erstaunliche Widerstandsfähigkeit der europäischen Unternehmen im Angesicht widriger Umstände gezeigt, sodass wir 2026 weiter steigende Gewinne und zumindest moderate Kursgewinne an den europäischen Aktienmärkten erwarten. Durch das ambitionierte Bewertungsniveau besteht jedoch signifikantes Rückschlagspotenzial im Falle ungünstiger Nachrichten auf der Politik oder zur Konjunktur. Gleichzeitig könnten die Aktienkurse auch kräftig zulegen, sollten beispielsweise die Verhandlungen um einen Waffenstillstand in der Ukraine ein erfolgreiches Ende nehmen.

**Die europäischen Aktienmärkte standen im Berichtszeitraum unter dem Einfluss einer Berichtssaison, die in der Summe keine nennenswerten Überraschungen bot, sowie gemischten Vorgaben aus den USA. Dies führte zu zwischenzeitlicher Volatilität, aber per Saldo nur geringen Veränderungen. Das Jahr ist zwar noch nicht abgeschlossen, aber es zeichnet sich ab, dass eine Jahresendrallye ausbleiben wird. Dennoch dürften Anleger das Jahr in guter Erinnerung behalten: Seit Ende 2024 ist der DAX 21,3% und der Euro STOXX 50 um 17,6% vorgerückt. Für 2026 ist angesichts der inzwischen ambitionierter Bewertungen, dem verringerten geldpolitischen Rückenwind sowie den Belastungen durch die höheren US-Zölle mit einer moderateren Entwicklung zu rechnen.**

*US-Vorgaben wirken sich auch auf europäischen Aktienmarkt aus.*

*Trotz fehlender Jahresendrallye sind die Kurse 2025 kräftig angestiegen.*

*Für 2026 erwarten wir eine weniger starke Performance.*

## Prognoseübersicht

### G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) <sup>1</sup>					Arbeitslosenquote (%) <sup>1</sup>				
	2022	2023	2024	2025e	2026e	2022	2023	2024	2025e	2026e	2022	2023	2024	2025e	2026e
EWU	3,7	0,6	0,9	1,3	1,0	8,4	5,5	2,4	2,1	2,0	6,7	6,5	6,4	6,4	6,5
- DE	1,9	-0,7	-0,5	0,2	1,0	6,9	6,0	2,3	2,2	2,0	5,3	5,7	6,0	6,3	6,5
UK	5,2	0,3	1,1	1,4	1,0	9,0	7,4	2,5	3,4	2,8	3,7	4,0	4,4	4,7	5,3
USA	2,5	2,9	2,8	2,0	2,1	8,0	4,1	3,0	2,8	3,2	3,6	3,6	4,1	4,4	4,7
Japan	1,3	0,7	-0,2	1,3	0,8	2,5	3,3	2,7	3,1	2,0	2,6	2,6	2,5	2,5	2,6

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) <sup>2</sup>				
	2022	2023	2024	2025e	2026e	2022	2023	2024	2025e	2026e	2022	2023	2024	2025e	2026e
EWU	-0,1	1,7	2,6	2,3	2,2	-3,4	-3,6	-3,1	-3,1	-3,4	1,07	1,10	1,10	1,18	1,23
- DE	3,8	5,5	5,6	5,4	5,1	-1,9	-2,5	-2,7	-2,5	-3,4	-	-	-	-	-
UK	-2,1	-3,5	-2,7	-3,1	-3,0	-4,6	-6,1	-5,7	-4,3	-3,6	1,21	1,27	1,27	1,34	1,38
USA	-3,8	-3,3	-4,0	-4,0	-3,6	-3,7	-7,8	-8,0	-7,4	-7,9	-	-	-	-	-
Japan	2,1	3,7	4,8	3,9	3,6	-4,2	-2,3	-1,5	-1,3	-2,0	131	141	157	155	150

<sup>1</sup> Jahresschnittschnitt

<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)				
	2022	2023	2024	2025e	2026e	2022	2023	2024	2025e	2026e
EWU	2,0	4,0	3,0	2,0	2,0	2,57	2,02	2,37	2,85	3,1
UK	3,5	5,25	4,75	3,75	3,25	3,67	3,54	4,57	4,5	4,8
USA	4,25-4,5	5,25-5,5	4,25-4,5	3,5-3,75	3,0-3,25	3,87	3,88	4,57	4,1	4,3
Japan	-0,1	-0,1	0,25	0,75	1	0,422	0,61	1,10	2,0	2,3

Angaben jeweils zum Jahresende

<sup>1</sup> EWU: Einlagsatz; 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

	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	08.12.
CRB-Index**	262,0	284,5	263,8	290,3	290,5	284,9	296,7	309,3	297,3	300,6	301,5
Ölpreis (Brent)*	74,9	95,3	77,0	87,5	86,4	71,8	74,6	74,7	67,6	67,0	62,5

Angaben jeweils zum Periodenende

<sup>1</sup> Oil Brent Physical Del, US\$/Barrel

<sup>\*\*</sup> 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.