

Kapitalmarktbericht Eurozone

Nr. 1: Eurozone wächst auf 21 Länder an



Konjunktur und Geldpolitik: Die europäische Wirtschaft setzte ihr moderates Wachstum Ende des vergangenen Jahres mit 0,3% gegenüber dem Vorquartal fort und auch Deutschland kam auf eine Wachstumsrate von 0,3%. Zu Jahresbeginn deuten Stimmungsindikatoren auf eine kaum veränderte Konjunkturdynamik in der Eurozone hin und auch für das Gesamtjahr 2026 rechnen wir nur mit einem geringen BIP-Wachstum in Höhe von 1%. Vor dem Hintergrund dieser Wirtschaftsentwicklung und einer um die EZB-Zielmarke pendelnden Inflation beließ die Europäische Zentralbank die Leitzinsen sowohl im Dezember als auch bei der Sitzung vergangene Woche unverändert bei 2% und signalisierte auf absehbare Zeit keine Anpassungen ihrer Geldpolitik.

9. Februar 2026

Euro: Der Euro wertete gegenüber dem US-Dollar im Berichtszeitraum seit Anfang Dezember per Saldo deutlich von 1,16 auf 1,191 US-Dollar auf. Zwischenzeitlich notierte der Euro sogar bei über 1,20 US-Dollar. Grund für die ausgeprägte US-Dollar-Schwäche waren vor allem politische Elemente. So setzte Trump seine Angriffe auf die Unabhängigkeit der US-Notenbank fort und er erklärte sich mit der Abwertung des Dollars zufrieden. Dazu kamen Marktspekulationen, wonach die USA der japanischen Zentralbank bei Devisenmarktoperationen zur Stützung des japanischen Yen unter die Arme greifen könnten.

Rentenmarkt: Die europäischen Rentenmärkte zeigten sich im Berichtszeitraum größtenteils stabil. Geopolitische Spannungen und steigende Anleiherenditen in den USA und Japan hatten kaum Auswirkungen auf die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen, die sich in einem engen Band zwischen 2,80% und 2,90% bewegte. Nennenswert aufwärts ging es lediglich für die Kurse französischer Staatsanleihen, da die dortige Regierung mehreren Misstrauensvoten überstand und letztlich den Haushalt für 2026 durch das Parlament brachte.

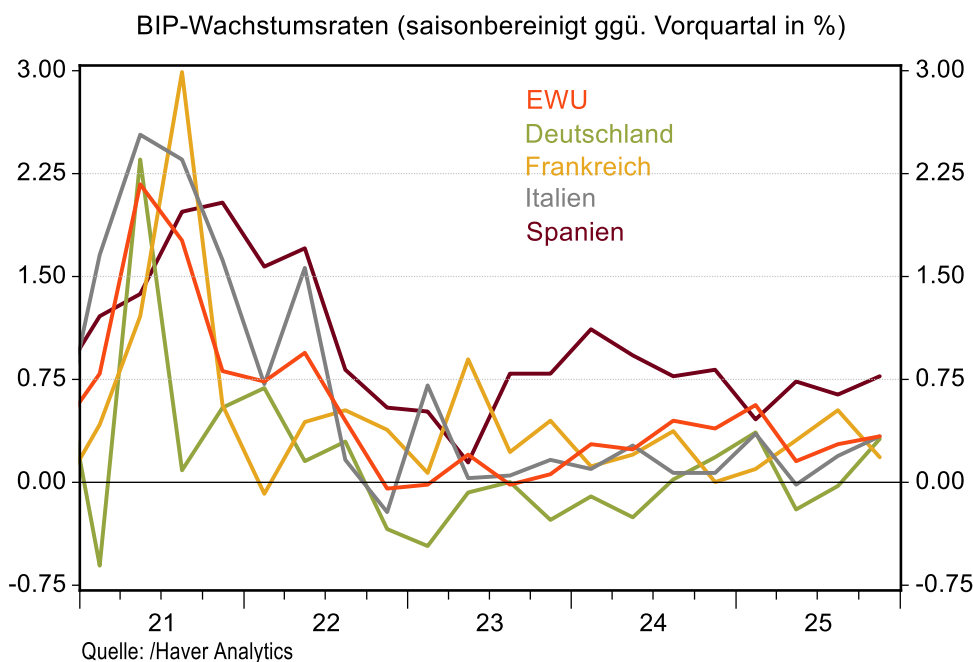
Aktienmarkt: Zweifel an der Rentabilität von KI-Investitionen haben die europäischen Aktienmärkte im Dezember ausgebremst, doch im Januar setzten die Indizes zu einem kräftigen Anstieg an. Trotz Belastungen durch den Konflikt um Grönland und neue Zolldrohungen aus dem Weißen Haus liegen der DAX und der Euro STOXX 50 seit dem letzten Kapitalmarktbericht mit 3,2% bzw. 5,8% deutlich im Plus. Für 2026 erwarten wir weiter steigende Kurse, jedoch mit verhaltener Dynamik, da das Wirtschaftswachstum gedämpft ausfallen dürfte, die Gewinnerwartungen ambitioniert sind und das Bewertungsniveau bereits überdurchschnittlich ausfällt.

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

Konjunktur und Geldpolitik

Die europäische Wirtschaft konnte Ende des vergangenen Jahres an die Wachstumsdynamik im vorangegangenen Quartal anknüpfen und wuchs erneut mit einer preis- und saisonbereinigten Rate von 0,3% gegenüber der Vorperiode. Auf Länderebene erwies sich Spanien einmal mehr als Wachstumstreiber und konnte mit einem Plus von 0,8% das Wachstumstempo sogar nochmal erhöhen. In Deutschland und Italien nahm die Dynamik ebenfalls zu, wenngleich beide lediglich auf eine Rate von 0,3% kamen. Frankreich hinkte mit 0,2% etwas hinterher und konnte nicht an das außergewöhnlich starke Wachstum des dritten Quartals anknüpfen.

Eurozone erneut mit BIP-Wachstum in Höhe von 0,3%.



Zum Start in das neue Jahr deuten die Stimmungsindikatoren auf eine kaum veränderte Konjunkturdynamik hin. Weiterhin dürfte sich das Wachstum auf den Dienstleistungssektor stützen. Darauf deutet zumindest die Entwicklung der S&P Einkaufsmanagerindizes hin. So gab der Index für den Dienstleistungssektor im Januar zwar von 52,4 auf 51,9 Punkte nach, verblieb aber über der Expansionschwelle von 50 Punkten. Im Gegensatz dazu erholte sich der Index für den Industriesektor von 48,8 auf 49,4 Punkte, schaffte aber nicht den Sprung über die Wachstumsschwelle. Für den zusammenfassenden Composite Index bedeutete dies, dass sich keine nennenswerte Veränderung ergab.

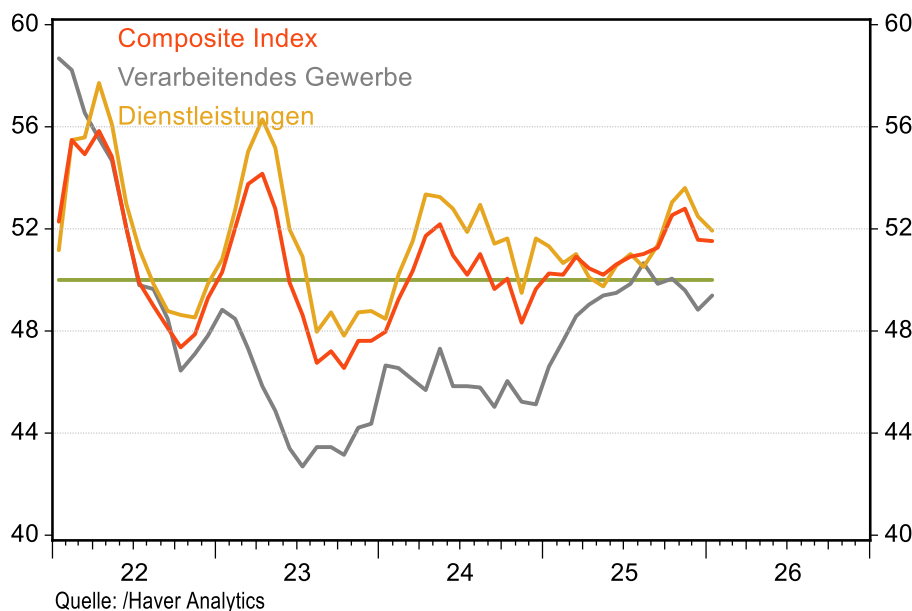
Einkaufsmanagerindizes deuten auf kaum veränderte Konjunkturdynamik zu Beginn des neuen Jahres hin...

Auch über das erste Quartal hinaus ist nicht mit einer kräftigen Wachstumsbeschleunigung zu rechnen. Für das Gesamtjahr prognostizieren wir lediglich ein BIP-Wachstum in Höhe von 1,0%. Der bedeutendste Wachstumsimpuls dürfte dabei vom Konsum der Privathaushalte ausgehen. Die Kombination aus einem robusten Arbeitsmarkt mit einer Arbeitslosenquote von 6,2% sowie steigenden Realeinkommen schaffen Raum für eine Ausweitung des Konsums. Dazu kommt, dass sich die Stimmung der Haushalte zuletzt etwas aufgehellt hat. Für Januar ermittelte die Europäische Kommission einen Punktestand von -12,4 Punkten für das Verbrauchervertrauen, was immerhin 4,3 Punkte über dem Tiefpunkt von Frühjahr 2025 lag. Ein deutlicher Dynamikgewinn von Seiten des Konsums ist allerdings nicht zu erwarten,

...und auch danach wird das Wachstum vermutlich nicht nennenswert anziehen.

solange das Verbrauchervertrauen weiterhin unterhalb des langjährigen Durchschnittswertes liegt. Ähnliches lässt sich auch zu den Unternehmensinvestitionen sagen, die zwar durch das abgesenkte EZB-Leitzinsniveau und die dadurch verbesserten Finanzierungsbedingungen unterstützt bleiben. Außerhalb der Boombranchen Rüstung und Künstlicher Intelligenz werden die Investitionen durch eine nachlassende internationale Wettbewerbsfähigkeit und einen durch die US-Zollpolitik belasteten Exportausblick gebremst. Die durch US-Präsident Donald Trump im vergangenen Jahr erhöhten Zölle werden sich vermutlich auch auf die Nettoexporte auswirken, denn einem erwarteten Rückgang der Exporte steht eine stabile Importnachfrage gegenüber. Die Folge ist ein erneut leicht negativer Wachstumsbeitrag des Außenhandels. Begrenzt positiv dürfte sich dagegen der Fiskalimpuls darstellen. Zwar sorgen hohe Schuldenstände in zahlreichen Ländern der Eurozone für Sparzwänge, in Deutschland, dem größten Land, sollten aber die öffentlichen Verteidigungs- und Infrastrukturausgaben spürbar anziehen.

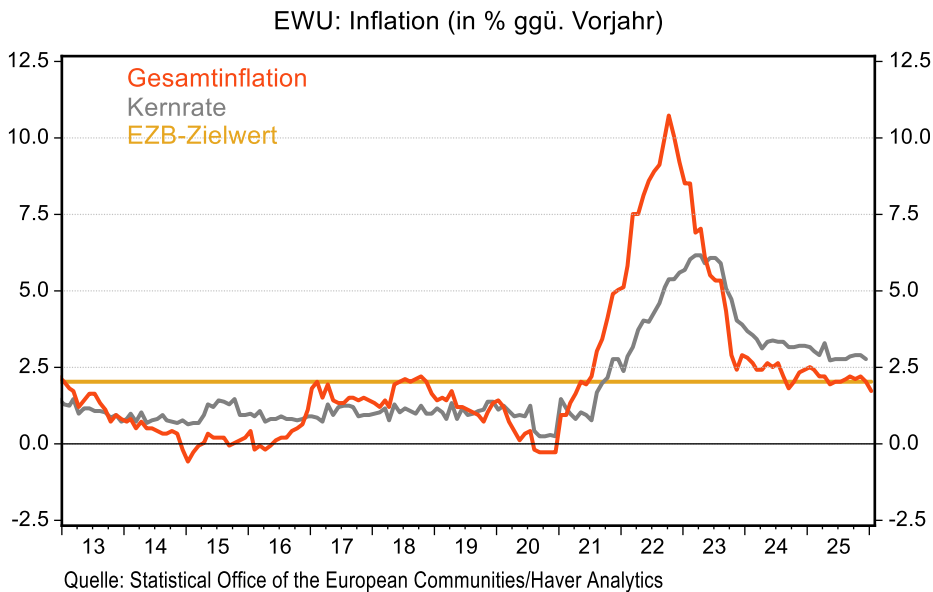
EWU: S&P Global Einkaufsmanagerindizes



Die Europäische Zentralbank hat die Leitzinsen im Berichtszeitraum unverändert bei 2% belassen. Weder bei der Sitzung im Dezember noch bei der Zusammenkunft vergangene Woche sahen die Ratsmitglieder die Notwendigkeit, die Leitzinsen anzupassen. Für Aufmerksamkeit sorgten im Dezember vor allem die neuen Projektionen des volkswirtschaftlichen Stabes der Zentralbank, da sich die EZB abermals gezwungen war, ihre Inflationsprognosen nach oben zu revidieren. Für 2026 wird nun ein Wert von 1,9% erwartet nach zuvor 1,7% und der Wert für die Kerninflationsrate wurde gleich um 0,3 Prozentpunkte auf 2,2% angehoben. Auf der Pressekonferenz im Anschluss an die Februar-Sitzung gab EZB-Präsidentin Christine Lagarde andererseits auch zu bedenken, dass der aufwertende Euro die Inflation stärker senken könnte als bislang erwartet. Die Inflationsdaten, die letzte Woche veröffentlicht wurden, ließen von einem verstärkten Inflationsdruck zumindest für den Januar nichts erkennen. Stattdessen gab die Jahresrate von 2,0% im Dezember auf 1,7% nach und die Kernrate sank von 2,3% auf 2,2%. Insgesamt erklärte Lagarde zuletzt erneut, dass sie die europäische Geldpolitik „gut positioniert“ sehe. Dies kann als Hinweis verstanden werden, dass sie auch in den nächsten Monaten

EZB setzt passiven geldpolitischen Kurs fort.

nicht mit einer Änderung der Leitzinsen rechnet. An den Kapitalmärkten wird zumindest bis Ende des Jahres ebenfalls nicht mit einem Leitzinsschritt gerechnet.



Die europäische Wirtschaft hielt ihr moderates Wachstum zum Jahresende mit 0,3% aufrecht. Spanien erwies sich erneut als Wachstumslokomotive (+0,8%), während Deutschland lediglich mit einer durchschnittlichen Rate in Höhe von 0,3% wuchs. Zu Jahresbeginn deuten Stimmungsindikatoren auf eine stabile Konjunkturdynamik hin, gestützt vor allem vom Dienstleistungssektor. Für das Gesamtjahr 2026 rechnen wir mit einem BIP-Wachstum von 1 %, getragen vor allem vom Konsum der Privathaushalte, der von einem robusten Arbeitsmarkt sowie höheren Realeinkommen profitieren sollte. Unternehmensinvestitionen dürften außerhalb von Rüstung und KI verhalten bleiben, während Fiskalimpulse leicht positiv ausfallen sollten. Die EZB belässt angesichts des stabilen Wachstums sowie der moderaten Inflation ihren Leitzins bei 2 % und signalisiert vorerst keine Änderungen.

Euro

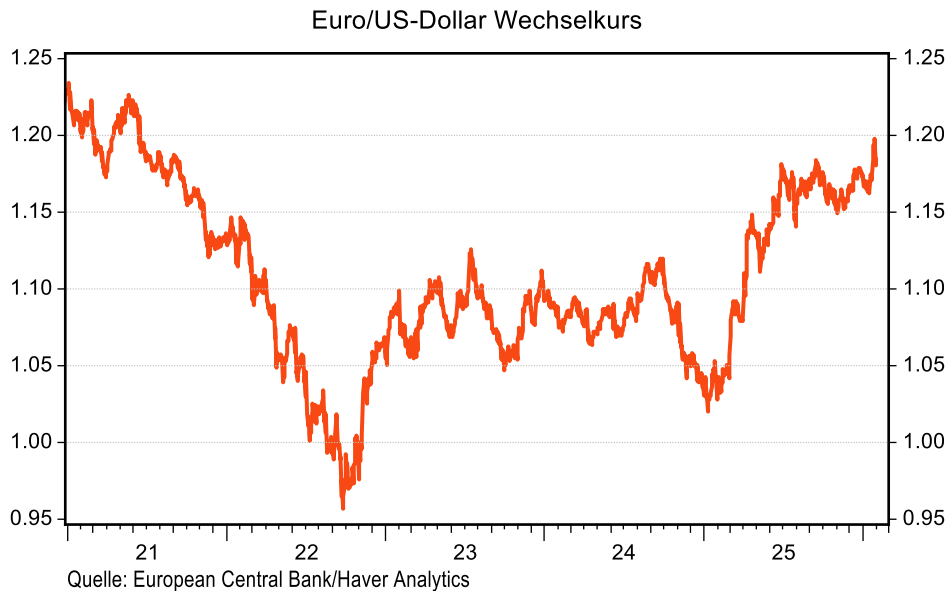
Am Devisenmarkt sorgte im Berichtszeitraum vor allem der Wertverfall des US-Dollars für Aufsehen. Dieser konzentrierte sich jedoch auf die zweite Januarhälfte. Im Dezember ging es für den Euro-US-Dollar-Wechselkurs nur moderat von 1,16 US-Dollar auf 1,175 US-Dollar aufwärts. Unterstützung erfuhr der Euro durch die US-Geldpolitik. Der aktualisierte Dot Plot, der die individuellen Prognosen der Ratsmitglieder der Fed darstellt, signalisierte im Median für das nächstes Jahr zwar nur noch eine weitere Leitzinssenkung. Gleichzeitig wurde aber das Zielband der Federal Funds Rate erneut um 25 Basispunkte auf 3,5% bis 3,75% abgesenkt, was den Zinsvorteil von US-Anlagen schmälerte, und Fed-Chef Powell zeigte sich auf der Pressekonferenz im Anschluss an den Zinsentscheid recht unbeeindruckt von der weiterhin über dem Ziel liegenden Inflationsrate.

Im Dezember wird der Euro durch die Fed-Leitzinssenkung unterstützt.

Im neuen Jahr konnte der Euro zunächst nicht an die Aufwärtsbewegung des Vormonats anknüpfen. Der Dollar profitierte infolge des US-Militäreinsatzes in Venezuela von seiner Rolle als Sicherer Hafen sowie überraschend starken US-

Konjunkturkennzahlen, die Kapitalmarktteilnehmer veranlassten, ihre Leitzinssenkungserwartungen zurückzunehmen. Der Euro auf der anderen Seite stand angesichts niedriger Inflationsraten europäischer Länder unter Verkaufsdruck. Dies hatte zur Folge, dass der Euro-US-Dollar-Wechselkurs bis zur Monatsmitte auf 1,157 US-Dollar fiel.

Im Januar profitiert der US-Dollar zunächst von Safe Haven-Zuflüssen...



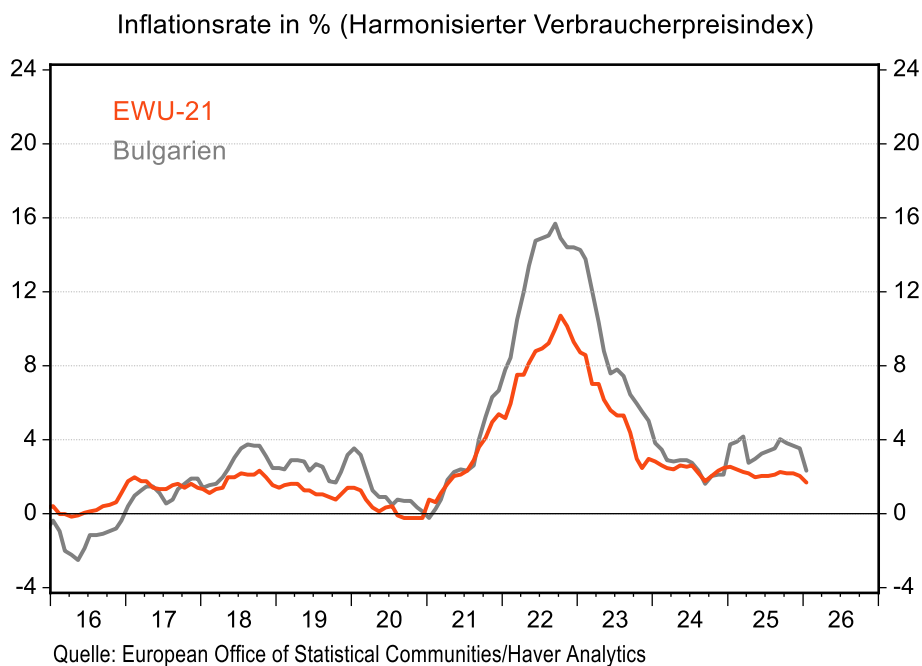
Diese zwischenzeitliche US-Dollarstärke hatte jedoch nicht lange Bestand. In der zweiten Januarrhälfte baute sich eine Wand an Belastungsfaktoren für den Greenback auf, die einmal mehr vor allem politischen Charakter hatten. Weder der Versuch Trumps, sich Grönland einzuverleiben, kam an den Devisenmärkten gut an, noch die erneute Welle an Zolldrohungen, die er gegenüber acht europäischen Staaten sowie Kanada und Südkorea aussprach. Noch gravierender für den US-Dollar dürften aber die fortgesetzten Versuche des US-Präsidenten gewesen sein, die Unabhängigkeit der US-Notenbank zu untergraben. Eine neue Eskalationsstufe wurde durch eine Vorladung erreicht, die das Justizministerium der US-Notenbank überstellte. Dabei wird Fed-Präsident Powell vor dem Hintergrund hoher Kosten für Renovierungsarbeiten am Hauptsitz der Zentralbank mit einer Anklage gedroht. Während Powell auf Attacken der Regierung zuvor selten reagierte, betonte er als Reaktion auf die Vorladung ungewohnt deutlich, dass dieser Schritt "im weiteren Zusammenhang mit den Drohungen und dem anhaltenden Druck der Regierung gesehen werden sollte" und stellte klar: "Die Androhung strafrechtlicher Konsequenzen ist eine Folge davon, dass die Federal Reserve die Zinsen nach unserer besten Einschätzung im Sinne der Öffentlichkeit festlegt und sich dabei nicht an den Präferenzen des Präsidenten orientiert." Erschwerend für den Außenwert des US-Dollars kamen Marktspekulationen hinzu, wonach die USA der japanischen Zentralbank bei Devisenmarktoperationen zur Stützung des japanischen Yen unter die Arme greifen könnten und schließlich die Aussagen von Trump, wonach er mit der Abwertung des Dollars zufrieden sei. Vor diesem Hintergrund verlor der Greenback kräftig an Wert und der Euro notierte Ende Januar bei beinahe 1,21 US-Dollar, dem höchsten Stand seit Juni 2021.

...bevor zahlreiche Belastungsfaktoren den US-Dollar auf fast 1,21 je Euro drücken.

Inzwischen hat sich die US-Währung aber wieder etwas erholt. Insbesondere die Nominierung von Kevin Warsh als Nachfolger von Jerome Powell durch Trump beflügelte den Dollar. Warsh, der bereits früher Gouverneur der Fed war, hat zwar

einige Positionen Trumps aufgegriffen und erklärte unter anderem, dass Künstliche Intelligenz und Deregulierung Inflation verhindern würden. Von ihm wird aber tendenziell eine etwas falkenhaftere Gangart erwartet als von den anderen Kandidaten auf Trump Wunschliste (insbesondere Rick Rieder, Kevin Hassett und Christopher Waller). Zumindest in seiner Zeit als Gouverneur zeigte er sich eher im Lager der Falken und die massiven Anleihekäufe durch die Fed stießen auf seinen Widerstand. Daneben brachten dem US-Dollar die Ergebnisse der Fed-Sitzung Auftrieb: Die Fed ließ die Leitzinsen unverändert und Jerome Powell kam zu einer recht positiven Einschätzung der konjunkturellen Lage. So stabilisierte sich der zuvor schwächelnde Arbeitsmarkt und im Jahresverlauf dürfte die Wirkung der Zölle auf die Inflation nachlassen. Leitzinssenkung scheinen somit nun weniger dringlich zu sein als zuvor.

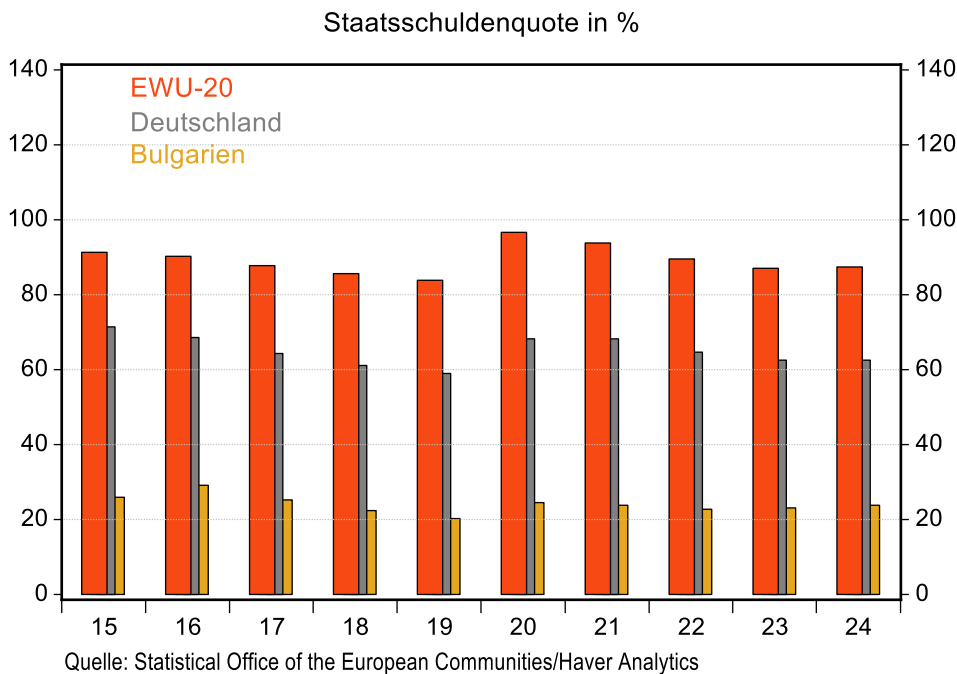
Jüngst hat sich der Dollar nach der Nominierung von Warsh als Nachfolger von Powell etwas erholt.



Erwähnenswert ist an dieser Stelle noch, dass Bulgarien zum Jahreswechsel als 21. Land den Euro als Landeswährung eingeführt hat. Bereits seit dem Start des Euro im Jahr 1999 war die bisherige Landeswährung Lev an die Gemeinschaftswährung gekoppelt und die Schwankungsbreite dementsprechend gering. Ganz selbstverständlich war die Euro-Einführung zum Jahreswechsel dennoch nicht. Bereits 2024 hätte Bulgarien der Eurozone beitreten sollen. Doch Versäumnisse der Regierung bei den Vorbereitungen sowie das Nichterfüllen wichtiger Aufnahmekriterien machten diesen Zeitplan zunichte. Vor allem die Vorgaben in Bezug auf die Inflation machten den Behörden zu schaffen und auch jetzt wurde der von der EZB und der EU-Kommission festgelegte Referenzwert von 2,8% nur mit Ach und Krach und einer Rate von 2,7% erreicht. Dazu kommt, dass der Referenzwert nicht der durchschnittlichen Inflationsrate in den Euroländern entspricht, sondern bei 1,5 Prozentpunkte über der Inflationsrate der drei preisstabilsten EU-Mitgliedstaaten festgelegt wurde. Dennoch kommt der Konvergenzbericht von Mitte 2025, der die Grundlage für die Einführung des Euro in einem Mitgliedstaat bildet, zu dem Ergebnis, dass ein „breites Spektrum von Indikatoren keine Bedenken hinsichtlich der Dauerhaftigkeit der Preisstabilität aufkommen lässt“. Angesichts einer Inflationsrate von 4,4% im Durchschnitt der letzten zehn Jahren eine nicht unumstrittene Aussage

Eurozone wächst auf 21 Länder an.

(EWU-Durchschnitt von 2,8%). Allerdings muss fairnesshalber festgehalten werden, dass die EU-Konvergenzkriterien bereits seit Jahren erfordern, dass die Inflationsrate nicht mehr als 1,5 Prozentpunkte über derjenigen der drei preisstabilsten Mitgliedstaaten liegen darf, von einer Sonderbehandlung Bulgariens also nicht die Rede sein kann.



Überzeugender als bei der Inflation stellt sich die Lage bei den öffentlichen Finanzen Bulgariens dar. Während das Haushaltsdefizit 2024 bei 3,0% des BIP lag und somit dem Referenzwert von 3% entsprach, betrug die Staatsschuldenquote lediglich 24%. Der Referenzwert von 60% wurde 2024 somit deutlich unterschritten, genauso wie in den vorangegangenen 20 Jahren (Deutschland 63% und EWU-Durchschnitt 87%). Außerdem wuchs die Wirtschaft 2024 kräftig um 3,4% und damit deutlich stärker als der Durchschnitt der Eurozone (0,9%). Mit der Euro-Einführung könnten das Wachstum sogar noch etwas anziehen, da die Gemeinschaftswährung Investitionen tendenziell erleichtert. Allerdings dürfte Bulgarien mit einem BIP pro Kopf von nur 17.000 Euro (der EWU-Durchschnitt liegt bei 44.000 Euro) auf absehbare Zeit das ärmste Land der Eurozone bleiben und angesichts einer schrumpfenden Bevölkerung von aktuell nur sieben Millionen wird Bulgarien wirtschaftlich nur eine untergeordnete Rolle innerhalb des Euroraums spielen. Für die Ausrichtung der Geldpolitik ist der Beitritt Bulgariens ebenfalls kaum relevant. Der Präsident der bulgarischen Zentralbank wird zwar einen Platz im EZB-Rat enthalten und somit Entscheidungen zusammen mit den anderen Präsidenten der nationalen Zentralbanken der Euro-Länder sowie den sechs Mitgliedern des EZB-Direktoriums treffen (unter Berücksichtigung des Rotationsprinzips). Außerdem berücksichtigt die EZB natürlich bei ihrer Bewertung, ob das Inflationsziel erreicht wird, auch die Preisentwicklung in Bulgarien. Allerdings wird das Land dabei nur eine sehr kleine Rolle spielen: Der Anteil an dem für den Euroraum berechneten harmonisierten Verbraucherpreisindex dürfte entsprechend seinem geringen Anteil an den privaten Konsumausgaben 2026 bei unter 1 Prozent liegen.

Bulgarien führt den Euro ein. Die Inflation ist zwar hoch aber die öffentlichen Finanzen überzeugen.

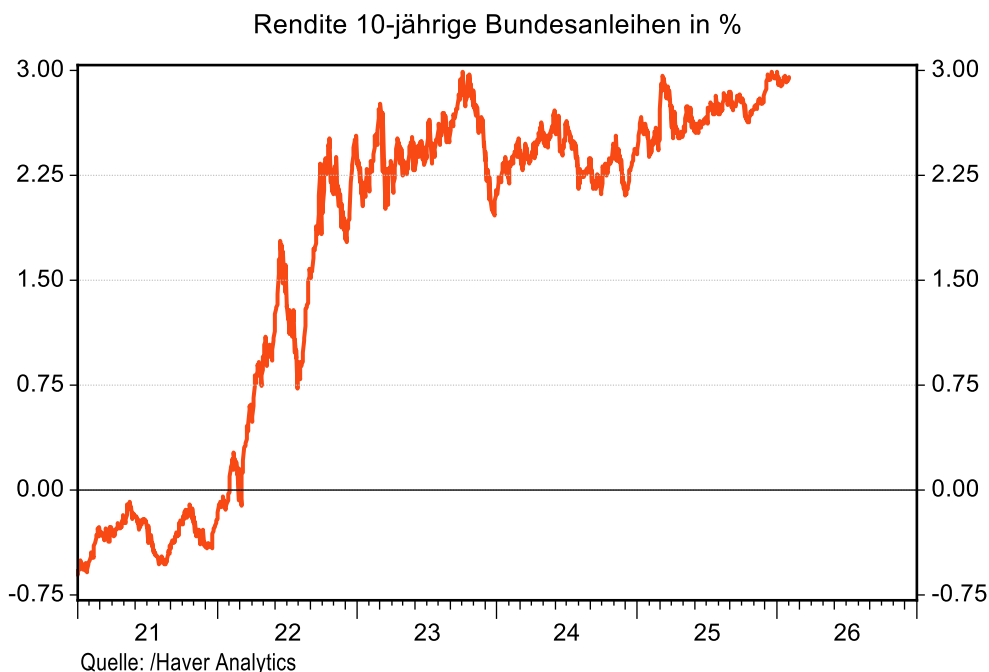
Im Berichtszeitraum wertete der Euro unter ausgeprägten Schwankungen von 1,16 US-Dollar Anfang Dezember auf aktuell 1,191 US-Dollar auf. Nach

einer moderaten Abwertung im Dezember profitierte der Dollar zunächst von geopolitischen Spannungen und robusten US-Daten, während niedrige europäische Inflationsraten den Euro belasteten. Ab Mitte Januar verlor der Dollar jedoch deutlich an Wert, ausgelöst durch Angriffe des US-Präsidenten auf die Unabhängigkeit der Fed und Aussagen zugunsten eines schwächeren Dollars. Der Euro stieg dadurch auf beinahe 1,21 US-Dollar an. Später stabilisierte sich der Dollar wieder, unterstützt durch die Nominierung Kevin Warsh als Nachfolger Powells sowie positive Einschätzungen der Fed zur US-Konjunktur. Abschließend sei noch darauf hingewiesen, dass die Europäische Währungsunion zum Jahreswechsel auf 21 Länder angewachsen ist, da Bulgarien den Euro eingeführt hat.

Rentenmarkt

Die Renditen langlaufender europäischen Staatsanleihen bewegten sich im Berichtszeitraum in ausgesprochen ruhigen Bahnen. Weder sorgte die Geopolitik (Einsatz US-amerikanischer Streitkräfte in Venezuela, neuerliche Zolldrohungen der US-Regierung im Streit um Grönland oder auch der Zuspitzung im Iran) für größere Resonanz. Noch strahlten die Rentenmarktentwicklungen in den USA und Japan auf den europäischen Markt ab. Über die Angriffe der US-Regierung auf die Unabhängigkeit der Fed sind wir im Kapitel zu den Devisenmärkten bereits eingegangen. Dies hob die Rendite 10-jähriger US-Treasuries zwischenzeitlich auf einen mehrjährigen Höchststand an.

Ruhiger Renditeverlauf im Berichtszeitraum...



In Japan war der Renditeanstieg noch deutlich stärker ausgeprägt. Dort kündigte Ministerpräsidentin Takaichi vorgezogene Neuwahlen an und versprach im Wahlkampf umfassende Steuersenkungen, darunter die zweijährige Aussetzung der Lebensmittelumsatzsteuer. Da sie es jedoch unterließ, einen überzeugenden Vorschlag zur Gegenfinanzierung vorzulegen, werteten die Märkte dies als Signal mangelnder fiskalpolitischer Glaubwürdigkeit und wurden an den britischen

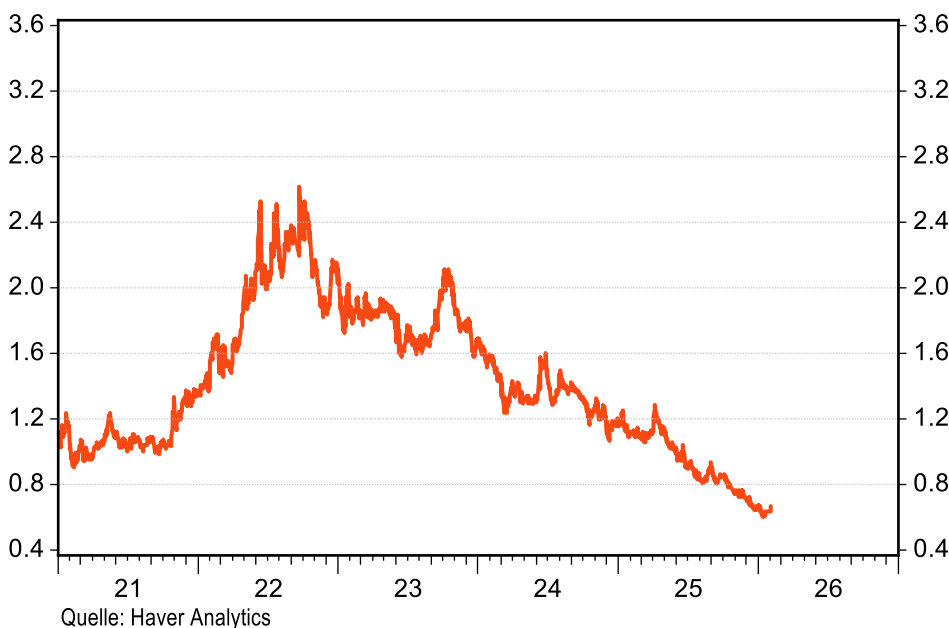
... trotz höherer Renditen in den USA und Japan.

„Liz-Truss-Moment“ von 2022 erinnert. Das Ergebnis war ein massiver Ausverkauf vor allem im ultralangen Laufzeitbereich. 30-jährige japanische Staatsanleiherenditen stiegen innerhalb weniger Tage um mehr als 30 Basispunkte und erreichten ein neues Rekordhoch. Bei näherer Betrachtung stellte sich der Renditesprung jedoch auch als Folge mangelnder Marktliquidität heraus, da nur geringe Volumina gehandelt wurden. Dies kann das mutmaßliche Misstrauensvotum des Rentenmarktes etwas relativieren.

Beruhigend dürften europäische Marktteilnehmer zur Kenntnis genommen haben, dass die zum Jahresbeginn typischerweise hohen Anleiheemissionen der Euro-Länder auf solide Nachfrage trafen, was die Sorgen von Kurseinbrüchen infolge der massiven Angebotschwellen am Primärmarkt zurückdrängte. Und schließlich dämpften die niedrigeren europäischen Inflationsraten die zwischenzeitlich aufgekommene Marktspekulation über eine mögliche Straffung der EZB-Geldpolitik im laufenden Jahr, insbesondere da der Euro gegenüber dem US-Dollar erneut an Stärke gewonnen hat. Im Ergebnis bewegte sich die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen seit dem Erscheinen des letzten EWU-Kapitalmarktberichts in einer engen Spanne zwischen 2,8% und 2,9% und befindet sich per Saldo lediglich zwei Basispunkte unter dem Niveau am 9. Dezember.

10Y-Bundrendite bewegte sich in einer Spanne zwischen 2,8% und 2,9%.

Renditespread: 10-jährige italienische Staatsanleihen ggü. Bundesanleihen (in %)



In einem Umfeld tendenziell zunehmender Risikobereitschaft entwickelten sich die Staatsanleihen der Peripherie etwas positiver als Bundesanleihen, sodass sich die Spreadengung, die bereits über weite Strecken der vergangenen Monate zu beobachten gewesen war, fortsetzte. Der Risikoaufschlag zehnjähriger italienischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen fiel beispielsweise erstmals seit 18 Jahren unter 60 Basispunkte.

Einengung der Peripherie-spreads setzt sich fort.

Nennenswert aufwärts ging es jüngst insbesondere für die Kurse französischer Staatsanleihen. Die Regierung in Paris hat in den vergangenen Wochen mehrere Misstrauensvoten überstanden und den Haushalt für 2026 letztlich durch das Parlament gebracht. Die hierfür notwendigen Absprachen mit Teilen der Opposition gingen jedoch zulasten der ursprünglich angestrebten fiskalischen Konsolidierung.

Für das laufende Jahr ist daher lediglich eine eher symbolische Verbesserung der Defizitkennzahlen zu erwarten. Wichtiger als die Entwicklung der Staatsfinanzen war den Anlegern aber offenbar, dass ein erneuter Regierungssturz abgewendet werden konnte. Der Renditespread zehnjähriger französischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen mit derselben Restlaufzeit fiel in diesem Zuge auf den niedrigsten Stand seit Sommer 2024, als Macron überraschend Neuwahlen für das französische Parlament angekündigt hatte. Eine weitere nachhaltige Einengung des französischen Spreads erscheint auch heutiger Sicht nicht sehr wahrscheinlich. Zwar kann Frankreich kurzfristig mit einer Phase relativer politischer Ruhe rechnen. Spätestens Ende dieses Jahres dürften sich Anleger aber für die im Frühjahr 2027 anstehenden französischen Präsidentschaftswahl positionieren und Gewinne mitnehmen.

Französische Staatsanleihen mit Outperformance dank Haushaltseinsparung.

Im Berichtszeitraum zeigten sich die europäischen Rentenmärkte weitgehend stabil. Weder geopolitische Spannungen noch deutliche Renditeanstiege in den USA und vor allem Japan führten zu nennenswerten Bewegungen bei der zehnjährigen Bundrendite, die sich eng im Bereich von 2,8–2,9 % hielt. Peripheriespreads profitierten leicht von der zunehmenden Risikobereitschaft der Anleger und setzten ihre Abwärtstendenz in eng begrenztem Umfang fort. Etwas stärker aufwärts ging es für die Kurse französischer Staatsanleihen, nachdem die dortige Regierung mehreren Misstrauensvoten überstand und den Haushalt für 2026 durch das Parlament brachte. Für den weiteren Jahresverlauf erwarten wir leicht steigende Anleiherenditen, getrieben vor allem von der expansiven Fiskalpolitik, die zu einem außergewöhnlich hohen Angebot führen sollte.

Aktienmarkt

Die europäischen Aktienmärkte sind im Dezember nur geringfügig vorgerückt. Zwischen dem Versand des Kapitalmarktberichts Anfang Dezember und dem Tageschlusskurs vor dem Jahreswechsel belief sich die Performance für den Euro STOXX 50 auf magere 0,56% und fiel für den DAX mit 1,64% nur moderat besser aus. Damit bestätigte sich unsere Einschätzung von Anfang Oktober, wonach wir die Chance für eine ausgeprägte Jahresendrallye als eher gering bezeichnet hatten und dabei unter anderem auf das etwas früher als zumindest von manchen Marktteilnehmern erwartete Ende der EZB-Leitzinssenkungen verwiesen hatten sowie die ambitionierten Aktienbewertungen und die durch höhere Zölle unter Druck stehenden Unternehmensgewinne. Dazu kamen Mitte Dezember Zweifel an der Profitabilität von Investitionen rund um das Thema Künstliche Intelligenz, die sich zwar vor allem auf US-Unternehmen bezogen, aber in der Form einer gedämpften Stimmung auch an die europäischen Börsenplätze überschwapten.

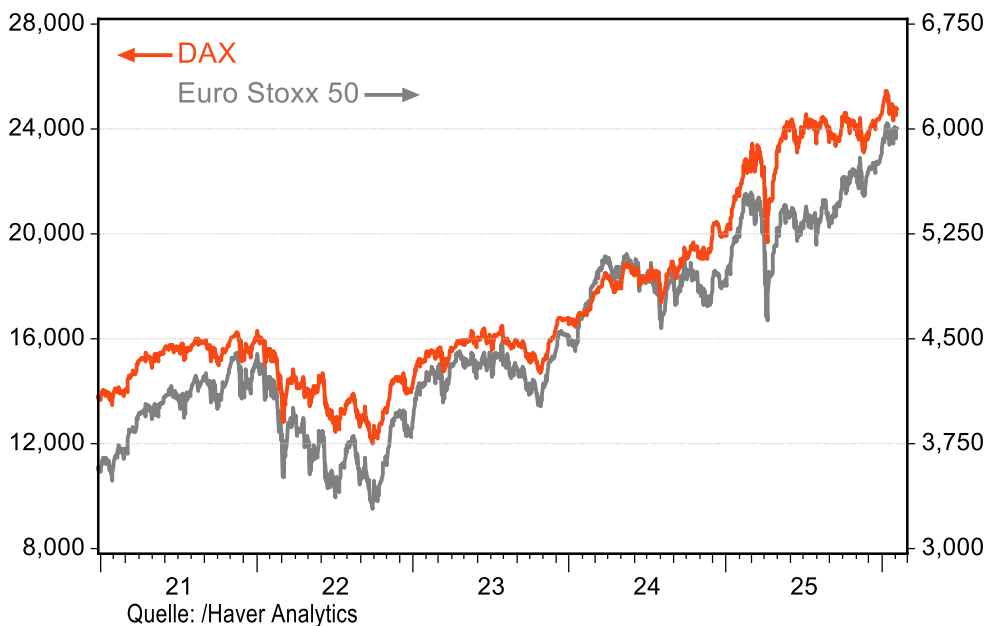
Gedämpfte Aktienperformance im Dezember.

Mit dem Jahreswechsel nahmen die europäischen Aktienindizes aber Fahrt auf. In der ersten vollen Handelswoche des Jahres markierte der DAX an allen fünf Tagen neue Rekordstände und überschritt die Marke von 25.000 Punkten. Bis zur Monatsmitte war der DAX bereits 4,8% im Plus. Beinahe ebenso stark entwickelten sich andere europäischen Aktienindizes wie der Euro STOXX 50. Die Störfeuer aus den USA wie die Gefangennahme des venezolanischen Staatschef Nicolas Maduro durch US-Streitkräfte, die Vorladung der Fed durch das US-Justizministerium oder auch die Ankündigung Trumps, ein Verbot von Dividendenzahlungen, und Aktienrückkäufen im Fall von Rüstungsfirmen zu erwirken, solange die Aufrüstung nicht

Schwungvoller Start ins neue Jahr mit holprigem Kursverlauf seit Mitte Januar.

richtig in Gang käme, wurden weitestgehend ausgeblendet. Erst die Androhung von neuen Zöllen durch Trump im Streit um Grönland sorgte für einen nennenswerten Rücksetzer, und die Sorgen eines eskalierenden Zollstreits wurden dann noch dadurch verstärkt, dass die EU die Ratifizierung des im letzten Jahr verhandelten Abkommens mit den USA aussetzte. Leidtragende waren insbesondere die stark exportabhängige Automobilbranche sowie die Luxusgüterhersteller. So stürzte beispielsweise das europäische Indexschergewicht LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton zwischen Mitte Januar und Anfang Februar um beinahe 20% ab. Es half nicht, dass Trump recht schnell einen Rückzieher machten und eine militärische und wirtschaftliche Eskalation im Grönland-Konflikt vermieden werden konnte. Auf Indexebene waren die Kursverluste aber deutlich weniger ausgeprägt. Seit Mitte Januar ist die Volatilität zwar nicht unerheblich, aber per Saldo liegt der DAX gegenüber dem letzten Kapitalmarktbericht immerhin 3,2% im Plus und der Euro STOXX 50 kommt auf eine Performance von 5,8%. Für das Gesamtjahr 2025 summierten sich die Kursgewinne für den DAX und den Euro STOXX sogar auf 23% bzw. 18%, nachdem bereits die Börsenjahre 2022 und 2023 sehr freundlich ausgefallen waren.

Aktienindizes



Nach der Rekordfahrt der vergangenen Jahre ist für das Jahr 2026 mit einer geringeren Kursdynamik zu rechnen. Der oben skizzierte Konjunkturausblick mit einer prognostizierten BIP-Wachstumsrate von 1,0% für die Eurozone bietet den Unternehmen ein solides Umfeld, ihre Gewinne moderat zu steigen, dürfte aber zu wenig sein, um für Euphorie zu sorgen. Dazu kommt, dass die Schätzungen der Analysten hinsichtlich des Gewinnwachstums bereits recht ambitioniert sind und somit ein gewisses Enttäuschungspotenzial besteht. Die EZB dürfte in diesem Jahr ebenfalls keine stärkeren Impulse liefern, sofern sie sich genauso passiv verhält wie wir und die Märkte erwarten und außerdem ist es nicht absehbar, wie lange sich die KI-Begeisterung noch fortsetzt. Der KI-Boom spielt sich zwar größtenteils in den USA ab, aber vereinzelt sind auch europäische Unternehmen wie SAP betroffen und ein Ende des Booms würde sich ohnehin auch in der Form einer drastischen Stimmungverschlechterung in Europa durch sinkende Aktiennotierungen bemerkbar

Moderate Kursgewinne 2026 erwartet.

machen. Verstärkt wird die Gefahr von Rücksetzern durch das inzwischen erreichte überdurchschnittliche Bewertungsniveau von DAX und Euro STOXX 50.

Zweifel an der Rentabilität der hohen Unternehmensinvestitionen rund um das Thema Künstliche Intelligenz haben die europäischen Aktienmärkte im Dezember etwas ausgebremst, im Januar ging es dann aber zunächst kräftig aufwärts. Auch wenn der Grönlandkonflikt und neue Zolldrohungen aus dem Weißen Haus die Kursgewinne etwas geschmälert haben, liegt der DAX gegenüber dem letzten Kapitalmarktbericht 3,2% im Plus und der Euro STOXX 50 kommt auf eine Performance von 5,8%. Für den weiteren Jahresverlauf rechnen wir per Saldo mit weiter steigenden Kursen. Aufgrund des gedämpften BIP-Wachstums, den ambitionierter Gewinnschätzungen und Bewertungen sowie mangelnden Impulsen durch die Geldpolitik dürfte sich die Kursdynamik aber in Grenzen halten.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

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

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2022	2023	2024	2025	2026e	2022	2023	2024	2025e	2026e	2022	2023	2024	2025	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	1,17	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	1,35	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	157	150

¹ Jahresdurchschnitt

² US\$ gg. Währung, Japan: JPY 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)				
	2022	2023	2024	2025	2026e	2022	2023	2024	2025	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	4,2	4,3
Japan	-0,1	-0,1	0,25	0,75	1	0,422	0,61	1,10	2,1	2,3

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

	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	06.02.
CRB-Index**	284,5	263,8	290,3	290,5	284,9	296,7	309,3	295,5	300,6	298,8	309,5
Ölpreis (Brent)*	95,3	77,0	87,5	86,4	71,8	74,6	74,7	67,6	67,0	60,9	68,1

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.