

## Nr. 3: DAX nach Zollentspannung auf Rekordhoch



**Konjunktur und Geldpolitik:** Im ersten Quartal des Jahres zog das BIP-Wachstum auf 0,6% im Quartalsvergleich von zuvor 0,2% an. Entscheidend dazu beigetragen haben die Exporte, die von Vorzieheffekten vor den für Anfang April angekündigten Zollerhöhungen durch die Trump-Regierung profitiert haben. Auch im laufenden Quartal dürften Vorzieheffekte Wachstumsimpulse liefern, da für Anfang Juli erneut höhere Zölle drohen, sofern die Zollverhandlungen zwischen den USA und der EU scheitern. Andererseits drückt die Unsicherheit auf die Wirtschaftsstimmung und belastet sowohl den Privatkonsum als auch die Unternehmensinvestitionen, sodass für dieses und die nächsten Quartale nur geringe Wachstumsraten in der Eurozone zu erwarten sind. Die Europäische Zentralbank (EZB) hat derweil ihren Leitzinssenkungskurs fortgesetzt. Nach der gestrigen Zinssenkung erklärte Lagarde allerdings, dass die Notenbank zum Ende des Leitzinssenkungszyklus komme.

6. Juni 2025

**Euro:** Der US-Dollar verlor im Berichtszeitraum weiter an Wert. Mit der Entspannung im Handelsstreit wurden Rezessionsrisiken und umfangreiche Leitzinssenkungen zwar ausgepreist, aber u.a. durch die wiederholten Attacken des Weißen Hauses auf die Fed hat der US-Dollar einen nicht unbedeutenden Vertrauensverlust erfahren. Einen weiteren Dämpfer erhielt die US-Währung durch den Rating-Downgrade von Moody's, sodass der Euro mit rund 1,14 US-Dollar circa 4 Cent höher notiert als Anfang April.

**Rentenmarkt:** Mit der Entspannung im Zollstreit hat die Schwankungsintensität am europäischen Rentenmarkt nachgelassen und die Peripherie-Spreads haben sich im Zuge der abnehmenden Risikoaversion auf Mehrjahrestiefstände verringert. Im Gegensatz zu den Peripherierenditen sank die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen nur leicht auf nun 2,54%, könnte aber wieder ansteigen, wenn sich die De-Eskalation im Handelskonflikt fortsetzt und sich der Marktfokus wieder den massiv steigenden Staatsausgaben zuwendet.

**Aktienmarkt:** Die europäischen Aktienindizes können auf eine beeindruckende Entwicklung zurückblicken. Seit dem Tief am 7. April hat der DAX über 30% hinzugewonnen und profitierte dabei vom Zurückrudern des US-Präsidenten im Zollstreit, dem erfreulichen Verlauf der Berichtssaison, den Dividendenausschüttungen der Mitgliedsunternehmen und der starken Nachfrage nach Rüstungsaktien. Eine Fortsetzung der dynamischen Aufwärtsbewegung dürfte jedoch schwierig werden. Mit dem 9. Juli endet die Zollpause, die Trump u.a. Europa eingeräumt hat, und es ist unklar, ob sie verlängert wird. Dazu kommt, dass die Rallye der vergangenen Wochen nicht durch eine Erhöhung der Gewinnschätzungen gedeckt war und saisonal schwache Monate bevorstehen.

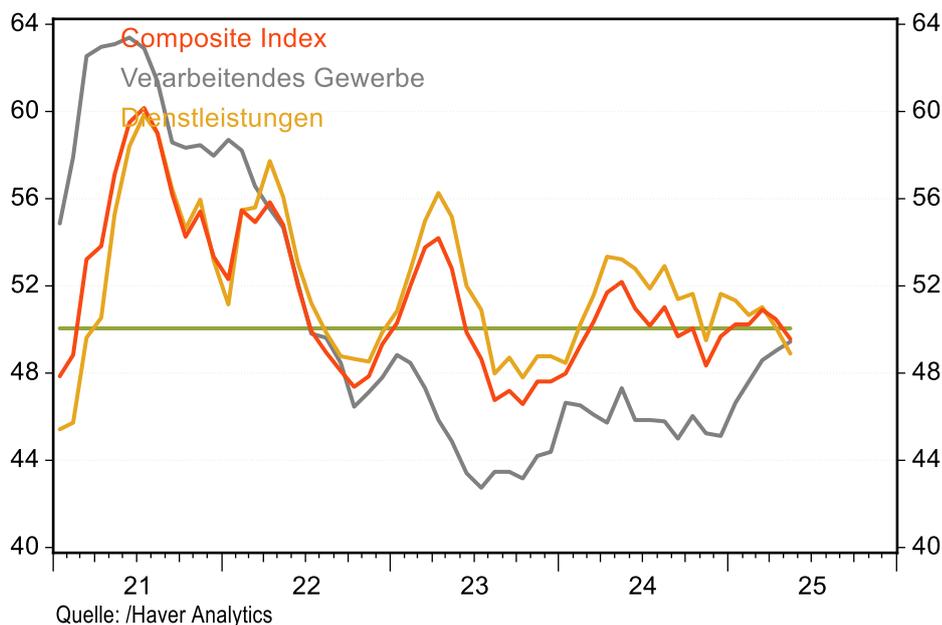
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

## Konjunktur und Geldpolitik

Im ersten Quartal wuchs die europäische Wirtschaft um 0,6% im Quartalsvergleich. Die überraschend starke Beschleunigung der Wirtschaftsdynamik von zuvor 0,2% lässt sich einerseits mit einem unerwartet starken Lageraufbau in Frankreich und Italien erklären. Andererseits geht ein wesentlicher Teil auf Vorzieheffekte aufgrund der damals drohenden US-Zollerhöhung am „Liberation Day“ zurück. Laut Handelsstatistik legten die Warenausfuhren in Drittländer insgesamt zu, besonders hoch fiel das Plus aber bei den Exporten in die USA aus. Vor allem Länder mit ohnehin starken Wirtschaftsbeziehungen zu den USA profitierten von höheren Nettoexporten. Irland sticht dabei heraus, wo sich insbesondere der gewichtige Pharmasektor über eine rege US-Nachfrage erfreuen konnte und dazu beitrug, dass Irland mit einem BIP-Wachstum in Höhe von 9,7% zuletzt zu den dynamischsten Länder der Eurozone gehörte. Aber auch für Deutschland stieg das Exportvolumen in die USA kräftig an. Der Außenhandelsaldo mit den USA lag im ersten Quartal bei 17,7 Mrd. Euro und damit 1 Mrd. Euro höher als ein Jahr zuvor. Der Beitrag der Nettoexporte zum deutschen BIP stieg dadurch auf 0,9 Prozentpunkte, sodass das deutsche BIP um 0,4% höher ausfiel als noch ein Quartal zuvor.

*EWU-BIP-Wachstum zieht kräftig an.*

EWU: S&P Global Einkaufsmanagerindizes

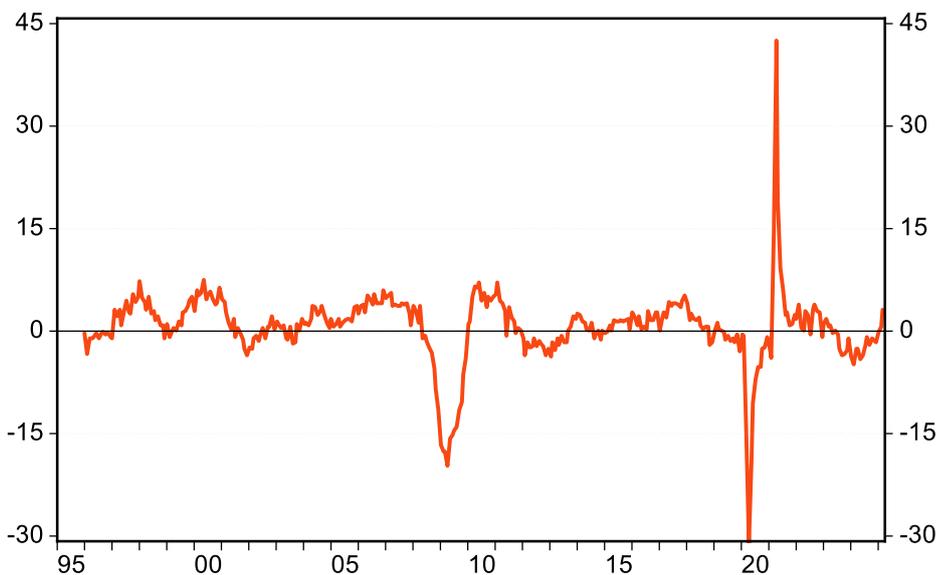


Für das laufende Quartal zeichnet sich eine sinkende Wirtschaftsdynamik ab. Zwar könnte das Volumen der Nettoexporte angesichts von Vorzieheffekten nochmals hoch ausfallen, da Trump der Eurozone eine Zollpause bis Anfang Juli gewährt hat, während der ein verringerter Zollsatz der sogenannten reziproken Zölle gelten soll. Spätestens bei der nächsten signifikanten Zollerhöhung der USA oder auch bei einem erfolgreichen Abschluss von Handelsgesprächen wird es hier jedoch eine Gegenbewegung geben. Die Unsicherheit, die von der US-Wirtschaftspolitik und dabei insbesondere der Zollpolitik ausgeht, ist bereits im Laufe des ersten Quartals spürbar angestiegen und hat zu einer Eintrübung der Einkaufsmanagerstimmung geführt. Die obenstehende Grafik zeigt, wie der zusammenfassende Composite

*Dynamik dürfte spürbar nachlassen.*

Index im Mai unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten sank und somit nachlassende Wirtschaftsaktivitäten signalisiert. Es scheint, dass die hohe Unsicherheit sowie die schwächer steigenden Realeinkommen der Haushalte zu einem zurückhaltenden Konsum führen und dadurch die Dienstleistungsstimmung belasten. Immerhin nimmt die Dynamik im Industriesektor nach einer langen Schwächephase zu. So belebte sich die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe zuletzt mehr und mehr und befindet sich gemäß dem Einkaufsmanagerindex von S&P Global nach einer steilen Aufwärtsbewegung inzwischen im neutralen Bereich. Zudem wies der Trend der Industrieproduktion in den Monaten bis März (den jüngsten verfügbaren Daten) aufwärts. Der Leitzinssenkungskurs der EZB dürfte eine Fortsetzung dieser Entwicklung begünstigen und insbesondere im Bausektor zu einer Zunahme der Aktivitäten führen. Von den in Deutschland angekündigten Ausgabenprogrammen für Verteidigung und Infrastruktur sind in diesem Jahr noch keine direkten Wachstumsimpulse zu erwarten. Höchstens indirekt könnten sie über eine Aufhellung der mittelfristigen Wachstumsperspektive bereits 2025 positiv wirken.

Eurozone: Industrieproduktion inkl. Bau (in % ggü. Vorjahr)



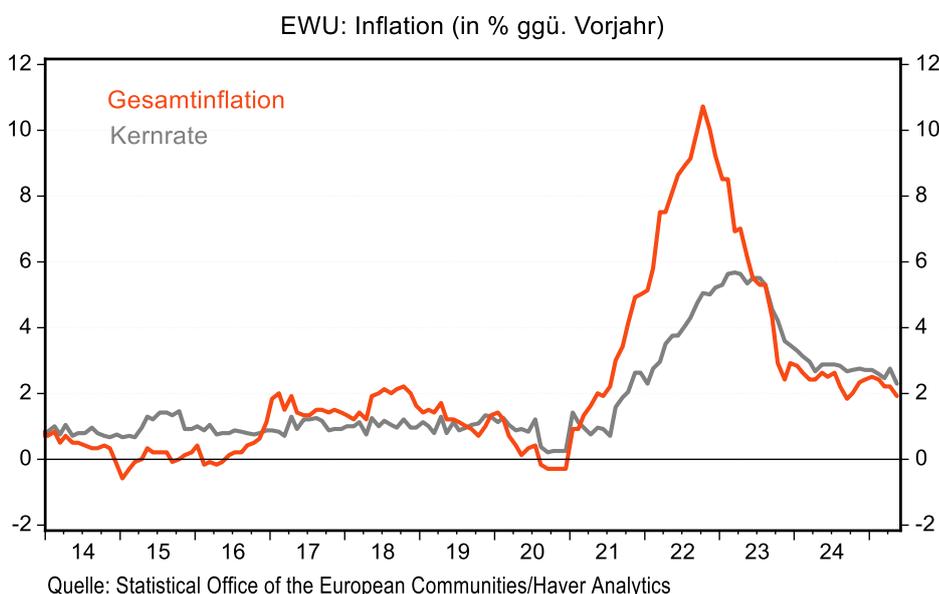
Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Zusammenfassend ist in diesem und in den darauffolgenden Quartalen lediglich mit einer schwachen Konjunkturdynamik in der Eurozone zu rechnen. Allerdings kann auch eine Rezession nicht ausgeschlossen werden. Vor allem die Zollpolitik der US-Administration macht die Wachstumsausblick unsicher. Trump hat zwar die Anfang April angekündigten, sogenannten reziproken Zölle im Umfang von 20% auf europäische Einfuhren in die USA zunächst für 90 Tage auf ein Niveau von 10% verringerte, um Zollverhandlungen zu ermöglichen. Aber diese Frist läuft am 9. Juli aus und bislang ist unklar, wie es weitergehen wird. In den vergangenen Wochen hatte sich der Ton der Amerikaner im Handelskonflikt zunächst entspannt und ein Handelspakt zwischen den USA und Großbritannien schürte die Hoffnungen, dass dies der Auftakt für weitere Abkommen unter anderem auch mit der EU sein könnte. Zuletzt hat Trump aber den zähen Fortschritt der Zollverhandlungen mit der EU kritisiert und angedroht, die Zölle auf europäische Produkte kurzfristig auf 50% zu erhöhen. Auch wenn die höheren Zölle durch ein Telefonat zwischen Trump und EU-Kommissionspräsidentin Ursula von der Leyen zunächst abgewendet werden

*Hohe Prognose-  
unsicherheit  
durch erratische  
US-Zollpolitik.*

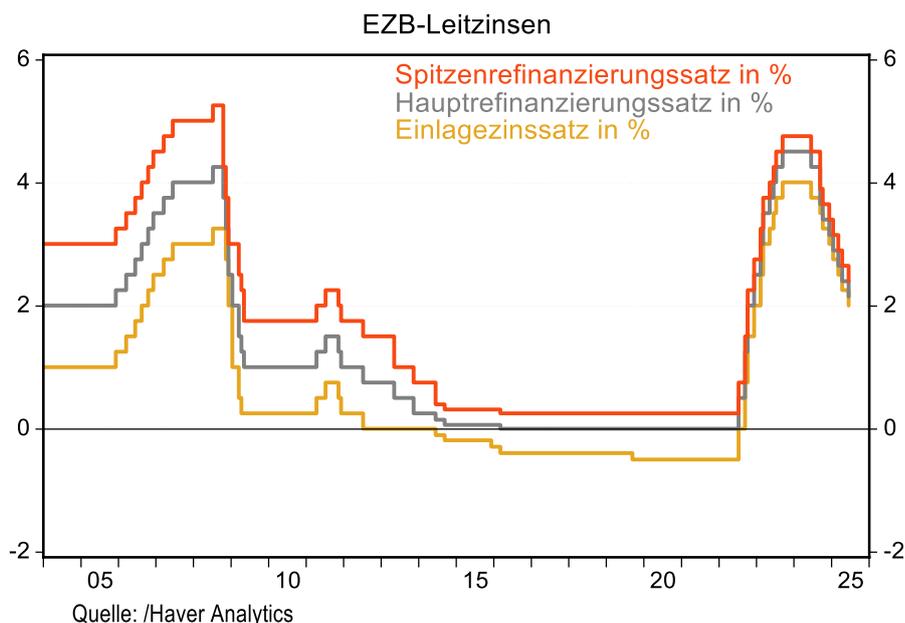
konnten und ein US-Gericht die Gesetzmäßigkeit der reziproken Zölle grundsätzlich in Frage gestellt hat, sind weitere Zollerhöhungen nicht ausgeschlossen.

**Das BIP-Wachstum in der Eurozone beschleunigt sich im ersten Quartal auf 0,6% im Quartalsvergleich von zuvor 0,2%. Begünstigt wurde die Wirtschaftsentwicklung von den Nettoexporten, die von Vorzieheffekten profitierten. Im zweiten Quartal dürften Vorzieheffekte ebenfalls positive Impulse generieren, da Anfang Juli die nächste Zollerhöhung droht. Die im Zuge des Zollschocks gestiegene Unsicherheit dürfte allerdings den Konsum der Privathaushalte sowie die Unternehmensinvestitionen dämpfen, sodass für dieses und die folgenden Quartale nur geringe Wachstumsraten zu erwarten sind.**



Die Europäische Zentralbank hat die Leitzinsen in den vergangenen 12 Monaten acht Mal abgesenkt, sodass sich der Einlagezinssatz nun bei 2,00% befindet. Alleine im Berichtszeitraum wurde zwei Mal an der Zinsschraube gedreht. Viel weiter abwärts dürfte es jetzt aber nicht mehr gehen. In der Pressekonferenz, die auf die gestrige Ratssitzung folgte, erklärte EZB-Präsidentin Christine Lagarde, dass die Notenbank zum Ende des Leitzinssenkungszyklus komme. Sie sehe die EZB auf dem jetzigen Zinsniveau gut aufgestellt, um mit dem bestehenden von Unsicherheiten geprägten Umfeld umzugehen. Die Chancen für einen weiteren Senkungsschritt im Herbst stehen aber dennoch nicht schlecht. Die Inflation ist im Mai auf 1,9% gesunken und befindet sich somit unter dem mittelfristigen Inflationsziel der EZB. Dazu kommt, dass die Euro-Aufwertung und der niedrigere Ölpreis in den kommenden Monaten eher für ein weiteres Absinken der Inflation sprechen. Für das kommende Jahr rechnet die EZB sogar mit einer Inflationsrate von nur noch 1,6% im Jahresdurchschnitt. Dies dürfte den für eine expansive Geldpolitik eintretenden Tauben im EZB-Rat gelegen kommen, um sich nach einer Senkungspause im Juli vehement für einen weiteren Senkungsschritt auszusprechen. Den Falken dürfte es kaum helfen, dass die EZB für das nächste Jahr wieder ein etwas stärkeres BIP-Wachstum in der Eurozone sieht (in Höhe von 1,1%). Denn die Verfechter einer restriktiveren Geldpolitik stellen im EZB-Rat nur noch eine Minderheit.

*EZB vor Ende  
des Leitzins-  
senkungszyklus.*



**Die Phase der mehr oder weniger vorprogrammierten Leitzinssenkungen ist endgültig vorbei. Gestern signalisierte EZB-Präsidentin Lagarde, dass die Notenbank nach nunmehr acht Zinssenkungen zu einem Ende des Leitzinssenkungszyklus kommt. Angesichts der deutlichen Mehrheit der Tauben im EZB-Rat und der sinkenden Inflationsrate ist eine weitere Zinssenkung im Herbst dennoch gut möglich.**

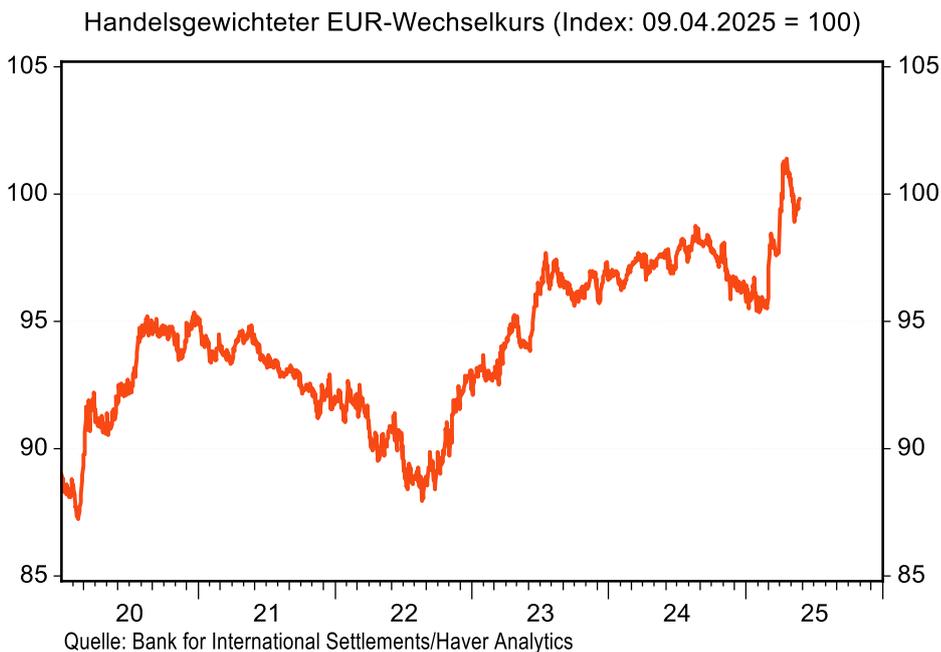
## Euro

Bereits der letzte Berichtszeitraum von Anfang Februar bis Anfang April war geprägt von einer kräftigen Aufwertung des Euro. Seitdem hat sich diese Entwicklung fortgesetzt. Ausgehend von rund 1,10 US-Dollar am 9. April, als der letzte Kapitalmarktbericht zur Eurozone veröffentlicht wurde, kletterte der Euro bis Mitte April auf beinahe 1,16 US-Dollar, bevor er im Mai etwas zurückfiel und aktuell bei 1,14 US-Dollar notiert. Damit befindet sich der Euro gegenüber dem US-Dollar circa 4% höher als zu Beginn des Berichtszeitraums. Auf handelsgewichteter Basis, also gegenüber einem Korb an Währungen von wichtigen Handelspartnern, hat der Euro dagegen sogar leicht um 0,2% abgewertet. Das Euro-US-Dollar-Wechselkurspaar stand offenbar vor allem unter dem Einfluss einer Dollar-Schwäche.

*Euro profitiert von Dollar-Schwäche.*

Die Entspannungssignale im Zollkonflikt während der letzten Monate, unter anderem in Form einer Verschiebung beinahe aller reziproken Zölle, trugen zwar dazu bei, dass sich die Rezessionsorgen verflüchtigt haben und Volkwirte inzwischen lediglich von einer Abkühlung der US-Wirtschaft ausgehen. Der US-Dollar konnte davon aber genausowenig profitieren, wie von den im Zuge der verbesserten Konjunkturdaten verringerten Leitzinssenkungserwartungen. Zu ungewiss ist dem Devisenmarkt offenbar weiterhin, wie es im Zollstreit weitergeht. Verdenken kann man es ihm nicht, angesichts der vielen Kehrtwenden, die es in den letzten Wochen zu bestaunen gab. Die Androhung Trumps, die Importzölle auf europäische Produkte auf 50% zu erhöhen, hatte beispielsweise keine 36 Stunden Bestand.

*Dollar kann nicht von verringerten Leitzinssenkungserwartungen in den USA profitieren.*



Als belastend erwies sich für den US-Dollar, dass sich die Breitseiten, die er von Seiten der US-Politik erhielt, intensiviert haben. Im April teilte Donald Trump scharf gegenüber der Geldpolitik von Fed-Präsident Jerome Powell aus, nannte ihn Mr. Too Late, in Anspielung an die aus Sicht von Trump zu späte Senkung der Leitzinsen und drohte ihn zu entlassen. Außerdem wurde Ende Mai ein neues Steuergesetz, der „One Big Beautiful Bill Act“ im Repräsentantenhaus verabschiedet, das momentan im Senat diskutiert wird. Dieses Gesetz, würde nicht nur die Staatsverschuldung in die Höhe treiben, sondern enthält in Section 899 auch einen Passus, der vorsieht, dass ausländische Investoren aus Ländern, die aus Sicht der USA „unfaire ausländische Steuern“ auf US-Personen oder Unternehmen erheben, in den USA zukünftig deutlich höhere Steuern auf ihre Gewinne abführen sollen. Bei der vorgesehenen deutlichen Anhebung der Quellensteuer um 20 Prozentpunkte könnten US-Wertpapiere schlagartig an Attraktivität einbüßen. Ein Verkauf der Wertpapiere würde deren Kurse erheblich drücken und die Repatriierung der Erlöse würde den US-Dollar schwächen. Auch wenn die Zustimmung zu diesem Gesetz im Senat keineswegs sicher ist, die Attacken aus dem Weißen Haus gegen die Fed bislang ins Leere laufen, Jerome Powell klargestellt hat, dass Trump nicht die Befugnis hat, ihn zu entlassen und die Fed ihre Unabhängigkeit bekräftigt, bekam der Status des US-Dollar als sicherer Hafen und weltweit führender Reservewährung in den zurückliegenden Wochen immer größere Risse.

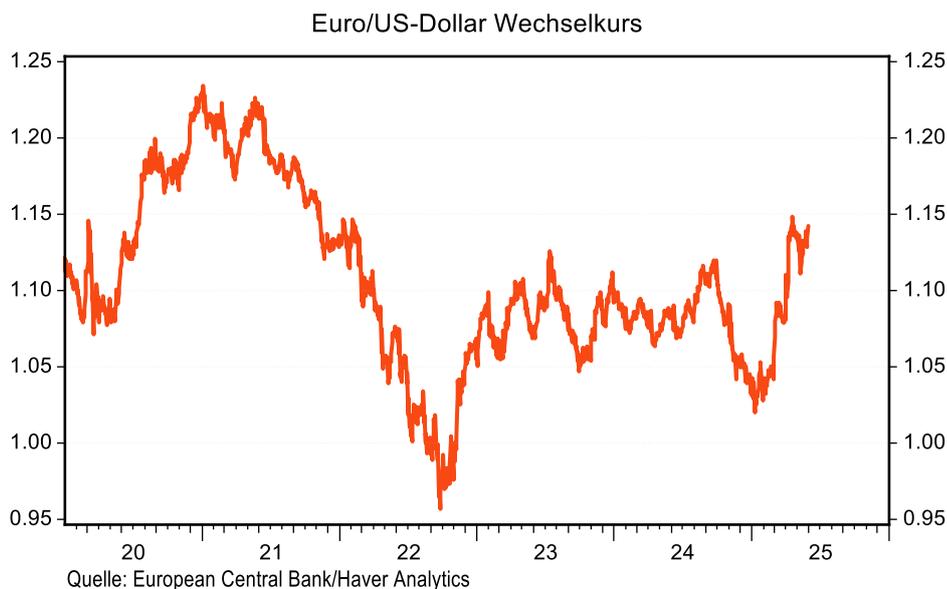
*US-Dollar durch  
US-Politik ...*

Den jüngsten Aufwertungsschub erhielt der Euro aber ausnahmsweise nicht durch die US-Politik, sondern durch Moody's. Als letzte große Ratingagentur entzog sie Ende Mai den USA ihr Spitzenrating. Bereits vor anderthalb Jahren hatte die Agentur den USA einen negativen Ausblick bescheinigt und da sich die fiskalpolitische Lage seitdem spürbar verschlechtert hat, kam die Herabstufung von Aaa auf Aa1 nicht überraschend. Für den ohnehin angeschlagenen US-Dollar brachte die Entscheidung aber dennoch weitere Kursverluste, sodass der Euro in der zweiten Mai-Hälfte von 1,12 auf 1,14 US-Dollar aufwertete.

*....und Rating-  
Downgrade unter  
Druck.*

Der Vertrauensverlust, den der US-Dollar in den vergangenen Monaten durch die Aussagen und Politik des US-Präsidenten erlitt, ist kurz- und mittelfristig schwer wieder gutzumachen und dürfte dem Euro insofern Unterstützung verschaffen. Die europäischen Konjunkturdaten und die transatlantischen Renditedifferenz bremsen den Euro jedoch aus. Wenn diese Faktoren vom Devisenmarkt wieder stärker beachtet werden, weil sich der Ton aus dem Weißen Haus mäßigt, könnte sich der Euro-US-Dollar Wechselkurs zwischenzeitlich auch wieder erholen.

*Euro dürfte unter schwacher EWU-Konjunktur leiden.*

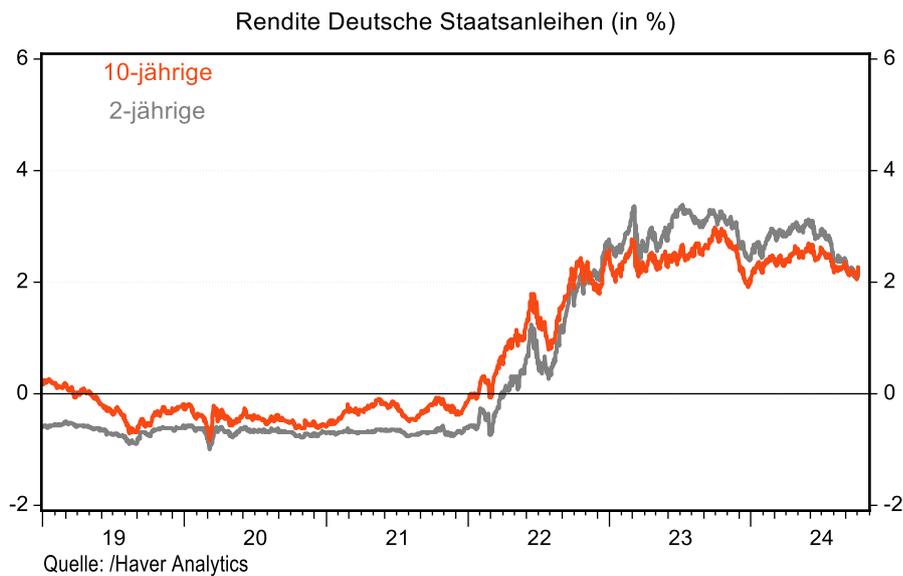


Der Euro, der im letzten Berichtszeitraum auf handelsgewichteter Basis kräftig zulegen konnte, kam seit Anfang April nicht mehr nennenswert vom Fleck und wertete per Saldo sogar leicht ab. Deutlich positiver fiel die Entwicklung gemessen in US-Dollar aus. Durch die Entspannung im Zollkonflikt hat sich zwar die Wachstumsperspektive der US-Wirtschaft nicht weiter eingetrübt und von einer bevorstehenden Rezession redet kaum noch jemand. Die wiederholten Attacken von Donald Trump gegen die Fed und die Passage zur Besteuerung ausländischer Investoren im „One Big Beautiful Bill Act“ untergraben jedoch das Vertrauen in den US-Dollar. Da das einmal verlorengegangene Vertrauen nicht so schnell wieder zurückgewonnen werden kann, dürfte die US-Währung auf absehbare Zeit geschwächt bleiben und eine Rückkehr in den Bereich knapp oberhalb der Parität, der noch zum Jahreswechsel bestand, ist vorerst nicht zu erwarten.

## Rentenmarkt

Anfang April war der europäische Rentenmarkt geprägt durch die im Zuge der US-Zollkapriolen wild schwankenden Renditen. Am 9. April, dem Tag der Veröffentlichung des letzten EWU-Kapitalmarktberichts, bewegte sich die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen in einer breiten Spanne zwischen 2,56% und 2,69%. Seitdem ist die Volatilität spürbar gefallen und die Intraday-Bewegungen der Bund-Rendite lagen Anfang Mai im niedrigen bis mittleren einstelligen Bereich.

*Rendite-schwankungen nun wieder geringer.*



Per Saldo hat sich die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen seit Anfang April moderat verringert. Auf einen Renditerückgang im April im Zuge des Zollschocks folgte eine Erholung im Mai als sich der Zollkonflikt immer mehr entspannte und schließlich auch die Konfliktparteien China und die USA eine Verhandlungslösung erzielen konnten. In den letzten Wochen hat sich der Ton aus dem Weißen Haus aber wieder verschärft. Gegenüber der EU drohte Donald Trump mit einem Zoll in Höhe von 50%, gegenüber China wurde beklagt, dass sich das Land nicht an die kürzlich getroffenen Abmachungen halte. Zudem wurden die sektoralen Zölle auf Stahl- und Aluminiumimporte in die USA von 25% auf 50% erhöht. Da die Risiken für die Konjunktur dadurch zunahmten und weitere Leitzinssenkungen wahrscheinlicher werden, drehten die Renditen in der Folge nach unten, sodass sich die 10-jährige Bundrendite aktuell bei 2,54% befindet.

*10-Jahres-Bundrendite geht per Saldo leicht zurück.*

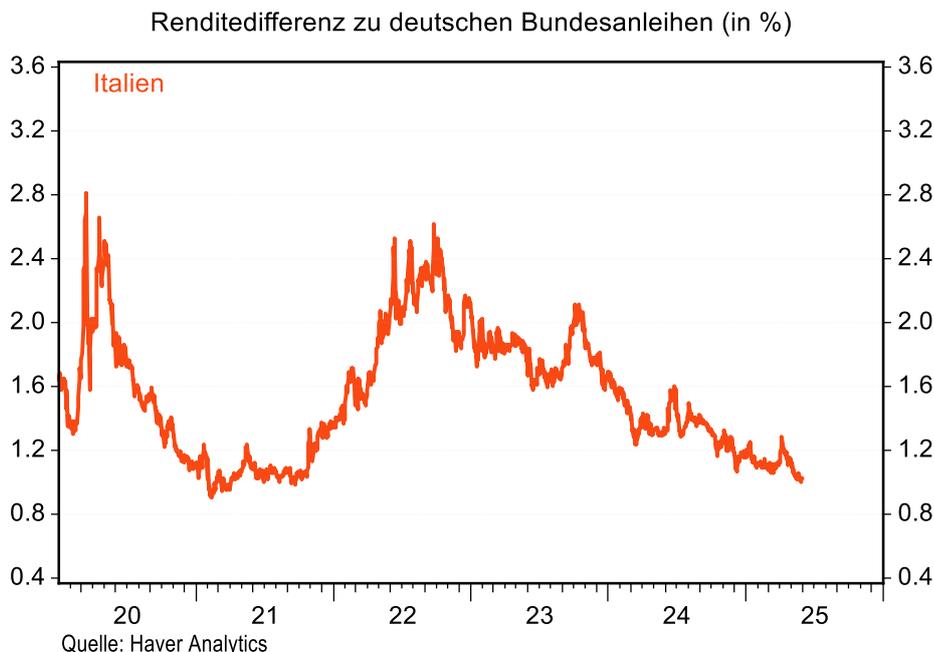
Mit der Entspannung im Handelskonflikt nahm auch die Risikoaversion der Marktteilnehmer ab und der Spread zwischen südeuropäischen Staatsanleihen und Bundesanleihen schlug den Rückwärtsgang ein. Von im Hoch 128 Basispunkten verringerte sich beispielsweise der Aufschlag 10-jähriger italienischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen auf aktuell 102 Basispunkte. Auf diesem Niveau ist sich der Spread so niedrig wie zuletzt Ende 2021, als die EZB noch massiv Staatsanleihen kaufte. Bei den Spreads kerneuropäischer Länder ließ sich ebenfalls eine Einengung beobachten, wenngleich diese moderater ausfiel. Für französische Staatsanleihen mit einer 10-jährigen Restlaufzeit z.B. verringerte sich der Spread lediglich von 80 auf 76 Basispunkte. Es sieht so aus, als ob die einzelstaatlichen Spreadrisiken an den Märkten immer weniger Beachtung finden. Dabei liegen diese durchaus vor. Frankreich könnten beispielsweise politische Turbulenzen bevorstehen, wenn die Verhandlungen über die unbeliebte Rentenreform von Macron scheitern sollten. Dies könnte dann sogar ein erfolgreiches Misstrauensvotum und anschließende Neuwahlen nach sich ziehen.

*Peripherie-Spreads fallen.*

Die weitere Entwicklung am Rentenmarkt wird stark von der Entwicklung im Zollstreit abhängig sein. Eine anhaltende Entspannung, sei es in Form erfolgreicher Handelsgespräche, die in neuen Abkommen münden, sei es in Form einer Verlängerung der Zollerhöhungspause, würde den Konjunkturausblick verbessern und somit den Druck von der EZB nehmen, die Leitzinsen weiter abzusenken. Dies dürfte den Fokus der Marktteilnehmer wieder auf die ultra-expansive Fiskalpolitik in

*Weitere Entwicklung stark von Zollstreit abhängig.*

Deutschland (und anderen europäischen Ländern) lenken. In diesem Fall wären steigenden Zinsen zu erwarten. Bei 10-jährigen Bundesanleihen könnte in diesem Szenario die 3%-Marke wieder in Reichweite kommen. In einem alternativen Szenario, in dem die Konfrontation im Handelsstreit wieder zunimmt, würden die Rezessionrisiken steigen und die EZB dadurch unter Druck stehen, die Leitzinsen aggressiv zu senken. In diesem Fall wäre eine Renditerückgang zu erwarten.

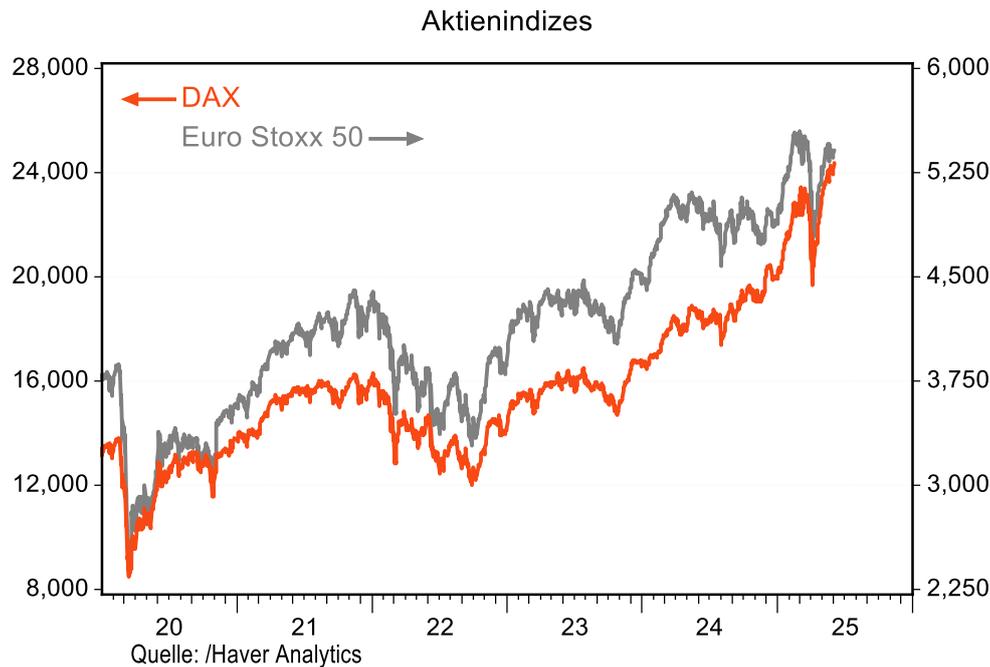


**Im Zuge der Zoll-Deeskalation haben sich am europäischen Rentenmarkt vor allem die Renditen von Peripherieanleihen verringert, während sich die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen recht stabil hielt. Die weitere Entwicklung der Bundrendite wird wesentlich vom weiteren Verlauf der Handelsgespräche abhängen. Sollten die Spannungen weiter nachlassen und sich der Marktfokus auf die ultra-expansive Fiskalpolitik in vielen europäischen Ländern verschieben, dürften die Renditen wieder zulegen. Bei einer erneuten Zolleskalation ist dagegen ein Renditerückgang zu erwarten.**

## Aktienmarkt

Die Aktienmärkte haben sich in den vergangenen beiden Monaten rasch vom dem Zollschock am 2. April erholt. Nachdem US-Präsident Trump die am Liberation Day angekündigten Zollerhöhungen oberhalb des Mindestniveaus in Höhe von 10% zunächst für alle Länder außer China verschob und wenig später mit China ebenfalls ein Einigung fand, fiel den Aktienmärkten eine enorme Last von den Schultern. Auch wenn der Zollstreit noch längst nicht dauerhaft gelöst ist und die Verhandlungen zwischen der EU und den USA zäh verlaufen, überschritt der DAX bereits Anfang Mai seine im März aufgestellte Rekordmarke. Seitdem hat sich die Dynamik abgeschwächt, aber selbst die Drohung Trumps, die Zölle auf europäische Importe auf 50% zu erhöhen, brachte dem DAX kaum aus dem Tritt und sorgte lediglich für einen vorübergehenden Kursrutsch um 4%. Nach Rücknahme der 50%-Drohung setzte sich die Rallye fort, sodass der DAX ausgehend vom Intraday-Tief am 7. April inzwischen 31,5% hinzugewonnen hat.

*DAX mit massiven Kursgewinnen dank Zoll-entspannung...*



Der Euro STOXX 50 wies im Berichtszeitraum eine ähnliche Entwicklung auf, konnte allerdings sein März-Hoch bei 5.568 Punkte nicht erreichen und kommt seit dem 7. April auf eine deutlich geringere Performance von knapp über 20%. Ein Teil der ausgeprägten Diskrepanz zum DAX erklärt sich mit der besonderen Berechnungsmethode des deutschen Leitindex, da dieser als sogenannter Performance-Index die Dividendenzahlungen der Mitgliedsunternehmen enthält. Im Mai, dem Monat mit den typischerweise höchsten Dividendenzahlungen, kann diese Besonderheit eine relevante Rolle spielen. Tatsächlich fiel das Plus des DAX-Kursindex mit 28,8% spürbar geringer aus als beim DAX-Performanceindex.

*...Dividendenzahlungen...*

Ein weiterer Grund für die Outperformance des DAX waren enorme Kurssteigerungen bei einzelnen DAX-Mitgliedern. Die Rheinmetall-Aktie sticht dabei heraus. Der Rüstungskonzern profitiert bereits seit einiger Zeit von den deutlich gestiegenen Verteidigungsausgaben westlicher Staaten, die im Zuge des Russland-Ukraine-Kriegs zunahm und voraussichtlich weiter steigen werden. Seit Februar 2022, dem Beginn des Ukrainekriegs, ist der Kurs Rheinmetalls explosionsartig gestiegen. Allein seit dem Zollpanik-Tief am 7. April kletterte der Aktienkurs um 93% und trieb dank der überdurchschnittlichen Gewichtung auch den DAX an. Der Kursanstieg und die in der Folge steigende Marktkapitalisierung sorgten auch dafür, dass Rheinmetall im Rahmen einer Indexanpassung am 20. Juni in die Riege der größten Unternehmen der Eurozone aufsteigen und den Luxusgüter-Konzern Kering aus dem Euro STOXX 50 verstoßen wird. Andere DAX-Unternehmen profitierten dagegen von überraschend erfreulichen Quartalszahlen. Die Aktie des DAX-Schwergewichts SAP beispielsweise sprang 11% nach oben, nachdem der Konzern die Analystenerwartung deutlich übertreffen konnte.

*...Rüstungsboom und Berichtssaison.*

Der Zollstreit wird auch in den nächsten Wochen ein bestimmendes Thema an den europäischen Aktienmärkten sein. Zwar dominierten zuletzt eher versöhnliche Töne und es dürfte der US-Administration inzwischen klar sein, dass die angedrohten Importzölle die heimischen Unternehmen und Haushalte enorm schädigen würden. Ein erneutes Aufflammen des Zollkonflikts ist aber insbesondere um den 9. Juli

*Hohe Dynamik wird sich nicht halten lassen.*

denkbar, wenn die Deadline für die Handelsgespräche ausläuft und eine erneute Erhöhung der US-Zölle auf europäische Importe im Raum steht. Somit dürfte auf die rasante Rallye der vergangenen Wochen ein schwächere Phase folgen, vor allem, da mit den Sommermonaten eine typischerweise schwierigere Phase bevorsteht. Dabei ist der DAX für Kurskorrekturen besonders anfällig angesichts der massiven Kursgewinne in den letzten Wochen, die nicht durch einen verbesserten Gewinnausblick getragen wurden und somit in einer Ausweitung der Bewertungen in den „teuren“ Bereich mündeten. Zum Jahresende könnte das Zollthema dann schließlich an Einfluss verlieren, sei es, weil Marktteilnehmer sich anderen Themen zuwenden oder sich Verhandlungslösungen abzeichnen. Zusammen mit einem optimistischeren Konjunkturausblick auf das Jahr 2026 könnte dies die Grundlage für eine klassische „Jahresendrallye“ legen.

**Mit dem Zurückrudern des US-Präsidenten im Zollstreit kehrte an den Aktienmärkten die Zuversicht zurück. Besonders stark waren die Kursgewinne beim DAX, der neben der Zollentspannung auch von starken Zahlen deutscher Unternehmen zum zweiten Quartal, den Dividendenausschüttungen und dem Rüstungsboom profitieren konnte. Nach der rasanten Rallye der vergangenen Wochen ist eine schwächere Entwicklung in den nächsten Monaten zu erwarten. Das liegt zum einen am bevorstehenden Ende der Zollpause. Andererseits konnten die Gewinnsschätzungen zuletzt nicht mit der Kursentwicklung mithalten, sodass die Bewertungen ein hohes Niveau erreicht haben und das Rückschlagpotenzial dementsprechend hoch ausfällt. Dazu kommt, dass die Sommermonate für den DAX und die anderen europäischen Aktienindizes typischerweise von einer Zurückhaltung der Anleger geprägt sind.**

## 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	0,8	2,6	8,4	5,5	2,4	2,0	7,7	6,7	6,5	6,4	6,5
- DE	3,2	1,8	-0,3	-0,2	0,0	3,1	6,9	6,0	2,3	2,0	5,7	5,3	5,7	6,0	6,3
UK	7,4	4,1	0,1	1,1	1,0	2,6	9,0	7,4	2,5	2,5	4,6	3,7	4,0	4,4	4,6
USA	5,7	2,1	2,5	2,8	2,4	4,7	8,0	4,1	3,0	2,6	5,4	3,6	3,6	4,1	4,2
Japan	1,7	1,0	1,9	0,1	1,2	-0,2	2,5	3,3	2,7	2,1	2,8	2,6	2,6	2,5	2,5

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) <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	1,06
- DE	7,7	4,2	6,8	6,6	6,4	-3,6	-2,5	-2,9	-2,0	-1,7	-	-	-	-	-
UK	-1,5	-3,8	-2,2	-2,8	-2,8	-8,3	-5,5	-4,5	-4,3	-3,7	1,35	1,21	1,27	1,27	1,23
USA	-3,6	-3,8	-3,0	-3,3	-3,1	-11,6	-3,7	-8,2	-7,6	-7,3	-	-	-	-	-
Japan	3,9	2,1	3,4	3,8	3,6	-6,2	-6,9	-5,6	-6,1	-3,0	115	131	141	157	150

<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	1,40

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

	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	06.06.
CRB-Index**	277,7	267,7	262,0	284,5	263,8	290,3	290,5	284,9	296,7	309,3	298,6
Ölpreis (Brent)*	85,9	79,8	74,9	95,3	77,0	87,5	86,4	71,8	74,6	74,7	66,1

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.