

Nr. 5: EZB sieht sich am Ende der Zinssenkungen



Konjunktur und Geldpolitik: Im zweiten Quartal hat das Wachstumstempo der Eurozone deutlich nachgelassen. Das reale BIP stieg gemäß den finalen Eurostat-Daten nur um 0,1 % gegenüber dem Vorquartal. Hauptursache hierfür war neben den Investitionen die Entwicklung der Nettoexporte infolge der erratischen US-Handelspolitik. Während Konsumausgaben und Lageraufbau stabilisierend wirkten, trafen die Zölle exportstarke Länder wie Irland und Deutschland besonders hart. Frühindikatoren deuten auf eine verhaltene wirtschaftliche Entwicklung in der zweiten Jahreshälfte hin. Die Europäische Zentralbank (EZB) signalisierte derweil, dass sie keine Notwendigkeit für einen weiteren Lockerungsschritt sieht.

8. Oktober 2025

Euro: Im Berichtszeitraum zeigte sich der Devisenmarkt trotz der politischen Krise in Frankreich und den Versuchen der US-Regierung, Einfluss auf die Geldpolitik der Fed zu nehmen, bemerkenswert stabil. Der Euro bewegte sich meist in einer engen Spanne zwischen 1,16 und 1,18 US-Dollar. Nur rund um die letzte Fed-Sitzung kam es zu kurzfristigen Ausschlägen.

Rentenmarkt: Die europäischen Rentenmärkte zeigten sich im Berichtszeitraum größtenteils stabil mit geringen Renditebewegungen bei Bundesanleihen. Die politische Krise in Frankreich wird bislang als ein weitgehend isoliertes Ereignis betrachtet. Ansteckungseffekte lassen sich nicht ausmachen. Während sich der Renditespread französischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen von 65 auf 85 Basispunkte ausweitete, setzte sich bei Peripherieanleihen der Einengungstrend fort, unterstützt durch Ratingverbesserungen.

Aktienmarkt: Die europäischen Aktienmärkte zeigten sich im August verhalten, belastet durch Zolldrohungen der US-Regierung und die politischen Turbulenzen in Frankreich. Im September sorgten die KI-Euphorie und die Annäherung zwischen den USA und China für steigende Kurse. Hochgewichtete Firmen wie der Hersteller von Chip-Produktionsanlagen ASML und der Mode- und Luxuskonzern LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton trieben den Euro STOXX an, sodass dieser seit Ende Juli eine Performance von 6,0% verzeichnete (DAX 2,1%).

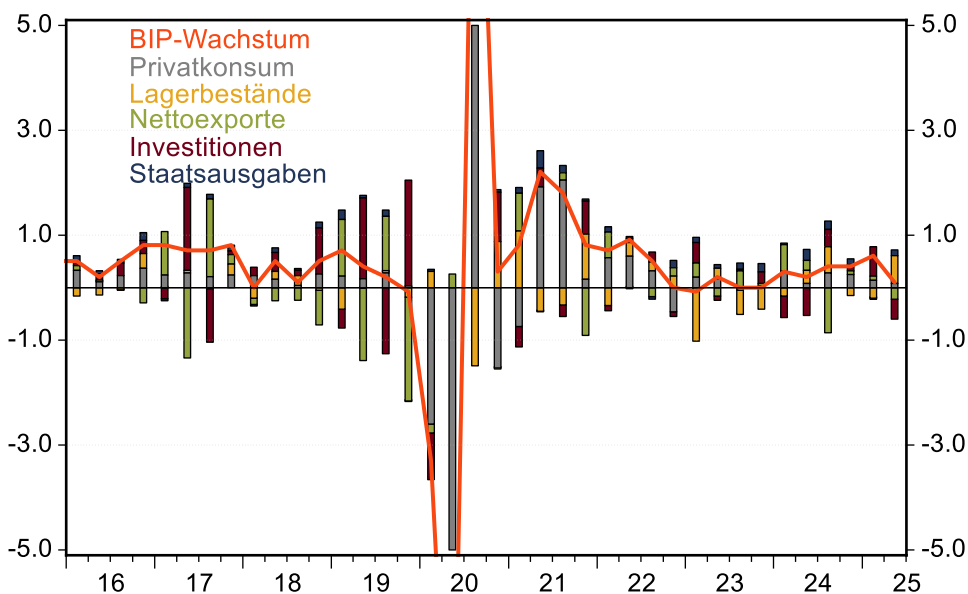
- Dr. Torsten Gruber
- Dr. Thorsten Proettel
- Bernhard Spitz

Konjunktur und Geldpolitik

Die im letzten Kapitalmarktbericht zur Eurozone vorgestellte BIP-Vorausschätzung für das zweite Quartal wurde durch die finalen Eurostat-Daten weitgehend bestätigt. Auch auf Grundlage des umfangreichen Datensatzes hat die Konjunktur im Euroraum spürbar an Fahrt verloren. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) wuchs zwischen April und Juni nur geringfügig um 0,1% gegenüber dem Vorquartal nach zuvor 0,6% Wachstum. In der Vorausschätzung waren noch keine Angaben zu den einzelnen Komponenten enthalten, aber im Kapitalmarktbericht von Anfang August hatten wir vermutet, dass die Zollkapriolen der Trump-Regierung einen wesentlichen Einfluss auf die BIP-Entwicklung gehabt haben dürften. Diese Einschätzung wurde durch die finalen Eurostat-Daten bestätigt. Die Exporttätigkeit, die im ersten Quartal im Vorfeld des „Liberation Day“ noch hochgefahren worden war und dem BIP einen Schub verschafft hatte, wurde im zweiten Quartal angesichts höherer Zölle und zunehmender Unsicherheit verringert, sodass der Impuls der Nettoexporte diesem Mal negativ wirkte. Neben den Nettoexporten gingen auch die Investitionen mit einem negativen Vorzeichen in die Wachstumsberechnung ein, was zu einem nicht unerheblichen Anteil der Entwicklung der Investitionen in geistiges Eigentum in Irland geschuldet war. Diese beiden negativen Wachstumsbeiträge wurden durch positive Impulse von Seiten der privaten sowie der staatlichen Konsumausgaben vor allem aber durch einen kräftigen Lageraufbau kompensiert.

*EWU-Konjunktur
verliert an
Schwung.*

EWU: BIP-Quartalsveränderungsrate Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten



Quelle: Statistical Office of the European Communities/Haver Analytics

Die zollinduzierten Effekte sorgten vor allem bei den exportorientierten europäischen Volkswirtschaften für starke Konjunkturschwankungen. Irland meldete für das zweite Quartal nur noch ein Miniwachstum in Höhe von 0,2% gegenüber dem Vorquartal, nachdem die Rate im ersten Quartal noch bei 7,4% gelegen hatte. Die deutsche Wirtschaft, wie Irland ebenfalls geprägt durch zahlreiche exportorientierte Konzerne, schrumpfte im zweiten Quartal sogar mit einer Rate von 0,3%, maßgeblich belastet durch die Nettoexporte, die das BIP-

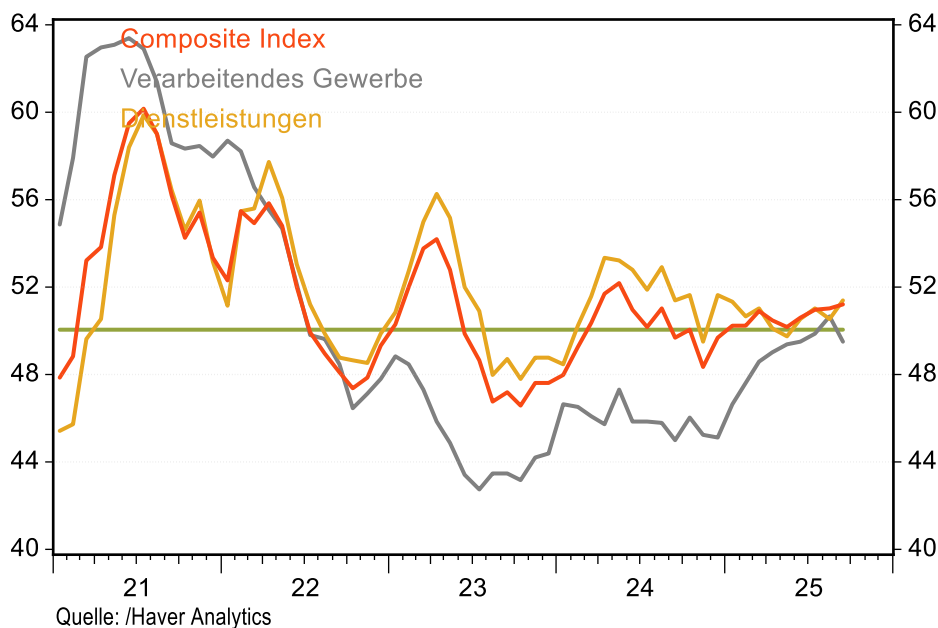
*Die deutsche
Wirtschaft
schrumpft.*

Wachstum um 0,7 Prozentpunkte verringerten. Im ersten Quartal war die deutsche Wirtschaft noch um 0,3% gewachsen und die Nettoexporte hatten das BIP um 0,4 Prozentpunkte angeschoben.

Für das letzte Woche zu Ende gegangene dritte Quartal liegt weder für die Eurozone noch für Deutschland eine BIP-Schätzung vor. Diese werden – wie üblich – erst Ende Oktober vorgelegt. Aus den monatlich Umfragedaten lassen sich jedoch Rückschlüsse auf die konjunkturelle Dynamik in den Monaten Juli bis September ziehen. Der nur geringe Anstieg des zusammenfassenden Composite Einkaufsmanagerindex von S&P Global auf ein Niveau knapp oberhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten deutet darauf hin, dass sich die Wirtschaftstätigkeit im dritten Quartal nur leicht ausgeweitet hat. Das Handelsabkommen zwischen den USA und der EU hat zwar die Unsicherheit für die europäischen Unternehmen etwas zurückgedrängt, ist aber mit neuen Belastungen vor allem für die exportorientierte Industrie verbunden, denn für die allermeisten Ausfuhren europäischer Güter in die USA wird der Zollsatz nun bei historisch hohen 15% liegen. Die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe blieb dementsprechend gedämpft und jüngst ist der entsprechende Einkaufsmanagerindex von S&P Global sogar wieder unter die Wachstumsschwelle von 50 Punkten gefallen. Besser stellte sich die Lage für die Dienstleistungsbranche dar, dessen Index sich weiterhin oberhalb der Wachstumsschwelle präsentiert.

*Geringes
Wachstum im
dritten...*

EWU: S&P Global Einkaufsmanagerindizes

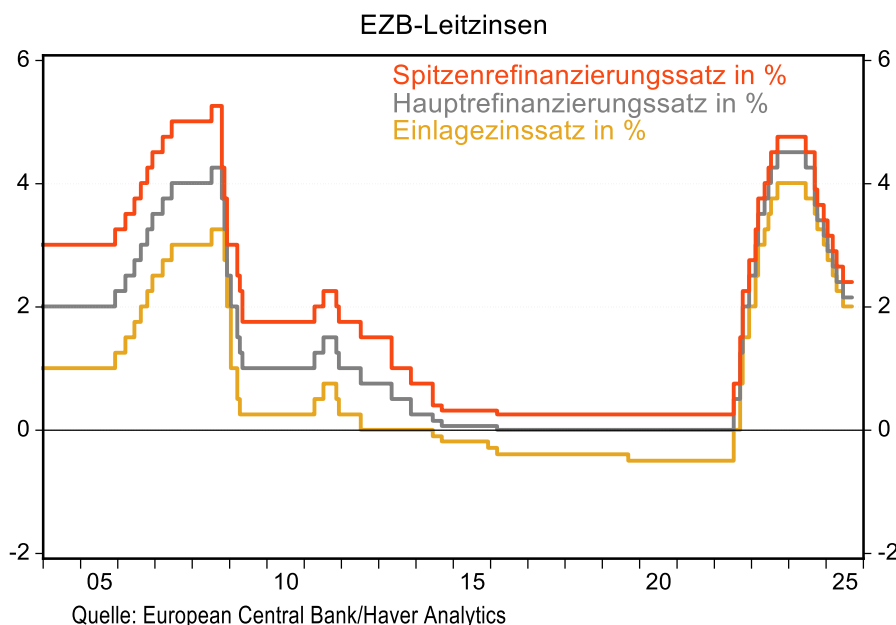


Im Schlussquartal dürfte sich der gedämpfte Pessimismus im verarbeitenden Gewerbe sowie der vorsichtige Optimismus im Dienstleistungssektor vermutlich fortsetzen. Einerseits ist die Gefahr weitere Zollattacken Trumps längst nicht gebannt, wie die jüngste Ankündigung eines 100%-igen Zollsatzes auf Markenarzneimittel und patentgeschützte Medikamente für Hersteller, die keine Fabrik in den USA bauen, belegt. Die Bereitschaft von europäischen Unternehmen, ihre Produktionskapazitäten in der Eurozone auszuweiten, dürfte sich also in Grenzen halten. Andererseits dürften die Dienstleistungsausgaben der Privathaushalte unterstützt durch eine niedrige Arbeitslosenquote weiter leicht

*...und im vierten
Quartal erwartet.*

zunehmen. Zusammen mit staatlichen Mehrausgaben für Rüstung und Infrastruktur sollte Letzteres die Binnennachfrage in der Eurozone stärken.

Der nachlassende Einfluss von Vorzieheffekten hatte zur Folge, dass das Wachstum in der Eurozone im zweiten Quartal beinahe zum Erliegen kam. Immerhin gelang es der Eurozone die Serie von inzwischen sieben Quartalen mit positiven Zuwachsraten fortzusetzen – wenn auch nur knapp mit einem Mini-Wachstum in Höhe von 0,1% gegenüber dem Vorquartal. Im zweiten Halbjahr dürfte sich das verhaltene Wachstum fortsetzen, wobei insbesondere vom Konsum Impulse zu erwarten sind. Für das Gesamtjahr rechnet die Europäische Zentralbank (EZB) gemäß den im September vorgelegten Prognosen mit einer Wachstumsrate in Höhe von 1,2%.



Zwischen Juni 2024 und Juni 2025 hat die EZB die Leitzinsen insgesamt acht Mal verringert. Es folgten Sitzungen im Juli und September, bei denen keine Zinsänderung vorgenommen wurden und inzwischen zeichnet sich ab, dass dies nicht nur ein Senkungspause darstellte, sondern dass sich die EZB vorerst am Ende ihrer Zinssenkungen sieht. Offiziell macht die Notenbank zwar keine Angaben über zukünftige Schritte und Lagarde betonte auf der September-Sitzung, dass datenabhängig von Sitzung zu Sitzung entschieden werden wird. Sie stellte jedoch keine „Abwärtsrisiken“ für das Wachstum mehr fest sondern „ausgeglichene Risiken“, da das Handelsabkommen mit den USA einerseits die Unsicherheit verringert habe, andererseits die höheren Zölle die Exporte dämpfen und den Konsum sowie die Investitionen beeinträchtigen könnten. In Bezug auf die Inflation spielte sie die unter 2% liegenden langfristigen EZB-Inflationsprognosen (1,7% für 2026 bzw. 1,9% für 2027) herunter. Beides kann als Signal verstanden werden, dass die EZB vorerst keinen Handlungsbedarf für einen weiteren Lockerungsschritt sieht. Dazu passt eine Bloomberg-Meldung, die sich auf gut informierte EZB-Kreise beruft, wonach die Leitzinsen auf dem bestehenden Niveau verbleiben dürften, sofern die Eurozone nicht von einem neuen Schock getroffen wird. Eine Zinssenkung auf der Oktober-Sitzung kann somit praktisch ausgeschlossen werden.

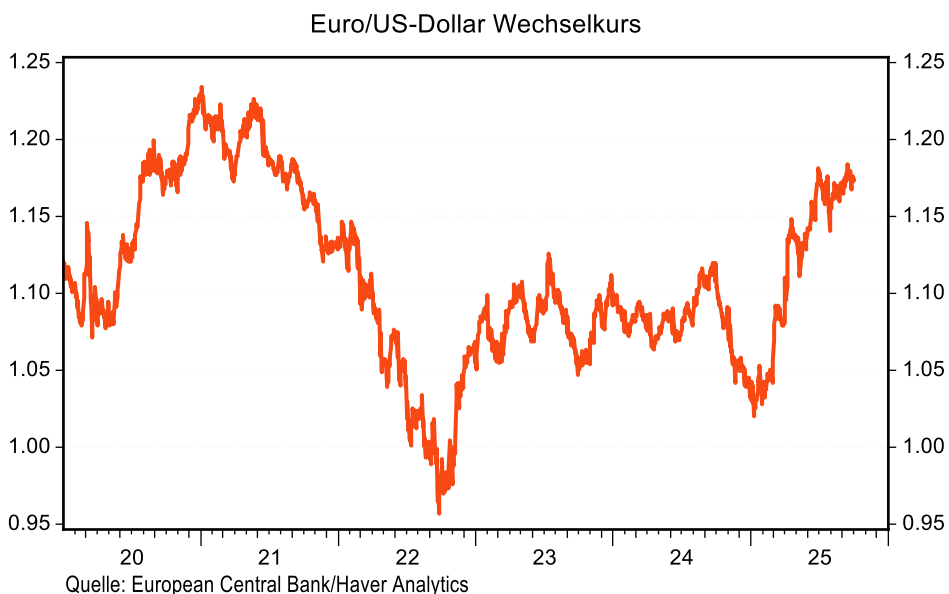
*EZB am Ende
ihrer Leitzins-
senkungen.*

Während die Beibehaltung der Leitzinsen durch die EZB im Juli und September für Marktteilnehmer nicht überraschend kam, so war es nicht unbedingt zu erwarten, dass die EZB recht klare Signale aussenden würde, dass weitere Senkungsschritte vorerst nicht zu erwarten seien. Die verbliebene Hoffnung auf einen weiteren Schritt in den kommenden Monaten verflüchtigte sich dadurch und am Terminmarkt ist bis Herbst 2026 kein einziger Zinsschritt mehr eingepreist.

Euro

Am Devisenmarkt hat die als leicht falkenhaft wahrgenommene EZB-Zinssitzung keine nennenswerte Reaktion verursacht und auch davon abgesehen hielten sich die Kursschwankungen im Berichtszeitraum in Grenzen. Lediglich rund um die Fed-Sitzung Mitte September, bei der die US-Leitzinsen erwartungsgemäß gesenkt wurden und der aktualisierte Dot Plot ein etwas rascheres Senkungstempo als zuvor andeutete (zwei weitere Leitzinssenkungen bis Ende 2025), gelang es dem Euro, die Marke von 1,19 US-Dollar kurzzeitig zu überschreiten. Davon abgesehen handelte das Währungspaar nahezu durchgängig innerhalb einer recht engen Spanne zwischen 1,16 und 1,18 US-Dollar.

Euro-US-Dollar handeln nahezu durchgängig in recht enger Spanne...

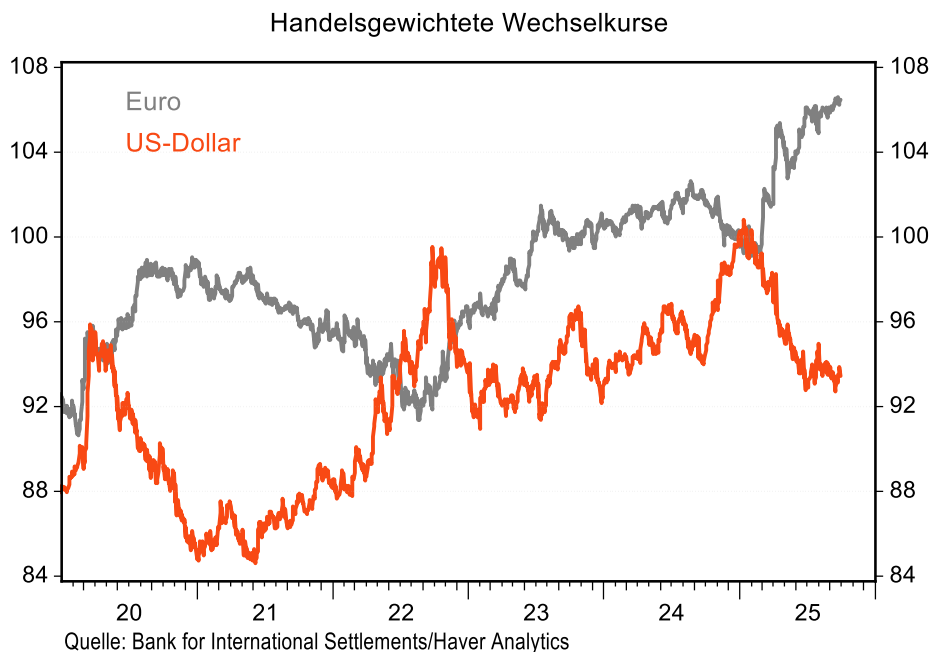


Die ruhige Entwicklung in den letzten beiden Monaten ist insofern bemerkenswert, da einige Ereignisse durchaus das Potenzial für eine starke Devisenmarktreaktion gehabt hätten. In Europa sind hier vor allem die politischen Turbulenzen in Frankreich zu nennen. Premierminister Bayrou war dort mit seinen Plänen zu Einsparungen im Haushalt für das kommende Jahr auf massiven Widerstand im Parlament gestoßen und hatte eine Vertrauensabstimmung, die er daraufhin stellte, verloren. Der daraufhin von Macron ernannte Nachfolger Lecornu wollte bereits nach weniger als einem Monat das Handtuch werfen, vermutlich, da es auch ihm nicht gelungen ist, eine stabile Mehrheit im Parlament hinter sich zu versammeln. Diese wiederum wäre notwendig, um den Haushalt zu verabschieden. Dem Euro hat dies bislang kaum geschadet. In einer handelsgewichteten Betrachtung konnte er sogar leicht aufwerten.

...trotz politischer Unruhe in Frankreich...

In den USA hätten vor allem die Versuche der Trump-Regierung, die Geldpolitik in ihrem Sinne zu beeinflussen, das Potenzial gehabt, den Wechselkurs zu bewegen. Seit Monaten fordern Trump-Anhänger umfassende Zinssenkungen. Immer aggressiver geht der US-Präsident dabei gegen die Notenbank vor. Im August erklärte Trump dann öffentlich die Entlassung der Notenbankgouverneurin Lisa Cook, da sie in privaten Hypothekenanträgen (vor mehr als 20 Jahren) falsche Angaben gemacht habe. Trump hofft offenbar darauf, durch die Neubesetzung der Stelle Cooks eine expansivere Geldpolitik zu ermöglichen. Gerichte haben dem Vorgehen Trump jedoch vorerst einen Riegel vorgeschoben, da der Präsident ein Mitglied des Fed-Vorstands nur aus einem triftigen Grund entlassen dürfte, der allerdings nicht vorliege. Der Fall liegt nun beim obersten Gericht der Vereinigten Staaten, dem Supreme Court. Obwohl das Vorgehen gegenüber Cook Trump neue Zweifel an der Unabhängigkeit der Fed aufwirft, hat der US-Dollar im Berichtszeitraum keinen nennenswerten Schaden genommen.

*...und Versuche
der politischen
Einflussnahme
auf die Fed.*



Seit Jahresbeginn hat der Euro eine beeindruckende Rallye hingelegt und befindet sich nun in dem Bereich zwischen 1,15 und 1,20 US-Dollar, welchen wir für das Jahresende prognostiziert haben. Wir wollen zwar nicht ausschließen, dass es die Gemeinschaftswährung in den nächsten Monaten auch mal über die Marke von 1,20 US-Dollar schaffen wird, größeres Aufwertungspotenzial sehen wir auf dem aktuellen Niveau aber nicht mehr. Der von uns erwartete moderate Lockerungskurs der Fed steht zwar in einem scharfen Kontrast zu der vorerst vermutlich eher passiv auftretenden EZB und würde prinzipiell für einen höheren Euro-US-Dollar Wechselkurs sprechen. Die auf absehbare Zeit divergierende Geldpolitik ist aber an den Märkten bereits eingepreist. Möglicherweise sind die Senkungserwartungen der Marktteilnehmer in Bezug auf die Fed sogar etwas zu sehr ausgeprägt, was dem US-Dollar zumindest temporär etwas Aufwertungspotenzial eröffnet. Dazu kommt ein Überhang an spekulativen EUR-USD-Long-Positionen, was eher für kurzfristig niedrigere Euro-Kurse spricht. Die verhaltene konjunkturelle Dynamik in der Eurozone sowie die politische Krise in Frankreich bietet ebenfalls wenig Anlass für Euphorie.

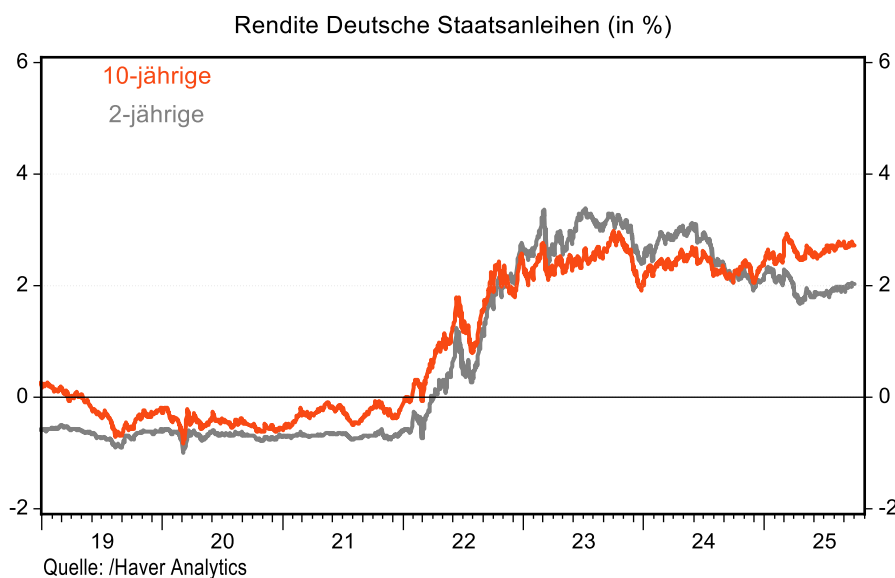
*Es bleibt bei
unserer Euro-
prognose von
1,15 bis 1,20 US-
Dollar.*

Trotz einer politischen Blockade in Frankreich und wachsendem Druck der US-Regierung auf die Fed zeigte sich der Euro-US-Dollar Wechselkurs im Berichtszeitraum erstaunlich stabil. Zwar sorgte die Fed-Sitzung Mitte September mit einer erwarteten Zinssenkung und einem Dotplot, der einen leicht beschleunigten Lockerungspfad signalisierte, für einen kurzen Sprung über die Marke von 1,19 US-Dollar, doch insgesamt bewegte sich der Euro in einer engen Spanne zwischen 1,16 und 1,18 US-Dollar.

Rentenmarkt

Die europäischen Rentenmärkte setzten im Berichtszeitraum größtenteils ihren ruhigen Verlauf der Vormonate fort. Die Bundrendite bewegte sich in einer recht engen Handelsspanne zwischen 2,60% und 2,80%. Weder die Signale der EZB, dass weitere Leitzinssenkungen nicht zu erwarten seien, noch die Regierungskrise in Frankreich führten zu größeren Ausschlägen. So befindet sich die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen aktuell mit 2,69% auf exakt demselben Niveau wie Ende Juli. Am kurzen Ende, das stärker von der Geldpolitik abhängt, stieg die Rendite von Bundesanleihen mit zweijähriger Restlaufzeit nur minimal von 1,96% auf 1,98% an.

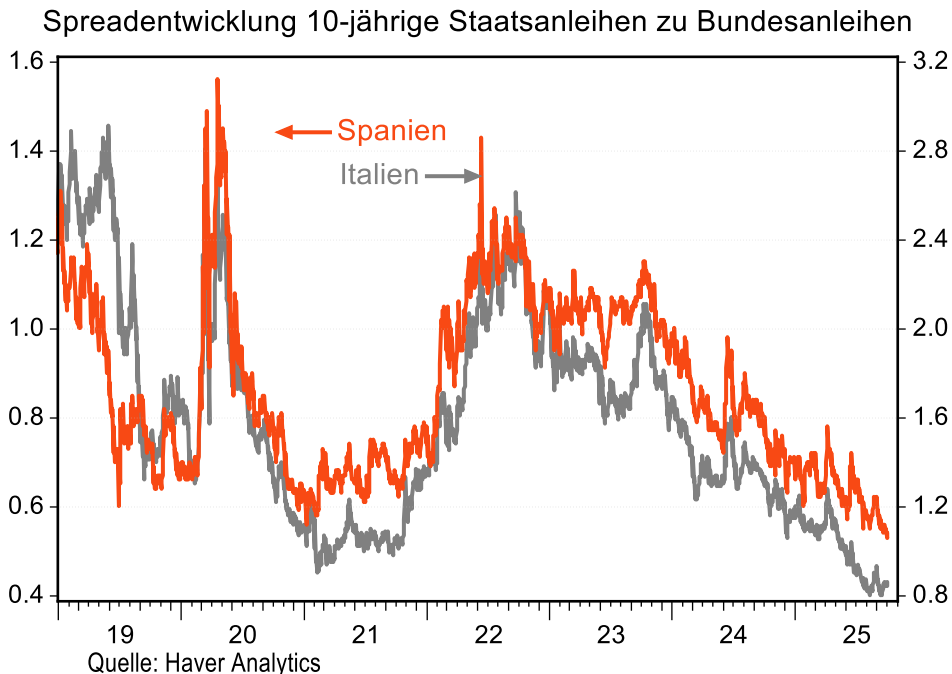
Bundrenditen kaum bewegt.



Bei Peripherieanleihen hielten sich die Schwankungen ebenfalls in Grenzen. Aufwind erhielten italienische, spanische und portugiesische Staatsanleihen durch neue Bonitätsbeurteilungen von Ratingagenturen. So setzten im September alle drei wichtigen Agenturen ihr Rating für Spanien hoch. Begründet wurde die Anhebung der Bonitätsnote mit einer verbesserten Wettbewerbsfähigkeit und einer zunehmenden Diversifizierung der Exportwirtschaft. Der Anteil der nicht-touristischen Dienstleistung an den gesamten Dienstleistungsexporten stieg von 25% vor der Corona-Pandemie auf nun über 50%. Damit sinkt die Abhängigkeit Spaniens vom Tourismus und die Widerstandsfähigkeit der Wirtschaft gegenüber externen Schocks erhöht sich. Weitere Faktoren für die Rating-Verbesserung sind die robuste Wachstums- und Beschäftigungsentwicklung. Spanien weist bereits seit längerem ein im europäischen Durchschnitt deutlich überdurchschnittliches Wachstum auf und die Arbeitslosenquote geht kontinuierlich zurück. Die

Spanische Staatsanleihen bekommen Unterstützung durch Rating-upgrades...

Ratingsheraufstufung trug dazu bei, dass sich der Spread 10-jähriger spanischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen mit derselben Laufzeit seit Ende Juli von 58 Basispunkte auf aktuell 55 Basispunkte einengte und sich nun auf dem niedrigsten Niveau seit mehr als 15 Jahren befindet.



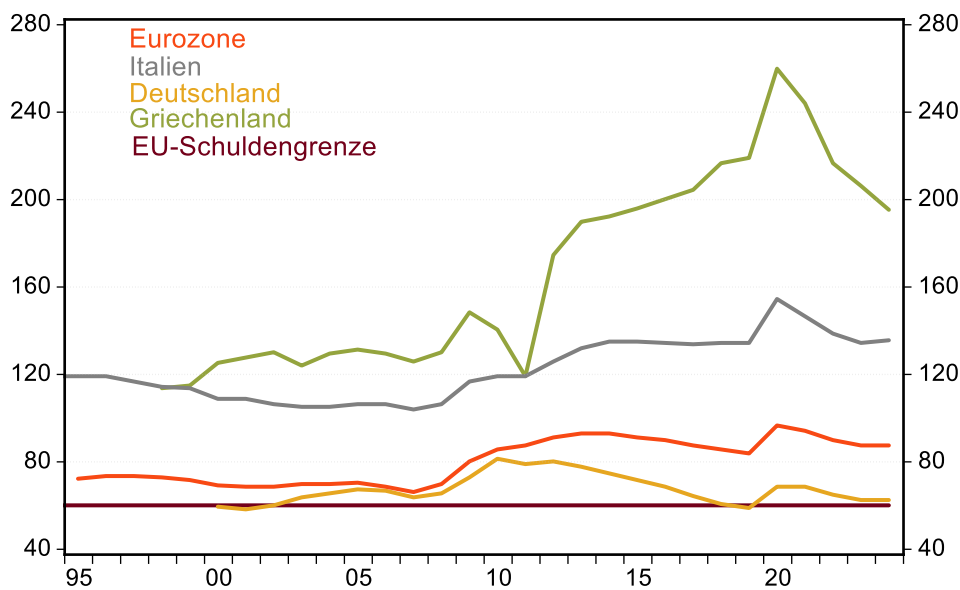
Der Renditeaufschlag Portugals bewegt sich ebenfalls auf einem Mehrjahrestiefstand und auch Portugal konnte sich über eine Ratingverbesserung freuen. Im Gegensatz zu Spanien, dessen Staatsschuldenquote bei rund 100% stagniert, war die Fiskalpolitik der Haupttreiber für die Anhebung der Ratingnoten für Portugal. Die Agenturen würdigten vor allem die sukzessive sinkende Verschuldungsquote und den anhaltenden Budgetüberschuss. Per Saldo sank der portugiesische Spread angesichts dieser Gemengelange von 42 auf 39 Basispunkte.

*...genauso wie
portugiesische...*

Für Italien stand die fiskalische Entwicklung ebenfalls im Mittelpunkt der Rating-Anhebung. Zwar verzeichnet das Land weiterhin ein Budgetdefizit, für 2025 rechnet Fitch aber nur noch mit einem Defizit in Höhe von 3,1% und bis 2027 soll es gemäß Regierungsangabe auf 2,6% sinken. Die Schuldenquote verringerte sich seit dem Corona-Jahr 2020 sogar um 20 Prozentpunkte auf aktuell 135%. Damit gehört Italien zwar weiterhin zu den Ländern der Eurozone mit der höchsten Verschuldung, die Anstrengungen der Regierung zu einer verbesserten Haushaltsdisziplin sind aber klar zu erkennen und werden nicht nur von den Rating Agenturen honoriert. An den Kapitalmärkten sank das Spreadniveau im August auf einen Mehrjahrestiefstand bei rund 77 Basispunkten und liegt aktuell nur leicht darüber.

*...und
italienische.*

Staatsverschuldung in % des BIP



Quelle: /Haver Analytics

Während sich die Länder der südeuropäischen Peripherie zuletzt erfreulich entwickelten, war die Nachrichtenlage aus den Kern- bis Semi-Kern-Ländern weniger ermutigend. So wurden sowohl Finnland als auch Österreich durch Fitch von AA+ auf AA heruntergestuft. Belgien musste sogar die Liga der AA-Länder verlassen und wird unter A+ aufgeführt. Besondere Aufmerksamkeit erhielt aber zuletzt Frankreich angesichts der politischen Turbulenzen. Fitch hat das Rating für Frankreich bereits Mitte September auf A+ abgesenkt. Weitere Ratingverschlechterungen sind nicht ausgeschlossen, nachdem Premierminister Lecornu keine Kabinett bilden konnte und es nach gegenwärtigem Stand immer unwahrscheinlicher erscheint, dass sich das Parlament auf nennenswerte Einsparungen der Staatsfinanzen einigen wird. Die Spreads von französischen Staatsanleihen haben sich vor diesem Hintergrund kräftig von 65 Basispunkten auf nun 85 Basispunkte ausgeweitet.

*Weniger positive
Entwicklungen in
Kern- und Semi-
Kern-Ländern*

Fundamental-ökonomisch wäre in den kommenden Wochen und Monaten eine Fortsetzung des eher ruhigen Renditeverlauf an den europäischen Rentenmärkten – abgesehen von Frankreich – zu erwarten. Dafür sprechen die Beruhigung der Inflation nahe dem EZB-Zielniveau, ein verhaltenes Wirtschaftswachstum und eine passive Leitzinspolitik. Sollten sich die politischen Probleme in Frankreich jedoch weiter verschärfen, könnte dies Sorgen um den auch in einigen anderen Ländern eher ungünstigen Verlauf der Staatsfinanzen schüren und zu einem Anstieg der Renditen führen.

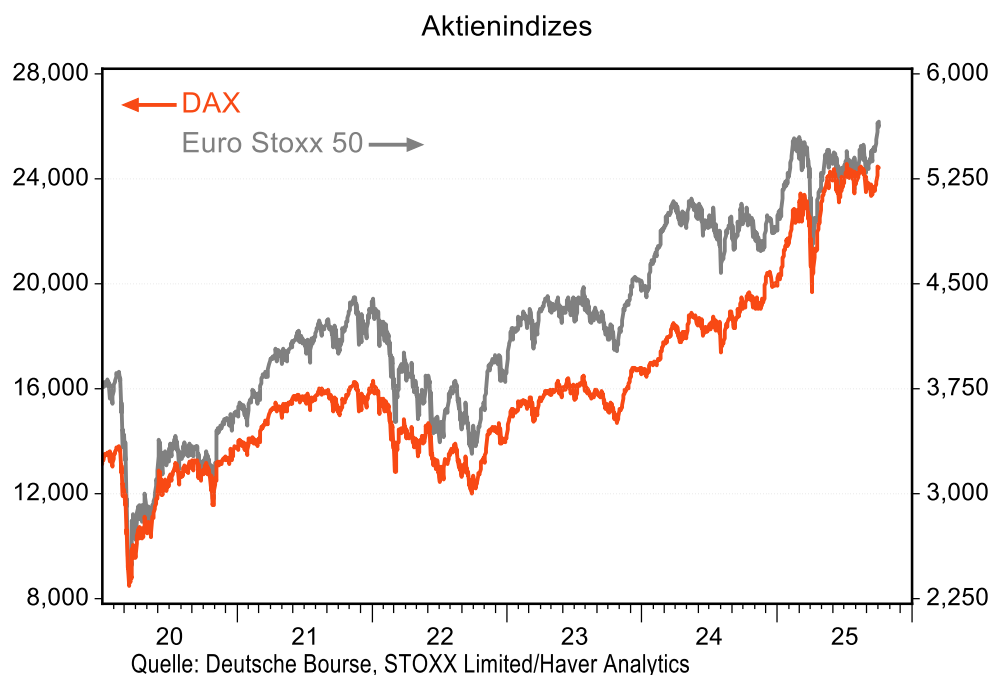
Im Berichtszeitraum zeigten sich die europäischen Rentenmärkte größtenteils stabil, mit geringen Renditebewegungen bei Bundesanleihen. Weder die Signale der EZB, wonach keine weiteren Leitzinssenkungen zu erwarten sind, noch die politischen Turbulenzen in Frankreich hatten einen nennenswerten Einfluss auf den Handel deutscher Staatsanleihen. Die Lage in Frankreich wird von Händlern (bisher) als weitgehend isoliertes Ereignis betrachtet, zumindest blieben Ansteckungseffekte bislang aus. Während der Renditespread französischer Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen

zulegte, sanken die Spreads von Peripherieländern wie Spanien, Portugal und Italien, die unter anderem von Rating-Upgrades profitierten.

Aktienmarkt

Die europäischen Aktienmärkte knüpften im Berichtszeitraum zunächst an die Seitwärtsbewegung der Vormonate an. Angesichts wiederholter Zolldrohungen und -ankündigungen von Seiten des US-Präsidenten ließen Anleger im August lieber Vorsicht walten. Zwar richteten sich die Zollankündigungen nicht gegen die EU selbst, aber es rief Marktteilnehmern in Erinnerung, dass das Ende Juli ausgehandelte Rahmenabkommen zwischen der EU und den USA viele Unklarheiten enthält, und somit Raum für Zollkonflikte mit Trump bestehen bleibt. Ohnehin steckte den europäischen Investoren dieses Abkommen noch in den Knochen, da es nicht gerade so ausgefallen war, wie sie sich erhofft hatten. Zusätzlich wurden die Börsen durch die Ankündigung des Misstrauensvotums in Frankreich ausgebremst. Per Saldo verlor der DAX im August -0,7%, während sich der Euro STOXX 50 knapp in der Gewinnzone halten konnte (+0,6%).

Aktienbörsen bewegen sich im August seitwärts.



Der September brachte den europäischen Aktienmärkten eine überraschend erfreuliche Entwicklung – trotz der traditionell schwachen saisonalen Vorgaben. Dabei half die Euphorie rund um das Thema Künstliche Intelligenz und die Entspannung des Verhältnisses zwischen den USA und China. Das Thema Künstliche Intelligenz boomt bereits seit längerem und nimmt vor allem in den USA zunehmend Züge an, die Marktbeobachter an die Dotcom-Blase um die Jahrtausendwende erinnern. Hauptprofiteure sind die Entwickler von Chips und KI-Anwendungen, die ihren Sitz größtenteils in den USA haben. Mit dem niederländischen Hersteller von Chip-Produktionsanlagen, ASML, hat Europa aber einen Konzern, der ebenfalls vom KI-Boom profitiert. Mit einer Marktkapitalisierung von 330 Mrd. Euro gehört ASML zu den größten Firmen im Euro STOXX 50, sodass Kursbewegungen von ASML Spuren im Gesamtindex hinterlassen. Vor allem wenn

Im September steigen die Kurse dank KI-Boom und US-China-Annäherung.

ASML wie im Zeitraum seit Anfang September massive Kursgewinne in Höhe von über 30% verzeichnet. Ein anderer hochgewichteter Konzern, der Spuren hinterlassen hat, war der französische Mode- und Luxuskonzern LVMH Moët Hennessy Louis Vuitton mit einer Performance seit Anfang September von immerhin 11%. Ebenfalls stark gestiegen sind die Aktienkurse von Industria de Dieseno Textil (Inditex) und Adidas mit 16% bzw. 14%, wobei Inditex mit einer Markkapitalisierung von über 150 Mrd. einen deutlich stärkeren Einfluss auf die Performance des Euro STOXX 50 hatte. Hintergrund dieser Rallye dürfte vor allem die Annäherung zwischen den USA und China gewesen sein. Nicht nur kündigte Trump an, sich beim Gipfel der Asiatisch-Pazifischen Wirtschaftsgemeinschaft APEC in Südkorea mit dem chinesischen Staatsoberhaupt Xi treffen zu wollen. Außerdem machte sich eine parteiübergreifende Delegation von US-Abgeordneten auf den Weg nach Peking, um verlorengegangenes Vertrauen wiederherzustellen.

Mit dem Ende der saisonal herausfordernden Sommermonate eröffnen sich für die Aktienmärkte im vierten Quartal traditionell wieder bessere Perspektiven – wenngleich wir die Chance auf eine ausgeprägte Jahresendrallye in diesem Jahr als eher gering einschätzen. So hat die EZB ihre Leitzinssenkungen etwas früher als zumindest von manchen Marktteilnehmern erwartet beendet, sodass den europäischen Aktienmärkten die geldpolitische Unterstützung der Vormonate fehlt. In Frankreich bremst die politische Unsicherheit und die Bewertungen haben nach den massiven Kursgewinnen in der ersten Jahreshälfte ein ambitioniertes Niveau erreicht. Starke Aufwärtssimpulse durch die in Kürze beginnende Berichtssaison sind zudem unwahrscheinlich, da das Handelsabkommen zwischen der EU und den USA höhere Zölle gebracht hat, die das Umsatzwachstum exportorientierter Unternehmen vermutlich signifikant dämpfen werden.

Die Chance auf eine ausgeprägte Jahresendrallye ist eher gering.

Die europäischen Aktienmärkte starteten zunächst verhalten in den Berichtszeitraum, belastet durch Zolldrohungen aus den USA und politische Unsicherheiten in Frankreich. Spürbar aufwärts ging es erst im September, unterstützt durch die KI-Euphorie und eine diplomatische Annäherung zwischen den USA und China. Besonders Unternehmen wie ASML, LVMH und Inditex verzeichneten in diesem Zuge deutliche Kursgewinne und trugen maßgeblich zur positiven Entwicklung des Euro STOXX 50 bei. Trotz saisonal günstiger Rahmenbedingungen bleiben die Erwartungen an eine Jahresendrallye jedoch gedämpft – unter anderem aufgrund fehlender geldpolitischer Impulse, fortbestehender politischer Risiken und bereits ambitionierter Bewertungsniveaus.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

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

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2021	2022	2023	2024	2025e	2021	2022	2023	2024	2025e	2021	2022	2023	2024	2025e
EWU	2,8	-0,7	1,9	2,6	2,4	-5,3	-3,6	-3,5	-3,1	-3,1	1,14	1,07	1,10	1,10	1,18
- DE	7,7	4,2	6,8	6,6	6,4	-3,6	-2,5	-2,9	-2,0	-1,7	-	-	-	-	-
UK	-1,5	-3,8	-2,2	-2,8	-2,8	-8,3	-5,5	-4,5	-4,3	-3,7	1,35	1,21	1,27	1,27	1,34
USA	-3,6	-3,8	-3,0	-3,3	-3,1	-11,6	-3,7	-8,2	-7,6	-7,3	-	-	-	-	-
Japan	3,9	2,1	3,4	3,8	3,6	-6,2	-6,9	-5,6	-6,1	-3,0	115	131	141	157	150

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)				
	2021	2022	2023	2024	2025e	2021	2022	2023	2024	2025e
EWU	-0,5	2,0	4,0	3,0	2,0	-0,18	2,57	2,02	2,37	2,85
UK	0,25	3,5	5,25	4,75	4,25	0,97	3,67	3,54	4,57	4,5
USA	0,0-0,25	4,25-4,5	5,25-5,5	4,25-4,5	4,0-4,25	1,51	3,87	3,88	4,57	4,5
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	0,25	0,75	0,07	0,422	0,61	1,10	1,50

Angaben jeweils zum Jahresende

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

	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	07.10.
CRB-Index**	262,0	284,5	263,8	290,3	290,5	284,9	296,7	309,3	297,3	300,6	301,1
Ölpreis (Brent)*	74,9	95,3	77,0	87,5	86,4	71,8	74,6	74,7	67,6	67,0	65,5

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.