

Nr. 5: Renditeanstieg belastet Aktienmärkte



Konjunktur und Geldpolitik: Die EWU-Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal gemäß der dritten und vorerst letzten Eurostat-Schätzung um 0,6% gegenüber dem Vorquartal und 1,2% gegenüber dem Vorjahr. Getragen wurde die Expansion vor allem vom Außenhandel, der einen Wachstumsimpuls von 0,94 Prozentpunkten lieferte, sowie von einer kräftigen Erholung der irischen Wirtschaft. Doch auch ohne die traditionell volatilen irischen BIP-Daten zeigte sich die Konjunktur widerstandsfähig: Auf Quartalsbasis belief sich das EWU-Wachstum noch immer auf 0,3%. Obwohl das geopolitische Umfeld angespannt bleibt, sprechen die jüngsten Konjunkturkennzahlen für eine Fortsetzung des Wachstumskurses im dritten Quartal. Die robuste Wirtschaftsentwicklung bei gleichzeitig steigendem Inflationsdruck hat die EZB im September dazu veranlasst, den Einlagezinssatz auf 2,5% anzuheben.

9. Oktober 2026

Euro: Der Euro hat im Berichtszeitraum deutlich an Wert verloren und wird aktuell zu 1,12 US-Dollar gehandelt. Belastend wirkten vor allem starke US-Wirtschaftsdaten, die hawkischen Ergebnisse der Fed-Sitzung und Sorgen über die französischen Staatsfinanzen.

Rentenmarkt: Die Renditen europäischer Staatsanleihen sind in den vergangenen Wochen auf Mehrjahreshöchststände gestiegen. Angetrieben wurde diese Entwicklung durch den andauernden Konflikt im Nahen Osten sowie die dadurch erhöhten Energiepreise, die dazu geführt haben, dass Marktteilnehmer umfassendere Leitzinserhöhungen der Notenbanken eingepreist haben. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen kletterte dadurch von 3,21% Ende Juli auf nun 3,49%. Zusätzlich wurden die Rentenmärkte durch Sorgen einer ausufernden Staatsverschuldung belastet, wobei sich dies besonders bei französischen Staatsanleihen bemerkbar machte.

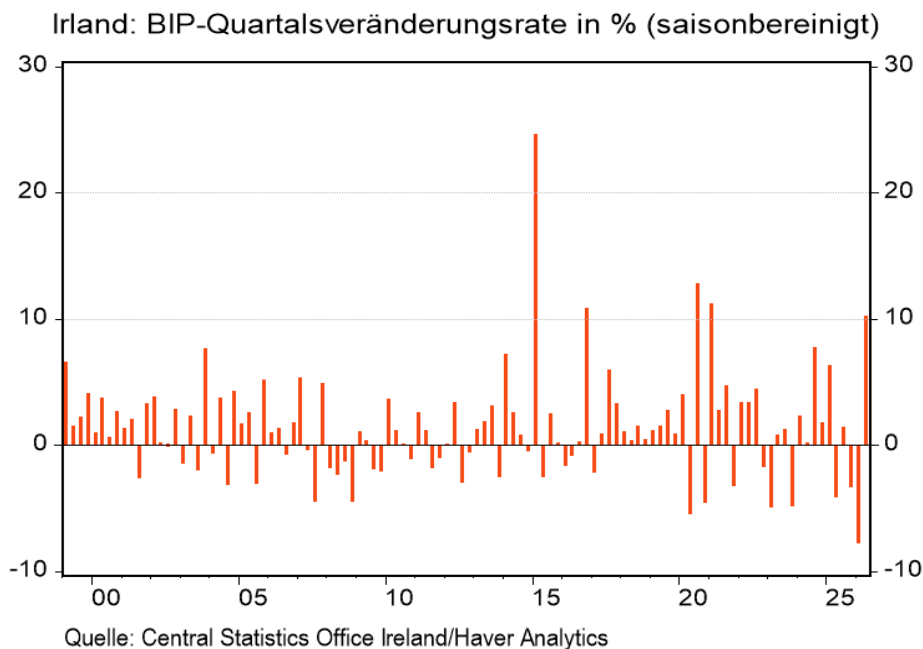
Aktienmarkt: In der ersten Augushälfte standen die europäischen Aktienmärkte noch unter dem Einfluss einer überzeugenden Berichtssaison und konnten teilweise neue Rekordstände markieren. Der kräftige Renditeanstieg machte den Indizes in der Folge aber zu schaffen, sodass der Euro STOXX 50 seit Ende Juli per Saldo 3,0% einbüßte und der DAX 2,6% verlor. Sofern die Unternehmen bei der in Kürze beginnenden Berichtssaison zum dritten Quartal erneut die Analystenerwartungen übertreffen, stehen die Chancen auf Kursgewinne im vierten Quartal aber gut.

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

Konjunktur und Geldpolitik

Die dritte und somit vorerst letzte Schätzung der europäischen Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt im zweiten Quartal bestätigten das Bild einer robusten Wirtschaft, die den Iran-Krieg und den dadurch verursachten Energiepreisschock bislang gut verkraftet. Die vorläufigen Wachstumsraten in Höhe von 0,4% gegenüber dem Vorquartal bzw. 1,0% in der Jahresrate wurden im Rahmen der Revision sogar auf 0,6% bzw. 1,2% angehoben, wobei die Nettoexporte mit 0,94 Prozentpunkten und der Privatkonsum mit 0,21 Prozentpunkten die kräftigsten Impulse liefern konnten, während die Lagerbestände das Ergebnis um 0,53 Prozentpunkte drückten und weder die Unternehmensinvestitionen noch die Staatsausgaben einen größeren Einfluss hatten. Grund für die kräftige Aufwärtsrevision war vor allem Irland. Statt um 3,9% legte die irische Wirtschaft gemäß revidierten Daten sogar um 10,2% zu.

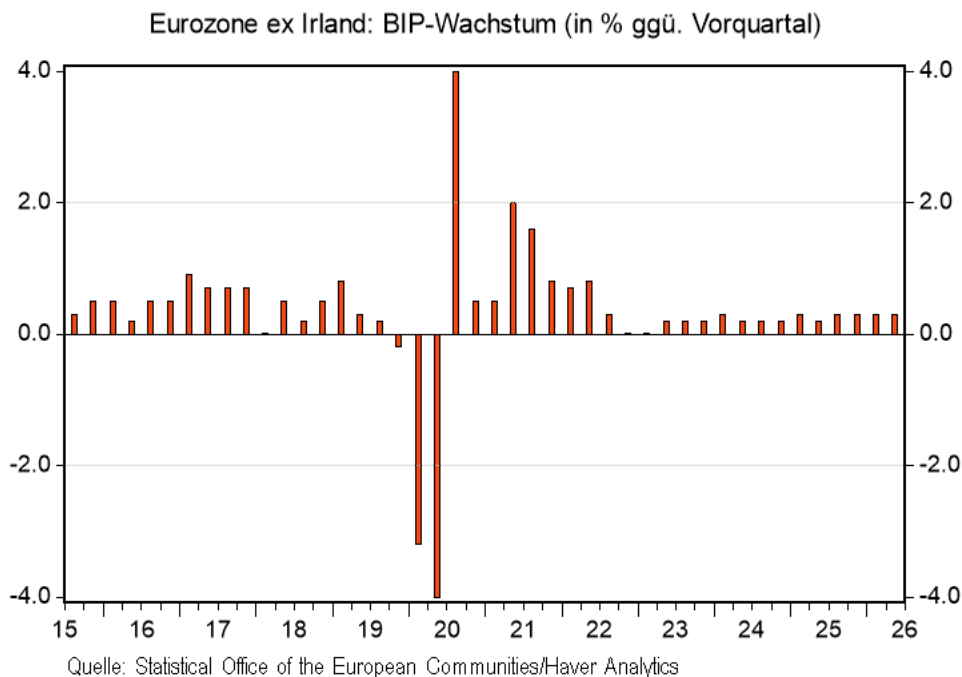
EWU-Wirtschaft trotz Iran-Krieg und wächst in Q2 um 0,6%.



Heftige Schwankungen der irischen Wirtschaftszahlen lassen sich immer wieder beobachten. Sie lassen sich mit der Konzentration von multinationalen Konzernen aufgrund der vergleichsweise niedrigen Steuersätze erklären. Viele große US-amerikanische Tech-Giganten haben ihren europäischen Hauptsitz in Irland. Wenn diese Unternehmen geistiges Eigentum nach Irland verschieben oder Lizenzeinnahmen verbuchen, schießt das irische BIP schlagartig nach oben – ohne dass sich in der realen Produktion vor Ort etwas ändert. Auch die starke Stellung Irlands im internationalen Flugzeugleasing trägt zur Schwankungsanfälligkeit des irischen BIP bei. Das Land zählt weltweit zu den attraktivsten Standorten der Branche. Daten des Wirtschaftsverbands IBEC zufolge werden rund 60% der global geleasten Flugzeuge von Irland aus verwaltet. Zahlreiche dieser Maschinen haben irischen Boden nie berührt, werden aber in den Bilanzen irischer Unternehmen geführt und fließen damit in die Statistik zum Bruttoinlandsprodukt ein. Ein weiterer Einflussfaktor ist die Stellung der Pharmabranche in Irland. Bereits in den vergangenen Quartalen hatte dies zu starken Schwankungen des BIPs geführt. So legte die irische Wirtschaft im vergangenen Jahr stark zu, weil US-Unternehmen wegen drohender Zölle Pharma-

Irland treibt EWU-Wachstum, aber auch ohne Irland liegt das Wachstum bei 0,3%.

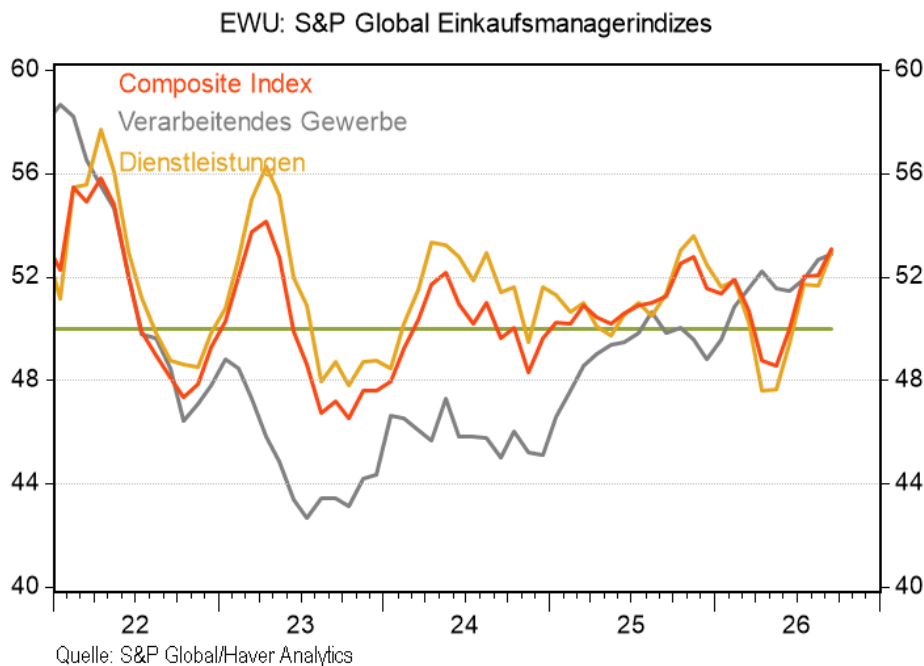
produkte (wie z. B. stark nachgefragte Abnehm-Medikamente) massiv vorab kaufen. Anfang 2026 folgte dann prompt der umgekehrte Effekt: Das BIP brach stark ein, weil diese Sondernachfrage nachließ. Schließlich ist noch das sogenannte Contract Manufacturing zu nennen, bei dem irische Tochtergesellschaften multinationaler Konzerne Fabriken in China oder anderen Ländern mit der Produktion von Gütern beauftragen. Dabei bleiben sowohl die eingesetzten Rohstoffe als auch die fertigen Produkte im Eigentum des irischen Unternehmens bzw. der irischen Tochtergesellschaft eines multinationalen Konzerns. Der ausländische Hersteller erbringt lediglich die Produktionsleistung gegen eine Gebühr. Häufig liegen auch die für die Herstellung maßgeblichen Patente oder sonstigen geistigen Eigentumsrechte beim irischen Unternehmen. Obwohl die Waren physisch vollständig im Ausland produziert werden und Irland möglicherweise nie erreichen, wird ihr Verkauf statistisch als irischer Export erfasst. All diese Faktoren führen dazu, dass das Bruttoinlandsprodukt kaum den Zustand der Konjunktur in Irland widerspiegelt. Das irische Statistikamt weist daher auch die sogenannte modifizierte Rate aus, die sich auf die binnenwirtschaftlichen BIP-Komponenten konzentriert. Diese ging im zweiten Quartal um 0,8% zurück. Eurostat trägt den statistischen Besonderheiten ebenfalls Rechnung und weist neben dem EWU-BIP auch eine Wachstumsrate für die Eurozone ohne Irland aus. Im Gegensatz zur EWU-Wachstumsrate lag diese im zweiten Quartal zum vierten Mal in Folge bei 0,3% im Quartalsvergleich.



Für das letzte Woche zu Ende gegangene dritte Quartal liegt noch keine BIP-Schätzung vor. Diese wird – wie üblich – erst Ende Oktober vorgelegt. Aus den monatlichen Umfragedaten lassen sich jedoch Rückschlüsse auf die konjunkturelle Dynamik in den Monaten Juli bis September ziehen. Der Anstieg des zusammenfassenden Composite Einkaufsmanagerindex von S&P Global von einem Niveau knapp unterhalb der Wachstumsschwelle von 50 Punkten im Juni auf über 53 Punkte im September deutet darauf hin, dass sich die Wirtschaftstätigkeit auch im dritten Quartal leicht ausgeweitet hat. Dem Industriesektor dürften die anhaltend hohen Ausgaben für Verteidigung sowie KI-Infrastruktur zugutegekommen sein. Außerdem sollte der Sektor vom Aufbau von Lagerbeständen zur Absicherung ge-

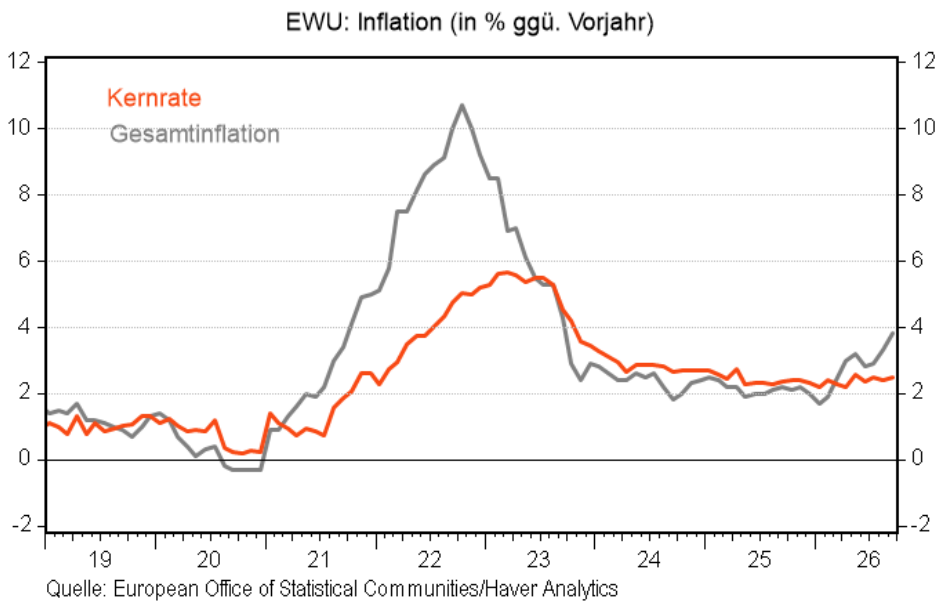
*Frühindikatoren
deuten auf leichte
Ausweitung der
Wirtschaftsaktivi-
täten in Q3 hin.*

gen Lieferkettenrisiken profitiert haben. Im Dienstleistungssektor dürfte sich unterdessen die Erholung von der durch den Energieschock ausgelösten Schwächephase fortgesetzt haben. Die Hitzewellen und Dürren, die zu niedrigen Wasserständen in wichtigen Flüssen sowie zu Waldbränden geführt haben, sowie die anhaltende Unsicherheit im Zusammenhang mit dem Iran-Konflikt, sollten das Wachstum im dritten Quartal dagegen kaum gebremst haben.



Der Konflikt im Nahen Osten setzte sich in den vergangenen Wochen in einer Wellenbewegung fort. Verhandlungen zwischen dem Iran und den USA gaben den Hoffnungen auf ein Ende der Blockade der Straße von Hormus zwischenzeitlich Auftrieb, wechselten sich aber immer wieder mit einem Wiederaufflammen der Kampfhandlungen ab. Im September trieb der Beschuss von Öltankern, die Stilllegung der für die Umgehung der Straße von Hormus wichtigen Ost-West-Pipeline durch Saudi-Arabien (nach einer Beschädigung durch Drohnenangriffe), sowie das Vorrücken der Huthi-Rebellen am Roten Meer den Ölpreis deutlich in die Höhe, sodass dieser beinahe die Marke von 110 US-Dollar je Barrel der Rohölsorte Brent erreichte. Da sich ein Anstieg des Ölpreises rasch in höheren Tankstellenpreisen für Kraftstoffe widerspiegelt, machte auch die Verbraucherpreisinflation im Berichtszeitraum einen Satz nach oben. Im September stieg der Verbraucherpreisindex um 0,6% gegenüber dem Vormonat und um 3,8% gegenüber dem Vorjahr an. Aber auch die Kernrate ohne Energie, Lebensmittel, Alkohol und Tabak erhöhte sich um 0,1 Prozentpunkte auf 2,5%. Unternehmen außerhalb des Energiesektors geben offenbar ihre höheren Energieausgaben zunehmend an Verbraucher weiter. Vor allem bei Dienstleistungen, wo die Teuerungsrate inzwischen bei 3,2% liegt, ist dies zu erkennen. Nationale Daten zeigen beispielsweise einen deutlichen Preisschub bei Transportdienstleistungen wie Passagierflügen. Sollte der Konflikt im Nahen Osten anhalten und die Versorgung mit Öl und Ölprodukten weiter beeinträchtigen – und danach sieht es momentan aus – dürfte die Bereitschaft der Unternehmen zunehmen, ihre gestiegenen Energiekosten weiterzugeben.

Anhaltender Iran-Konflikt treibt Inflation...



Der zunehmende Inflationsdruck in der Eurozone hat die EZB im September dazu veranlasst, ihre Leitzinsen um 25 Basispunkte auf nun 2,5% anzuheben. In Bezug auf weitere Zinsschritte legten sich die Notenbanker nicht fest und EZB-Präsidentin Christine Lagarde erklärte sogar, dass der Rat noch nicht einmal über den weiteren Zinspfad gesprochen hätte. Allerdings schlug die EZB einen deutlich besorgteren Ton hinsichtlich der Inflationsentwicklung ein als zuvor und erhöhte nicht nur ihre Inflationsprognosen – für 2027 beispielsweise von 2,3% auf 2,5% – sondern geht nun auch davon aus, dass die Inflation in einem "ausgedehnten Zeitraum" über dem Zielwert von 2% liegen werde.

...und veranlasst EZB, die Leitzinsen anzuheben.

Für Schlagzeilen sorgte die EZB auch mit der Meldung, wonach Isabel Schnabel im Januar ihre Position als Mitglied des Direktoriums und des Rates vorzeitig aufgeben und zum Internationalen Währungsfonds wechseln wird. Zusätzlich zu den Stellen von EZB-Präsidentin Christine Lagarde sowie des EZB-Volkswirtes Philip Lane werden somit in den nächsten Monaten insgesamt drei hochrangige Positionen in der EZB frei. Frankreich hat bereits Interesse an der Position des Chefvolkswirts angemeldet und es signalisiert im Gegenzug Unterstützung für den Niederländer Klaas Knot als möglichen Nachfolger von Lagarde. Neben Knot wird auch der früheren Notenbankgouverneur Spaniens, Pablo Hernandez de Cos, für die Lagarde-Nachfolge gehandelt. Bundesbankpräsident Nagel hat dagegen keine realistischen Chancen, da Deutschland mit dem Vorsitz bei der EU-Kommission und bei der Europäischen Bankenaufsicht bereits zwei wichtige Ämter besetzt hat. Sollte Knot das Rennen um die Stelle als EZB-Präsident machen und Frankreich sich die Position des Chefvolkswirts sichern, dann würde für Deutschland vermutlich die Nachbesetzung der Schnabel-Stelle abfallen.

Lagarde-Nachfolge wird vermutlich im Rahmen eines großen Personalpakets geregelt.

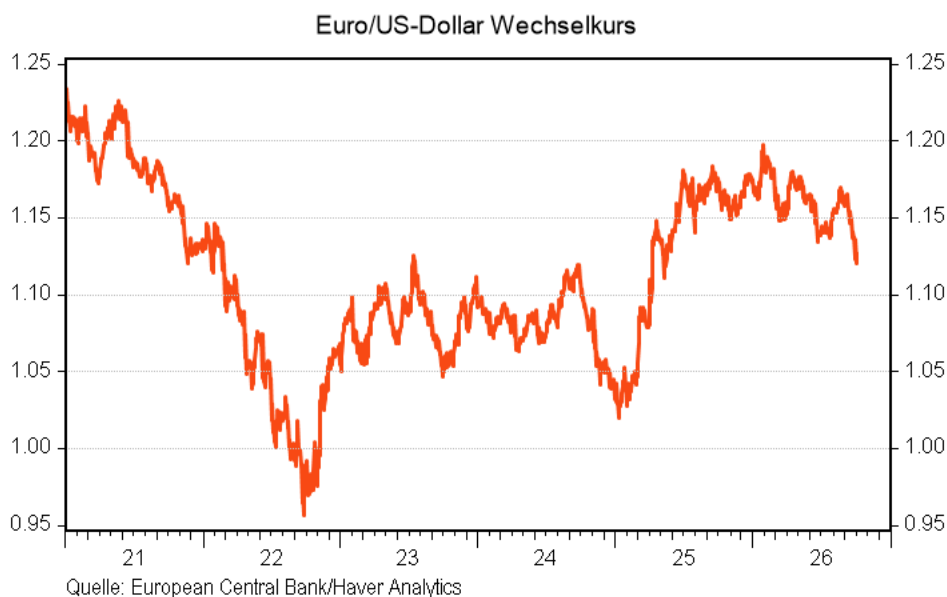
Die Wirtschaft der Eurozone zeigte sich trotz des Iran-Konflikts robust. Das BIP-Wachstum wurde für das zweite Quartal auf 0,6% gegenüber dem Vorquartal nach oben revidiert, wobei ein wesentlicher Teil der Revision auf Sondereffekte in Irland zurückzuführen war. Bereinigt um Irland wuchs die Eurozone bereits zum vierten Mal in Folge um solide 0,3% gegenüber dem Vorquartal. Für das dritte Quartal deuten die bisher vorliegenden Konjunkturdaten auf eine Fortsetzung des moderaten Wachstumskurses hin. Gleichzeitig

nahm der Inflationsdruck infolge der geopolitischen Spannungen im Nahen Osten und des damit verbundenen Anstiegs der Energiepreise weiter zu. Vor diesem Hintergrund hob die EZB ihre Leitzinsen im September auf 2,5 % an und zeigte sich hinsichtlich der weiteren Inflationsentwicklung besorgter als zuvor.

Euro

Der Euro entwickelte sich im August zunächst moderat aufwärts, wobei die überraschend positiven EWU-Konjunkturdaten (siehe oben) halfen und die Fed-Sitzung von Ende Juli nachwirkte. Damals hatte Fed-Präsident Warsh zwar seine Haltung über die Notwendigkeit der Inflationseindämmung wiederholt, aber jeglichen Hinweis auf den weiteren geldpolitischen Kurs vermieden. Dies hatte dazu geführt, dass die Kapitalmärkte die Bereitschaft der Fed, die Inflation mit einer geldpolitischen Straffung einzudämmen, in Frage stellten und die Leitzinserhöhungserwartungen schwanden. Mitte August beschleunigte sich die Euro-Aufwertung bis auf beinahe 1,17 US-Dollar, da das US-Treasury bekanntgab, dass sie ihr Programm "Liquidity Support Buyback Operations" im nächsten Quartal mindestens verdoppeln wird. Eigentlich dient dieses Programm nicht der Steuerung der langfristigen Zinsen, sondern soll lediglich die Liquidität des Treasury-Marktes verbessern. Dabei kauft das Finanzministerium ältere, weniger liquide Staatsanleihen mit langen Restlaufzeiten zurück und ersetzt sie durch liquidere Papiere. Vom Markt wurde die überraschende Ausweitung jedoch als Eingriff zugunsten niedrigerer langfristiger Renditen interpretiert. Dazu trug insbesondere das Timing bei. Nur wenige Tage zuvor war die Rendite 30-jähriger US-Staatsanleihen auf den höchsten Stand seit 2007 gestiegen und die US-Staatsverschuldung hatte die Marke von 40 Bio. US-Dollar überschritten. Zudem hatte das Finanzministerium erst Anfang August signalisiert, das Rückkaufprogramm zunächst unverändert fortzuführen. Für den Devisenmarkt war letztlich vor allem die Wahrnehmung entscheidend, dass die US-Regierung bei einem kräftigen Renditeanstieg bereit sein könnte, stabilisierend einzugreifen. Dies belastete den US-Dollar und verlieh dem Euro zusätzlichen Auftrieb.

Euro profitiert zunächst von EWU-Konjunkturdaten, Fed-Sitzung, sowie US-Treasury Maßnahme.



Im September drehte sich dann aber der Wind. Belastet wurde der Euro einerseits durch überraschend starke US-Konjunkturdaten und den Fed-Zinsentscheid. Zwar war die Anhebung der Leitzinsen um 25 Basispunkte allgemein erwartet worden. Unterstützend für den US-Dollar wirkte jedoch das vom Dot Plot ausgehende Signal, dass bis zum Jahresende ein weiterer Zinsschritt zu erwarten sei. Zusätzlichen Rückenwind erhielt die US-Währung durch die bemerkenswerte Geschlossenheit des Offenmarktausschusses. Somit hat der neue Fed-Präsident Kevin Warsh, dessen früheren Äußerungen zeitweise Zweifel an der geldpolitischen Ausrichtung und Unabhängigkeit der Notenbank geweckt hatten, gezeigt, dass er auch ein Falke sein kann.

Im September gerät der Euro aber wegen starker US-Daten, der Fed-Zinssitzung...

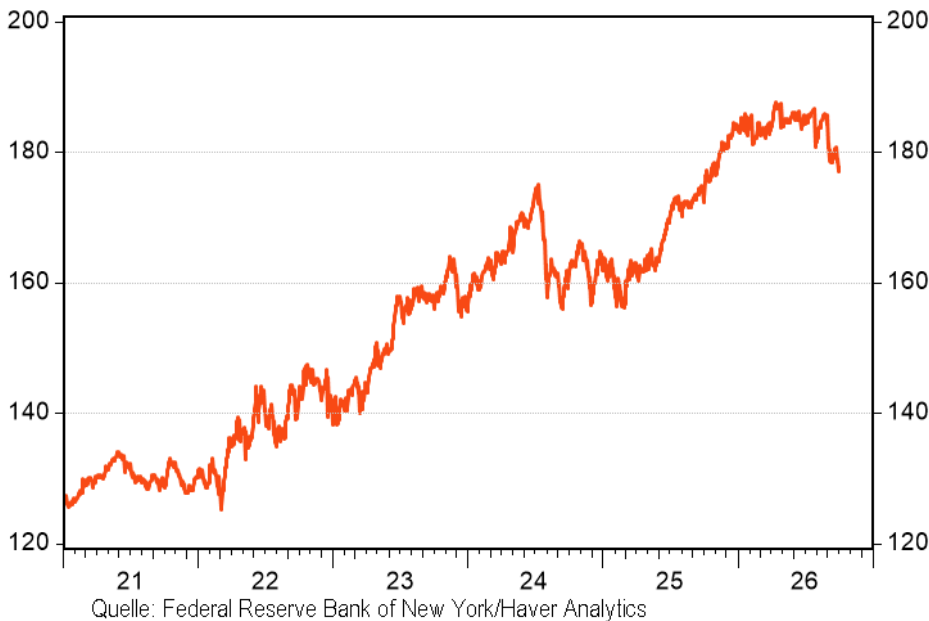
Andererseits geriet der Euro durch die zunehmenden Sorgen über die französischen Staatsfinanzen unter Druck. Die Staatsschuldenquote Frankreichs ist seit der Corona-Pandemie massiv angestiegen. Lag die Quote 2019 noch bei unter 100%, wird sie Ende 2026 vermutlich beinahe ein Niveau von 120% erreicht haben. Um die ausufernde Staatsverschuldung in den Griff zu bekommen, wäre eine deutliche Reduktion des Defizits vonnöten. Aber der politische Wille dazu ist kaum zu erkennen. Für das kommende Jahr verzichtet die Regierung auf größere Reformen und plant lediglich begrenzte Einsparungen. Selbst deren Umsetzung erscheint unsicher, da unklar ist, ob sich hierfür eine Mehrheit in der Nationalversammlung finden wird. Dies gilt umso mehr, als die politischen Parteien im Vorfeld der Präsidentschaftswahlen im kommenden Frühjahr bereits zunehmend in den Wahlkampfmodus übergehen. Die entscheidende Abstimmung über die Haushaltspläne ist für den kommenden Dienstag angesetzt. Die fiskalischen Probleme Frankreichs belasten den Euro unter anderem deshalb, weil die EZB im Falle einer erneuten europäischen Staatsschuldenkrise in einen Zielkonflikt geraten könnte. Zwar verfügt sie mit dem Transmission Protection Instrument (TPI) über ein Instrument, das unter bestimmten Voraussetzungen den Erwerb von Wertpapieren einzelner Mitgliedstaaten ermöglicht. In einem ungünstigen Szenario müsste sie sich jedoch zwischen ihrem Mandat der Preisstabilität und der Wahrung der Finanzstabilität entscheiden. Im Zweifel wird sie sich vermutlich für letzteres entscheiden und somit eine expansivere Geldpolitik verfolgen. Von einem solchen Szenario ist die Eurozone derzeit allerdings noch weit entfernt. Entsprechend hielt sich die Abschwächung des Euro bislang in Grenzen. Grundsätzlich reagiert die Gemeinschaftswährung auf politische und fiskalische Risiken einzelner Mitgliedstaaten meist nur verhalten, solange ausreichend stabile Länder als Anker des Währungsraums fungieren und Investoren die Möglichkeit haben, innerhalb der Eurozone in als sicherer wahrgenommene Vermögenswerte umzuschichten.

...sowie den Fiskalsorgen in der Eurozone unter Druck.

Der Euro wertete im Berichtszeitraum nicht nur gegenüber dem US-Dollar ab, sondern auch gegenüber dem japanischen Yen. Dabei spielte eine koordinierte Devisenmarktintervention des US-Treasury mit dem japanischen Finanzministerium eine entscheidende Rolle. Außerdem hob die Bank of Japan Mitte September ihren Leitzins auf 1,25% an und Marktteilnehmer haben ihre Einschätzungen über den zukünftigen Leitzinspfad angepasst. Ende Juli lag die an den Terminmärkten eingepreiste Wahrscheinlichkeit eines einzigen Leitzinsschrittes bis zum Jahresende bei lediglich 80%. Inzwischen – nach der bereits im September erfolgten Zinserhöhung – wird fest mit einem zweiten Zinsschritt im Dezember gerechnet und für das kommende Jahr preisen die Märkte ein bis zwei weitere Schritte ein.

Euro wertet auch gegenüber dem japanischen Yen ab.

Wechselkurs: Yen je Euro



Momentan sieht es so aus, als ob das Ende der Abwertungsbewegung des Euro gegenüber dem Yen noch nicht erreicht ist. Die jüngsten Inflations- und Konjunkturdaten aus Japan liefern Argumente dafür, dass die Bank of Japan ihre Geldpolitik weiter straffen und mit zusätzlichen Zinserhöhungen möglicherweise nicht allzu lange warten wird. Besonders deutlich wird dies an den Verbraucherpreisen im Großraum Tokio, die als wichtiger Frühindikator für die landesweite Inflationsentwicklung gelten. Diese Inflationsrate beschleunigte sich im September deutlich auf 2,7%, nachdem sie im August noch bei 1,9% gelegen hatte. Gleichzeitig deutet die Tankan-Stimmungsumfrage auf eine robuste Verfassung der japanischen Wirtschaft hin. Die Unternehmen beurteilen die aktuelle Lage der Wirtschaft so positiv wie seit mindestens 2003 nicht mehr. Von einer ausgeprägten konjunkturellen Schwäche, die die Bank of Japan zu besonderer Zurückhaltung zwingen würde, ist damit wenig zu erkennen.

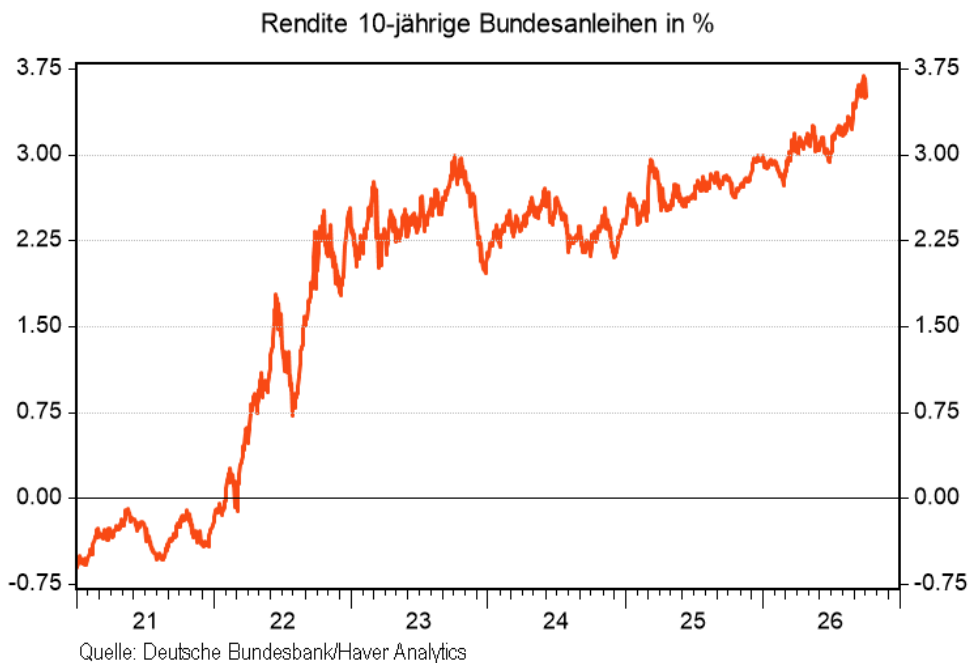
Abwertungsbewegung des Euro ggü. Yen könnte sich fortsetzen.

Der Euro ist im Berichtszeitraum auf seinen tiefsten Stand seit 17 Monaten gefallen. Lediglich im August konnte der Euro gegenüber dem US-Dollar Kursgewinne verzeichnen. Dabei profitierte die Gemeinschaftswährung vor allem vom Verzicht des Fed-Präsidenten Warsh, sich auf Maßnahmen zur Inflationsbekämpfung festzulegen, sowie von der Ankündigung des US-Finanzministeriums, die Käufe von langlaufenden Treasurys auszuweiten. Im September geriet der Euro dann aber unter Druck, da die US-Konjunkturdaten positiv überraschten, die Fed eine einstimmige Zinserhöhung lieferte und die beunruhigende französische Staatsverschuldung in den Fokus der Marktteilnehmer rückte. Per Saldo resultiert daraus ein Rückgang des Euro von 1,142 US-Dollar Ende Juli auf aktuell 1,12 US-Dollar.

Rentenmarkt

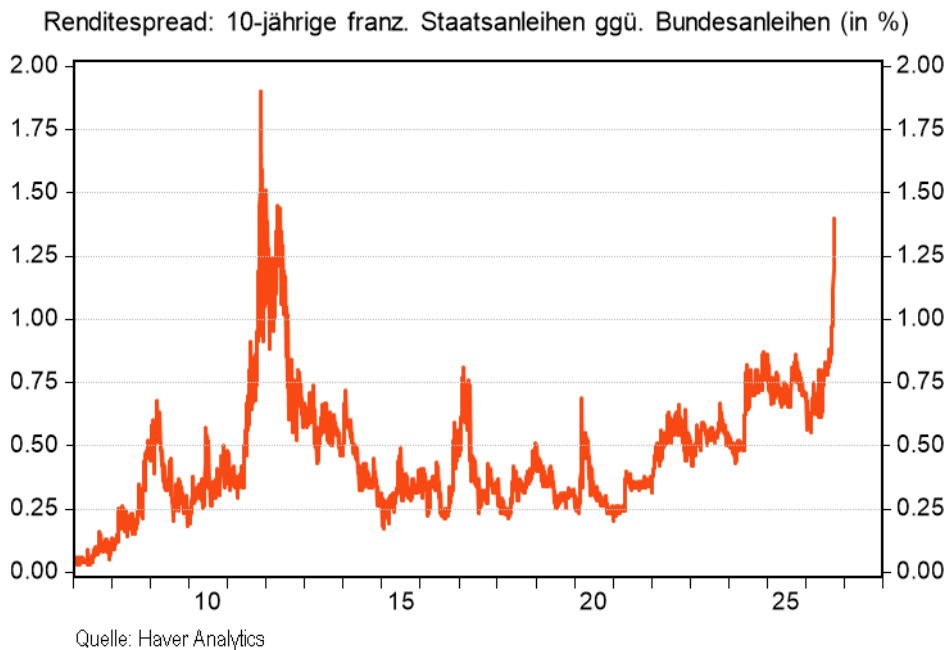
Während die Sorgen der Anleger hinsichtlich der französischen Staatsfinanzen am Devisenmarkt nur begrenzte Spuren hinterließen, fielen die Auswirkungen am Rentenmarkt deutlich stärker aus. Von 3,92% Ende Juli ging es für französische Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren steil nach oben und Ende vergangener Woche setzten dann sogar panikartige Verkäufe ein, sodass die Rendite bei beinahe 5% das höchste Niveau seit 2002 erreichte. Marktteilnehmer bewerten die von der französischen Regierung in den Haushaltsplanungen für 2027 vorgeschlagenen Konsolidierungsmaßnahmen offenbar als unzureichend und betrachten die Präsidentschaftswahl als Risiko für die fiskalische Ausrichtung Frankreichs.

Französische Renditen schnell in die Höhe...



Der Ausverkauf am französischen Rentenmarkt fiel auch deshalb so ausgeprägt aus, weil er in eine Phase weltweit steigender Renditen fiel. In den USA kletterte die Treasury-Rendite mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren von 4,73% auf aktuell 5,27%, die 10-Jahres-Bundrendite stieg von 3,21% auf 3,48%. Ein wichtiger Treiber dieser Entwicklung waren höhere Leitzinserwartungen sowohl in den USA als auch in Europa. Der anhaltende Konflikt im Nahen Osten und die in der Folge erhöhten Energiepreise haben Anleger nicht nur dazu veranlasst, ihre Inflationserwartungen in die Höhe zu schrauben. Vor allem gehen sie davon aus, dass die Notenbanken zur Inflationseindämmung einen deutlich restriktiveren geldpolitischen Kurs verfolgen werden. Noch vor zwei Monaten waren lediglich zwei Leitzinserhöhungen um 25 Basispunkten in den USA und der Eurozone an den Terminmärkten eingepreist. Inzwischen gehen Marktteilnehmer von drei Zinsschritten in der Eurozone und sogar drei bis vier Zinsschritten in den USA aus. Zu dieser Neubewertung haben nicht zuletzt die jüngsten Notenbanksitzungen beigetragen, deren Ergebnisse restriktiver ausfielen als zuvor erwartet.

...wobei auch andere Länder vom Renditeanstieg betroffen sind.



Der besondere Druck, unter dem der französische Rentenmarkt angesichts der fiskalischen und politischen Lage stand, zeigt die Entwicklung des Renditeabstands französischer zu deutschen Staatsanleihen. Nachdem sich dieser sogenannte Spread im August zunächst lediglich um sechs Basispunkte ausgeweitet hatte, gewann die Bewegung im September mit den zunehmenden Sorgen über die Tragfähigkeit der französischen Staatsfinanzen deutlich an Dynamik. Anfang Oktober überschritt der Spread (intraday) schließlich die Marke von 160 Basispunkten und erreichte damit den höchsten Stand seit der europäischen Staatsschuldenkrise der Jahre 2011 und 2012. Zuletzt hat sich der französische Spread zwar wieder etwas eingeeengt. Gleichwohl dürften die französischen Haushaltsverhandlungen und die Präsidentschaftswahl im Fokus der Marktteilnehmer bleiben. Enttäuschende Verhandlungsergebnisse könnten jederzeit eine erneute Ausweitung des Spreads auslösen, da Marktteilnehmer in einem solchen Umfeld rasch wieder beginnen könnten, gegen Frankreich zu wetten.

Französischer 10-Jahres-Spread steigt auf 160 Basispunkte.

Mit dem Transmission Protection Instrument (TPI) verfügt die EZB grundsätzlich über ein Instrument, um einer übermäßigen Spreadausweitung durch gezielte Wertpapierkäufe entgegenzuwirken. Bevor sie einen derart weitreichenden Schritt unternimmt, dürfte die EZB aber zunächst andere Maßnahmen beschließen. So dürfte sie verbal intervenieren, etwa indem sie signalisiert, dass sie die Entwicklung der französischen Risikoaufschläge aufmerksam beobachtet. Darüber hinaus könnte sie das Tempo ihres Bilanzabbaus vorübergehend drosseln und Tilgungsbeträge fällig werdender Anleihen verstärkt in französische Staatsanleihen reinvestieren. So ermöglicht das im Rahmen des Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) bestehende Maß an Flexibilität, zeitweise von der Verteilung nach dem Kapitalschlüssel der nationalen Zentralbanken abzuweichen. Allerdings würde jede Form der Unterstützung durch die EZB den Druck auf die französische Politik verringern, die notwendigen haushaltspolitischen Anpassungen vorzunehmen. Daher ist zu erwarten, dass die Notenbank eine weitere Ausweitung des Spreads zunächst tolerieren wird. Erst wenn die Marktbewegungen ungeordnete oder gar panikartige Züge annehmen oder die Gefahr einer Ansteckung anderer Mitgliedstaaten besteht, dürfte ein aktiveres Eingreifen der EZB in Betracht kommen.

Einsatz von TPI durch die EZB ist auf aktuellem Niveau unwahrscheinlich.

Die europäischen Staatsanleihemärkte standen in den vergangenen Wochen unter erheblichem Druck. Getrieben wurde der Renditeanstieg durch den anhaltenden Konflikt im Nahen Osten und die daraus resultierenden höheren Energiepreise, die die Inflationserwartungen und damit auch die Erwartungen an weitere Leitzinserhöhungen steigen ließen. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen kletterte vor diesem Hintergrund von 3,21% Ende Juli auf zwischenzeitlich über 3,60% und erreichte damit ein Mehrjahreshoch. Gleichzeitig sorgten zunehmende Zweifel an der Tragfähigkeit der französischen Staatsfinanzen für zusätzliche Belastungen. Die Rendite zehnjähriger französischer Staatsanleihen stieg zeitweise auf knapp 5%, während sich der Renditeaufschlag gegenüber Bundesanleihen auf den höchsten Stand seit der europäischen Staatsschuldenkrise ausweitete. Zwar hat sich der Spread zuletzt wieder etwas eingeeengt, die französischen Haushaltsverhandlungen und die bevorstehende Präsidentschaftswahl dürften jedoch weiterhin im Fokus der Anleger stehen.

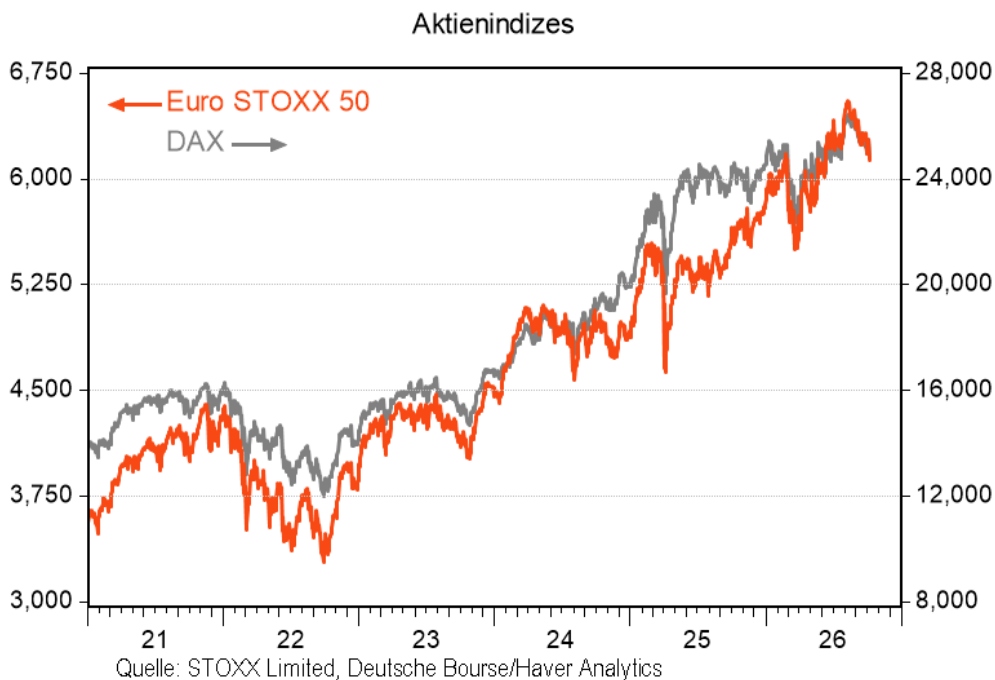
Aktienmarkt

Unter dem Einfluss einer überzeugenden Berichtssaison hatten sich die europäischen Aktienindizes in der ersten Augushälfte noch aufwärtsbewegt und teilweise sogar neue Höchststände erreicht. So markierte der Euro STOXX 50 beispielsweise einen Rekordstand bei 6.577 Punkten. Mit dem Ende der Berichtssaison rückten jedoch ab Mitte August andere Faktoren stärker in den Fokus der Anleger. Positive Impulse gingen von den Stimmungsindikatoren aus, die sich – wie oben beschrieben – sowohl für Deutschland als auch für den gesamten Währungsraum spürbar aufhellten. Die verbesserten Frühindikatoren sprechen gegen eine konjunkturelle Abschwächung und lassen vielmehr auf eine weiterhin robuste Nachfrage schließen, die die Geschäftsentwicklung der Unternehmen und deren Gewinnperspektiven stützen dürfte. Dem gegenüber standen allerdings die immer wieder aufflammenden Kämpfe im Nahen Osten sowie die andauernde Blockade der Straße von Hormus. Diese trieben die Energiepreise und die Inflation in die Höhe, befeuerten Leitzinserhöhungserwartungen und trugen zu einem kräftigen Anstieg der Renditen bei.

In den gängigen Modellen zur Aktienbewertung führen höhere Marktzinsen über einen höheren Diskontierungsfaktor zu niedrigeren Kurszielen, da sich der Gegenwartswert der zukünftigen Unternehmensgewinne verringert. Gleichzeitig erhöhen höhere Staatsanleiherenditen die Attraktivität festverzinslicher Anlagen im Vergleich zu Aktien und können dadurch Umschichtungen zugunsten des Rentenmarktes begünstigen. Mit dem kräftigen Anstieg der globalen Renditen waren die Aktienmärkte somit erheblichem Gegenwind ausgesetzt. Letztlich überwogen die Belastungen durch das gestiegene Zinsniveau die positiven Impulse der erfreulichen Konjunkturdaten, sodass sich die Kurstendenz bei den europäischen Aktienindizes ab Mitte August deutlich abwärtsgerichtet ausfiel. Per Saldo verlor der Euro STOXX seit Ende Juli 3,0% ab Wert, der DAX sank um 2,6%.

Aktienmärkte erreichten im August noch Höchststände...

...drehten dann aber angesichts gestiegener Renditen abwärts.



Die Bilanz der europäischen Aktienindizes seit Jahresbeginn fällt nach der etwas schwächeren Entwicklung der vergangenen Wochen nicht mehr ganz so überzeugen aus. Der DAX kommt lediglich noch auf ein Plus in Höhe von 1,9%, während der Euro STOXX 50 immerhin auf eine Performance von 5,4% zurückblicken kann. Für die verbleibenden knapp drei Monate des Jahres 2026 bleiben wir dennoch verhalten optimistisch. Die saisonal oft schwierige Phase des Börsenjahres ist inzwischen überwunden, und historisch betrachtet entwickeln sich die Aktienmärkte zum Jahresende häufig freundlich. Unterstützung erhalten die Aktienindizes auch durch die weiterhin robuste Konjunkturlage. Zusätzliche Impulse könnten von der in Kürze beginnenden Berichtssaison ausgehen. Sollten die Unternehmen erneut überzeugende Geschäftszahlen präsentieren, könnte dies den Aktienmärkten zusätzlichen Rückenwind verleihen. Dem stehen allerdings Belastungsfaktoren gegenüber. Insbesondere ein länger anhaltender Iran-Konflikt sowie dauerhaft erhöhte Anleiherenditen könnten das Aufwärtspotenzial der Aktienmärkte begrenzen.

*Berichtssaison
könnte neuen
Aufwärtsschub
liefern.*

Nach einer starken ersten Augushälfte, die von einer überzeugenden Berichtssaison getragen wurde, gerieten die europäischen Aktienmärkte ab Mitte August unter Druck. Zwar deuteten bessere Konjunkturindikatoren auf eine robuste wirtschaftliche Entwicklung und stabile Unternehmensgewinne hin. Dem standen jedoch steigende Energiepreise infolge des Nahostkonflikts, höhere Inflationserwartungen und ein kräftiger Anstieg der Anleiherenditen gegenüber, sodass der Euro STOXX seit Ende 3,0% verlor und der DAX um 2,6% nachgab. Für die kommenden Monate bleibt der Ausblick dennoch verhalten positiv. Unterstützend wirken die robuste Konjunktur, die bevorstehende Berichtssaison und die saisonal häufig freundliche Entwicklung zum Jahresende. Risiken bestehen hingegen weiterhin in einer Eskalation des Nahostkonflikts sowie in dauerhaft hohen Anleiherenditen.

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2022	2023	2024	2025	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	2,1	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	1,2	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	2025	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	1,155
- 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	2,25	2,57	2,02	2,37	2,85	3,05
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	3,5-3,75	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

	Q2 24	Q3 24	Q4 24	Q1 25	Q2 25	Q3 25	Q4 25	Q1 26	Q2 26	Q3 26	09.10.
CRB-Index**	290,5	284,9	296,7	309,3	295,5	300,6	298,8	372,4	353,6	410,3	414,3
Ölpreis (Brent)*	86,4	71,8	74,6	74,7	67,6	67,0	60,9	118,4	72,9	103,5	104,6

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.