

Nr. 4: EZB vollzieht Leitzinswende



09. August 2024

Konjunktur und Geldpolitik: Die Eurozone wuchs im zweiten Quartal mit einer unveränderten Dynamik von 0,3% gegenüber der Vorperiode. Zugpferde der europäischen Wirtschaft waren erneut die südeuropäischen Mitgliedsstaaten, während Deutschland den Bremsklotz darstellte. Stimmungsindikatoren deuten darauf hin, dass sich die erwartete Konjunkturbelebung sowohl in Deutschland als auch in der Eurozone zeitlich nach hinten verschiebt. Erst später in der zweiten Jahreshälfte dürften die Impulse durch den Konsum und die Unternehmensinvestitionen wieder zunehmen. Profitieren sollten die Investitionen von der Leitzinswende, die die Europäische Zentralbank (EZB) Anfang Juni eingeläutet hat und in den nächsten Monaten mit weiteren Zinsschritten voraussichtlich fortsetzen wird.

Euro: Am Devisenmarkt hat der Euro im Berichtszeitraum seine Seitwärtsbewegung fortgesetzt. Von wenigen Tagen abgesehen handelte die Gemeinschaftswährung zwischen 1,07 und 1,09 US-Dollar. Unter Druck geriet der US-Dollar vor allem Anfang August, als die Märkte die USA nach einem schwachen Arbeitsmarktbericht auf eine Rezession zusteuern sahen und umfassende US-Leitzinssenkungen einpreisten. Inzwischen hat sich die Lage wieder beruhigt und der Euro handelt nur noch knapp über 1,09 US-Dollar. Sollte das US-Rezessionsszenario wie zuletzt weiter ausgepreist werden, dürfte der Euro wieder in die etablierte Spanne einschwenken.

Rentenmarkt: Die monatelange Tendenz am europäischen Rentenmarkt hin zu niedrigeren Spreads wurde im Juni durch die Ankündigung von Neuwahlen in Frankreich beendet. Besonders ausgeprägt war die Spreadausweitung bei französischen Staatsanleihen, aber auch andere europäische Semikern- und Peripherie-Länder waren betroffen. Im Gegensatz zu Frankreich engten sich deren Spreads im Juli wieder ein, nachdem der Rassemblement National bei den Wahlen schwächer abgeschnitten hatte als erwartet. Begünstigt durch Safe-Haven-Zuflüsse zunächst durch die politische Unsicherheit in Frankreich und Anfang August durch die Marktturbulenzen, fiel die 10-Jahres-Bundrendite im Berichtszeitraum per Saldo von 2,66% auf 2,22%.

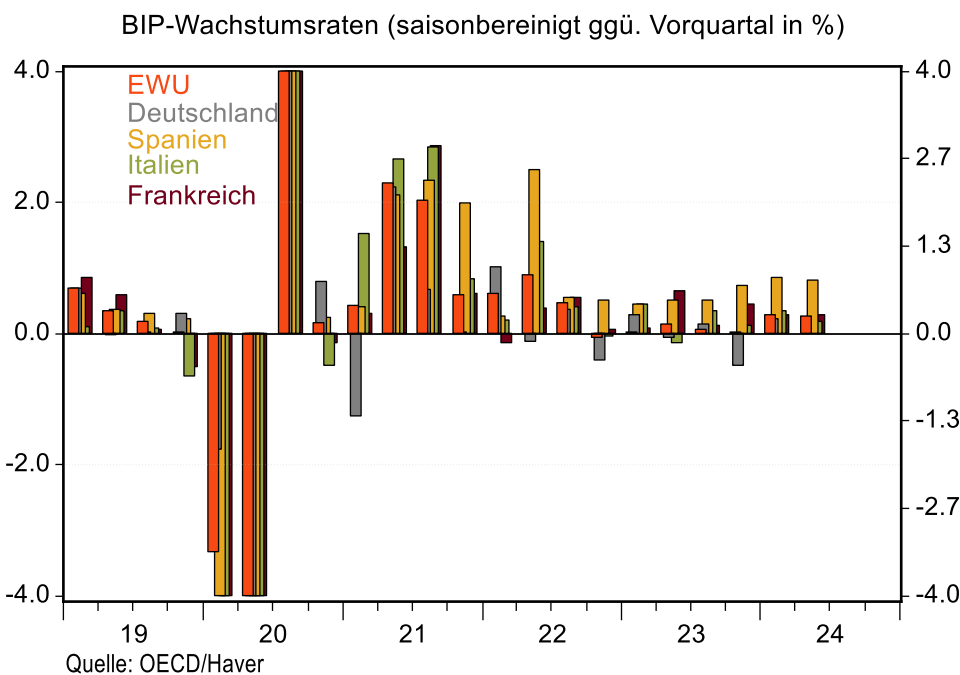
Aktienmarkt: Die Wahlen in Frankreich haben auch am europäischen Aktienmarkt Spuren hinterlassen, wobei die Kursverluste während der globalen Risk-Off-Bewegung Anfang August deutlich heftiger ausfielen. Inzwischen haben sich der DAX und der Euro STOXX 50 wieder etwas erholt, befinden sich aber immer noch 4,4% bzw. 6,3% niedriger als Anfang Juni.

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

Konjunktur und Geldpolitik

Im zweiten Quartal des Jahres wuchs die europäische Wirtschaft gemäß den vorläufigen Eurostat-Daten mit einer Rate von 0,3% gegenüber der Vorperiode. Entgegen den Analystenschätzungen, die bei 0,2% gelegen hatte, kann die Eurozone damit das bereits im Vorquartal erzielte Wachstumstempo aufrechterhalten. Unter den großen Mitgliedsländern präsentierte sich erneut Spanien in einer äußerst starken Verfassung und führte mit einem Wachstum in Höhe von 0,8% im Periodenvergleich die Rangliste an. Aber auch Italien (0,2%) und Frankreich (0,3%) blieben auf ihrem eingeschlagenen Erholungskurs. Deutschland bildete hingegen wieder einmal das Schlusslicht und musste sogar einen Rückgang der Wirtschaftsleistung um 0,1% melden.

EWU hält Wachstumstempo von 0,3%.



Im ersten Quartal hatte die deutsche Volkswirtschaft noch um 0,2% zugelegt und konnte sich einer Rezession entziehen, aber bereits damals hatten wir auf Schönheitsfehler bei der Wachstumsbelegung hingewiesen. So hatte die günstige Witterung im Bausektor für Impulse gesorgt, die nicht von der Saisonbereinigung erfasst worden waren und der Außenhandel hatte Auftrieb gegeben. Der Privatkonsum war hingegen deutlich gesunken. Mit Blick auf den weiteren Jahresverlauf waren wir aber dennoch vorsichtig optimistisch gewesen, dass Deutschland langsam die konjunkturelle Talsohle hinter sich würde lassen können, nachdem die Wirtschaft seit zwei Jahren praktisch stagniert. Die nun vorliegenden Daten haben dieser Hoffnung einen Dämpfer verpasst.

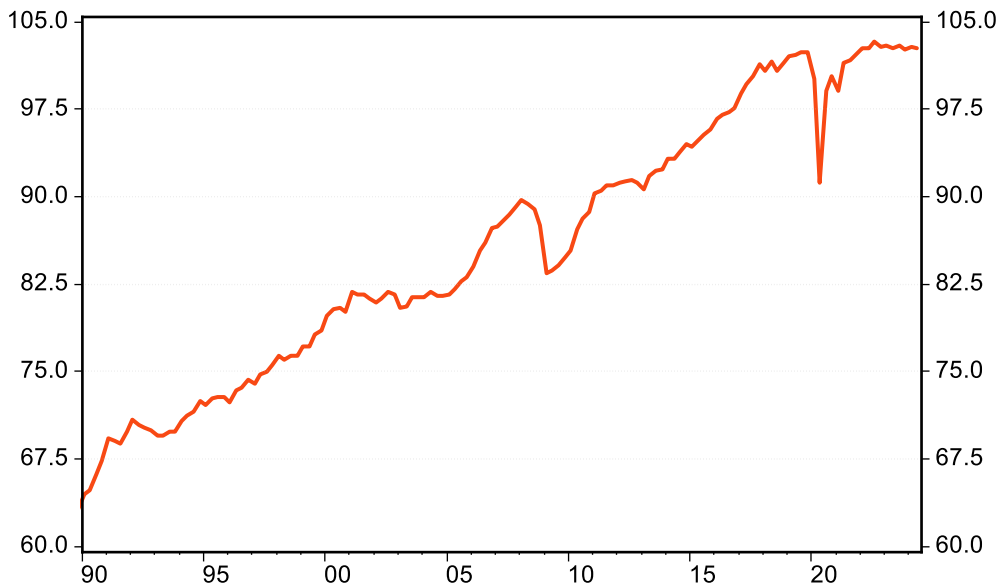
Deutschland erneut mit BIP-Rückgang.

Dabei stimmen nicht nur die deutschen BIP-Zahlen sorgenvoll. Auch die Stimmungsindikatoren deuten nicht auf eine nennenswerte Belegung hin. Der ifo-Geschäftsklimaindex bewegt sich seit drei Monaten abwärts und der Composite-Einkaufsmanagerindex von S&P Global ist im Juli wieder unter die Wachstumsschwelle gerutscht. Mit einem Indexstand von 43,2 Punkten ist die Stimmung im verarbeitenden Gewerbe weiterhin besonders schlecht, aber im Juli

Erhoffte Konjunkturbelegung verschiebt sich in Deutschland...

war es vor allem der Rückgang der Dienstleistungsstimmung von 53,1 auf 52,0 Punkte, der den Gesamtindex unter die Wachstumsschwelle drückte.

Deutschland: Reales BIP (saisonbereinigt, Q1 2020 = 100)



Quelle: Deutsche Bundesbank/Haver Analytics

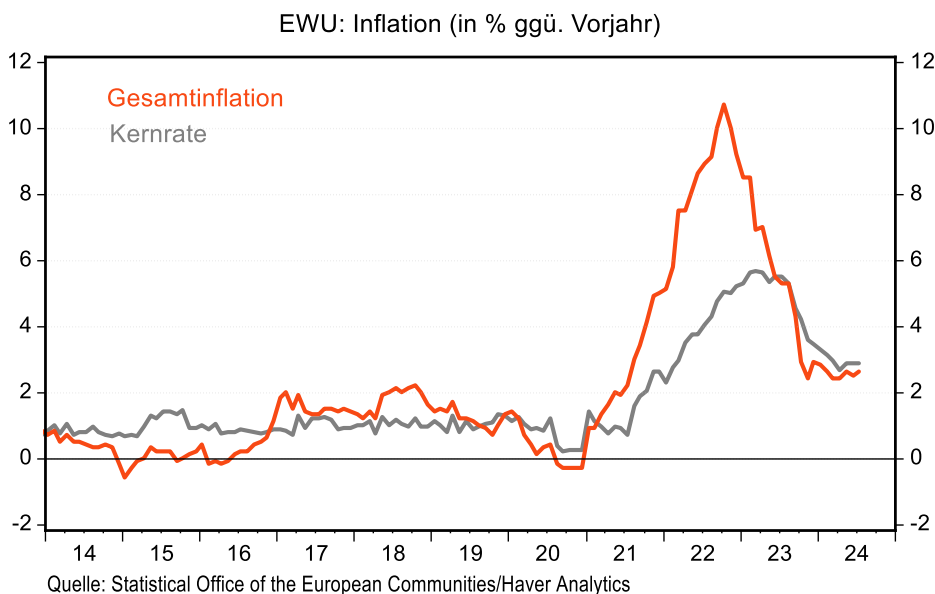
Für die Eurozone befindet sich der Composite-Einkaufsmanagerindex von S&P Global mit 50,9 Punkten zwar noch knapp über der Wachstumsschwelle, aber auch die europäische Stimmung hat sich zuletzt abgekühlt. Wie für Deutschland scheint sich die erhoffte Konjunkturbelebung für die Eurozone ebenfalls zeitlich nach hinten zu verschieben. Die positiven Faktoren, die eine allmähliche konjunkturelle Erholung in der zweiten Jahreshälfte unterstützen sollten, sind aber nach wie vor wirksam. Dazu zählen eine erwartete Konsumerholung dank eines stabilen Arbeitsmarkts sowie höherer Realeinkommen, die sich aus einer sinkenden Inflation bei gleichzeitig steigenden Nominallöhnen ergeben sollten. So lagen die Stundenlöhne in der Eurozone im ersten Quartal (aktuellere Daten liegen noch nicht vor) 4,6% höher als ein Jahr zuvor, während die Inflation im Juli bei 2,6% lag. Positiv für die Unternehmensinvestitionen ist die allmählich nachlassende Bremswirkung der Geldpolitik, wenn die EZB ihre Leitzinsen in den kommenden Monaten weiter absenken wird.

... und der Eurozone.

Anfang Juni hatte die Europäische Zentralbank (EZB) bereits die geldpolitische Wende eingeläutet und die Leitzinsen um 25 Basispunkte abgesenkt. Auf der anschließenden Juli-Sitzung wurde zwar keine weitere Leitzinssenkung beschlossen, aber bereits im September könnte es dann erneut soweit sein. Offiziell hat sich EZB-Präsidentin Christine Lagarde darauf nicht festgelegt und stattdessen den datenabhängigen Kurs der Notenbank bekräftigt. Aber ihre Hinweise auf Konjunkturgefahren und die geopolitischen Unsicherheiten konnten durchaus als argumentative Grundlage für einen erneuten Lockerungsschritt verstanden werden. Ohnehin ziehen nicht wenige Marktbeobachter die Datenabhängigkeit der EZB-Geldpolitik in Zweifel. Die EZB hatte den Juni-Zinsschritt mit dem in den Monaten zuvor erfolgten Inflationsrückgang sowie den Prognosen der EZB-Volkswirte für die zukünftige Entwicklung der Teuerungsrate in der EWU begründet. Die Prognosewerte für 2024 und 2025 lagen in den neuesten Prognosen allerdings höher als zuvor (für 2024 2,5% statt zuvor 2,3% und für 2025 2,2% statt 2,0%) und

EZB vollzieht Leitzinswende.

Lagarde musste zugeben, dass der binnenwirtschaftliche Preisdruck noch immer hoch sei. Vor dem Hintergrund dieser Argumentation war der Zinsschritt einigermaßen erstaunlich, lässt sich aber dadurch erklären, dass sich die Währungshüter bereits zuvor mehr oder weniger explizit darauf festgelegt hatten. Alles andere als eine Zinssenkung wäre für die Märkte sehr überraschend gekommen und hätte möglicherweise zu Verwerfungen geführt. Während sich Lagarde mit eindeutigen Aussagen zur nächsten Zinssitzung (im September) zurückhält, gilt eine weitere Leitzinssenkungen an den Finanzmärkten bereits als ausgemachte Sache. An den Terminmärkten ist ein Zinsschritt um 25 Basispunkte vollständig eingepreist und bis zum Jahresende sollen weitere Senkungen um insgesamt 50 Basispunkte folgen.



Die BIP-Daten zum zweiten Quartal demonstrierten die anhaltende Wirtschaftsschwäche Deutschlands. Nach einem leichten Wachstum um 0,2% im ersten Quartal wurde für das zweite Quartal ein Rückgang der Wirtschaftsleistung um 0,1% im Quartalsvergleich gemessen. Seit nunmehr zwei Jahren kommt die deutsche Wirtschaft nicht vom Fleck, während andere große Volkswirtschaften wie Spanien nach der Corona-Krise längst wieder kräftig wachsen. Die gesamte Eurozone hat im zweiten Quartal immerhin um 0,3% zugelegt, wobei Stimmungsindikatoren darauf hindeuten, dass sich die erwartete stärkere Konjunkturerholung zeitlich nach hinten verschiebt. Im weiteren Jahresverlauf dürften insbesondere vom Konsum und den Unternehmensinvestitionen wieder stärkere Impulse ausgehen. Die Investitionen sollten davon profitieren, dass die EZB im Juni damit begonnen hat, die Leitzinsen zu senken, und dass sie die geldpolitische Lockerung in den kommenden Monaten voraussichtlich fortsetzen wird.

Euro

Der Euro hat in den Tagen nach der EZB-Sitzung im Juni spürbar an Wert gegenüber dem US-Dollar verloren. Dabei spielte es eine eher untergeordnete Rolle, dass die EZB der Fed im Rennen um die erste Leitzinssenkung in diesem

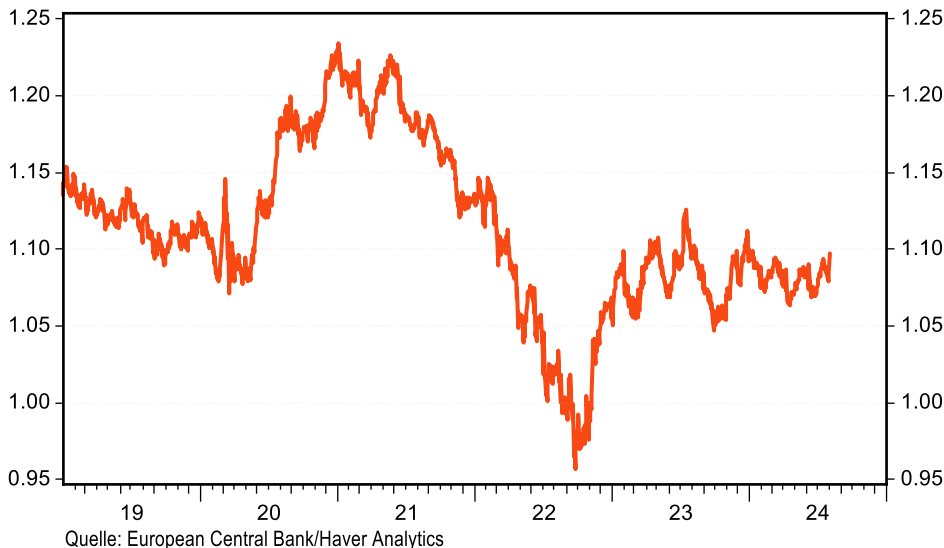
Zyklus den Rang abgelaufen hat. Der Zinsschritt war allgemein erwartet worden und rief am Devisenmarkt keine größere Reaktion hervor. Einen deutlich gewichtigeren Einfluss hatte ein überraschend starker US-Arbeitsmarktbericht für Juni am Tag nach der EZB-Sitzung und die Veröffentlichung von Inflationsdaten, die nur noch einen schwachen Inflationsdruck zeigten. Beides dämpfte damals die Hoffnungen auf baldige Leitzinssenkungen der US-Notenbank und gab dem US-Dollar einen Schub. Dazu kamen die Auswirkungen der Wahlen zum Europäischen Parlament und dabei insbesondere die überraschende Entscheidung des französischen Präsidenten Emmanuel Macron, Neuwahlen für das französische Parlament ab Ende Juni anzusetzen.

Der Euro gibt im Juni zunächst nach, belastet durch positive US-Konjunkturdaten...

Kapitalmarktteilnehmer befürchteten, dass der rechtsnationale Rassemblement National (RN) bei den Neuwahlen eine Stimmenmehrheit gewinnen könnte. Denn politisch steht der RN der Europäischen Union sehr kritisch gegenüber und es bestand die Möglichkeit, dass er nach einem Wahlsieg Integrations Schritte auf europäischer Ebene (beispielsweise bei der Kapitalmarktunion) behindern könnte und möglicherweise sogar versuchten könnte, die europäische Integration zurückzudrehen. Dazu kommt, dass das Parteiprogramm des RN teils sehr kostspielige Forderungen enthält. Es wäre also zu befürchten, dass sich die ohnehin kritische Finanz- und Schuldenlage Frankreichs weiter verschärfen würde und in einem Extremszenario sogar eine Neuauflage einer europäischen Staatsschuldenkrise auslösen könnte. Vor diesem Hintergrund bewegte sich der Euro im weiteren Monatsverlauf (Juni) auf einem gedämpften Niveau bei rund 1,07 US-Dollar.

.... und die Unsicherheit rund um die Neuwahlen in Frankreich.

Euro/US-Dollar Wechselkurs



Erst ab Anfang Juli, mit der Erleichterung, dass der RN bei der ersten Runde der französischen Parlamentswahlen unerwartet schwach abgeschnitten hatte, konnte der Euro wieder zulegen und markierte zwischenzeitlich bei knapp 1,095 US-Dollar den höchsten Stand seit Mitte März. Nach einer kurzen Schwächephase Ende Juli durchbrach der Euro Anfang August sogar die Marke von 1,10 US-Dollar, als Anleger geradezu panisch auf die Veröffentlichung des US-Arbeitsmarktberichts für Juli reagierten. Trotz wahrscheinlicher Verzerrungen durch einen Hurrikan befeuerten die Arbeitsmarktdaten die Sorgen vor einer US-Rezession und Anleger sahen sie bestärkt, dass sich die Fed „behind the curve“ befinden könnte, die Notenbank also

Euro durchbricht im Zuge der Marktturbulenzen Anfang August die Marke von 1,10 US-Dollar.

zu lange an ihrer restriktiven Haltung festgehalten habe. Gemäß der Markteinschätzung würde die Fed nun mit umfassenden Leitzinssenkungen reagieren müssen. Innerhalb kürzester Zeit erhöhte sich der Umfang der bis zum Jahresende eingepreisten Leitzinssenkungen auf insgesamt 125 Basispunkte. Dies würde bedeuten, dass die Fed im September und November je einen Zinsschritt um 50 Basispunkte beschließen müsste, gefolgt von einer kleineren im Dezember. Sogar eine Notfall-Zinssenkung vor der nächsten Sitzung des Offenmarktausschusses im September wurde diskutiert. Auch für die Eurozone hat sich der Umfang der erwarteten Leitzinssenkungen erhöht, aber nicht in diesem Maße, sodass der US-Dollar angesichts der schrumpfenden Zinsdifferenz unter Druck geriet.

Die Marktreaktion auf den Arbeitsmarktbericht erscheint jedoch übertrieben. Erst Ende Juli hatte Powell im Anschluss an die Sitzung des Offenmarktausschusses klargestellt, dass die Währungshüter über einen großen Zinsschritt nicht nachdenken würden und er hatte selbst einen kleinen Zinsschritt weder bestätigt noch dementiert. Zudem geht ein schwächerer Arbeitsmarkt prinzipiell mit den Zielen der Fed einher, die Inflation einzudämmen. Die Arbeitsmarktdaten haben sich zwar deutlich abgeschwächt, befinden sich aber weiter nicht auf einem besorgniserregenden Niveau. In der Vergangenheit hat die Fed die Leitzinsen nur dann in dem oben genannten Umfang abgesenkt, wenn die USA wirklich in eine Krise geraten waren. Notfallzinssenkungen und Zinsschritte um 50 Basispunkten erscheinen aus unserer Sicht nur dann notwendig, wenn es nicht bei diesem einen schlechten (und durch Wetterkapriolen verzerrten) Arbeitsmarktbericht bleiben sollte und die Daten auch in den nächsten Wochen massiv nach unten enttäuschen würden. Sollte dies nicht der Fall sein, könnte sich der US-Dollar wieder etwas erholen.

Die Marktreaktion erscheint übertrieben.

Im Zeitraum seit Anfang Juni hat sich der Euro gegenüber dem US-Dollar größtenteils in einer recht engen Spanne zwischen 1,07 und 1,09 US-Dollar bewegt. Abgesehen von einem kurzen Ausflug über 1,09 US-Dollar Mitte Juli wurde die Spanne nur Anfang August durchbrochen, als die Märkte Panik erfasste und sie die USA nach einem enttäuschenden Arbeitsmarktbericht plötzlich nahe eines wirtschaftlichen Abgrunds sahen. Diese Einschätzung erscheint jedoch übertrieben, sodass der US-Dollar bald wieder etwas Boden gut machen dürfte.

Rentenmarkt

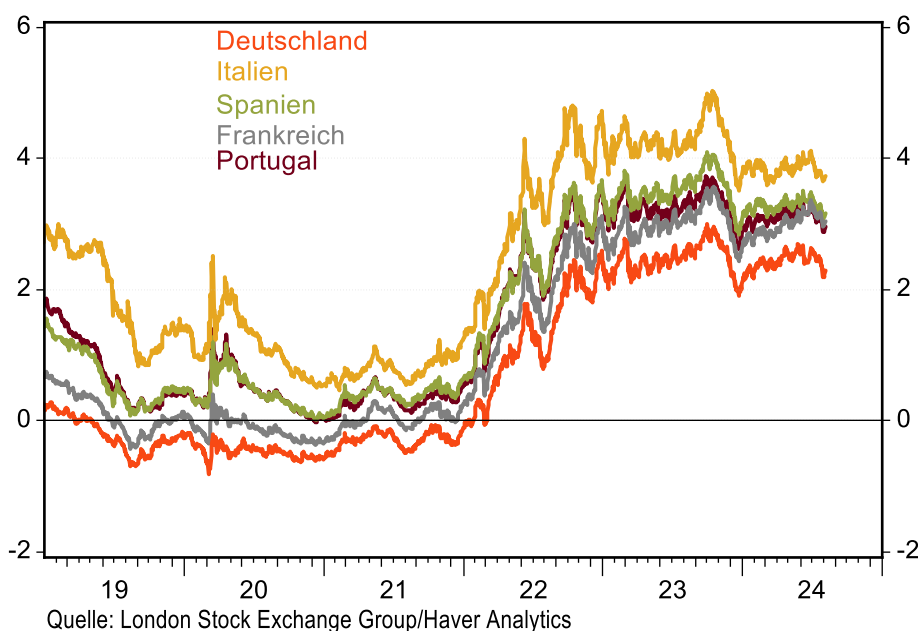
Monatelang war der europäische Rentenmarkt geprägt von sinkenden Risikoaufschlägen, da sich Marktteilnehmer vor allem auf die Inflation sowie die Geldpolitik konzentrierten und länderspezifische Risiken wie hohe Budgetdefizite größtenteils ausblendeten. Der Renditespread von 10-jährigen französischen Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen mit derselben Laufzeit engte sich in diesem Zuge bis Ende Mai auf unter 50 Basispunkte ein, der italienische Spread auf rund 130 Basispunkte. Noch im Herbst des vergangenen Jahres hatten die Werte bei 65 bzw. 200 Basispunkten gelegen. Mit den schwachen Zustimmungswerten für die französische Regierung bei den Wahlen zum europäischen Parlament und der daraus folgenden Auflösung der Nationalversammlung durch Emmanuel Macron rückten die Spreadrisiken wieder stärker in den Vordergrund und dabei vor allem die Finanzlage des französischen Staates.

Spreadrisiken rücken wieder stärker in den Marktfokus.

Das diesjährige Budgetdefizit der französischen Regierung wird sich Schätzungen zufolge im Bereich von 5% des BIP bewegen und in den nächsten Jahren vermutlich nur langsam auf zunächst 4,4% und dann 3,9% im Jahr 2026 sinken. Die EU-Zielmarke von 3% liegt damit in weiter Ferne, sodass Brüssel jüngst ein Defizitverfahren gegen Frankreich eingeleitet hat. Auch ohne eine Regierungsbeteiligung des RN kann die finanzielle Lage der französischen Regierung also als prekär bezeichnet werden. Doch der RN fordert in seinem Parteiprogramm zahlreiche Maßnahmen, die die Staatsfinanzen zusätzlich belasten würden. So sieht das Programm des RN beispielsweise milliardenschwere Steuersenkungen und eine (Wieder-)Absenkung des Renteneintrittsalters auf 60 Jahre vor. Allein diese beiden Maßnahmen würden den französischen Staat sehr viel Geld kosten und die Staatsverschuldung noch dynamischer in die Höhe treiben.

*Prekäre
Finanzlage der
französischen
Regierung.*

Rendite 10-jährige Staatsanleihen



Diese Aussichten setzten die Kurse französischer Staatsanleihen im Juni unter Druck und der Zinsaufschlag, den Frankreich im zehnjährigen Laufzeitenbereich gegenüber Deutschland zahlen muss, stieg innerhalb weniger Tage sprunghaft auf rund 80 Basispunkte an und erreichte damit das höchste Niveau seit der Euro-Krise 2012. Die Spreadausweitung beschränkte sich aber nicht auf Frankreich. In Zuge der politischen Unruhe in Frankreich stiegen auch die Spreads anderer Semikern-Länder wie Belgien (von 55 auf 70 Basispunkte) oder auch Österreich (von 49 auf 61 Basispunkte) und die europäischen Peripherie-Länder waren ebenfalls betroffen. Der Spread 10-jähriger italienischer Staatsanleihen stieg auf beinahe 160 Basispunkte und der spanische Spread erhöhte sich von 73 auf 93 Basispunkte. Eine Ausnahme bildeten lediglich einige baltische Staaten, für die seit dem Ukraine-Krieg ein ungünstiger geopolitischer Faktor eingepreist ist und wo die Spreadeinengungen in den letzten Monaten deutlich weniger stark ausgefallen waren.

*Spreads nach
Neuwahlen-
Ankündigung in
Frankreich
deutlich
gestiegen.*

Die Spread-Ausweitung war auch deswegen so ausgeprägt, weil zeitgleich mit dem Renditeanstieg von Semi-Kern und Peripherieanleihen die Renditen von Bundesanleihen in Folge von Safe-Haver-Zuflüssen sanken. So gab die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen nach der Ankündigung von Neuwahlen in Frankreich

*Bund-Rendite
sinkt dank Safe-
Haver-Zuflüssen.*

von 2,68% auf 2,40% nach und bewegte sich bis nach dem ersten Wahlgang Ende Juni so gut wie nicht mehr.

Nach der zweiten Wahlrunde in Frankreich, die nicht die befürchtete Mehrheit des RN brachte, hat sich der Spread-Markt im Juli aber wieder entspannt. Die Spreads engten sich größtenteils wieder auf das vor der Ankündigung der französischen Neuwahlen bestehende Niveau ein. Eine Ausnahme bildete jedoch Frankreich, wo die Spreads auch Ende Juli noch mit einem Risikoaufschlag versehen waren. Auch wenn es bei den französischen Wahlen nicht zum Worst Case einer absoluten RN-Mehrheit im Parlament gekommen ist, haben die Ereignisse die politischen Schwachstellen und die prekären Staatsfinanzen in den Anlegerfokus gerückt. Zudem ist noch unklar wie die zukünftig Regierung aussehen wird. Neben dem RN steht auch das Linksbündnis, das die meisten Wählerstimmen bekam, für eine ausgabenfreudige Politik.

Einengung der Spreads nach Frankreich-Wahlen.

Auf dem Markt für Bundesanleihen haben zunehmende Leitzinssenkungserwartungen dazu beigetragen, dass die Rendite im 10-Jahres-Bereich bis Ende Juli auf 2,30% sank und im Zuge der Turbulenzen Anfang August bis auf 2,08% abrutschte. Auslöser für die Verwerfungen Anfang August war ein schwacher Arbeitsmarktbericht, der die Angst vor einer US-Rezession befeuerte, aber auch die Kurseinbrüche bei wichtigen US-Tech-Aktien sowie die angespannte Lage im Nahen Osten sorgte für Verunsicherung. Erneut waren sichere Häfen gefragt, die Anleger in Bundesanleihen fanden, während Anleihen mit schlechten Bonitäten gemieden wurden. Inzwischen haben sich die Märkte wieder beruhigt, aber 10-jährige Bundesanleihen befinden sich mit 2,28% deutlich unter dem Niveau von Anfang Juni, als der letzte EWU-Kapitalmarktbericht veröffentlicht wurde.

Bundrendite sinkt seit Ende Mai von 2,66% auf 2,22%.

Der Berichtszeitraum war geprägt von politischer Unsicherheit sowie der Sorge um die Konjunktur, die Leitzinssenkungsspekulationen antrieb. Dies führte zu zwischenzeitlich stark steigenden Spreads und niedrigeren Renditen deutscher Staatsanleihen. Die Spuren der jüngsten Marktturbulenzen sind noch nicht vollständig beseitigt und die an den Terminmärkten eingepreisten Leitzinssenkungen im Umfang von 70 Basispunkten für die Eurozone und über 100 Basispunkten für USA erscheinen etwas zu aggressiv. Aber mit 2,28% liegt die 10-jährige Bundrendite nun nur noch leicht über dem von uns prognostizierten Jahresendstand von 2,25%, sodass wir per Saldo keine allzu starke Bewegung in den verbleibenden Monaten des Jahres 2024 erwarten.

Aktienmarkt

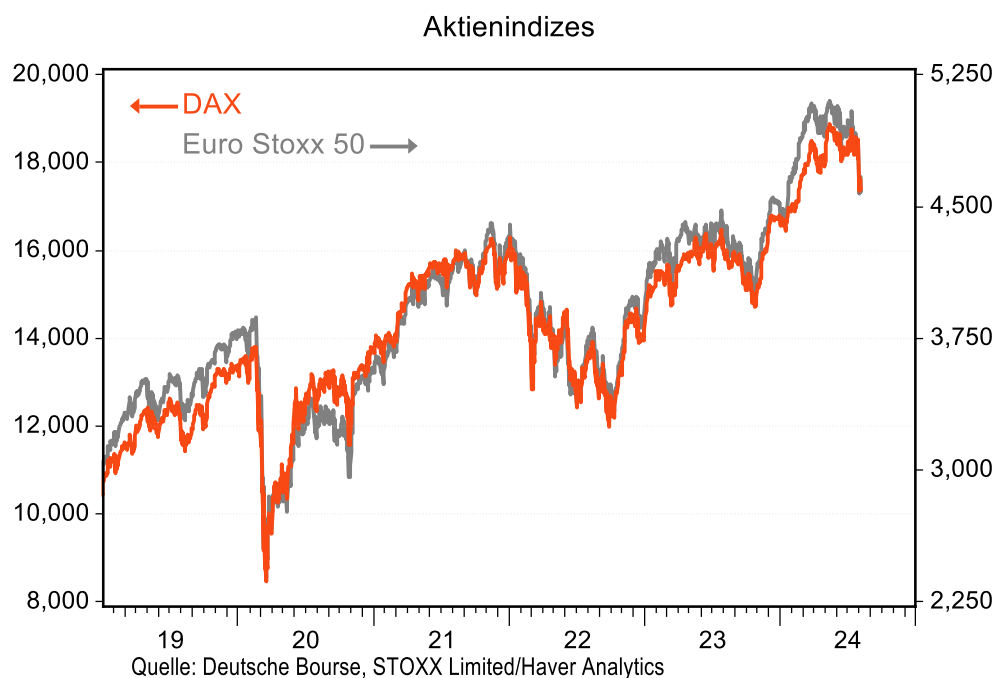
Die Phase politischer Unsicherheit in Frankreich blieb auch für die europäischen Aktienmärkte nicht folgenlos. So kam der französische Leitindex CAC 40 in den ersten Tagen nach Ankündigung der Neuwahlen auf eine um rund 7% negativere Kursentwicklung als beispielsweise der DAX. Besonders betroffen waren die französischen Finanzwerte aus dem Banken- und Versicherungssektor. Deren Aktiennotierungen gerieten durch die Kursverluste von französischen Staatsanleihen unter Druck, die sie massenhaft in ihren Büchern halten. Da französische Titel zudem mit rund 40% das höchste Gewicht im europäischen Leitindex Euro STOXX 50 einnehmen, wies auch der gesamteuropäische

Politische Unruhe in Frankreich...

Aktienmarkt im Juni eine deutlich schlechtere Kursentwicklung auf als z.B. die US-Märkte.

Nach den Turbulenzen zur Monatsmitte blieben im weiteren Verlauf des Juni stärkere Impulse aus, sodass die europäischen Aktienmärkte den Monat mit Verlusten beendeten. Im Juli setzte sich diese Seitwärtsbewegung fort. Im Ergebnis lag der DAX Ende Juli per Saldo nur 0,06% höher als Anfang Juni. Der Euro STOXX 50 wurde dagegen durch die im Index enthaltenen französische Aktien belastet und lag 2,0% im Minus, während der CAC 40 5,8% tiefer lag.

... belastet europäischen Aktienmarkt.



Im internationalen Vergleich hielten sich die europäischen Indizes dabei – insbesondere in der letzten Juli-Woche – recht stabil. In den USA verzeichneten der S&P 500 und der NASDAQ 100 ihre höchsten Tagesverluste seit zwei Jahren und der Nikkei 225 rutschte innerhalb eines Tages sogar um 6% ab. An der Wall Street drückten vor allem die Unternehmensberichte einiger Tech-Schergewichte auf die Stimmung, die die ambitionierten Analystenerwartungen nicht erfüllen konnten. Dies verstärkte die Zweifel, ob die hohen Ausgaben dieser Unternehmen im Feld der Künstlichen Intelligenz in den letzten Quartalen angemessen waren und ob die hohen Bewertung der großen Tech-Titel gerechtfertigt seien.

Europäische Märkte im internationalen Vergleich Ende Juli recht stabil...

Diese Sorgen waren in Europa weniger stark ausgeprägt. Der DAX ist aktuell mit einem Kurs-Gewinn-Verhältnis von 12,9 im langjährigen Vergleich durchschnittlich bewertet, der Euro STOXX 50 mit 13,2 ebenso. Beide Indizes liegen damit auch deutlich unter den Werten für die US-amerikanischen Indizes, die momentan mit 23,3 für den S&P 500 und sogar 33,4 für den NASDAQ Composite-Index angegeben werden. Dazu kommt, dass in Europa weniger Tech-Unternehmen gelistet sind. In den vergangenen Monaten war es in den USA vor allem die Euphorie rund um das Thema Künstliche Intelligenz gewesen, die zu dem rasanten Anstieg der Aktienindizes beigetragen hatte. Angesichts einer sehr starken Konzentration der Indizes auf der Performance einiger weniger, hoch-gewichteter

...vermutlich auch dank niedrigerer Bewertung und niedriger Tech-Gewichtung.

Tech-Giganten, hatten Marktbeobachter schon längere Zeit vor der Anfälligkeit der US-Märkte bei einem Stimmungsumschwung gewarnt.

Anfang August konnte aber auch die fundamental etwas günstigere Situation der europäischen Indizes diese nicht davor schützen, im Sog der US-Märkte zu korrigieren. Zu der Skepsis über die hohen Bewertungen und den vorerst ausbleibenden Ertrag der massiven KI-Investitionen der vergangenen Quartale kamen die bereits in den vorangegangenen Kapiteln angesprochene geopolitische Eskalation im Nahen Osten sowie plötzliche Rezessionssorgen nach dem schwachen Arbeitsmarktbericht.

Die Berichtssaison, die normalerweise eher eine positive Wirkung auf die Aktienkurse hat, da Unternehmen die Analysten und Marktteilnehmer eher auf Zahlen einstellen, die sie dann übertreffen können, konnte den jüngsten Abverkauf nicht aufhalten. Dabei fielen die Zahlen auch dieses Mal überwiegend besser aus als erwartet. Beim Euro STOXX 50 lagen die Unternehmensgewinne 7,1% über den Analystenerwartungen, beim STOXX 600 4,6% über den Erwartungen, beim S&P 500 3,9% darüber und beim DAX entsprachen die Gewinne immerhin den Prognosen. Möglicherweise auch aufgrund der überwiegend erfreulichen Zahlen, die die Ängste eines plötzlichen Konjunkturerinbruchs etwas zerstreuen konnten, währte der Abverkauf Anfang August nur kurz. Nach Verlusten in Höhe von rund 4% bei den europäischen Indizes und 5% bis 6% bei den US-Indizes zu Wochenbeginn liegen die Verluste inzwischen nur noch knapp über 2% gegenüber dem Monatswechsel. Per Saldo liegt der DAX nun 4,4% und der Euro STOXX 50 6,3% unterhalb des Niveaus von Ende Mai.

Im letzten Kapitalmarktbericht zur Eurozone hatten wir bereits vor den bevorstehenden Sommermonaten gewarnt, die häufig Kursverluste mit sich bringen. Diese blieben auch in diesem Jahr nicht aus. Die fundamentale Perspektive ist aber nach wie vor intakt. Zwar verzögert sich die konjunkturelle Erholung (siehe oben) und bis September spricht die Saisonalität gegen Aktienkäufe. Aber die Berichtssaison zeigt, dass die Unternehmen weiterhin ein robustes Gewinnwachstum verzeichnen. In Verbindung mit einem soliden Konjunkturmilieu und sinkenden Leitzinsen bildet dies die Grundlage für weitere, begrenzte Kursgewinne bis zum Jahresende.

*Breitangelegter
Kursrückgang
Anfang August...*

*...trotz solider
Unternehmens-
berichte.*

Prognoseübersicht

G3 (+UK) Konjunkturindikatoren und Wechselkurse

	Reales BIP Wachstum (%)					Inflation (CPI) ¹					Arbeitslosenquote (%) ¹				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	-6,5	5,3	3,5	0,5	0,4	0,3	2,6	8,4	5,5	2,7	8,0	7,7	6,7	6,5	6,7
- DE	-4,1	2,6	1,9	-0,1	0,0	0,5	3,1	6,9	6,0	2,8	5,9	5,7	5,3	5,7	6,1
UK	-9,7	7,4	4,1	0,1	0,2	0,9	2,6	9,0	7,4	3,0	4,5	4,6	3,7	4,0	4,3
USA	-3,4	5,7	2,1	2,5	2,2	1,2	4,7	8,0	4,1	3,3	8,1	5,4	3,6	3,6	4,1
Japan	-4,7	1,7	1,0	1,9	1,0	0,0	-0,2	2,5	3,3	2,5	2,8	2,8	2,6	2,6	2,6

	Leistungsbilanz (% des BIP)					Budgetsaldo (% des BIP)					Wechselkurs (US\$) ²				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	1,8	2,8	-0,7	1,9	1,4	-7,1	-5,3	-3,6	-3,5	-2,7	1,22	1,14	1,07	1,10	1,13
- DE	7,1	7,7	4,2	6,8	6,6	-4,3	-3,6	-2,5	-2,9	-1,7	-	-	-	-	-
UK	-3,2	-1,5	-3,8	-2,2	-3,7	-13,0	-8,3	-5,5	-4,5	-3,9	1,37	1,35	1,21	1,27	1,26
USA	-2,8	-3,6	-3,8	-3,0	-2,8	-14,0	-11,6	-3,7	-8,2	-7,4	-	-	-	-	-
Japan	3,0	3,9	2,1	3,4	3,7	-9,1	-6,2	-6,9	-5,6	-3,7	103	115	131	141	135

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)				
	2020	2021	2022	2023	2024e	2020	2021	2022	2023	2024e
EWU	0,0	0,0	2,5	4,5	4,0	-0,26	-0,18	3,2	2,02	2,25
UK	0,1	0,25	3,5	5,25	4,5	0,20	0,97	3,67	3,54	3,2
USA	0,0-0,25	0,0-0,25	4,25-4,5	5,25-5,5	4,75-5,0	0,91	1,51	3,87	3,88	3,9
Japan	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,04	0,07	0,422	0,61	0,95

Angaben jeweils zum Jahresende

¹ EWU: Hauptrefinanzierungssatz; 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

	Q1 22	Q2 22	Q3 22	Q4 22	Q1 23	Q2 23	Q3 23	Q4 23	Q1 24	Q2 24	09.08.
CRB-Index**	295,2	291,1	268,3	277,7	267,7	262,0	284,5	263,8	290,3	278,1	274,0
Ölpreis (Brent)*	107,9	114,8	88,0	85,9	79,8	74,9	95,3	77,0	87,5	80,7	79,2

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.