

Financial Market Monitor

Basis für das Management der Eigenanlagen der BANTLEON AG und der »BANTLEON Fonds«

Dr. Harald Preißler | Kapitalmarktstrategie

24. Juni 2024

Die Fussball-EM sorgt für angenehme Abwechslung und bestimmt die Schlagzeilen; ...

... Deutschland träumt vom Sommermärchen 2.0.

Das Jahr 2006 markierte nicht nur im deutschen Fussball eine Wende zum Besseren, die bis 2018 anhielt, ...

... auch die Wirtschaft wechselte für viele Jahre auf die Überholspur.

Seit 2018 ist allerdings auch dort der Wurm drin.

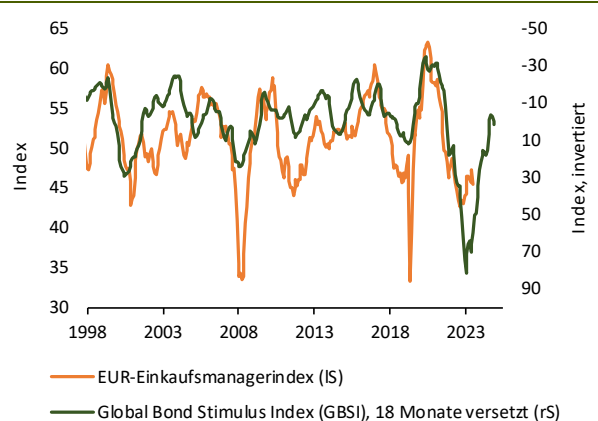
In einer insgesamt eher ereignisarmen Handelswoche bestimmte die Fussball-Europameisterschaft die Schlagzeilen. Die deutsche Equipe meldete sich mit zwei Siegen und einem Unentschieden als Gruppenerster auf internationaler Bühne zurück – das demütigende Ausscheiden in den Vorrunden der beiden letzten Weltmeisterschaften gerät beinahe in Vergessenheit. Der Traum vom Sommermärchen 2.0 lebt also fort – 2006 endete dieses Märchen bekanntermassen mit dem 3. Platz.

Das Jahr 2006 markierte nicht nur einen sportlichen Höhepunkt, sondern auch den Beginn einer lang anhaltenden Phase der wirtschaftlichen Prosperität. Die unter Kanzler *Gerhard Schröder* durchgedrückten »Hartz-Reformen« begannen Wirkung zu entfalten, die Beschäftigung kam in Schwung und die deutsche Wirtschaft mutierte über Jahre hinweg zum Wachstumsmotor der Eurozone. Diese Ära endete abrupt im Jahr 2018, mit dem auf EU-Ebene beschlossenen Einstieg in den Ausstieg aus der Verbrenner-Technologie und dem gleichzeitig von *Donald Trump* angezettelten globalen Handelskrieg. Seitdem befindet sich die Industrieproduktion in einem übergeordneten Abwärtstrend. Das reale Produktionsvolumen liegt aktuell rund 14% unter dem Spitzenwert aus dem Jahr 2018 und entspricht damit nur noch dem Niveau des Jahres 2006 – zurück auf Los!

Abbildung 1: Deutschland bis 2018 auf der Überholspur, seither im Kriechgang



Abbildung 2: Der übergeordnete konjunkturelle Trend in der Eurozone bleibt aufwärts gerichtet



Die Strukturkrise in der Industrie wird indes immer wieder von zyklischen Aufwärtstrends unterbrochen.

Die jüngsten EMI-Umfragen zeigen, ...

Aber auch noch so schwere Strukturkrisen verlaufen nicht stetig, sondern werden von zyklischen Aufwärtstrends unterbrochen. So auch derzeit. Der Einkaufsmanagerindex der deutschen Industrie hatte im Sommer 2023 einen Tiefpunkt markiert und seither einen flachen Aufwärtstrend ausgebildet, ähnlich wie andere Konjunkturbarometer (z.B. ifo-Geschäftsklima). Wie wenig ambitioniert und zäh diese Erholung ist, zeigen die jüngsten Ergebnisse der Einkaufsmanagerumfragen. Im Juni erlitt der Industrie-Index (43,4 nach 45,4) einen schweren Dämpfer. Nur dank des ebenfalls schwächeren,

... dass der Trend aufwärts gerichtet, aber fragil bleiben dürfte.

Ähnlich stellt sich die Lage auf EUR-Ebene dar.

Unsere Frühindikatoren zeichnen für die kommenden Monate eine anhaltende Belebung der Industrie vor.

Angesichts der Anfälligkeit des Konjunkturklimas und der voranschreitenden Disinflation dürfte die EZB die Zinsen weiter senken.

Wir bleiben zuversichtlicher als der Konsensus und gehen daher von sinkenden Anleihenrenditen aus.

Während die EZB mit dem zweiten Schritt noch abwartet, ist die SNB bereits zur Tat geschritten.

Angesichts des günstigen Inflationklimas in der Eidgenossenschaft könnte sich im Herbst ein dritter Schritt anschliessen.

Der Schweizer Franken dürfte innerhalb der jüngsten Spanne verharren, ...

... der japanischen Yen droht indes auf neue Tiefststände auszubrechen.

aber immer noch ordentlichen Ergebnisses bei den Dienstleistern (53,5 nach 54,2) verharrte der eng mit dem BIP-Wachstum korrelierte Composite-EMI (50,6 nach 52,4) knapp im expansiven Terrain. Die deutsche Wirtschaft dürfte mithin auch in Q2/2024 leicht gewachsen sein, der Aufschwung bleibt aber blutarm und anfällig für Rückschläge.

Auf Ebene der Eurozone waren die Umfrageergebnisse ähnlich ernüchternd, wenngleich die Indexstände (und damit das Wachstumstempo) wegen der robusten Konjunktorentwicklung in den Peripherie-Staaten höher liegen als in Deutschland (vgl. Abbildung 1; für die Details siehe unseren *Ad-hoc-Kommentar* vom 21. Juni 2024).

Nach Massgabe unserer Frühindikatoren wird sich die übergeordnete Aufwärtsbewegung der Einkaufsmanager- und Geschäftsklimaumfragen in den nächsten Monaten fortsetzen, ohne indes an die Glanzzeiten vergangener Jahre anknüpfen zu können (siehe Abbildung 2).

Die EMI-Daten sind natürlich Wasser auf die Mühlen der Verfechter einer lockereren Geldpolitik im EZB-Rat. Je dynamischer die konjunkturelle Belebung in der Währungsunion ausfällt, umso kleiner wird angesichts der Abflachung des Disinflationstrends der Spielraum für Zinssenkungen – und umgekehrt. An den Geldterminmärkten ist der nächste Zinsschritt erst für Oktober vollständig eingepreist, Anfang 2025 soll ein weiterer (auf dann 3,25%) folgen. Wir sind unverändert zuversichtlicher als die Marktteilnehmer und rechnen mit schnelleren Zinssenkungen (-75 Bp bis Jahresende). Dementsprechend gehen wir davon aus, dass die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen in den kommenden Monaten leicht sinken werden, wobei wir wegen der (zu) tiefen Ausgangsrenditen das Potenzial als begrenzt erachten. Ende 2024 sehen wir das Renditeniveau bei 2,00%.

Während die EZB im Wartemodus verharrt, ist die Schweizerische Nationalbank (SNB) zur Tat geschritten. Vergangene Woche wurde der Leitzins bereits zum zweiten Mal in diesem Jahr um 25 Bp gesenkt (auf 1,25%). Wie im März kam der Schritt (zu diesem Zeitpunkt) überraschend. Die eidgenössischen Notenbanker tragen damit der günstigen Inflationsentwicklung Rechnung, die Kerninflationsrate ist seit Anfang 2023 von 2,4% auf nurmehr 1,2% gesunken und soll gemäss den Projektionen des Expertenstabes in den nächsten drei Jahren weiter in Richtung 1,0% fallen. Sollte sich diese Erwartung in den kommenden Monaten bestätigen, dürfte bereits im September ein weiterer – dann aber vermutlich letzter – Schritt der SNB folgen. Der Schweizer Franken reagierte auf die sich vergrössernde Zinsdifferenz zur Eurozone kaum, die Valuta wird mit gut 0,95 CHF pro Euro bewertet und dürfte wegen der gleichgerichteten geldpolitischen Grundtrends auch in den nächsten Monaten zwischen 0,93 CHF und 0,97 CHF pendeln.

Anders beim japanischen Yen, der sich gegenüber dem US-Dollar im Stechschritt auf die neuralgische 160 Yen-Marke zubewegt. Die grossvolumigen Interventionen der BoJ Ende April/Anfang Mai sind damit wieder einmal wirkungslos verpufft, was angesichts der dovishen Haltung der Zentralbank kein Wunder ist. Die mangelnde Stringenz und Konsistenz im Handeln der BoJ dürfte den Abwertungsdruck auf den Yen aufrechterhalten, ein Bruch der Widerstandsmarke ist daher nur eine Frage der Zeit.

Der Trend könnte indes drehen, sobald die Fed beginnt, auf den Zinssenkungszug aufzuspringen und damit den Zinsvorteil des US-Dollars

Die Abwertung des Yen dürfte erst zum Ende kommen, wenn auch die Fed die Zinsen senkt.

gegenüber dem Yen zu schmälern. Der Datenflow der vergangenen Woche bestätigt uns in unserer Einschätzung, dass die Markterwartungen im Hinblick auf den Beginn und das Ausmass der geldpolitischen Lockerungen in den USA zu pessimistisch sind. Die Konjunkturdaten verfehlten meistens die Prognosen, vor allem der überragend wichtige Konsumsektor verliert erkennbar an Schwung, was unter anderem die jüngsten Daten aus dem Einzelhandel offenbarten (siehe Abbildung 3 sowie unseren *Ad-hoc-Kommentar* zu den Einzelhandelsumsätzen vom 18. Juni). In der Folge fiel der Surprise-Index der Citigroup auf den tiefsten Stand seit Anfang September 2023.

In Anbetracht der Abkühlung der US-Wirtschaft rechnen wir damit ab September – früher als an den Geldterminkmärkten eingepreist.

Auch die Aussichten für den Arbeitsmarkt geraten langsam ins Wanken, die wöchentlichen Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung setzten ihren flachen Aufwärtstrend fort und sind auf das höchste Niveau seit vergangenem Sommer geklettert. Sobald sich dies auch in den offiziellen Beschäftigungszahlen niederschlägt, dürfte der Startschuss für Zinssenkungen der Fed fallen. Wir rechnen mit dem ersten Schritt im September und zwei weiteren bis zum Jahresende – womit wir unter den eskomptierten Markterwartungen liegen. Folgerichtig gehen wir von sinkenden Renditen bei 10-jährigen Treasuries aus. Ab Herbst sollte somit auch an der US-japanischen Währungsfront Ruhe einkehren und der Yen wieder aufwerten.

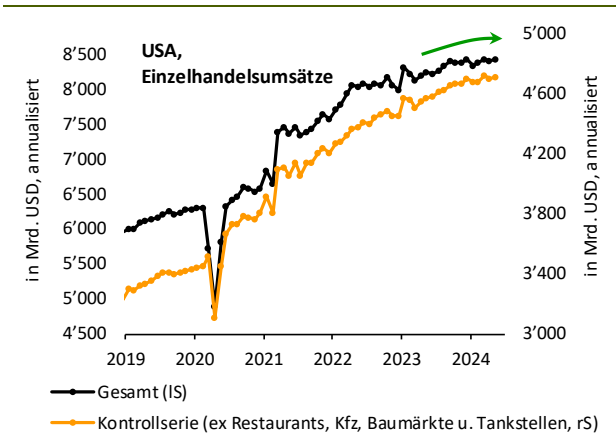
Wir bleiben daher für US-Treasuries moderat bullish.

Sinkende Renditen waren bis zuletzt Balsam auf die Seele der Aktienmärkte.

Sinkende Renditen an den Anleihenmärkten waren in den vergangenen beiden Jahren Balsam auf die Seele der Aktienmärkte, wobei vollkommen egal war, ob dahinter rückläufige Inflationsraten oder nachgebende Konjunkturdaten standen. Zumindest für die Blue Chip-Aktien aus den USA gilt dies auch nach wie vor, während den europäischen Indizes spätestens nach dem Macron-Paukenschlag vom vorvergangenen Wochenende die Puste ausging. Selbst in Asien wurden zuletzt kleinere Brötchen gebacken, in der ytd-Betrachtung liegen die US-Technologie-Titel mittlerweile in Front, gefolgt von Japan und dem breiten US-Markt.

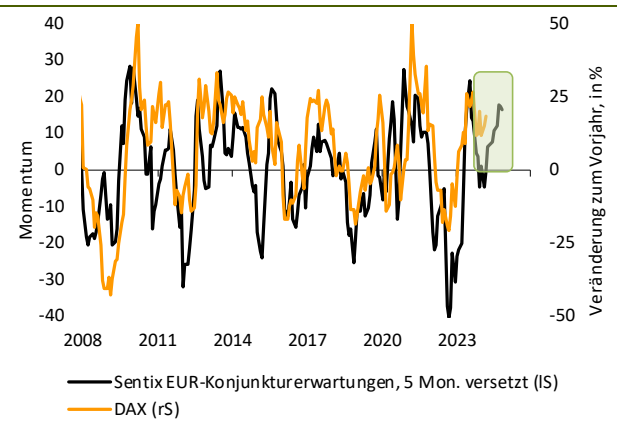
Die US-Indizes streben unverdrossen nach oben und haben sich im ytd-Vergleich an die Spitze des Feldes vorgekämpft.

Abbildung 3: Der US-Konsum verliert an Schwung



Quellen: Census Bureau, BANTLEON

Abbildung 4: Das positive Konjunkturmomentum in der Eurozone stützt die Aktienmärkte



Quellen: Sentix, Bloomberg, BANTLEON

Der Nvidia-Hype beflügelt die US-Märkte; ...

Die Ausnahmestellung der US-Börsen dürfte neben dem Hype um den Chiphersteller Nvidia, der zwischenzeitlich zum wertvollsten Unternehmen der Welt aufgestiegen war, auch den Sorgen vor den wirtschaftlichen Folgen eines Handelskonflikts zwischen den USA/Europa und China geschuldet sein. Letzteres könnte den Europäern und Asiaten mehr schaden als den USA. Für die Volkswirtschaften mag dies ganz sicher gelten, ob dies jedoch auch auf

... gleichzeitig lastet die Sorge über die Folgen des drohenden Handelskrieges mit China ...

... auf den exportorientierten Titeln in Europa und Asien.

die Geschäftsentwicklung international operierender Unternehmen zutrifft, ist weniger offensichtlich.

Laut der jüngsten BofA-Portfolioanlegerumfrage steigt jedoch das Interesse an europäischen Aktien.

Ein weiteres Argument gegen eine anhaltende Outperformance der Wall-Street stellt die extrem hohe Bewertung der US-Börsen dar – zugegebenermaßen schon seit Jahren. Laut der jüngsten Fondsmanagerumfrage der Bank of America sind die globalen Anleger in den USA und dort insbesondere im Tech-Sektor stark übergewichtet (»most crowded trade«). Momentan schwingt das Sentimentpendel allerdings zurück in Richtung Eurozone, was auch den im Vergleich zu den USA besseren Makrodaten geschuldet ist (vgl. Abbildung 4). Diese Tendenz – wirtschaftliche Outperformance der Eurozone – dürfte sich in den nächsten Wochen noch verstärken und somit das Thema Handelskrieg in den Hintergrund drängen.

Aus markttechnischer und saisonaler Sicht dürften die kommenden Wochen von einer Konsolidierung geprägt sein.

Aus markttechnischer Sicht könnten die globalen Aktienmärkte in den nächsten Wochen unter Druck geraten. Die stark überkauften Tech-Titel sind anfällig für Rücksetzer, ausserdem entfallen die Aktienrückkäufe wegen der Black Out-Periode vor der Berichtssaison für Q2. Auch die Saisonalität ist in den Sommermonaten signifikant ungünstig. Temporäre Rückschläge sind in den kommenden Wochen somit sehr wahrscheinlich. Davon abgesehen blicken unsere quantitativen Aktienmodelle noch entspannt nach vorne, das Aktienexposure bleibt dort offensiv ausgerichtet. **Alles in allem fühlen wir uns mit unserer neutral-positiven Ausrichtung im Aktienbereich ebenso wohl, wie mit der moderaten Durationsverlängerung bei den Anleihen.** Eine kontrollierte Offensive vor einer stabilen Abwehr – so könnte auch das Erfolgsrezept der DFB-Elf für die nun folgenden KO-Spiele lauten.

Wir halten an unserer neutral-positiven Ausrichtung fest.

Tabelle 1: Finanzmärkte

Datum	Renditen (%)			Spreads zu Bund (Bp)			Aktien	
	DEU 2J	DEU 10J	USA 10J	Swap (2J)	Corps (IG)	MSCI Welt	S&P500	DAX
21.06.2024	2,79	2,41	4,26	40	121	11.031	5.464	18.163
14.06.2024	2,76	2,36	4,22	43	122	10.979	5.431	18.002

Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Wichtige Termine der Woche 24.06.2024 – 28.06.2024

Land	Indikator/Ereignis	Periode	Uhrzeit	Einheit	Prognose		Vor- periode
					BANTLEON	Konsens	
Montag, 24.06.2024							
Niederlande	Bruttoinlandsprodukt, endgültige Schätzung	März	6.30	qoq, %	-	-0,1	-0,1
Deutschland	ifo-Geschäftsklima	Juni	10.00	Index	89,4	89,6	89,3
Belgien	Unternehmensvertrauen	Juni	15.00	Index	-11,1	-11,3	-11,0
Dienstag, 25.06.2024							
Spanien	Bruttoinlandsprodukt, zweite Schätzung	Q1/24	9.00	mom, %	0,7	0,7	0,7
USA	Verbrauchervertrauen, Conference Board	Juni	16.00	Index	101,5	100,0	102,0
Mittwoch, 26.06.2024							
Deutschland	GfK Verbrauchervertrauen	Juli	8.00	Index	-	-19,5	-20,9
Frankreich	Verbrauchervertrauen	Juni	8.45	Index	89	89	90
USA	Neubauverkäufe	Mai	16.00	Tsd.	645	645	634
Donnerstag, 27.06.2024							
Niederlande	Unternehmensvertrauen	Juni	6.30	Index	-	-	-2,8
Italien	Unternehmensvertrauen	Juni	10.00	Index	88,0	88,4	88,4
Eurozone	Geldmengenstatistik, M3-Wachstum	Mai	10.00	mom, %	1,5	1,5	1,3
	Wirtschaftsvertrauen	Juni	11.00	Index	96,2	96,0	96,0
USA	Bruttoinlandsprodukt, endgültige Schätzung	Q1/24	14.30	mom, %	1,3	1,4	1,3
	Auftragseingänge langlebiger Güter	Mai	14.30	mom, %	-0,3	-0,2	0,6
	Auftragseingänge langl. Güter, ex Transportsektor	Mai	14.30	mom, %	0,2	0,1	0,4
	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung	N.V.	14.30	Tsd.	-	235	238
Freitag, 28.06.2024							
Frankreich	Verbraucherpreise, erste Schätzung	Juni	8.45	yoy, %	2,5	2,5	2,6
	Konsumausgaben	Mai	8.45	mom, %	0,1	0,1	-0,8
Schweiz	KOF-Konjunkturbarometer	Juni	9.00	Index	101,2	101,0	100,3
Spanien	Verbraucherpreise erste Schätzung	Juni	9.00	yoy, %	3,6	3,5	3,8
Deutschland	Arbeitslosensaldo	Juni	9.55	Tsd.	16	15	25
Italien	Verbraucherpreise, erste Schätzung	Juni	11.00	yoy, %	0,9	0,9	0,8
USA	PCE Deflator, Kernindex	Mai	14.30	mom, %	0,1	0,1	0,2
	Konsumausgaben	Mai	14.30	mom, %	0,3	0,3	0,2
	Haushaltseinkommen	Mai	14.30	mom, %	0,4	0,4	0,3
	ISM-Einkaufsmanagerindex, Chicago	Juni	15.45	Index	-	40,0	35,4
	Verbrauchervertrauen, Uni Michigan, endg. Schätzung	Juni	16.00	Index	65,6	66,0	65,6

Rechtlicher Hinweis

Der Financial Market Monitor ist in erster Linie an die Gremien der BANTLEON AG gerichtet. Die hier gegebenen Kommentare, Analysen und Meinungen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl die BANTLEON AG der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Informationen keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Informationen ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die zukünftige Wertentwicklung zu. Die Weitergabe, Verbreitung oder Vervielfältigung des vorliegenden Dokuments sowie die Verwendung oder Übernahme von Inhalten aus dem Dokument – ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form – sind ohne vorherige Zustimmung der BANTLEON AG nicht gestattet.

Zurverfügungstellung von Analysen (Research)/Qualifikation unter MiFID II

Nach Art. 24 Abs. 7, 8 und 9 der Richtlinie 2014/65/EU (MiFID-II-Richtlinie) bzw. § 70 Abs. 1 WpHG (n.F.) darf ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen grundsätzlich keine Zuwendungen wie Provisionen, Gebühren, sonstige Geldleistungen oder nichtmonetäre Vorteile von Dritten annehmen, sofern nicht bestimmte Voraussetzungen erfüllt sind.

Das vorliegende Dokument qualifiziert als Finanzanalyse/Research und gilt somit als nichtmonetärer Vorteil. Für die Annahme von Analysen (Research) gilt die Sonderregelung in Art. 13 der Delegierten Richtlinie (EU) 2017/593 bzw. § 70 Abs. 2 WpHG (n.F.).

Sofern Ihr Haus ein Wertpapierdienstleistungsunternehmen im Sinne der MiFID-II-Richtlinie ist, ist eine **Annahme künftiger Versionen der vorliegenden Analyse auch ab dem 3. Januar 2018 unter folgenden Voraussetzungen möglich:**

1. Verwendung nur im Rahmen der Verwaltung eigener Kapitalanlagen
Sofern Ihr Haus die Analyse ausschliesslich im Rahmen der Verwaltung der eigenen Kapitalanlagen verwendet, so ist die Annahme der Analyse nicht als Zuwendung im Sinne der MiFID-II-Regulierung zu qualifizieren. Ein Bezug ist daher weiterhin ohne Weiteres zulässig.
2. Übrige Verwendung gegen Bezahlung
Sofern Ihr Haus die Analyse im Zusammenhang mit der Erbringung von Wertpapierdienstleistungen oder Wertpapiernebenleistungen nutzt, ist die Annahme der Analyse nur dann nicht als Zuwendung im Sinne der MiFID-II-Regulierung zu qualifizieren, wenn Ihr Haus im Gegenzug dafür eine direkte Zahlung aus eigenen Mitteln erbringt. Bitte setzen Sie sich mit uns in Verbindung, damit wir Sie über die anwendbaren Preise informieren können.