

# Financial Market Outlook

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

17. Juni 2024

Kapitalmarktanalyse  
Anlagemanagement

## Inhalt

Dr. Harald Preißler  
Kapitalmarktstrategie

Dr. Daniel Hartmann  
Chefvolkswirt

Dr. Andreas A. Busch  
Senior Economist

Marcio da Costa  
Senior Portfolio Manager

<b>USA</b> .....	2
<b>China</b> .....	5
<b>Eurozone</b> .....	6
<b>Finanzmärkte</b> .....	10
<b>Technische Analyse</b> .....	15
<b>Wichtige Termine der Woche</b> .....	19

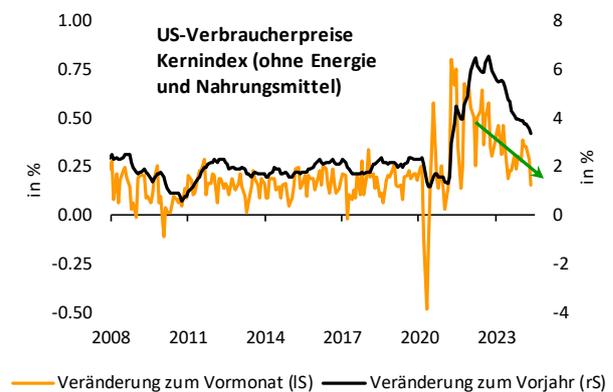
- Die Konjunkturtrends weisen derzeit keine klare Richtung auf
- Die globale Inflation sollte weiter abflauen
- Dies verschafft den Notenbanken Zinssenkungsspielraum
- Das Umfeld ist grundsätzlich konstruktiv für Risikoassets
- Die Politik (Zölle, Frankreich) erweist sich allerdings als Spielverderber
- Die konservativen Anleihensegmente (Staatsanleihen, IG-Corps) sind nicht nur aus diesem Grund attraktiv

Abbildung 1: Der Macron-Schock



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 2: Die Disinflation kehrt zurück



Quellen: BLS, BANTLEON

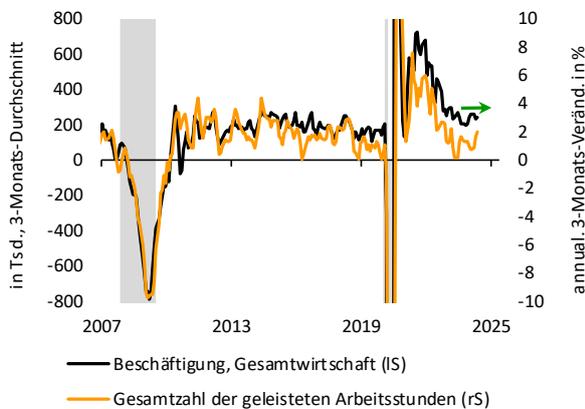
**USA**

Die US-Konjunkturdaten der vergangenen Wochen sind durchwachsen ausgefallen; ...

... auf der einen Seite überraschte die Zahl der im Mai neu besetzten Stellen klar nach oben, ...

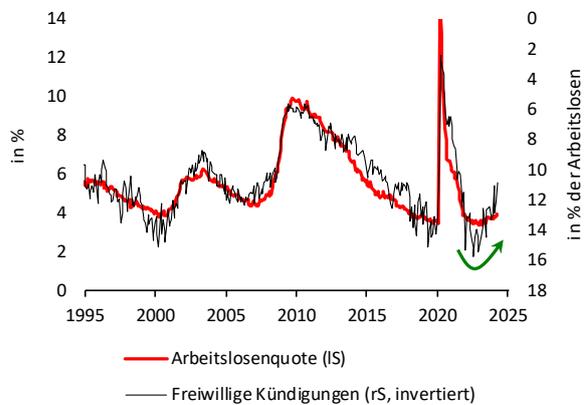
Die US-Konjunkturdaten der vergangenen Wochen hatten Licht und Schatten zu bieten. An prominenter Stelle gilt das für den Mai-Arbeitsmarktbericht. Auf der einen Seite überraschte die Zahl der neu besetzten Stellen mit einem deutlich über den Erwartungen liegenden Plus (272 Tsd., Konsensus: +180 Tsd.). Die im Vormonat zu beobachtende leichte Abkühlung auf +165 Tsd. wurde damit komplett wettgemacht. Gleichzeitig wurde für die geleisteten Arbeitsstunden ein merklicher Zuwachs ausgewiesen. Beide Kennzahlen basieren auf der gleichen Umfrage unter rund 120 Tsd. Unternehmen und zeichnen mithin das Bild eines weiterhin brummenden Arbeitsmarktes (vgl. Abbildung 3).

**Abbildung 3: Gegenläufige Signale vom Arbeitsmarkt – robuste Stellenschaffungen ...**



Quellen: BLS, BANTLEON

**Abbildung 4: ... bei gleichzeitig steigender Arbeitslosigkeit**



Quellen: BLS, BANTLEON

... auf der anderen Seite zeichnete der Anstieg der Arbeitslosenquote aber ein weniger rosiges Bild; ...

... gegenläufige Signale liefern auch die ISM-Einkaufsmanagerindikatoren; ...

... während der Industrie-Index nachgab, legte das Pendant der Dienstleister zu; ...

... beide Bewegungen sind in unseren Augen mit Vorsicht zu genießen; ...

Im Gegenzug stieg die Arbeitslosenquote – die sich aus einer Erhebung unter 60 Tsd. Haushalten errechnet – überraschend von 3,9% auf 4,0% an, den höchsten Wert seit knapp zweieinhalb Jahren. Details dieser Umfrage deuten darüber hinaus auf eine noch ungünstigere Entwicklung hin. So ging die Zahl der freiwilligen Kündigungen erneut merklich zurück. Wird der pandemiebedingte Wachstumseinbruch ausgeklammert, markierten sie den niedrigsten Stand seit Mitte 2017 (vgl. Abbildung 4, dort invertiert).

Gegenläufige Signale kamen auch von den beiden ISM-Einkaufsmanagerumfragen. Während der Service-Index für Mai nach dem Abrutschen unter die Expansionsschwelle im April wieder deutlich zulegte (53,8 nach 49,4 Punkten), gab das Pendant der Industrie unerwartet nach (48,7 nach 49,2 Punkten, vgl. Abbildung 5).

Aus unserer Sicht sind beide Bewegungen jedoch mit Vorsicht zu interpretieren. So bleibt der übergeordnete Trend in der Industrie trotz des jüngsten Rücksetzers aufwärtsgerichtet. Vor allem der Nachholbedarf bei der Wiederaufstockung der Vorräte dürfte dem verarbeitenden Gewerbe in den kommenden Monaten neue Aufträge beschern und damit das Geschäft ankurbeln. Unter anderem deutet auch unser US-Long-Term-FCI in diese Richtung.

Im Unterschied dazu werten wir den Anstieg des Service-ISM als ein vorübergehendes Luftholen, auf das in den kommenden Monaten erneute Rückschläge folgen sollten. Zunehmend belastet werden dürften die Dienstleister

... wir sehen das verarbeitende Gewerbe weiterhin auf Erholungskurs, schätzen aber die Perspektiven des Service-sektors skeptischer ein.

durch die zu erwartende Abschwächung beim privaten Konsum. So lassen die aktuellen Rabattaktionen der grossen Warenhausketten bereits erkennen, dass die privaten Haushalte finanziell mehr und mehr unter Druck kommen. In unseren Augen stellt das erst den Anfang dar, weil der verzögerte Gegenwind vonseiten hoher Zinsen immer grösser und der Rückenwind der Pandemiehilfen immer kleiner werden wird.

**Abbildung 5: Die jüngsten ISM-Indizes zeigen ebenfalls in unterschiedliche Richtungen**



Quellen: ISM, BANTLEON

**Abbildung 6: In unseren Augen werden die Bremskräfte überwiegen**



Quellen: BEA, BANTLEON

In diesem Wechselspiel dürften die Bremskräfte bei den Dienstleistern stärker wirken als die Belebung in der Industrie; ...

Zum Ausdruck kommen diese skeptischen Perspektiven nicht zuletzt in unserem Leading US Growth Indicator. Er bündelt die unterschiedlichen konjunkturellen Triebkräfte wie u.a. die Zins- und Geldmengenentwicklung sowie die Fiskalpolitik und die Vermögenseffekte. Seine Botschaft ist eindeutig. Demnach sollte die sich anbahnende industrielle Belebung durch die Abschwächung beim Konsum und den Dienstleistern überkompensiert werden (vgl. Abbildung 6).

... das BIP-Wachstum sollte sich entsprechend in den kommenden Quartalen abschwächen.

**Vor diesem Hintergrund rechnen wir nach einem erneut ordentlichen BIP-Wachstum im laufenden Quartal (gut +2,0%, annualisiert gegenüber dem Vorquartal) – auf das nicht zuletzt die robusten Mai-Stellenschaffungen hingewiesen haben – in den kommenden Quartalen mit einer sukzessive nachlassenden Expansionsdynamik (vgl. Tabelle 1). Wir sind mithin skeptischer als der Konsensus und die US-Notenbank.**

Bei der Inflation haben zuletzt die erfreulichen Entwicklungen überwogen; ...

**Während die US-Konjunkturdaten zuletzt durchwachsen ausgefallen sind, haben bei den Inflationszahlen die erfreulichen Entwicklungen überwogen.** Den Auftakt machte die April-Verbraucherpreisstatistik, die mit einem monatlichen Anstieg der Lebenshaltungskosten von 0,3% ein etwas freundlicheres Bild bot als erwartet (Konsensus: +0,4%). Noch günstiger war dann die Entwicklung im Mai. Nicht nur, dass die Preise mit  $\pm 0,0\%$  zum ersten Mal seit knapp zwei Jahren nicht zulegten, sondern auf der Stelle traten. **Daneben wartete auch die Kerninflation mit einer klar positiven Überraschung auf. Mit +0,16% war hier der geringste Anstieg seit knapp drei Jahren zu verzeichnen. Diese Abschwächung deutet darauf hin, dass die seit Ende des vergangenen Jahres zu beobachtende Phase überraschend kräftiger Preissteigerungen ausklingt (vgl. Abbildung 7).**

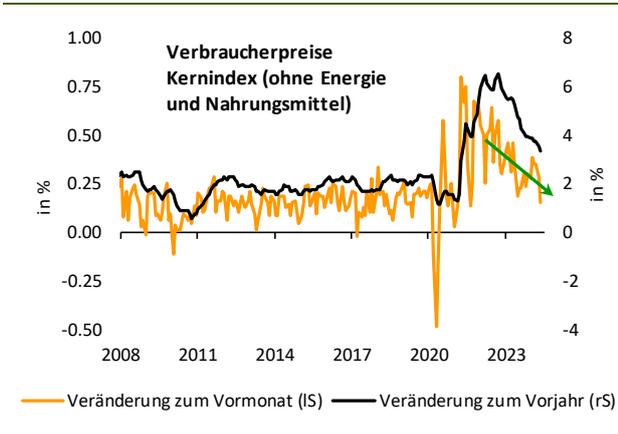
... die seit Ende vergangenen Jahres zu beobachtende Phase überraschend kräftiger Preissteigerungen scheint auszuklingen; ...

War der zuletzt wieder etwas höhere Teuerungsdruck vor allem auf die nachlaufenden Preiskomponenten zurückzuführen – wie z.B. die mit Verzögerung an die gestiegenen Kosten angepassten Kfz-Versicherungen –, scheint jetzt eine Entspannung einzusetzen, die sich **unseren Prognosemodellen**

... in den kommenden Monaten dürfte der Teuerungsdruck weiter nachlassen; ...

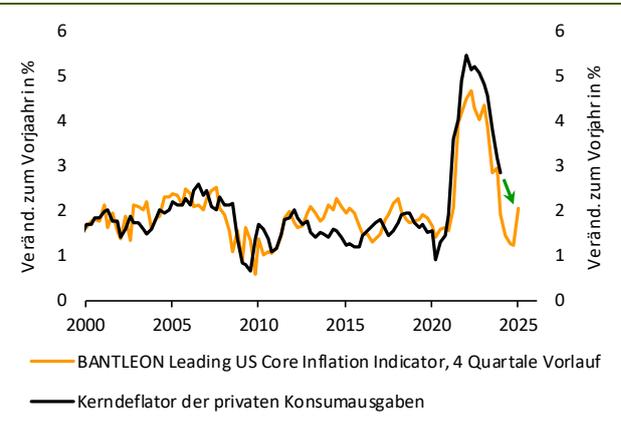
**zufolge fortsetzen wird.** Für Dienstleistungen im Kernindex (ohne Mieten) kündigen sie beispielsweise einen deutlich weiter nachlassenden Preisdruck an. Auch bei den Mieten sehen wir noch klar Luft nach unten. Unter anderem sprechen die vorauslaufenden Mieten für neu abgeschlossene Verträge für abnehmende Preissteigerungen in diesem Segment (das für rund 40% der Kerninflation verantwortlich ist).

**Abbildung 7: Inflationstrend zeigt wieder nach unten ...**



Quellen: BLS, BANTLEON

**Abbildung 8: ... der Teuerungsdruck dürfte in den kommenden Quartalen weiter nachlassen**



Quellen: BEA, BANTLEON

... wir rechnen daher mit einer günstigeren Inflationsentwicklung als die Fed; ...

Alles in allem dürfte die Kerninflationsrate der Verbraucherpreisstatistik in diesem Umfeld ausgehend von aktuell 3,4% bis zum Jahresende trotz ungünstiger Basiseffekte die 3,0%-Marke erreichen. **Der im Fokus der Notenbank stehende Kerndeflator der privaten Konsumausgaben sollte gleichzeitig auf einen Wert um 2,5% zusteuern (ausgehend von 2,8% im April).** Dieser freundliche Ausblick wird nicht zuletzt auch von unserem weit vorauslaufenden Leading US Core Inflation Indicator gestützt (vgl. Abbildung 8).

**Tabelle 1: Makroprognosen 2024/2025 für die USA**

	Annualisiertes Quartalswachstum in %								Jahreswachstum in %			
	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	2022	2023	2024	2025
<b>BIP</b>	3,4	1,3	2,3	1,7	1,0	1,0	1,8	2,3	1,9	2,5	2,4	1,7
<b>BIP (Veränd. z. Vorj.)</b>	3,1	2,9	3,0	2,2	1,6	1,6	1,5	1,6	-	-	-	-
<b>Konsum</b>	3,3	2,5	2,5	2,0	1,0	1,0	1,5	1,5	2,5	2,2	2,3	1,4
<b>Unternehmensinvest.</b>	3,5	3,1	2,8	3,2	1,6	1,6	1,6	3,6	5,4	4,1	3,1	2,3
<b>Wohnungsbau</b>	2,8	13,9	5,0	5,0	10,0	10,0	10,0	15,0	-9,0	-10,6	7,2	10,0
<b>Lager<sup>1</sup></b>	54,9	35,4	35,0	0,0	-20,0	-20,0	0,0	20,0	-	-	-	-
<b>Exporte</b>	5,1	0,9	1,0	3,0	3,0	2,0	2,0	2,0	7,0	2,6	2,0	2,5
<b>Importe</b>	2,2	7,2	4,0	2,0	3,0	3,0	3,0	4,0	8,6	-1,7	3,5	3,1
<b>Staat</b>	4,6	1,2	3,0	2,0	2,0	1,0	1,0	1,0	-0,9	4,1	3,0	1,4
<b>Inflationsrate, CPI<sup>2</sup></b>	3,2	3,3	3,4	3,0	2,8	2,4	2,2	2,4	8,0	4,1	3,1	2,4
<b>Kerninflationsr., CPI<sup>2</sup></b>	4,0	3,8	3,5	3,4	3,0	2,6	2,4	2,6	6,1	4,8	3,4	2,6
<b>PCE-Kerndeflator<sup>2</sup></b>	3,2	2,9	2,7	2,6	2,5	2,1	1,9	2,1	5,0	4,2	2,7	2,1
<b>Arbeitslosenquote<sup>3</sup></b>	3,7	3,8	4,0	4,1	4,3	4,5	4,6	4,6	3,7	3,7	4,1	4,6
<b>Fed-Funds-Rate<sup>4</sup></b>	5,50	5,50	5,50	5,25	4,75	4,25	4,25	4,25	4,50	5,50	4,75	4,25

Quellen: Bloomberg, BANTLEON; <sup>1</sup> Veränd. in Mrd. USD; <sup>2</sup> Jahres-, Quartalsdurchschnitte, Veränderung zum Vorjahr in %; <sup>3</sup> Jahres-, Quartalsdurchschnitte in %; <sup>4</sup> oberer Rand der Zielbandbreite, Jahres-, Quartalsendstände in %

Im Gegensatz zu uns zeichnet die US-Notenbank einen – wie Jerome Powell es nannte – konservativeren Ausblick. Der Median der 19 Offenmarktaus-

... entsprechend halten wir auch umfangreichere geldpolitische Lockerungen in diesem Jahr für wahrscheinlicher als von der Fed in Aussicht gestellt.

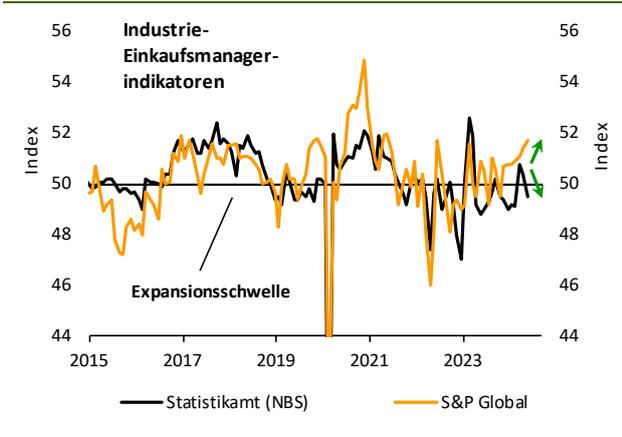
schussmitglieder geht bis zum Jahresende von einem Seitwärtstrend des Kerndeflators um den aktuellen Wert von 2,8% aus. Diese zurückhaltende Sicht ist laut Powell dafür verantwortlich, dass die Währungshüter mit nur noch einer Leitzinssenkung um 25 Bp in diesem Jahr rechnen. **Wenn die Inflation, wie von uns unterstellt, deutlicher nachgibt und gleichzeitig die US-Wirtschaft an Fahrt verliert, dürfte die Fed stärker an der Zinsschraube drehen. Wir sehen mithin nach wie vor eine erste Leitzinssenkung um 25 Bp im September als wahrscheinlich an, auf die im Rahmen der folgenden Sitzungen nahtlos weitere Lockerungen folgen dürften.**

## China

Ähnlich wie in den USA zeigten in China die Konjunkturindikatoren zuletzt in unterschiedliche Richtungen; ...

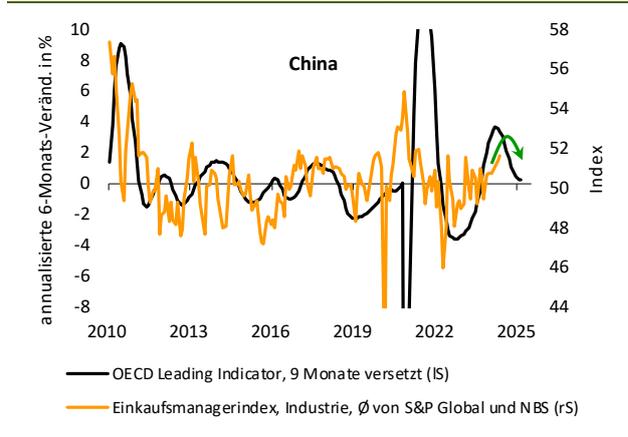
Ähnlich wie in den USA zeigten auch in China die Konjunkturindikatoren in den vergangenen Wochen in unterschiedliche Richtungen. So weisen die Mai-Einkaufsmanagerindikatoren von S&P Global sowohl für den Service-sektor als auch für das verarbeitende Gewerbe Anstiege aus. Der Industrieindex markierte mit 51,7 nach 51,4 Punkten sogar den höchsten Stand seit knapp zwei Jahren. Im Gegensatz dazu gaben die EMI des Statistikamtes nach. Für das verarbeitende Gewerbe rutschte der Index hier – nach zwei Monaten mit Werten über 50,0 Punkten – wieder unter die Expansionschwelle (vgl. Abbildung 9).

**Abbildung 9: Gegenläufige Konjunkturssignale auch in China**



Quellen: S&P Global, NBS, BANTLEON

**Abbildung 10: Der Ausblick hat sich zuletzt weiter eingetrübt**



Quellen: S&P Global, NBS, OECD, BANTLEON

... während die Exportwirtschaft Rückenwind verspürt, setzte sich die Schwäche der Binnenwirtschaft fort.

Ein Grund für die gegenläufige Entwicklung der Industrie-EMI dürfte unter anderem die stärkere Fokussierung auf exportorientierte Unternehmen in der Erhebung von S&P Global sein, also auf den Sektor, der aktuell von der weltwirtschaftlichen Belebung profitiert. Im Gegensatz dazu leidet die Binnenwirtschaft weiterhin unter der andauernden Immobilienkrise, was den Rücksetzer beim NBS-Index erklärt.

Mitte Mai startete die Regierung einen weiteren Versuch, um den Immobilienmarkt zu stützen; ...

**Mitte Mai hatte die Regierung einen weiteren Versuch gestartet, der Bauwirtschaft neues Leben einzuhauchen.** Neben tieferen Hypothekenzinsen und gelockerten Regeln zur Begrenzung der Immobilienspekulation wurden auch neue zinsgünstige Kredite für staatseigene Betriebe in Höhe von 300 Mrd. Yuan angekündigt, die von Banken auf bis zu 500 Mrd. Yuan aufgestockt werden können (≈ 64 Mrd. EUR). Diese Mittel sollen genutzt werden, um leer stehende Wohnimmobilien aufzukaufen und anschliessend in

... in unseren Augen stellt das Vorhaben aber keinen Gamechanger dar; ...

... wir rechnen entsprechend für das laufende Jahr beim BIP-Wachstum bestenfalls mit einem ähnlichen Tempo wie 2023.

Sozialwohnungen umzuwandeln. Dadurch könnte sowohl der Angebotsüberhang als auch der Mangel an bezahlbarem Wohnraum reduziert werden.

**So hilfreich diese Massnahmen auf den ersten Blick auch erscheinen – vom Umfang dürften sie kaum ausreichen, das Problem der Überkapazitäten substanziell zu lindern.** So können mit den bereitgestellten Mitteln nur rund 15% des offiziell ausgewiesenen Leerstands erworben werden. Berücksichtigt man zusätzlich den weitaus umfangreicheren Bestand an im Bau befindlichen, aber noch nicht fertiggestellten Häusern, würde der Überhang sogar lediglich um 2% bis 3% verringert.

Vor diesem Hintergrund erscheinen uns auch die jüngsten Vorhaben der chinesischen Regierung zur Bekämpfung der Krise in der Bauwirtschaft nicht als der grosse Wurf. Vielmehr dürfte die Wirtschaft von dieser Seite weiter unter Druck stehen. Einen entsprechend skeptischen Ausblick zeichnet auch der OECD Leading Indicator, der in den vergangenen Monaten wieder deutlicher nach unten gedreht hat (vgl. Abbildung 10). **Wir halten daher an unserer Einschätzung fest, wonach die chinesische Wirtschaft in diesem Jahr trotz vielfältiger staatlicher Stimuli bestenfalls mit einem ähnlichen Tempo wächst wie im vergangenen Jahr (+5,2%).**

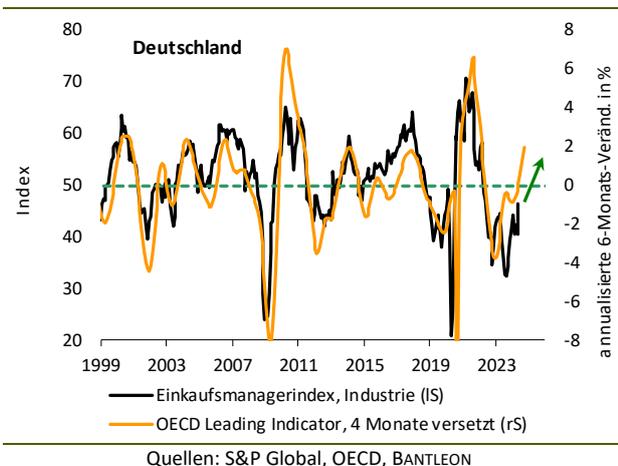
## Eurozone

Vieles hat sich in der Eurozone in den vergangenen Wochen zum Positiven gewendet; ...

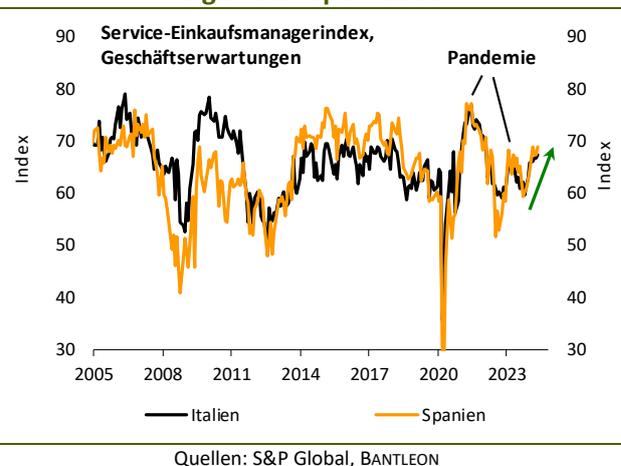
... das deutsche verarbeitende Gewerbe befindet sich im Aufwind, ...

Die Stimmung in der Eurozone hat sich in den vergangenen Wochen weiter aufgehellt. Dazu hat nicht nur die Vorfreude auf die Fussball-EM beigetragen. Vielmehr zeigt sich das Aufwärtsmomentum in den Daten vor allem an zwei Stellen: **Zum einen in der deutschen Industrie.** Nach einem desaströsen Jahr 2023 – mit einem zwischenzeitlichen Produktionseinbruch von 8% – sehen die Unternehmen wieder Licht am Ende des Tunnels. Dies spiegelt sich unter anderem in Indikatoren wie den ifo-Geschäftserwartungen, den Einkaufsmanagerindizes und den Aufträgen aus dem Ausland wider, die alleamt zuletzt nach oben gedreht haben. Geht es nach dem OECD Leading Indicator, der die Botschaft dieser Signale bündelt, wird sich der Aufwärtstrend in den nächsten Monaten fortsetzen (vgl. Abbildung 11).

**Abbildung 11: Deutsche Industrie berappelt sich**



**Abbildung 12: Südeuropäische Dienstleister zeigen sich optimistisch**



**Zum anderen geben die Dienstleistungssektoren in Südeuropa Anlass zu Optimismus.** Die Barometer zu den Geschäftserwartungen haben in Italien

... gleichzeitig setzt sich der Boom in den südeuropäischen Servicesektoren fort.

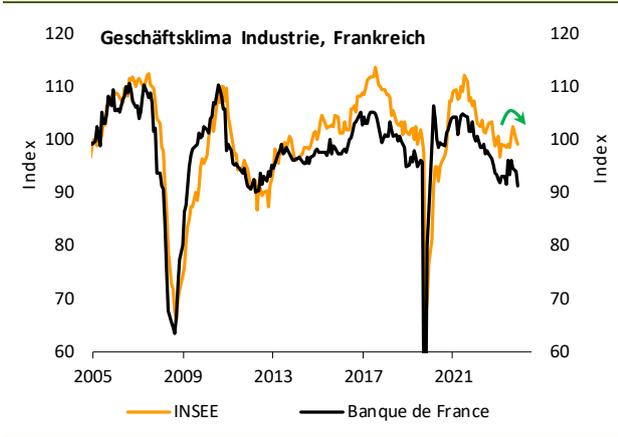
Noch läuft aber nicht alles rund; ...

... die französische Industrie schwächelt ...

und Spanien inzwischen höhere Niveaus erreicht als im Frühjahr 2023 (vgl. Abbildung 12). Damals hatte das Ende der Corona-Pandemie die Reisetätigkeit angekurbelt. Mittlerweile befeuert neben dem Tourismusboom auch die gute inländische Arbeitsmarktlage die konsumnahen Servicebranchen.

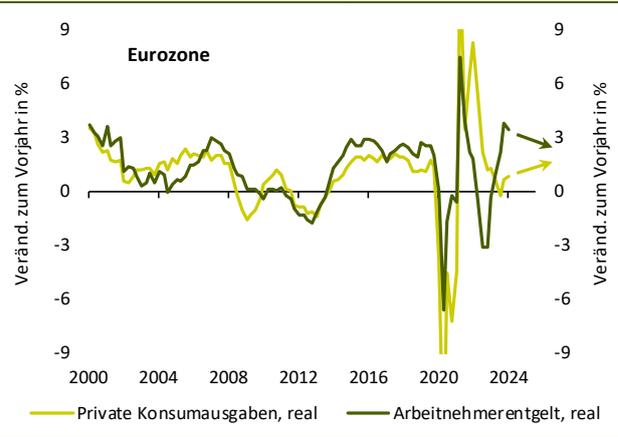
**Neben Licht weist die Wirtschaft der Eurozone aber auch weiterhin Schatten auf.** So ist etwa die französische Industrie noch nicht in Schwung gekommen. Die Geschäftsklimaumfrage der Banque de France, die eng mit der aktuellen Entwicklung korreliert ist, deutete zuletzt sogar auf eine abflauende Geschäftstätigkeit hin und das Pendant des Statistikamts macht ebenfalls wenig Mut (vgl. Abbildung 13).

**Abbildung 13: In Frankreich kämpft die Industrie noch mit Gegenwind**



Quellen: INSEE, Banque de France, BANTLEON

**Abbildung 14: Lohnwachstum sollte Konsumnachfrage befeuern**



Quellen: Eurostat, BANTLEON

... und in vielen Ländern hält sich die Konsumfreude nach wie vor in Grenzen; ...

... gerade der private Verbrauch sollte in den nächsten Quartalen indes Fahrt aufnehmen.

Insgesamt ist das Konjunkturbild geteilt: Der Ausblick hat sich einerseits aufgehellt, ...

... andererseits zeichnet sich aber kein breit abgestützter Boom ab, ...

**Daneben halten sich die Konsumenten in vielen Ländern nach wie vor zurück.** Der Umsatz im Einzelhandel stagniert und die Pkw-Verkäufe sind zuletzt eingebrochen (April: -6,8% im Vergleich zu März). Insgesamt fiel der Auftakt ins 2. Quartal bislang ernüchternd aus. **Bei unserer BIP-Prognose, die mit +0,3% (im Vergleich zum Vorquartal) von einem ähnlichen Zuwachs wie im 1. Quartal ausgeht, überwiegen daher die Abwärts- gegenüber den Aufwärtsrisiken.** Dies gilt umso mehr, als sich bei der Bauproduktion nach dem wetterbedingt positiven Jahresbeginn im Frühjahrsquartal ein Rückschlag ankündigt.

**Übergeordnet bleiben wir dennoch zuversichtlich. Insbesondere der Konsum sollte im Jahresverlauf an Dynamik gewinnen.** Die jüngsten Daten haben bestätigt, dass die realen Arbeitseinkommen 2024 kräftig zulegen werden. Derzeit expandieren sie mit gut 3,0% (vgl. Abbildung 14). **Für den privaten Verbrauch besteht somit viel Luft nach oben.**

**Alles in allem sehen wir uns darin bestätigt, dass das Konjunkturbild in der Eurozone zweigeteilt ist: Auf der einen Seite hat sich der Ausblick nachhaltig aufgehellt.** Die Stagnation der vergangenen eineinhalb Jahre ist mithin überwunden. **Das Wachstum dürfte mit annualisiert 1,0% bis 1,5% in den kommenden Quartalen ordentlich zulegen** (vgl. Tabelle 2). **Auf der anderen Seite zeichnet sich – zumindest in Kerneuropa – aber auch keine positive Aufwärtsspirale ab, die in einen Boom mündet.**

**Dazu fehlt es dem Export, und damit dem klassischen Konjunkturmotor der Eurozone, an Zugkraft.** China kämpft weiter mit der hausgemachten Immobilienkrise – ein echter Befreiungsschlag ist hier nicht in Sicht. Gleichzeitig

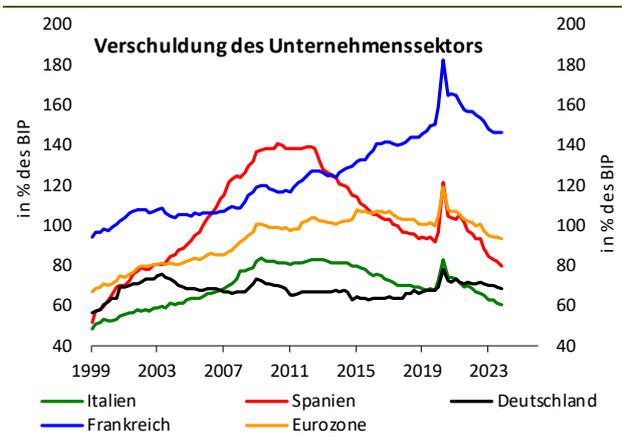
... insbesondere dürfte der Exportmotor Ende 2024 ins Stottern geraten; ...

... darüber hinaus droht ein Handelskrieg mit China und unter Umständen auch mit den USA.

ist in den USA der konjunkturelle Hochpunkt durchschritten. In den nächsten Quartalen dürfte das Wachstum abflauen (vgl. USA und China). **Um die Jahreswende 2024/2025 ist daher sogar mit einer Konjunkturdelle in der Eurozone zu rechnen.**

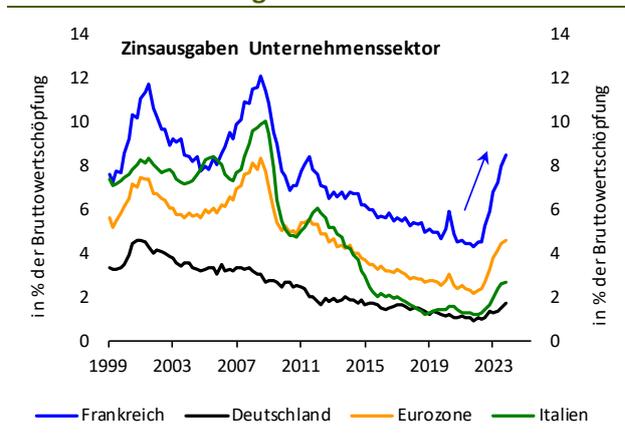
**Das Heraufziehen eines möglichen Handelskriegs mit China und die US-Präsidentenwahlen sind zusätzliche Risikofaktoren.** Die von der EU angedrohten Importzölle auf chinesische Elektrofahrzeuge sind für sich genommen kein Gamechanger. Im vergangenen Jahr hat China E-Autos im Volumen von ca. 15 Mrd. EUR in die EU importiert, was weniger als 0,5% der Gesamtimporte ausmacht. **Die Gefahr besteht jedoch in einer Eskalation der Auseinandersetzung.** Wenn China seinerseits mit Importzöllen auf Premiumfahrzeuge aus der EU reagiert, dürfte dies die Stimmung in Teilen der europäischen Wirtschaft dämpfen. Zusätzliches Ungemach – nicht zuletzt für die Autoindustrie – würde drohen, wenn Donald Trump erneut zum US-Präsidenten gewählt würde. Wie sich das aktuelle Kopf-an-Kopf-Rennen weiter entwickelt, muss daher genau beobachtet werden.

**Abbildung 15: Französischer Unternehmenssektor ist hoch verschuldet ...**



Quellen: Eurostat, BANTLEON

**Abbildung 16: ... und leidet entsprechend unter steigenden Zinsen**



Quellen: Eurostat, BANTLEON

Ganz unerwartet hat überdies der französische Präsident ein politisches Erdbeben ausgelöst; ...

... die extreme Rechte und die extreme Linke werden bei den angekündigten Neuwahlen Stimmen hinzugewinnen – die überfällige Haushaltskonsolidierung dürfte weiter auf sich warten lassen.

Nicht nur der französische Staat, sondern auch die Unternehmen sind hoch verschuldet – ...

Damit aber nicht genug. **Mit der jüngsten Ankündigung von Neuwahlen hat der französische Präsident Emmanuel Macron ein politisches Erdbeben ausgelöst.** Eines steht dabei schon fest: Die gemässigten Kräfte, die den Präsidenten unterstützen, werden bei dem Urnengang Sitze verlieren. Dagegen dürften die extreme Rechte (Rassemblement National) und die extreme Linke, die unter dem Namen »Neue Volksfront« firmiert, Zugewinne verbuchen und somit voraussichtlich den Premierminister stellen. Beide extremen Lager halten wenig von den Brüsseler Bürokraten und haben bereits angekündigt, Steuern auf Energie zu senken und Sozialausgaben zu erhöhen. **Die dringend notwendige Konsolidierung der Staatsfinanzen steht somit hinten an. Das könnte mittelfristig zu einer weiteren Herabstufung des französischen Bonitätsratings führen (derzeit »AA« bzw. »AA-«).** Damit verbunden wäre weiterer Aufwärtsdruck auf die Anleihenrenditen (vgl. Finanzmärkte).

Neben dem Staat würde dies zwangsläufig auch die Unternehmen treffen. Dies gilt umso mehr, als der französische Unternehmenssektor mit einer Schuldenquote von knapp 150% des BIP an der Spitze Europas liegt (vgl. Abbildung 15) – lediglich die irischen und schwedischen Unternehmen stehen noch stärker in der Kreide. **Unter steigenden Zinsen leidet Frankreich daher überproportional, was bereits in anziehenden Zinslastquoten sichtbar wird (vgl. Abbildung 16)**

... steigende Zinsen sind daher in jeglicher Hinsicht Gift für die zweitgrösste Volkswirtschaft der Eurozone.

Bei der Inflation der Eurozone sind nach wie vor die Dienstleistungspreise das Sorgenkind; ...

... von ihnen geht mittlerweile der grösste Teuerungsimpuls aus; ...

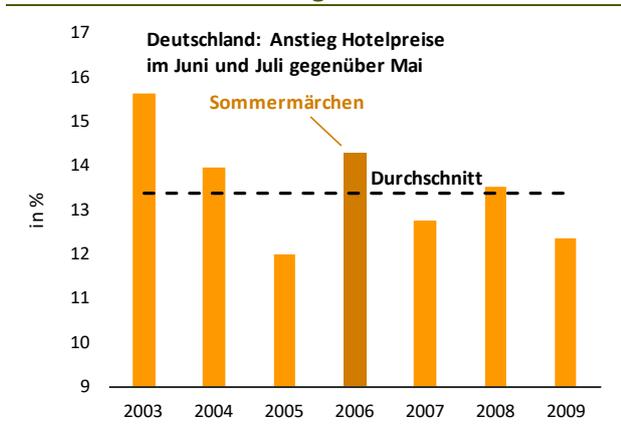
... die anstehenden Sportevents dürften den Aufwärtsdruck bestenfalls temporär befeuern; ...

und einer der Gründe für die immer noch skeptische Stimmung unter den französischen Unternehmen (siehe oben) sein dürfte. Noch besteht die Chance, dass die ganze Aufregung nach der Wahl wieder abebbt. **Wahrscheinlich ist aber, dass sich die Risikoaufschläge französischer Staats- und Unternehmensanleihen auf einem höheren Niveau einpendeln als zuvor. Dies ist ein weiterer Grund, um von einem wenig dynamischen Aufschwung in der Eurozone auszugehen.**

Bei der Inflation der Eurozone gilt Ähnliches wie beim Konjunkturausblick, nur mit umgekehrten Vorzeichen: **Der Abwärtstrend ist intakt, aber er verläuft holprig.** Im Mai ist die Inflationsrate sogar wieder angestiegen – von 2,4% auf 2,6%. Ausschlaggebend dafür waren die Dienstleistungspreise, von denen mittlerweile der stärkste Teuerungsdruck ausgeht (Jahresrate im Mai: 4,1%). Angesichts des kräftigen Lohnwachstums ist dies kein Wunder. Eine Studie der EZB hat erst kürzlich ermittelt, dass die Löhne bei den Dienstleistungen rund 40% der gesamten Inputkosten ausmachen. Bei den Industriegütern sind es dagegen nur 20%.

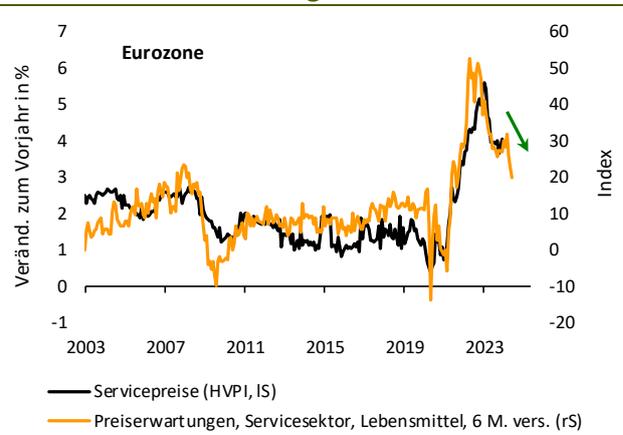
Mit den Sportevents im Sommer droht nunmehr auch noch von dieser Seite Aufwärtsdruck auf Restaurant-, Hotel- und Flugticketpreise. Die Beispiele der Vergangenheit zeigen jedoch, dass unter anderem bei Fussballmeisterschaften der Preiseffekt speziell bei grösseren Ländern gering und lediglich temporär ist. Das war auch beim deutschen Sommermärchen 2006 der Fall (vgl. Abbildung 17).

**Abbildung 17: Sportevents erzeugen in der Regel keine nachhaltigen Preiseffekte**



Quellen: Eurostat, BANTLEON

**Abbildung 18: Auch bei den Dienstleistungen sollte der Teuerungsdruck nachlassen**



Quellen: Eurostat, EU-Kommission, BANTLEON

... wir sind stattdessen zuversichtlich, dass auch die Inflation der Serviceleistungen abebbt; ...

... in Anbetracht dessen sollte die Teuerungsrate der Eurozone bis in den Spätsommer auf 2,0% fallen – darunter wird die Luft aber dünner.

**Mit Blick voraus sind wir daher guter Dinge, dass selbst die Teuerung bei Dienstleistungen abebbt.** Zum einen deuten verschiedene Indizien darauf hin, dass der Lohndruck seinen Zenit durchschritten hat. Zum anderen rechnen die Dienstleister selbst in den nächsten Monaten mit geringeren Steigerungen bei den Absatzpreisen (vgl. Abbildung 18). Da bei den übrigen Preiskomponenten (speziell Nahrungsmittel und Industriegüter) ebenfalls noch Abwärtspotenzial besteht, **halten wir daran fest, dass die Teuerungsrate bis in den Spätsommer auf 2,0% fällt. Werte erkennbar darunter sehen wir gleichwohl als wenig wahrscheinlich an. Vielmehr sprechen die aktuellen Rahmenbedingungen (solides Wachstum, anhaltender Lohndruck) dafür, dass auch 2025 ein moderater Teuerungsdruck erhalten bleibt.**

Die EZB hat den Zinssenkungszyklus zu Beginn des Monats eingeleitet; ...

... im September sollte ein weiterer Schritt folgen; ...

... wenn die Weltwirtschaft im Jahresverlauf an Fahrt verliert, ...

... wird die EZB im 4. Quartal nachlegen und den Leitzins auf 3,00% (bis 3,25%) senken.

Die EZB hat die spürbaren Fortschritte in der Inflationsbekämpfung – seit Oktober 2022 ist die Teuerungsrate um 8%-Punkte gesunken – zum Anlass genommen, die Zinswende einzuleiten: Anfang Juni wurde die Depositenrate von 4,00% auf 3,75% gesenkt. Notenbankpräsidentin *Christine Lagarde* machte aber zugleich deutlich, dass darüber hinausgehende geldpolitische Lockerungen kein Selbstläufer seien. Vielmehr müssten die kommenden Daten den Disinflationstrend bestätigen. **Wir gehen davon aus, dass dies geschieht und der Leitzins im September weiter auf 3,50% reduziert wird.**

**Ende 2024 sollte die taumelnde Weltwirtschaft der EZB weitere Argumente für eine weniger restriktive Geldpolitik liefern.** Mithin nehmen die Inflationsgefahren ab, wenn die Konjunktur erneut unter Druck kommt. **Es besteht somit Spielraum, die Leitzinsen auf ein neutrales Niveau abzusenken, das wir derzeit auf 2,50% bis 3,00% taxieren. In Anbetracht dessen erwarten wir für Ende 2024 ein Leitzinsniveau von 3,00% (bis 3,25%). 2025 sollte mindestens ein weiterer Schritt auf 2,75% folgen. Ab dem Frühjahr 2025 gehen wir davon aus, dass sich die Konjunktur wieder fängt und sich somit das Zeitfenster für zusätzliche Zinssenkungen schliesst.**

**Tabelle 2: Makroprognosen 2024/2025 für die Eurozone**

	Quartalswachstum in %									Jahreswachstum in %		
	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	Q1/25	Q2/25	Q3/25	Q4/25	2023	2024	2025
<b>BIP</b>	-0,1	0,3	0,3	0,4	0,3	0,2	0,3	0,3	0,3	0,6	0,8	1,2
<b>BIP (Veränd. z. Vorj.)</b>	0,2	0,4	0,6	1,0	1,3	1,2	1,2	1,1	1,1	-	-	-
<b>Konsum</b>	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,6	1,1	1,7
<b>Investitionen</b>	0,8	-1,5	-0,5	0,5	0,5	0,0	-0,5	0,5	0,5	1,4	-0,7	0,5
<b>Exporte</b>	0,2	1,4	0,8	0,8	0,5	-0,5	0,0	0,5	0,5	-0,6	1,7	0,8
<b>Staat</b>	0,6	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	1,2	1,2
<b>Inflationsrate <sup>1</sup></b>	2,7	2,6	2,5	2,0	2,3	2,1	2,0	1,9	2,0	5,4	2,4	2,0
<b>Kerninflationsrate <sup>1</sup></b>	3,7	3,1	2,7	2,5	2,6	2,2	2,1	2,1	2,0	4,9	2,8	2,1
<b>EZB-Einlagensatz <sup>3</sup></b>	4,00	4,00	3,75	3,50	3,00	2,75	2,75	2,75	2,75	4,00	3,00	2,75

Quellen: Bloomberg, BANTLEON; <sup>1</sup> Jahres-, Quartalsdurchschnitte, Veränderung zum Vorjahr in %; <sup>2</sup> Jahres-, Quartalsdurchschnitte in %; <sup>3</sup> Jahres-, Quartalsendstände in %

## Finanzmärkte

Die Finanzmärkte sind mit sehr starken, gegenläufigen Kräften konfrontiert.

So driften die Konjunkturtrends in den USA und Europa auseinander; ...

... auch bei der Inflation gingen die Tendenzen zuletzt in verschiedene Richtungen.

Die Finanzmärkte sind in einem Spannungsfeld gefangen, das von extrem starken, gegensätzlichen Kräften geprägt ist. Da wären zuvorderst die divergierenden konjunkturellen Trends in Europa und den USA zu nennen. Während auf dem alten Kontinent die Auftriebskräfte nach langem Ringen die Oberhand gewonnen haben, kühlt sich das Wachstumstempo in den Vereinigten Staaten allmählich ab (siehe Abbildung 19). Verantwortlich für die US-Abschwächung ist unter anderem der private Konsum, und damit primär der Sektorservice, der noch 2023 der Fels in der Brandung war.

Auch die Inflationstrends dies- und jenseits des Atlantiks sind seit Jahresbeginn nicht mehr im Gleichklang unterwegs. In Europa hat sich der steile Disinflationstrend zunächst fortgesetzt, zuletzt indes abgeflacht. In den USA war er zu Jahresbeginn ins Stocken geraten, scheint aber nach Massgabe der jüngsten Daten wieder Schwung aufzunehmen (siehe USA).

Es verwundert daher nicht, dass selbst die Zentralbanken nicht mehr synchron agieren, die EZB preschte erstmals seit 2011 vor.

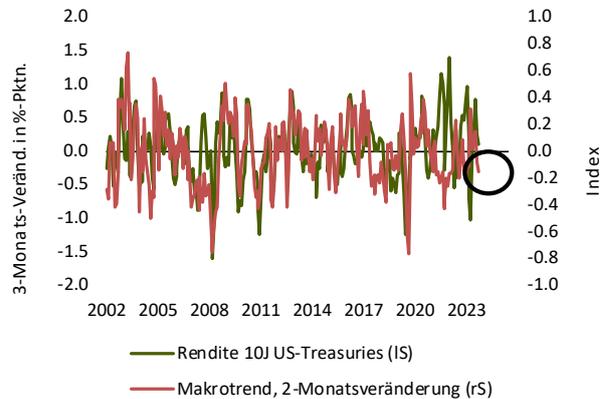
Kein Wunder, dass die Zentralbanken vor dieser Kulisse nicht im sonst üblichen Tandem agieren, mit der Fed am Steuer und der EZB auf dem Rücksitz. Die EZB hat in der vorvergangenen Woche erstmals seit September 2019 die Leitzinsen gesenkt, und agiert damit zum ersten Mal seit 2011 vor der Fed, die sich wegen des unklaren Inflationbildes im Wartemodus befindet.

**Abbildung 19: Starke Divergenz zwischen USA und Eurozone**



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

**Abbildung 20: Die schwächelnde US-Konjunktur dürfte die Treasuryrenditen nach unten drücken**



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Einigkeit besteht indes in der Richtung des übergeordneten Leitzinstrends, denn der zeigt nach unten, ...

Einig sind sich die beiden weltweit wichtigsten geldpolitischen Institutionen nur darin, dass die Zinsen perspektivisch sinken, dies aber wegen der störrischen Inflation sehr wahrscheinlich nur langsam. Sowohl in den USA als auch in Europa dürfte es schwer werden, die Kerninflation nachhaltig unter die 2,0% zu drücken. Dafür sind im Wesentlichen zwei Faktoren verantwortlich: Zum einen ist der Lohndruck angesichts historisch tiefer Arbeitslosenquoten nach wie vor enorm, was die Teuerung bei den Dienstleistern weiter anheizen wird. Zum anderen dürften die Rohstoffpreise im Zuge der zyklischen Belebung der Industrie mittelfristig auf breiter Front anziehen – mit den Energieträgern und den Industriemetallen vorneweg. Von dieser Seite erhalten die Güterpreise Aufwind.

... wird aber wegen des nach wie vor kräftigen Inflationsdrucks flach verlaufen.

Die Geldterminmärkte rechnen für das laufende Jahr mit knapp zwei Leitzinssenkungen von Fed und EZB.

Die Geldterminmärkte haben ihre Leitzinserwartungen in den vergangenen Wochen zurechtgestutzt, für die Eurozone werden eineinhalb bis zwei weitere Zinssenkungen erwartet. Ähnlich verhält es sich für die USA, wobei der erste Zinsschritt für das September-Meeting zu 80% und der zweite für Dezember nahezu vollständig eingepreist sind.

US-Treasuries präsentieren sich seit Anfang Mai in einer besseren Verfassung als ihre europäischen Pendanten.

Obschon die EZB vorgeprescht ist, hat sich die Zinsdifferenz am langen Ende der Zinskurve eingengt – eine weitere Divergenz. Während die Renditen von 10-jährigen US-Treasuries ihr Jahreshoch Ende April/Anfang Mai markierten und seither in einen flachen Abwärtstrend (Lower High, Lower Low) übergegangen sind, marschierten die Renditen 10-jähriger Bunds weiter nach oben und erreichten ihr Jahreshoch Ende Mai bei 2,70%, um anschliessend um 2,60% zu oszillieren. Erst die sich zuspitzende Verunsicherung um die politische Lage in Frankreich hat auch die Bund-Renditen stärker einknicken lassen. Am vergangenen Freitag sackten sie erstmals seit Anfang April wieder nachhaltig unter 2,40% ab, womit sie gleichzeitig die 200-Tage-Linie (2,48%) durchbrochen haben.

*Für nachhaltig sinkende Renditen bedarf es aufkommender Leitzinsfantasie.*

*Das Potenzial ist zwar begrenzt, aber gleichwohl vorhanden.*

*Wir erwarten in den USA einen etwas früheren Senkungszyklus, weswegen wir bei US-Treasuries grössere Ertragschancen sehen.*

*Die Zinskurven dürften bis Ende 2025 invers bleiben.*

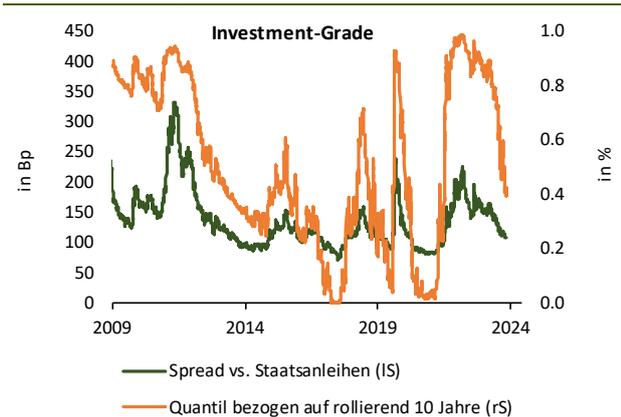
*Unsere Durationseinschätzung steigt von neutral auf moderat bullish – vor allem für US-Bonds.*

Wichtigste Zutat für fallende Renditen ist das Einpreisen von weiteren Leitzinssenkungen. Wie oben beschrieben ist das Potenzial hierfür begrenzt, aber gleichwohl vorhanden. Wir gehen davon aus, dass die EZB die Refinanzierungssätze bis Ende Q1/2025 viermal senken wird (auf 2,75%), von der Fed erwarten wir fünf bis sechs Schritte (Obergrenze Fed-Funds-Rate: 4,00% bis 4,25%). Wir sind in dieser Hinsicht somit optimistischer als beide Zentralbanken und gehen daher von sinkenden Kapitalmarktrenditen in den nächsten Monaten aus.

Allerdings ist der Raum für Renditerückgänge in Europa deutlich geringer als in den USA. Der Grund dafür ist im Abstand der aktuellen Renditen vom längerfristigen Fair Value zu suchen, der bei T-Notes ungleich grösser ist als bei Bundesanleihen. So ist am langen Ende der Bund-Kurve innerhalb von drei Jahren die Rückkehr des Leitzinsniveaus auf 2,50% eingepreist. Demgegenüber rentieren T-Notes mit aktuell 4,20% mehr als 70 Bp über dem für in drei Jahren eingepreisten Leitzinsniveau von 3,50%.

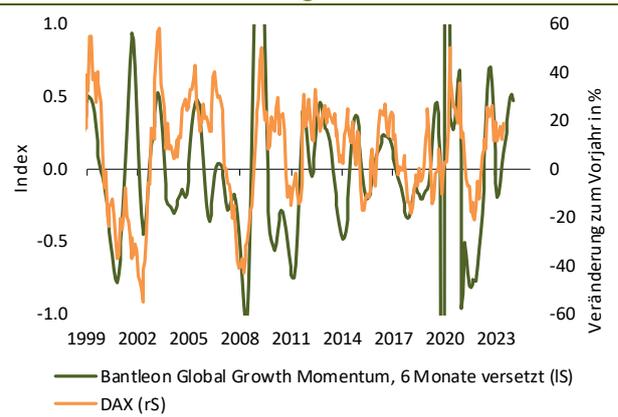
Unsere Prognosemodelle sehen daher bei 10-jährigen US-Staatsanleihen einen Rückgang um 70 Bp auf 3,50% vor, bei ihren deutschen Pendanten sind es indes maximal 40 Bp. Die Zinskurven (10 Jahre vs. 3 Monate) werden nach unserer Überzeugung mindestens bis Ende 2025 invertiert bleiben. Eine Änderung unserer Einschätzung würde sich nur ergeben, wenn die US-Wirtschaft (und im Schlepptau die Eurozone) in eine Rezession abdriftet, was die Leitzinsen auf bzw. unter 2,0% drücken könnte. In diesem Fall dürfte das kurze Ende auf der Reise nach unten das lange Ende überholen und die Kurve würde sich normalisieren. Oder aber wenn die Erwartung aufkäme, die Zentralbanken müssten die Leitzinsen inflationsbedingt sogar weiter erhöhen. In diesem Fall würde das lange Ende nach oben schiessen und von dieser Seite eine Normalisierung erzwingen. Beide Extremszenarien erachten wir als unwahrscheinlich. **Zwischenfazit: Wir gehen von moderat sinkenden Renditen am langen Ende der Zinskurve aus und bevorzugen bei der Umsetzung lang laufende US-Treasuries gegenüber Bunds.**

**Abbildung 21: Unternehmensanleihen (IG) sind zwar teuer, aber nicht extrem überbewertet**



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

**Abbildung 22: Europäische Aktien bleiben fundamental gut unterstützt**



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

*Die Spreads von französischen zu deutschen Staatsanleihen könnten sich im Vorfeld der Neuwahlen um weitere 20 bis 30 Bp ausweiten.*

Derzeit erfahren Bundesanleihen indes von unerwarteter Seite Rückenwind: dem politischen Chaos in Frankreich. Ob es über die Wahltage (30. Juni bzw. 7. Juli) anhält, bleibt abzuwarten. Ein gewisses Eskalationsrisiko besteht (vgl. Eurozone). Die überraschende Auflösung des Parlaments durch Präsident Emmanuel Macron hat jedenfalls die Spreads bereits von 45 Bp auf 78 Bp

hochschnellen lassen, den höchsten Stand seit 2017. Wir können uns durchaus vorstellen, dass die Spreads in die Region 90 Bp bis 100 Bp steigen, bevor eine Konsolidierung einsetzt. In diese Grössenordnung waren die Risikoprämien zuletzt in den dunkelsten Stunden der Eurokrise (2011-2012) vorgeprescht. Im Schlepptau der OATs weiteten sich auch die Spreads aller anderen EUR-Staatsanleihen gegenüber Bunds binnen einer Woche um durchschnittlich 15 Bp aus.

*An den Kreditmärkten erachten wir High-Yields unverändert als stark überbewertet.*

Die Unternehmensanleihen dürften von der Aussicht auf monetäre Lockerungen profitieren, zumal die verbesserten Konjunkturaussichten Industrials zusätzlich in die Hände spielen sollten. Dagegen ist vor allem im High-Yield-Segment die hohe Bewertung kritisch zu werten. Der aktuelle Aufschlag vs. Bunds beläuft sich auf 380 Bp, was im historischen Kontext dem untersten Viertel der Risikoprämien der zurückliegenden zehn Jahre entspricht und mithin ein sehr ungünstiges Risiko-Ertrags-Verhältnis darstellt.

*Im Investment-Grade-Segment sind die Bewertungen längst nicht so hoch.*

Dagegen liegen die Spreads im Investment-Grade-Bereich mit 122 Bp exakt auf dem historischen Mittel (45%-Perzentil, vgl. Abbildung 21), das Risiko-Ertrags-Verhältnis erscheint uns dort deutlich günstiger, weswegen wir hier taktisch Übergewichtet sind.

*Der Aufwärtstrend der Rohstoffpreise ist ins Stocken geraten, ...*

Bei den Rohstoffen ist der seit Mitte Dezember 2023 bestehende Aufwärtstrend zuletzt erkennbar ins Stocken geraten. Schwächere Konjunkturdaten aus den USA und China sind dafür ebenso verantwortlich wie starke Verwerfungen auf einzelnen Futures-Kurven (z.B. Kupfer). **Wir bleiben zwar strukturell bullish für Industriemetalle eingestellt (»Energiewende«) und gehen daher von übergeordnet weiter steigenden Rohstoffpreisen aus.** Die quantitativen Positionierungsmodelle für inflationsbesicherte Staatsanleihen, die den Rohstoffpreisen eine Schlüsselrolle zuweisen, haben allerdings wegen der jüngsten Schwäche der Commodities auf taktischer Ebene ein Exit-Signal generiert. **Wir haben daher die aufgelaufenen Gewinne realisiert und uns neutral positioniert.**

*... was den schwächeren Makrodaten aus China und den USA sowie technischen Faktoren zu verdanken ist.*

*Wir nehmen daher bei Industriemetallen Gewinne mit.*

**Tabelle 3: Finanzmarktprognosen 2024/2025**

»BANTLEON Prognosen«		Sep 23	Dez 23	Mär 24	aktuell*	Sep 24	Dez 24	Mär 25	Jun 25	Sep 25
Renditen (%)	Fed-Funds (Obergrenze)	5,50	5,50	5,50	5,50	5,25	4,75	4,25	4,25	4,25
	10J Treasuries	4,57	3,88	4,20	4,22	4,00	3,80	3,50	3,70	3,80
	EZB-Einlagensatz	4,00	4,00	4,00	3,75	3,50	3,00	2,75	2,75	2,75
	10J Bundesanleihen	2,84	2,02	2,30	2,36	2,20	2,10	2,00	2,10	2,20
	2J Bundesanleihen	3,20	2,45	2,85	2,76	2,40	2,10	1,80	1,90	1,95
Spreads (Bp)	Bund/Pfandbriefe (10J)	72	75	60	65	70	80	80	75	70
	Bund/Unternehmensanleihen	154	139	116	122	130	150	160	150	140
	Bund/Hochzinsanleihen	453	406	377	382	450	500	550	500	450
Aktien	DAX	15'386	16'751	18'492	18'002	18'000	17'300	16'700	17'000	17'800
	Eurostoxx50	4'174	4'521	5'083	4'839	4'850	4'700	4'550	4'700	4'900
	SMI	10'963	11'137	11'730	12'044	11'600	11'000	10'700	11'000	11'400
	S&P500	4'288	4'769	5'254	5'413	5'100	4'900	4'700	4'850	5'000

Quellen: Bloomberg, BANTLEON; \* 14. Juni 2024

*An den Aktienmärkten ...*

An den Aktienmärkten waren zuletzt divergierende Tendenzen zu beobachten. Die US-Indizes markierten neue Höchststände – den KI-Nachrichten

... markierten die US-Indizes neue Höchststände, während die EUR-Barometer – auch wegen des Frankreich-Schocks – unter Druck gerieten.

Aufgrund unseres konstruktiven Leitzinsviews und der zyklischen Belebung in der Industrie sollte der übergeordnete Aufwärtstrend an den Aktienmärkten intakt bleiben.

Die hohen Bewertungen sprechen indes gegen ein aggressives Exposure.

rund um Nvidia sei Dank. Der Rest der Welt konsolidierte bzw. in Europa sorgte der Macron-Schock für einen heftigen Rücksetzer (CAC 40: -6% in der Vorwoche). Damit hat sich bestätigt, dass die Märkte mittlerweile anfällig sind. Es bedarf entweder neuer KI-News oder aber aufkeimender Zinssenkungshoffnungen, um die Aktienrallye am Leben zu erhalten.

Wenn sich die Lage in Frankreich beruhigt, sehen wir in Anbetracht unseres konstruktiven Leitzinsviews gute Chancen, dass sich der übergeordnete Aufwärtstrend fortsetzen wird (vgl. Abbildung 22). Selbst ein Durchhänger der US-Wirtschaft im 2. Halbjahr sollte dabei lediglich für eine Konsolidierung sorgen, aber nicht richtungswesend wirken, da hierdurch die Leitzinsfantasie nur noch mehr angeregt werden dürfte. Erst wenn wieder das Rezessionsgespenst am Horizont auftaucht, wäre ein stärkerer Rücksetzer (> 20%) wahrscheinlich. In Anbetracht der nach wie vor hohen Bewertungsniveaus, der aggressiven Gewinnerwartungen sowie der aktuellen politischen Verunsicherung in Frankreich behalten wir unsere neutrale Ausrichtung mit Blick auf das Aktienexposure bei. Allerdings setzen wir mit der Übergewichtung von kleinen und mittleren Unternehmen gegenüber Large Caps einen bullischen Akzent.

Tabelle 4: Aktuelle Asset-Allocation-Empfehlung\*

	Untergewicht		Neutral	Übergewicht	
	--	-	o	+	++
<b>Aktien</b>					
Gesamtexposure			●●		
Nordamerika		●	●		
Europa			●	●	
Asien Developed			●●		
Emerging Markets			●●		
Value/Growth			●●		
Small/Large Caps			●	●	
<b>Anleihen</b>					
Duration Bunds			●	●	
Duration Treasuries				●●	
Staatsanleihen Peripherieländer		●	●		
Quasi-Staatsanleihen/Pfandbriefe			●	●	
Linker			●●		
Unternehmensanleihen IG			●	●	
Unternehmensanleihen HY		●●			
<b>Rohstoffe</b>					
Gold				●●	
Industriemetalle			●	●	

Stand: 14. Juni 2024; \* ● strategisch (3 bis 6 Monate) ● taktisch (1 bis 3 Monate)

## Technische Analyse

### Aktienmarkt

*Aktien konnten sich von der Kurskorrektur im April wieder erholen, während der S&P500 erneut in einen Aufwärtstrend eingeschwenkt ist.*

*Das Sentiment zeigt sich derzeit moderat positiv, kurzfristig ist nicht mit einer signifikanten Verschlechterung zu rechnen.*

*Saisonal bleiben die Vorzeichen positiv.*

*Im Sommer könnten die abnehmende Liquidität und die zunehmende Relevanz des US-Wahlkampfs für eine erhöhte Volatilität sorgen.*

*Seitens der Marktbreite hat das Gewicht der grössten Titel im S&P500 weiter zugenommen. Daraus ergibt sich eine zunehmende Abhängigkeit vom Momentum dieser Werte.*

*Übergeordnet zeigt sich die Marktbreite solide, wobei kaum Werte im S&P500 überkauft scheinen.*

Im April hatte sich die Stimmung an den Aktienmärkten deutlich eingetrübt. Es kam daraufhin zu einer Kurskorrektur von etwa 5% beim S&P500 und Eurostoxx. Die Euphorie rund um das Thema Künstliche Intelligenz und überraschend robuste Konjunkturdaten verhalfen den Aktien wieder zu mehr Stabilität. Seitdem befinden sich die Aktien im Aufwind, wobei US-Indizes, die weiterhin von der überdurchschnittlichen Performance der Mega-Caps profitieren, deutlich an Dynamik gewinnen konnten. Das Sentimentbild zeigt sich derzeit moderat positiv. So liegt die Anzahl der Aktienmarkt-optimisten gemäss AAI-US-Investor-Sentiment-Readings-Umfrage bei 39%, und damit nur 10%-Punkte über dem Anteil der Pessimisten (29%). Der Volatilitätsindex VIX der CBOE hat sich von den erhöhten April-Ständen wieder auf ein tiefes Niveau von 13 zurückgebildet, was charakteristisch für positive Aktienmarktphasen ist. Dieses Bild wird von mehreren Indikatoren bestätigt: So liegt die Prämie für Kreditausfallversicherungen von High-Yield-Anleihen (gemessen am »Markit iTraxx Europe Crossover Index«) nahe den zyklischen Tiefständen bei 320 Bp. Der CNN Fear and Greed Indicator deutet auf ein neutrales Verhältnis von Angst zu Gier hin. Und zu guter Letzt zeigt auch das durchschnittliche Verhältnis von Put- zu Call-Optionen von 0,87 an der CBOE eine entspannte Stimmung an den Aktienmärkten an. Kurzfristig könnte die vorgezogene Parlamentswahl in Frankreich zu einer Verschlechterung des Sentiments in Europa sorgen und zu einer Underperformance des Eurostoxx führen. Grundsätzlich sehen wir das Sentiment dennoch als moderat positiv an.

Saisonal gesehen sprechen zwei Faktoren für eine Fortsetzung der positiven Aktienmarktentwicklung. So hat ein positiver Jahresauftakt in der Vergangenheit auch oft für einen positiven weiteren Jahresverlauf gesprochen. Zudem neigen Regierungen in Wahljahren dazu, die Wirtschaft, und damit den Aktienmarkt, mit expansiven Fiskalmassnahmen zu unterstützen, was angesichts der rekordhohen Staatsausgaben derzeit der Fall ist. Ab dem Sommer ist mit Blick auf die abnehmende Liquidität und die Brisanz des US-Wahlkampfs mit erhöhter Volatilität zu rechnen.

Eine starke Pfadabhängigkeit ergibt sich auch aus der Marktbreite. So gehören mittlerweile zwar nicht mehr alle Titel der »Magnificent 7« zu den Topperformern, jedoch reicht allein das Gewicht der drei jüngsten Überflieger Nvidia, Apple und Alphabet in den Börsenindizes aus, um diese signifikant anzutreiben. Zusammen nehmen allein diese drei Titel einen Anteil von über 17% am S&P500 ein und sorgen im laufenden Jahr für eine Outperformance des marktgewichteten S&P500 gegenüber dem gleichgewichteten Pendant (+8,7%). Damit ergibt sich zwangsläufig eine starke Abhängigkeit vom Momentum dieser Tech-Werte. Übergeordnet zeigt sich die Marktbreite solider. Etwa 70% der Titel im S&P500 und Eurostoxx notieren oberhalb ihrer 200-Tage-Linie. 93% aller Titel in beiden Börsenindizes handeln auf einem RSI zwischen 30 und 70, nur etwa 2% handeln oberhalb der kritischen 70er-Marke. Damit ist nahezu kein Titel im S&P500 und Eurostoxx überkauft. Global betrachtet, verzeichnen 74% der Länderindizes, und damit drei viertel, einen Anstieg im Monatsvergleich. Zusammenfassend sehen wir die jüngste Entwicklung breit abgestützt. Dabei sollte die zunehmende Dominanz

*Das charttechnische Bild zeigt sich für den S&P500 durchweg positiv.*

*Für den Eurostoxx deuten die Indikatoren auf ein neutrales Bild hin, wobei eine kurzfristige Verschlechterung des Sentiments angesichts der vorgezogenen französischen Parlamentswahlen auf die Kurse drücken könnte.*

einiger weniger Titel in den breiten Börsenindizes, die das Risiko idiosynkratischer Ereignisse erhöht, nicht ausser Acht gelassen werden.

Das charttechnische Bild zeigt sich für die USA und Europa zweigeteilt. Nahezu alle Momentumindikatoren erzeugen für den S&P500 ein Kaufsignal. So generiert der MACD ein positives Signal und auch die Bollinger-Bänder deuten auf einen intakten Aufwärtstrend hin. Im April hatte der S&P500 das mittlere Band auf einem Niveau von 5.000 Punkten getestet, jedoch nicht nach unten durchbrochen. Seither handelt der S&P500 wieder nahe am oberen Band. Auch die übergeordneten gleitenden 20-, 50-, 100- und 200-Tage-Durchschnitte sind ebenso wie der exponentiell gleitende Durchschnitt aufwärtsgerichtet. Einzig der RSI handelt mit einem Wert von 69 nahe am überkauften Bereich, was allein jedoch nicht für eine Trendumkehr reicht. Das charttechnische Bild ist für den S&P500 damit durchweg positiv. Kritische Unterstützungen sehen wir auf einem Niveau von 5.260 Punkten (-2,9%; zyklisches Hoch) und anschliessend bei 5.000 Punkten (-7,7%; zyklisches Tief). Für eine Trendumkehr wäre eine Korrektur von mindestens -4,5% unter das mittlere Bollinger-Band nötig.

Das charttechnische Bild für den Eurostoxx zeigt sich weniger optimistisch. So generieren insbesondere die reagibleren gleitenden Durchschnitte (5, 20 Tage und exponentiell gleitender Durchschnitt) ein Verkaufssignal. Ebenso der MACD und die Bollinger-Bänder. Einzig die längeren gleitenden Durchschnitte (50, 100 und 200 Tage) sind noch aufwärtsgerichtet. Auch der seit November 2023 anhaltende Aufwärtstrendkanal ist gebrochen. Anders als beim S&P500 hat sich der Eurostoxx in einer Seitwärtsbewegung eingependelt, ohne einen neuen Aufwärtstrend zu etablieren. Die Unterschreitung des mittleren Bollinger-Bands bei 510 Punkten hat dazu geführt, dass nun die nächste kritische Marke (zyklisches Tief) bei 500 Punkten (aktuelles Niveau) getestet wird. Sollte diese reissen, würde dies auf einen beginnenden Abwärtstrend hinweisen. Dann wäre der Weg bis auf das Hoch vom August 2023 bei 470 Punkten (-6,0%) offen. Das charttechnische Bild bleibt für den S&P500 positiv und zunächst noch neutral für den Eurostoxx.

**Fazit: Auch wenn die Abhängigkeit von einzelnen Tech-Schergewichten weiter zugenommen hat, bleiben Sentiment, Marktbreite und charttechnisches Bild für den S&P500 weiter positiv. Für den Eurostoxx zeigt sich derzeit ein neutrales Gesamtbild. Sollte sich das Sentiment angesichts der vorgezogenen französischen Parlamentswahlen verschlechtern, könnte das Gesamtbild für den Eurostoxx ins Negative drehen.**

Abbildung 23: Eurostoxx-Index



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 24: S&P500-Index



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

---

## Anleihenmarkt

---

*Anleihen sind im laufenden Jahr deutlich hinter den Erwartungen der Investoren vom Jahresanfang zurückgeblieben.*

*Für die Fed und die EZB wird im laufenden Jahr nur noch mit knapp zwei (weiteren) Zinssenkung gerechnet.*

*Angesichts der positiven Risikostimmung und falkenhaften Haltung der Zentralbanken scheinen Anleger derzeit noch höhere Ertragswartungen an Aktien und höherverzinsliche Anleihen zu haben, was sich auch in der Positionierung widerspiegelt.*

*Die relative Attraktivität der laufenden Verzinsung gegenüber der Dividendenrendite von Aktien spricht allerdings weiterhin für ein Investment in Anleihen.*

*Die abnehmende Anleihenvolatilität erhöht die Attraktivität von Anleihen zusätzlich.*

*Das charttechnische Bild zeigt sich für US-Treasuries durchweg positiv. Entsprechend ist mit weiter fallenden US-Zinsen zu rechnen.*

Europäische Anleihen sind mit einem Ergebnis von -0,6% im laufenden Jahr bisher weit hinter den Erwartungen der Anleger vom Jahresbeginn zurückgeblieben. Einem Zins- und Spreadertrag von +2,0% stand ein Kursverlust, resultierend aus dem Zinsanstieg, von -2,6% gegenüber. Ursächlich hierfür waren die falkenhaften Töne der Notenbanken, die angesichts der zähen Inflationsentwicklung und robusten Konjunktur aufkamen. Die zu Jahresbeginn grosszügig eingepreisten Leitzinssenkungserwartungen wurden daraufhin zu einem grossen Teil ausgepreist. Für die Fed wird für 2024 derzeit noch eine Zinssenkung im November und eine weitere im Dezember erwartet. Für die EZB geht der Markt ebenfalls von zwei Senkungen im laufenden Jahraus.

Die unbesorgte Haltung der Anleger spiegelt sich in der von Bloomberg errechneten Rezessionswahrscheinlichkeit für die USA und die Eurozone wider, die jüngst nur noch bei jeweils 30% und damit 30%-Punkte tiefer liegt als noch vor einem Jahr. Das derzeit grundsätzlich positive Risikosentiment führt aktuell zu einer höheren Ertragswartung der Anleger gegenüber Aktien und höherverzinslichen Anleihen als gegenüber hochqualitativen Staatsanleihen. Darüber hinaus scheinen Anleger angesichts der falkenhaften Haltung der Zentralbanken und der erhöhten Goldnachfrage aus Asien eher geneigt, das Edelmetall zu bevorzugen, um zugunsten der sicheren Häfen zu allokkieren. Aus der Sentimentperspektive fehlt es Anleihen daher an einer breit angelegt Risk-off-Bewegung, die Raum für tiefere Zinsniveaus schafft. Kurzfristig könnte eine solche Bewegung durch die vorgezogenen französischen Parlamentswahlen und die damit einhergehende politische Unsicherheit in Gang kommen. Die CFTC-Positionierung verdeutlicht einmal mehr die skeptische Positionierung der Investoren gegenüber Anleihen. So entfielen gemäss CFTC-Daten für 10-jährige US-Treasuries weiterhin rekordhohe 67% der ausstehenden Future-Kontrakte auf Short-Positionen. Auf Long-Positionen entfielen nur 33%. Für 2-jährige US-Treasuries liegt der Wert für Short-Positionen sogar bei 75%. Fallende Zinsen bergen damit das Potenzial, einen Short-Squeeze auszulösen, bei dem sich die short positionierten Anleger eindecken müssen.

Aus Sicht der relativen Attraktivität bleiben Anleihen relativ zu Aktien weiterhin interessant. Gemessen an der Dividendenrendite des Eurostoxx von 3,6% bieten europäische Unternehmensanleihen mit 3,8% ganze 0,2%-Punkte an Mehrrendite. Gemessen am US-Dividendenindex »Dow Jones Select Dividend Index« erhalten Anleger eine Dividendenrendite von 4,5%. US-Treasuries mit einer Laufzeit von einem Jahr bieten derzeit 5,1% Rendite. US-Anleihen versprechen gemessen am »ICE BofA US Broad Market Index« gar 5,0% an Rendite. Darüber hinaus ist die Anleihenvolatilität gemessen am »MOVE Index« – einem Volatilitätsmass für US-Treasuries – deutlich rückläufig. Die seit vielen Monaten erhöhte Volatilität hatte für einige Anleger eine abschreckende Wirkung. Eine tiefere Schwankungsbreite könnte wieder mit einer erhöhten Nachfrage einhergehen.

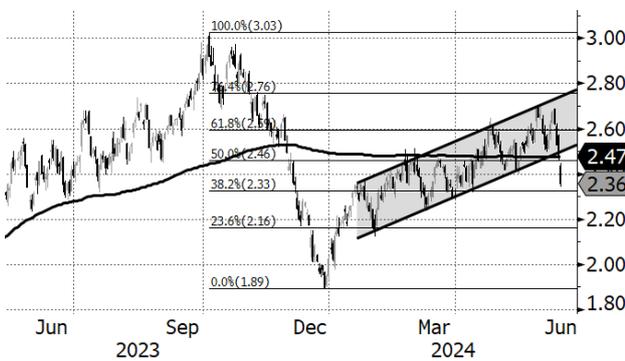
Das charttechnische Bild für 10-jährige US-Treasury-Renditen hat sich deutlich zum Positiven gewendet. So haben die 10-jährigen Renditen ihren Aufwärtstrendkanal nach unten verlassen und dabei die 200-Tage-Linie und das mittlere Bollinger-Band bis auf ein Niveau von 4,21% unterschritten. Sämtliche gleitenden Durchschnitte sind abwärtsgerichtet und deuten auf fallende Renditen hin. Unterstützt wird das Bild von einem Kaufsignal des MACD.

*Das charttechnische Bild für Bundesanleihen hat sich ebenfalls deutlich aufgeheitert. Sollte sich der Trend auf mehrtäti-ger Basis bestätigen, so ist mit einem übergeordneten Abwärtstrend zu rechnen.*

Die nächste Unterstützung könnte bei 4,15% (zyklisches Tief) erreicht werden. Wird diese unterschritten, dürfte der Weg bis auf die markante 4,0%-Marke geebnet sein. Ein Anstieg über die Marke von 4,35% (200-Tage-Linie) respektive 4,40% (mittleres Bollinger-Band) würde den neu etablierten Abwärtstrend unterbrechen. Für 10-jährige Bund-Renditen (aktuelles Niveau: 2,35%) ist das charttechnische Bild moderat positiv. Jüngst wurde das mittlere Bollinger-Band, ebenso wie die 200-Tage-Linie bei 2,48% nach unten durchbrochen, was für eine Trendumkehr spricht. Die kürzer orientierten gleitenden Durchschnitte (5, 20 Tage und exponentieller gleitender Durchschnitt) sind bereits abwärtsgerichtet. Zudem generiert der MACD-Indikator bereits ein Kaufsignal. Vor einer voreiligen Umpositionierung ist jedoch noch abzuraten. So handelten die Renditen bis dato noch innerhalb des Aufwärtstrendkanals. Eine Bestätigung des Trendbruchs auf Schlusstagesbasis bzw. mehrtägiger Basis bleibt abzuwarten. Bei einer Bestätigung wäre der Weg bis auf ein Renditeniveau von 2,33% (38,2%-Fibonacci-Retracement) geebnet. Das nächste Ziel wäre dann das 23,6%-Fibonacci-Retracement auf dem Jahresanfangsniveau bei 2,16%. Wird die Trendumkehr im weniger wahrscheinlichen Fall nicht bestätigt, so ist mit einer Fortsetzung des Aufwärtstrends und einem Anstieg bis auf 2,60% zu rechnen. Das charttechnische Bild ist damit für US-Treasuries positiv und moderat positiv für Bunds.

**Fazit: Das charttechnische Bild hat sich insbesondere für US-Treasury-Renditen deutlich aufgeheitert. Die Bund-Renditen dürften - bei einer Bestätigung der Trendumkehr - ebenfalls in einen übergeordneten Abwärtstrend übergehen.**

**Abbildung 25: Rendite 10-jähriger Bundesanleihen**



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

**Abbildung 26: Rendite 10-jähriger US-Treasuries**



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

## Wichtige Termine der Woche 17.06.2024 – 21.06.2024

Land	Indikator/Ereignis	Periode	Uhrzeit	Einheit	Prognose		Vor- periode
					BANTLEON	Konsens	
<b>Montag, 17.06.2024</b>							
China	Einzelhandelsumsätze	Mai	4.00	yoy, %	-	3,0	2,3
	Industrieproduktion	Mai	4.00	yoy, %	-	6,2	6,7
Eurozone	Lohnkostenindex	Q1/24	11.00	yoy, %	-	-	4,9
USA	New York-Fed Geschäftsklima	Juni	14.30	Index	-15,0	-11,3	-15,6
<b>Dienstag, 18.06.2024</b>							
Deutschland	ZEW-Konjunkturbarometer	Juni	11.00	Index	49,0	49,5	47,1
Eurozone	Kerninflation, endgültige Schätzung	Mai	11.00	yoy, %	2,9	2,9	2,9
	Verbraucherpreise, yoy endgültige Schätzung	Mai	11.00	yoy, %	2,6	2,6	2,6
USA	Einzelhandelsumsatz, gesamt	Mai	14.30	mom, %	0,4	0,3	0,0
	Einzelhandelsumsatz Kernindex	Mai	14.30	mom, %	0,3	0,2	0,2
	Industrieproduktion	Mai	15.15	mom, %	0,3	0,3	0,0
	Lagerhaltung, gesamt	Apr	16.00	mom, %	-	0,3	-0,1
<b>Mittwoch, 19.06.2024</b>							
Eurozone	Bauproduktion	Apr	11.00	mom, %	-	-	0,1
USA	NAHB Housing Market Index	Juni	16.00	Index	46	45	45
<b>Donnerstag, 20.06.2024</b>							
Deutschland	Erzeugerpreise	Mai	8.00	mom, %	0,4	0,1	0,2
Schweiz	SNB-Leitzins	Juni	9.30	%	1,50	1,50	1,50
Eurozone	EZB-Wirtschaftsbericht	Juni	10.00	-	-	-	-
USA	Philadelphia-Fed Geschäftsklima	Juni	14.30	Index	8,0	4,8	4,5
	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung	-	14.30	Tsd.	-	235	242
	Baubeginne	Mai	14.30	Tsd.	1360	1375	1360
	Baugenehmigungen	Mai	14.30	Tsd.	1440	-1450	1440
Eurozone	Verbrauchervertrauen, 1. Schätzung	Juni	16.00	Index	-13,5	-13,8	-14,3
<b>Freitag, 21.06.2024</b>							
Japan	Verbraucherpreise, ohne frische Lebensmittel	Mai	1.30	yoy, %	-	2,6	2,2
Frankreich	Unternehmensvertrauen	Juni	8.45	Index	98	99	99
Deutschland	Einkaufsmanagerindex, Industrie, 1. Schätzung	Juni	9.30	Index	46,5	46,4	45,4
Eurozone	Einkaufsmanagerindex, Dienstleister, 1. Schätzung	Juni	10.00	Index	53,4	53,5	53,2
	Einkaufsmanagerindex, Industrie, 1. Schätzung	Juni	10.00	Index	47,9	47,9	47,3
USA	Einkaufsmanagerindex, S&P Global, Industrie, 1. Schätzg.	Juni	15.45	Index	51,5	51,0	51,3
	Verkäufe bestehender Einfamilienhäuser	Mai	16.00	Mio., ann.	4,12	4,09	4,14

### Rechtlicher Hinweis

Der Financial Market Outlook 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.