

Financial Market Monitor

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

Dr. Harald Preißler | Kapitalmarktstrategie

28. Oktober 2024

Die US-Präsidentenwahl werfen ihren Schatten voraus; ...

... Donald Trump holt mächtig auf, gleichzeitig steigen die Chancen für einen Republican sweep – dann könnte Trump sogar durchregieren.

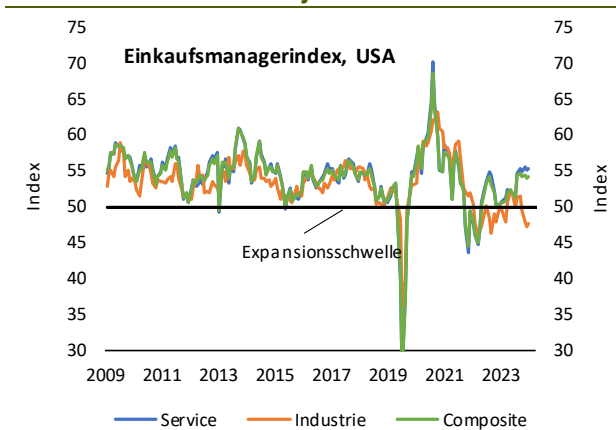
Das T-Wort versetzt die Aktienmärkte in Feierlaune ...

... und stürzt die Anleihenmärkte in eine Depression.

Der 5. November rückt immer näher, dann sind ca. 200 Mio. US-Amerikaner zur Wahl ihres 60. Präsidenten aufgerufen. Zwar deuten die Umfragen nach wie vor auf ein Kopf-an-Kopf-Rennen hin, das jüngste Momentum scheint indes aufseiten von *Donald Trump* zu liegen. Er konnte das Pendel in mehreren Swing-States in seine Richtung kehren und auf nationaler Ebene den grosszügigen Vorsprung, den *Kamala Harris* noch Ende September hatte, egalisieren. Mehr noch, die Chancen, dass die Republikaner in beiden Kongresskammern die Mehrheit erringen (Republican sweep), haben sich ebenfalls verbessert – dann könnte *Trump* ohne nennenswerten Widerstand durchregieren.

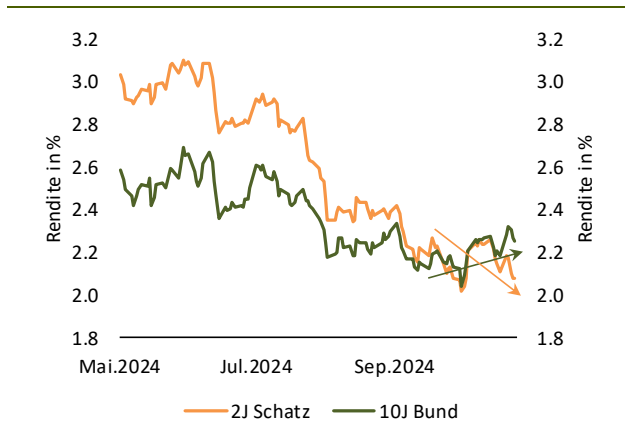
Das T-Wort macht auch an den Finanzmärkten die Runde – und ruft dort kontroverse Reaktionen hervor. Die Aktienmärkte hoffen auf den positiven Effekt von Steuersenkungen sowie frischen konjunkturellen Rückenwind durch die massenhafte Ansiedlung von Industriebetrieben in den USA – als Ausweichreaktion auf die lautstark angekündigten Strafzölle. An den Anleihenmärkten hinterlässt dies einen schalen Beigeschmack. **Den Investoren dämmert, dass die Umsetzung der Trumpschen Wahlversprechen eine Überhitzung der noch immer »warmen« US-Konjunktur herbeiführen würde, garniert mit wieder steigendem Inflationsdruck. Zinssenkungen der Fed wären dann passé, es könnte sogar eine neue Runde an Zinserhöhungen erforderlich werden.**

Abbildung 1: Der unverändert starke Sektorservice hält die US-Konjunktur am Leben



Quellen: S&P Global, BANTLEON

Abbildung 2: Divergenz im Renditeprofil deutscher Bundesanleihen



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Gegenwärtig befindet sich die US-Wirtschaft bereits auf einem robusten Wachstumstrend; ...

Gleichzeitig unterstreichen die jüngsten Konjunkturdaten, dass sich die US-Wirtschaft zuletzt auf einem stabilen Wachstumstrend eingependelt hat. So legte der Composite-EMI im Oktober einen knappen halben Punkt auf 54,3 Zähler zu und verharret damit seit Mai durchgehend oberhalb von 54,0 Punkten (vgl. Abbildung 1). Der Nowcast-Tracker der Atlanta-Fed zeigt für Q3/2024 mittlerweile einen BIP-Anstieg um 3,4% an (die erste offizielle

... neue fiskalische Stimuli einer möglichen Trump-Administration würden die Konjunktur überhitzen und die Inflation befeuern.

In Anbetracht dessen sind die Renditen am langen Ende der US-Kurve zuletzt kräftig gestiegen.

Die Markttechnik ist mittlerweile stark überverkauft, so dass wir mit einer Konsolidierung vor dem Wahltermin rechnen.

In der Eurozone sorgen divergierende Trends zwischen kurzen und längeren Anleihelaufzeiten für eine anhaltende Versteilerung der Zinskurve.

Darin spiegeln sich die jüngsten Makrodaten perfekt wider.

Die Mehrzahl der Konjunkturbarometer für Oktober ist auf tiefem Niveau verharnt, das ist Wasser auf die Mühlen der Tauben im EZB-Rat.

Allerdings steht dem eine unerwartete Verbesserung der besonders zyklischen Industrieindikatoren gegenüber; ...

... die konjunkturellen Aussichten für 2025 hellen sich somit auf und das belastet längere Laufzeiten.

Schätzung steht am Mittwoch auf der Agenda). Obschon wir davon ausgehen, dass sich die Expansionsdynamik mit Blick auf das Winterhalbjahr 2024/25 abschwächen wird, unterliegt die Fed bei den anstehenden Leitzinssenkungen keiner Eile, was an den Geldterminmärkten eine spürbare Aufwärtskorrektur des eingepreisten Leitzinsprofils zur Folge hatte. Das für 2025 eskomptierte Leitzinstief wurde seit Mitte September von 2,75% auf knapp 3,50% aufwärtskorrigiert. **Wie oben beschrieben, würde der Einzug von Donald Trump ins Weisse Haus den verbliebenen Hoffnungen auf Leitzinssenkungen einen weiteren schweren Dämpfer versetzen.**

Vor diesem Hintergrund setzten die Renditen 10-jähriger T-Notes ihren seit Mitte September (genauer: seit dem Tag der ersten Leitzinssenkung der Fed) bestehenden Aufwärtstrend fort und kletterten in der Spitze bis auf 4,26% – ein Anstieg um 66 Bp binnen fünf Wochen. Die Zweifel am Umfang der bevorstehenden Leitzinssenkungen untergraben auch den Versteilerungstrend der Zinskurve. De facto ist der Spread zwischen 10- und 2-jährigen Notes in den vergangenen Wochen zwischen +0,1%- und +0,2%-Punkten seitwärts gewandert.

Aufgrund der mittlerweile extrem überverkauften Markttechnik der US-Treasuries gehen wir bis zur Präsidentschaftswahl von einer Konsolidierung am US-Anleihenmarkt zwischen 4,10 und 4,30% aus. Sollte der Aufschwung Trumps in den US-Wahlumfragen indes anhalten, ist das Risikofamhaft, dass die Renditen weiter steigen und 4,75% ins Visier nehmen.

Anders als in den USA setzte sich in der Eurozone die Zinskurvenversteilerung bis zuletzt fort. Der Renditeabstand zwischen 10- und 2-jährigen Bundesanleihen vergrößerte sich auf 21 Bp, einen 2-jährigen Höchststand. Ausschlaggebend dafür ist die Divergenz zwischen kurzem und langem Ende (vgl. Abbildung 2) – was wiederum auf den jüngsten konjunkturellen Datenreihen zurückzuführen ist.

So sind die Einkaufsmanager- und Geschäftsklimaumfragen für Oktober mehrheitlich schlechter ausgefallen als erwartet (vor allem in Frankreich). Der Composite-EMI der Eurozone verharrte mithin im zweiten Monat in Folge unter der Expansionsschwelle, was den Tauben im EZB-Rat Aufwind verschafft, die für die Dezembersitzung sogar einen 50-Bp-Schritt fordern. Daraufhin sanken die Renditen 2-jähriger Schatzanweisungen bis auf 2,03% und standen damit nur noch einen Wimpernschlag über dem zyklischen Low von Anfang Oktober (1,98%).

Am langen Ende hingegen wurde der Datenkranz deutlich differenzierter betrachtet. Die besonders zyklischen Indikatoren aus der Industrie legten nämlich unerwartet deutlich zu (wir hatten auf die guten Chancen hierfür in der vergangenen Woche hingewiesen). Hervorzuheben sind der Einkaufsmanagerindex der deutschen und der europäischen Industrie sowie der IFO-Geschäftsklimaindex (vgl. Abbildung 3 und unsere *Ad-hoc-Statements* vom 24. und 25. Oktober 2024). Üblicherweise laufen diese Indikatoren dem Rest des Feldes um ein bis zwei Monate voraus. **Die Aussichten für eine an Konturen gewinnende konjunkturelle Erholung in der Eurozone im Allgemeinen und der deutschen Wirtschaft im Besonderen stehen daher nicht schlecht – sofern von geopolitischer Seite keine neuen Schocks für einen »Reset« sorgen.**

Treibende Kraft hinter der Belebung ist die Verbesserung der monetären Rahmenbedingungen und die daran geknüpften Finanzierungsbedingungen.

Treibende Kraft hinter der Belebung sind die verbesserten monetären Rahmenbedingungen – Geldmengen- und Kreditwachstum ziehen wieder an.

Solange das BIP-Wachstum nicht über die Potenzialrate steigt, bleibt der Disinflationstrend intakt und die EZB kann und wird die Zinsen weiter senken.

Kurzlaufende Anleihen bleiben mithin gut unterstützt, ...

... am langen Ende steigen die fundamentalen Risiken.

Aus technischer Sicht stehen Bundrenditen vor einer mächtigen Widerstandszone, die ohne neue Impulse kaum überschritten werden dürfte.

Für einen nachhaltigen Rückgang fehlen indes ebenfalls die Argumente.

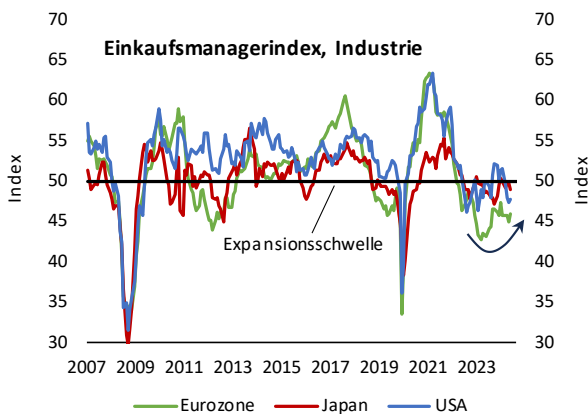
Aus der aktuellen EZB-Statistik zur Geldmengen- und Kreditentwicklung geht hervor, dass sowohl Unternehmen als auch Privathaushalte wieder vermehrt Fremdkapital aufnehmen (vgl. Abbildung 4). Dies spricht für einen gewissen Grundoptimismus in die wirtschaftlichen Perspektiven. Wir rechnen daher im 2. Halbjahr 2025 mit einer Annäherung des BIP-Wachstums an die Potenzialrate (ca. 1,25%).

Steht diese Erwartung im Widerspruch zu unserer Prognose einer raschen Rückkehr der Leitzinsen auf ein neutrales Niveau (ca. 2,25%)? Das ist solange nicht der Fall, wie das Expansionstempo unter der Potenzialrate verharrt, denn solange erhält der Disinflationstrend neue Nahrung. Erst wenn das Wachstumspotenzial ausgeschöpft oder übertroffen wird, bildet sich wieder neuer Teuerungsdruck – davon kann aber bis Mitte 2025 selbst bei der von uns unterstellten konjunkturellen Belebung keine Rede sein. Dabei handelt es sich aber ohne Zweifel um ein Risikoszenario.

Das bedeutet mit Blick auf die Anleihenmärkte, dass der Rückenwind für das kurze Ende fortbesteht, die Renditen somit erneut unter die 2,00-Marke sinken werden. Am langen Ende hingegen formiert sich von konjunktureller Seite Gegenwind, der allerdings zumindest mit Blick auf die nächsten drei Monate von anhaltend positiven Inflationsnachrichten kompensiert werden sollte.

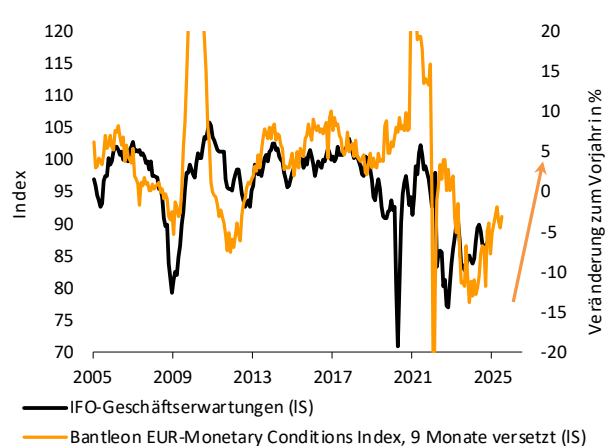
Aus technischer Sicht bewegen sich Bunds nach wie vor innerhalb der seit Ende Juli bestehenden Seitwärtsrange, deren obere Begrenzung vergangene Woche bei 2,33% getestet wurde. Die 200-Tage-Linie verläuft momentan knapp darüber bei 2,37%, bei 2,48% lauert mit der übergeordneten Abwärtstrendlinie (seit Oktober 2023) der nächste schwergewichtige Widerstand. In Anbetracht der mächtigen Widerstandszone knapp über dem aktuellen Renditeniveau erwarten wir für die kommenden Wochen eher eine Konsolidierung, denn eine Fortsetzung der renditeseitigen Aufwärtsbewegung. Unsere quantitativen Durationsmodelle sind einerseits nach wie vor bullish positioniert, andererseits beginnen die Signale zu wackeln.

Abbildung 3: Anzeichen für eine Bodenbildung der globalen Industriekonjunktur



Quellen: S&P Global, BANTLEON

Abbildung 4: In der Eurozone sorgen die monetären Rahmenbedingungen für Rückenwind



Quellen: IFO, Bloomberg, BANTLEON

Wir bleiben daher bei unserer neutralen Durationspositionierung.

In Anbetracht dieser widersprüchlichen Gemengelage halten wir an unserer neutralen taktischen Durationsempfehlung für die Eurozone fest, die Zinskurve dürfte sich weiter versteilern.

Sollten sich die konjunkturellen Perspektiven tatsächlich verbessern, müssten Aktien einen weiteren Schub erfahren.

Die Aussicht auf eine Besserung der konjunkturellen Rahmenbedingungen ist naturgemäss auch für die Aktienmärkte von Relevanz. Bislang bildete primär die solide US-Konjunktur die Basis für das Wachstum der Unternehmensgewinne – auch für die europäischen Unternehmen. **Mit Blick nach vorne deutet sich zwar eine moderate Abkühlung in den USA an, dafür sollten sich die Geschäfte in Europa und in Asien besser entwickeln.** Letzteres gründet sich auch auf die Erwartung, dass die konzertierte Aktion aus Geld- und Fiskalpolitik in China schlussendlich von Erfolg gekrönt sein und auf die wichtigsten Handelspartner (in Asien und Europa) ausstrahlen wird. **Greifbare Belege für mehr Traktion in der chinesischen Konjunktur liegen bislang allerdings noch nicht vor** – der von uns zu diesem Zweck beobachtete Kupferpreis läuft seit zwei Wochen in einer engen Range seitwärts.

Dies gilt aber primär für die unterbewerteten und untergewichteten Titel aus Europa und Asien, die sich besser schlagen sollten als die US-Konkurrenz.

Demgegenüber stehen allerdings die rekordhohen Bewertungen (gemessen am Forward-PE), die insbesondere das Kurspotenzial der US-Leitindizes beschränken. Auch die hohen Gewinnschätzungen der Analysten für 2025, die ein Plus von 15% vorgeben, lassen kaum Raum für positive Überraschungen. Last but not least zeigt der bisherige Verlauf der Berichtssaison mit seinen durchwachsenen Ergebnissen, dass es immer schwerer wird, die hoch gesteckten Erwartungen zu übertreffen. **In Europa und den Schwellenländern ist die Ausgangslage exakt spiegelverkehrt, weswegen wir an unserer Erwartung einer relativen Outperformance gegenüber den USA festhalten.**

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
25.10.2014	2.12	2.29	4.24	18	104	11.700	5.808	19.463
18.10.2014	2.11	2.18	4.08	19	106	11.848	5.864	19.657

Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Wichtige Termine der Woche 28.10.2024 – 01.11.2024

Land	Indikator/Ereignis	Periode	Uhrzeit	Einheit	Prognose		Vor- periode
					BANTLEON	Konsens	
Montag, 28.10.2024							
Keine relevanten Datenveröffentlichungen							
Dienstag, 29.10.2024							
Deutschland	GfK Verbrauchervertrauen	Nov	8.00	Index	-	-20,5	-21,2
USA	Verbrauchervertrauen, Conference Board	Okt	15.00	Index	99,7	99,3	98,7
	Offene Stellen (JOLTS)	Sep	15.00	Tsd.	-	7935	8040
Mittwoch, 30.10.2024							
Frankreich	Bruttoinlandsprodukt, 1. Schätzung	Q3/24	7.30	qoq, %	0,3	0,3	0,2
Schweiz	KOF-Konjunkturbarometer	Okt	9.00	Index	104,5	105,0	105,5
Spanien	Verbraucherpreise (HVPI), 1. Schätzung	Okt	9.00	yoy, %	1,8	1,8	1,7
	Bruttoinlandsprodukt, 1. Schätzung	Q3/24	9.00	qoq, %	0,6	0,6	0,8
Deutschland	Arbeitslosensaldo	Okt	9.55	Tsd.	18	15	17
	Bruttoinlandsprodukt, 1. Schätzung	Q3/24	10.00	qoq, %	-0,1	-0,1	-0,1
Italien	Bruttoinlandsprodukt, 1. Schätzung	Q3/24	10.00	qoq, %	0,1	0,2	0,2
Eurozone	Wirtschaftsvertrauen	Okt	11.00	Index	96,5	96,3	96,2
	Industrievertrauen	Okt	11.00	Index	-10,8	-10,5	-10,9
	Bruttoinlandsprodukt, 1. Schätzung	Q3/24	11.00	qoq, %	0,2	0,2	0,2
USA	ADP-Stellenschaffungen, Privatwirtschaft	Okt	13.15	Tsd.	-	110	143
	Bruttoinlandsprodukt, 1. Schätzung	Q3/24	13.30	qoq, %	3,2	3,0	3,0
Deutschland	Verbraucherpreise (CPI), 1. bundesweite Schätzung	Okt	14.00	yoy, %	1,8	1,8	1,6
Donnerstag, 31.10.2024							
Deutschland	Importpreise	Sep	8.00	mom, %	-0,6	-0,4	-0,4
Frankreich	Verbraucherpreise (HVPI), 1. Schätzung	Okt	8.45	yoy, %	1,6	1,5	1,4
Italien	Verbraucherpreise (HVPI), 1. Schätzung	Okt	11.00	yoy, %	0,8	0,9	0,7
Eurozone	Verbraucherpreise (HVPI), 1. Schätzung	Okt	11.00	yoy, %	1,9	1,9	1,7
	Kerninflation, 1. Schätzung	Okt	11.00	yoy, %	2,6	2,6	2,7
USA	Arbeitslosenquote	Sep	11.00	%	6,4	6,4	6,4
	Arbeitskostenindex	Q3/24	13.30	qoq, %	-	0,9	0,9
	Konsumausgaben	Sep	13.30	mom, %	0,4	0,4	0,2
	Kerndeflator der privaten Konsumausgaben	Sep	13.30	mom, %	0,3	0,3	0,1
	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung	-	13.30	Tsd.	-	232	227
	ISM-Einkaufsmanagerindex, Chicago	Okt	14.45	Index	-	47,0	46,6
	ISM-Einkaufsmanagerindex, Gesamt	Okt	14.45	Index	-	47,0	46,6
Freitag, 01.11.2024							
China	Einkaufsmanagerindex, Industrie	Okt	2.45	Index	49,8	49,7	49,3
Schweiz	Verbraucherpreise	Okt	8.30	mom, %	-	0,0	-0,3
	Einkaufsmanagerindex, Industrie	Okt	9.30	Index	49,2	49,5	49,9
USA	Stellensaldo	Okt	13.30	Tsd.	95	110	254
	Arbeitslosenquote	Okt	13.30	%	4,1	4,1	4,1
	ISM-Einkaufsmanagerindex, Industrie	Okt	15.00	Index	47,4	47,6	47,2

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.