

Financial Market Monitor

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

Dr. Harald Preißler | Kapitalmarktstrategie

16. Dezember 2024

Das Kapitalmarktjahr 2024 dürfte überwiegend zufriedene Gesichter hinterlassen: ...

... Die Aktienmärkte legten zweistellig zu, die Anleihenrenditen bewegen sich seitwärts und die Risikoprämien von Corporates engen sich deutlich ein.

Für die gute Entwicklung der Risikoassets war neben der lockeren Geldpolitik das besser als erwartete Konjunkturklima verantwortlich.

Aktive und passive Investoren setzten 2024 auf dieselben Pferde, was der Aktienhausse einen Hauch von Teflon verpasste.

Die Zinskurven haben sich 2024 versteilert, ...

... dieser Trend dürfte sich im nächsten Jahr fortsetzen.

Mit Blick auf 2025 sind alle Augen nach Washington gerichtet.

Das Kapitalmarktjahr 2024 dürfte die Erwartungen der meisten Investoren übertroffen haben. Die wichtigsten Assetklassen lieferten ausnahmslos positive, teilweise sogar üppige Erträge. Die Aktienmärkte legten zweistellig zu (MSCI Welt: +20%; Stoxx600: +10%, DAX: +22%), die Indizes erreichten in Serie historische Höchststände. Unternehmensanleihen (IG) konnten knapp 6% hinzugewinnen, die Risikoprämien sanken im Jahresverlauf deutlich und durchbrachen in den vergangenen Tagen auf Indexebene (ER00) die 100-Bp-Schallmauer. Selbst EUR-Staatsanleihen lieferten einen bescheidenen Performancebeitrag von 3,5%, Bundesanleihen immerhin +1,5%. Lediglich an den Rohstoffmärkten gibt es einzelne negative Ausreisser, etwa den Rohölpreis, der knapp 4% nachgab. Unangefochtener Spitzenreiter im Performanceranking sind nicht etwa die US-Tech-Aktien, sondern der Kryptobereich, so verteuerte sich der Bitcoin seit dem Jahreswechsel um spektakuläre 139%.

Die starke Performance von Risikoassets im Jahr 2024 ist auf mehrere Faktoren zurückzuführen. Eine zentrale Rolle spielte die Geldpolitik, die wegen der Entspannung an der Inflationsfront rund um den Globus in den Lockenungsmodus übergang. Von konjunktureller Seite kamen ebenfalls positive Impulse – wenn auch auf subtilere Weise. So haben sich die negativen Erwartungen an die Entwicklung der Weltwirtschaft nicht bewahrheitet. Im Gegenteil, die US-Wirtschaft wuchs unter geringen Schwankungen, wobei sich der Arbeitsmarkt leicht abkühlte. Auch die Eurozone überraschte trotz Rezession im Industriesektor positiv, die Arbeitslosenquote hat mit 6,3% sogar ein historisches Allzeittief erreicht.

Aus technischer Sicht war das Börsenjahr 2024 von einer bemerkenswerten Homogenität im Anlegerverhalten geprägt. Die Flows passiv anlegender Investoren fließen konstruktionsbedingt in die Titel mit der höchsten Indexgewichtung, gleichzeitig selektieren die aktiven Investoren in aller Regel die Titel und Sektoren mit dem stärksten Momentum. Damit setzten am Ende alle auf dieselben Pferde.

Die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen sind im Jahresverlauf um 20 Bp von 2,02% auf 2,26% gestiegen, am kurzen Ende sind sie hingegen von 2,40% auf 2,04% gesunken. Lang laufende US-Treasuries rentieren ca. 45 Bp höher als zu Jahresbeginn, am kurzen Ende steht ein magerer Rückgang von 5 Bp zu Buche. Die Zinskurven wurden mithin steiler, die Laufzeitprämie ist nach einer zweijährigen Inversionsphase wieder positiv – dieser Trend dürfte sich 2025 fortsetzen.

Mit Blick auf das Jahr 2025 richten sich alle Augen auf die neue US-Regierung und die Frage, wann und in welcher Form sich Donald Trump nach seiner Inthronisierung an die Verwirklichung seiner Wahlversprechen macht. Dem Vernehmen nach will er keine Zeit verstreichen lassen und umgehend die Zölle erhöhen. Dies sollte mittlerweile niemanden mehr (negativ) überraschen. Im Gegenteil, je klarer sich abzeichnet, dass die Zölle »nur« Mittel zum

Je vernünftiger Donald Trump agiert, umso besser wäre dies für die USA – und den Rest der Welt.

Die Konjunkturperspektiven sind durchaus positiv, ...

... unter anderem wegen der weltweit expansiven Fiskalpolitik ...

... und der Aussicht auf weitere monetäre Lockerungen durch die Zentralbanken.

Die SNB überraschte am Donnerstag mit einer grossen Zinssenkung.

Der 50-Bp-Schritt wurde mit dem drohenden Unterschieden der Inflation und dem starken Frankenkurs begründet.

Sollten die Massnahmen nicht fruchten, wäre die Wiedereinführung von Negativzinsen eine Option.

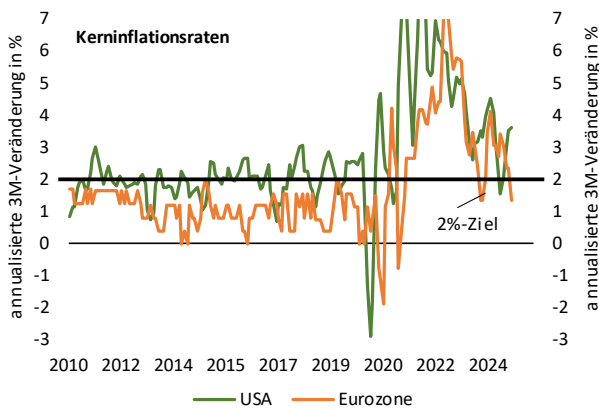
Zweck und damit Teil einer Verhandlungsmasse sind (Grenzschutz durch die Nachbarländer, Eindämmung von Migration, Deals zugunsten der US-Energie- und Rüstungsbranche), umso schneller dürften die Unternehmen auch im Rest der Welt den Blick auf die konjunkturellen Chancen richten.

So wird die Fiskalpolitik auch 2025 weltweit ein Ausgabenfeuerwerk zünden. Neben den USA wird im nächsten Jahr vor allem China die lahmende Wirtschaft über höhere Staatsdefizite ankurbeln. In der vergangenen Woche bekräftigte das Politbüro noch einmal seinen Willen, die Binnennachfrage 2025 stärken zu wollen. Zum einen, weil eine Schmerzuntergrenze beim Wachstum erreicht ist und zum anderen, um sich wirksamer vor den potenziellen Folgen der US-Handelspolitik schützen zu können. Selbst in Europa wird die Front der Verteidiger einer stabilitätsorientierten Haushaltspolitik immer brüchiger. In Deutschland findet sich ausserhalb der FDP kein Politiker mehr, der nicht für eine »Reform« der Schuldenbremse plädieren würde.

Hinzu kommt, dass die Geldpolitik ihren restriktiven Kurs rund um den Globus verlassen hat, was die Finanzierungskonditionen und damit das Investitionsklima verbessert. Die Voraussetzungen für eine konjunkturelle Erholung stehen daher alles andere als schlecht – das gilt selbst für das gramgebeugte Deutschland.

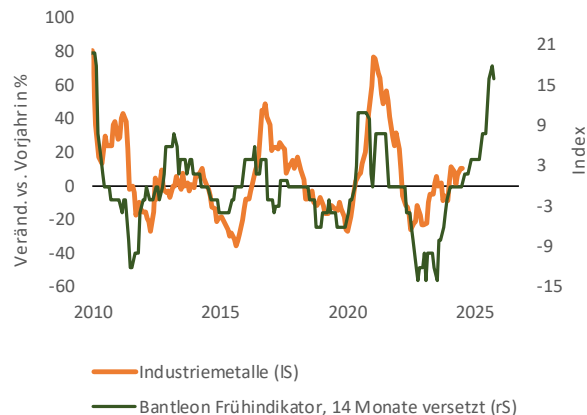
In der vergangenen Woche lieferten gleich zwei wichtige Zentralbanken neuen geldpolitischen Rückenwind. Die Schweizerische Nationalbank (SNB) überraschte dabei mit einem grossen 50-Bp-Schritt (von 1,00% auf 0,50%). Die Gründe hierfür sind zum einen die tiefe Inflationsrate, die mit 0,7% nicht nur unter den Prognosen der Zentralbank liegt, sondern wegen der Anfang 2025 landesweit sinkenden Strompreise sogar schon bald in Richtung Nulllinie abtauchen dürfte. Zum anderen sorgen sich die Währungshüter um den starken Frankenkurs, der die Wettbewerbsfähigkeit der Unternehmen schwächt und den Inflationsdruck zusätzlich dämpft. Gegenüber dem Euro wurde der Schweizer Franken mit 0,92 CHF zwischenzeitlich so hoch bewertet wie seit Januar 2015 nicht mehr. Um dem Eindruck entgegenzuwirken, die SNB habe mit dem jüngsten Zinsschritt ihr Pulver verschossen, wiesen die Währungshüter explizit auf die Möglichkeit der Wiedereinführung negativer Zinsen hin.

Abbildung 1: Globaler Disinflationstrend noch intakt – Konditionsprobleme auf der letzten Meile



Quellen: BLS, Eurostat, BANTLEON

Abbildung 2: Die Rohstoffpreise könnten 2025 wieder eine Rolle spielen



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Die EZB lieferte den erwarteten 25-Bp-Schritt; ...

Davon ist die EZB weit entfernt. Am vergangenen Donnerstag wurden die Leitzinsen zum vierten Mal in Folge reduziert. Der Einlagensatz sank um 25 Bp auf 3,00%. Die mittelfristigen Inflationsprognosen der Währungshüter haben sich gegenüber September kaum verändert, die Kerninflation soll ab 2026 knapp unter dem 2,0%-Ziel liegen. Dagegen wurden die Wachstumserwartungen nach unten angepasst, erst ab 2026 rechnen die Währungshüter wieder mit einem BIP-Zuwachs oberhalb der Potenzialrate (1,3%). Insgesamt ist das Risikoprofil beim Inflations- und Wachstumsausblick nunmehr ausgeglichen, es sei mithin nicht mehr notwendig, die Geldpolitik »restriktiv« auszurichten.

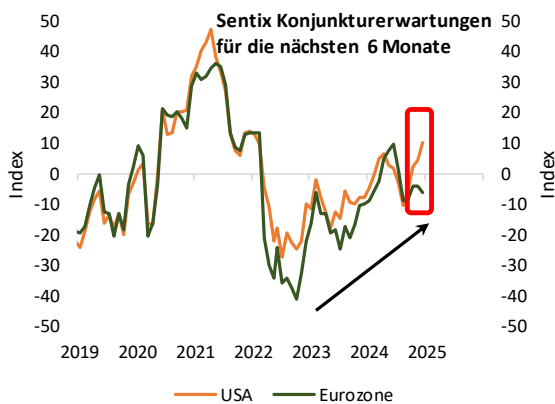
... im ersten Halbjahr 2025 werden weitere folgen.

Weitere Leitzinssenkungen in Richtung neutrales Level sind daher die logische Konsequenz. So weit so gut, wo genau (oder wenigstens ungefähr) dieses neutrale Niveau liegen könnte, wollte *Christine Lagarde* jedoch nicht verraten – darüber werde in den kommenden Monaten erst noch beraten. Die gängigen Schätzungen unterstellen ein Band zwischen 2,00% und 2,50% (siehe unseren *Ad-hoc-Kommentar* vom 12. Dezember 2024). Die Geldterminkmärkte gehen davon aus, dass die Leitzinsen Mitte 2025 ihren Tiefpunkt bei 1,75% erreichen, also knapp unter der neutralen Zone.

Die aggressiven Erwartungen an den Geldterminkmärkten könnten indes enttäuscht werden.

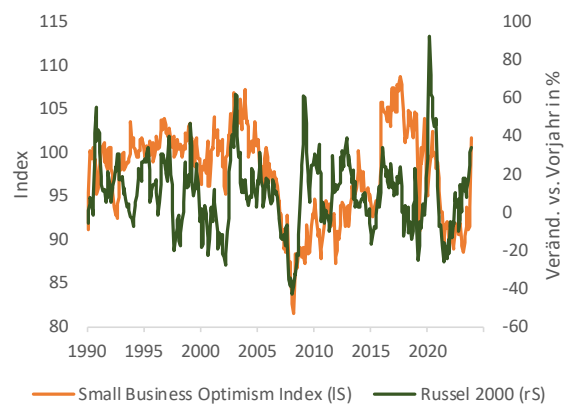
Sollte das Wirtschaftswachstum der Eurozone im kommenden Jahr tatsächlich Fahrt aufnehmen, könnten sich die eingepreisten Leitzinserwartungen als zu optimistisch erweisen. Zumal der Disinflationstrend 2025 von steigenden Rohstoffpreisen ausser Tritt gebracht werden könnte (vgl. Abbildung 2).

Abbildung 3: Konjunkturerwartungen im Aufwind – in den USA stärker als in der Eurozone



Quellen: Sentix, BANTLEON

Abbildung 4: Trump verleiht Small und Mid Caps Flügel – zumindest in den USA



Quellen: NFIB, Bloomberg, BANTLEON

Die US-Verbraucherpreise legten im November im Rahmen der Erwartungen zu; ...

In den USA zeigt sich bereits seit einigen Monaten, wie gross das Beharrungsvermögen des Teuerungsdrucks ist. Negative Überraschungen lieferten die jüngsten Inflationszahlen zwar nicht: Die Headline- und die Kernrate legten um 0,3% gegenüber Oktober zu. Auch die Jahresraten entsprachen mit 2,7% (Headline) und 3,3% (Kernrate) den Konsensschätzungen (siehe unseren *Ad-hoc-Kommentar* vom 11. Dezember 2024). Der übergeordnete Abwärtstrend der Inflationsraten hat sich im 2. Halbjahr 2024 allerdings erkennbar abgeflacht und scheint sich deutlich oberhalb der 2,0%-Zielmarke zu stabilisieren (siehe Abbildung 1).

... die Inflationsraten stabilisieren sich oberhalb der 2,0%-Marke.

Unter den wenigen Konjunkturdaten der vergangenen Woche ...

Konjunkturindikatoren waren in der vergangenen Woche Mangelware. Im Rahmen der monatlichen Sentix-Umfrage zu den Konjunkturerwartungen der Finanzmarktteilnehmer zeigte sich ein auffälliger *Trump-Effekt*:

... sticht das Sentix-Barometer heraus: ...

... Die Erwartungen für die USA sind gestiegen, für die Eurozone hingegen gesunken.

Die konjunkturelle Belegung in den USA scheint an Breite zu gewinnen, ...

... auch unter kleinen und mittleren Unternehmen wächst die Zuversicht, ...

... die Investitionsbereitschaft nimmt wieder zu.

An den Aktienmärkten überwiegen nach unserer Einschätzung die Risiken.

Im Laufe des nächsten Jahres verbessern sich die Aussichten allerdings, dann steht steigenden Notierungen nichts im Wege.

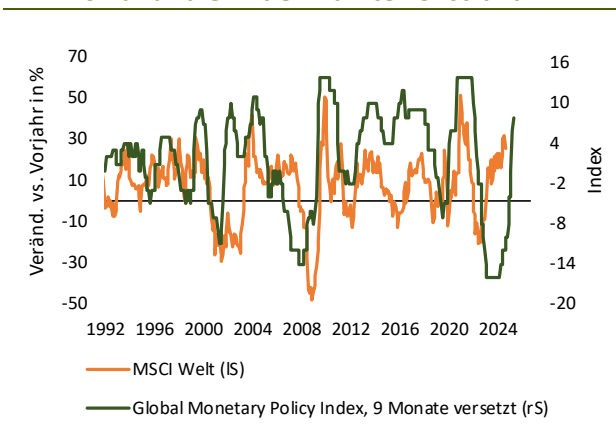
Während die Erwartungen für die USA einen deutlichen Satz nach oben machten, erfuhr der Index der Eurozone einen Dämpfer (siehe Abbildung 3). Der übergeordnete Aufwärtstrend ist jedoch diesseits wie jenseits des Atlantiks intakt und wird sich gemäss unserer Frühindikatoren im nächsten Jahr fortsetzen. Es spricht allerdings sehr viel dafür, dass das Expansionstempo in den USA deutlich höher bleibt als auf dem alten Kontinent.

Letzteres hat auch damit zu tun, dass die Umsetzung der Trump'schen Wahlversprechen vor allem kleinen und mittleren Unternehmen zugutekäme – das Konjunkturklima würde sich mithin in der Breite verbessern. Die Vorschusslorbeeren sind durchaus gross. So machte das Geschäftsklima der US-Unternehmen aus der zweiten und dritten Reihe gemäss NFIB-Umfrage einen grossen Satz nach oben und notiert mit 101,7 Punkten (nach 93,7) erstmals seit Ende 2021 wieder über dem historischen Mittelwert von 98 Punkten. Treibende Kraft waren vor allem die deutlich verbesserten Konjunkturerwartungen und die Investitionsaussichten. Wir gehen davon aus, dass dieser Trend 2025 fortduert und die Aktien von Small und Mid Caps auf der Überholspur bleiben (siehe Abbildung 4).

Large Caps dürften hingegen dem hohen Tempo des Jahres 2024 Tribut zollen und einen Gang zurückschalten. Die hohen Bewertungen an der US-Leitbörse im Verbund mit optimistischen Gewinnerwartungen, der einseitigen Positionierung und der scheinbar unerschütterlichen Zuversicht der Marktteilnehmer könnten jederzeit zu Anfällen von Höhenkrankheit führen und eine deutliche Korrektur der Aktienmärkte in Gänze auslösen.

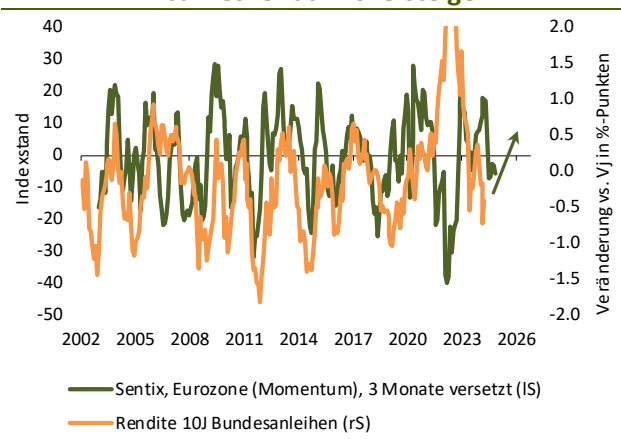
Wir rechnen indes nicht mit einem Bärenmarkt, dafür sind die Makroprospektiven insgesamt zu konstruktiv (siehe Abbildung 5). Nach einem Rückschlag Anfang 2025 dürften sich die Märkte im weiteren Jahresverlauf wieder auf den Weg nach oben machen und verloren gegangenes Terrain zurückerobern.

Abbildung 5: Die Vorgaben von der Makroseite sind für die Aktienmärkte konstruktiv



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 6: Die Anleiherenditen dürften im Jahresverlauf 2025 steigen



Quellen: Sentix, Bloomberg, BANTLEON

Die Anleihenmärkte standen zuletzt unter Druck, die Renditen sind deutlich gestiegen.

Die Anleihenmärkte standen auch in den vergangenen Tagen unter Druck. Die Bundrendite kletterte um weitere 13 Bp auf 2,26% und kehrten damit in die Mitte der seit Ende Juli bestehenden Seitwärtsrange zurück. 10-jährige US-Treasuries rentieren 24 Bp über dem Niveau der Vorwoche und stehen mit 4,40% kurz vor einem Angriff auf den übergeordneten renditeseitigen Abwärtstrend (4,45%), der sich seit Oktober 2023 herausgebildet hat.

Wir erwarten indes zu Beginn des nächsten Jahres einen Renditerückgang, ...

... ab Q2 dürfte der Wind drehen und die Renditen auf neue zyklische Höchststände treiben.

Fazit: Die Geopolitik und das Konjunkturklima werden für ein spannendes Finanzmarktjahr 2025 sorgen.

Nach unserer Einschätzung wird der Renditetrend schon bald wieder nach unten drehen. Viele Anleger werden Anfang 2025 erst einmal den Start der neuen US-Regierung abwarten, was die Nachfrage nach hochliquiden Staatsanleihen pushen dürfte. Auch die Makrodaten dürften zu Beginn noch schwach ausfallen (siehe Abbildung 6). Im Zeitablauf verbessert sich jedoch das Konjunkturklima, die Rohstoffpreise steigen und die Leitzinssenkungserwartungen werden entsprechend zurückgeschraubt. Wir rechnen daher ab dem Frühjahr mit deutlich steigenden Renditen und neuen zyklischen Renditehöchstständen.

Fazit: Die Geopolitik und das Konjunkturklima werden für ein spannendes Jahr 2025 sorgen, soviel steht fest. Vielleicht ist die Einladung, die Donald Trump anlässlich seiner Inaugurationsfeier an Xi Jinping ausgesprochen hat, ein Zeichen dafür, dass am Ende doch die Vernunft siegt. Wer miteinander redet, hat bessere Chancen für einen Deal, der beiden Seiten nützt. Die Hoffnung stirbt zuletzt.

Tabelle: Finanzmärkte

Datum	Renditen (%)			Spreads zu Bund (Bp)		Aktien		
	DEU 2J	DEU 10J	USA 10J	Swap (2J)	Corps (IG)	MSCI Welt	S&P500	DAX
13.12.2024	2,07	2,26	4,40	14	97	12.072	6.051	20.405
06.12.2024	2,00	2,11	4,15	13	100	12.189	6.090	20.384

Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Wichtige Termine der Wochen 16.12.2024 – 10.01.2025

Land	Indikator/Ereignis	Periode	Uhrzeit	Einheit	Prognose		Vor- periode
					BANTLEON	Konsens	
Montag, 16.12.2024							
Eurozone	Einkaufsmanagerindikator, Industrie, 1. Schätzung	Dez	10.00	Index	45,4	45,3	45,2
USA	New York-Fed Geschäftsklima	Dez	14.30	Index	8,0	10,0	31,2
	Einkaufsmanagerind., Industrie, S&P Global, 1. Schätz.	Dez	15.45	Index	49,5	49,5	49,7
Dienstag, 17.12.2024							
Deutschland	ifo-Geschäftsklima	Dez	10.00	Index	85,8	85,5	85,7
	ZEW-Konjunkturbarometer	Dez	11.00	Index	8,5	6,6	7,4
USA	Einzelhandelsumsätze	Nov	14.30	mom, %	0,6	0,5	0,4
Mittwoch, 18.12.2024							
USA	Fed-Leitzins, obere Bandbreite	Dez	20.00	%	4,50	4,50	4,75
Donnerstag, 19.12.2024							
Frankreich	Unternehmensvertrauen	Dez	8.45	Index	95,6	97,0	96,7
Freitag, 20.12.2024							
Japan	Verbraucherpreise, ohne frische Lebensmittel	Nov	0.30	mom, %	-	2,6	2,3
USA	Konsumausgaben	Nov	14.30	mom, %	0,5	0,5	0,4
Eurozone	Verbrauchervertrauen, 1. Schätzung	Dez	16.00	Index	-14,1	-14,0	-13,7
Montag, 23.12.2024							
USA	Verbrauchervertrauen, Conference Board	Dez	16.00	Index	-	-	113,0
Dienstag, 24.12.2024							
USA	Auftragseingänge langlebiger Güter	Nov	14.30	mom, %	-	-	0,3
Donnerstag, 02.01.2025							
China	Einkaufsmanagerindex, Industrie	Dez	2.45	Index	-	-	51,5
Freitag, 03.01.2025							
USA	ISM-Einkaufsmanagerindex, Industrie	Dez	16.00	Index	-	-	48,4
Montag, 06.01.2025							
Deutschland	Verbraucherpreise, 1. bundesweite Schätzung	Dez	14.00	yoy, %	-	-	2,2
Dienstag, 07.01.2025							
Eurozone	Verbraucherpreise, 1. Schätzung	Dez	11.00	yoy, %	-	-	2,3
USA	ISM-Einkaufsmanagerindex, Dienstleister	Dez	16.00	Index	-	-	52,1
Mittwoch, 08.01.2025							
Deutschland	Auftragseingang	Nov	8.00	mom, %	-	-	-1,5
Eurozone	Wirtschaftsvertrauen	Dez	11.00	Index	-	-	95,8
Freitag, 10.01.2025							
USA	Stellensaldo	Dez	14.30	Tsd.	-	-	227

***Wir wünschen Ihnen ein frohes Weihnachtsfest und
einen guten Start ins Jahr 2025!***

***Am 13. Januar 2025 erscheint der erste
Financial Market Outlook des neuen Jahres.***

BANTLEON

Institutional Investing

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.