

Financial Market Outlook

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

19. Februar 2024

Kapitalmarktanalyse
Anlagemanagement

Inhalt

Dr. Daniel Hartmann
Chefvolkswirt

Dr. Andreas A. Busch
Senior Economist

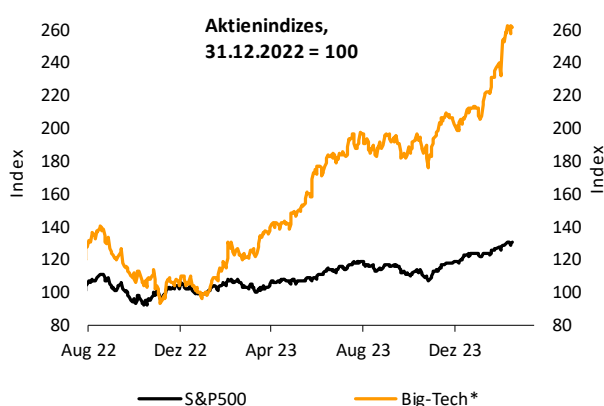
Jörg Angelé
Senior Economist

Marcio da Costa
Senior Portfolio Manager

USA	2
China	5
Eurozone	6
Finanzmärkte	11
Technische Analyse	16
Wichtige Termine der Woche	20

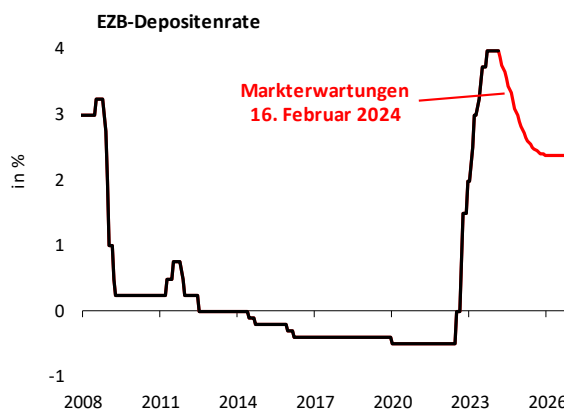
- US-Wirtschaft weiterhin robust; im 2. Halbjahr Abkühlung wahrscheinlich
- Eurozone steht vor blutleerer konjunktureller Erholung
- Globale Disinflation sollte sich fortsetzen
- Notenbanken dürften Leitzinsen namhaft senken
- Staatsanleihen-Renditen haben moderates Abwärtspotenzial
- Höhenflug der Aktienmärkte sollte im Frühjahr/Sommer enden
- Grösstes Risiko: Inflationsgefahren kehren zurück
- In diesem Fall geraten Bondmärkte unter Druck

Abbildung 1: Immer höher und weiter



Quellen: Bloomberg, BANTLEON; * ungewichteter Durchschnitt von Alphabet, Amazon, Apple, Meta, Microsoft, Nvidia

Abbildung 2: Warten auf die erste Leitzinssenkung



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

USA

Die US-Wirtschaft hat in den zurückliegenden Monaten mehrheitlich positiv überrascht; ...

... unter anderem läuft der Jobmotor weiterhin auf hohen Touren ...

... und die Unternehmensstimmung hellt sich auf; ...

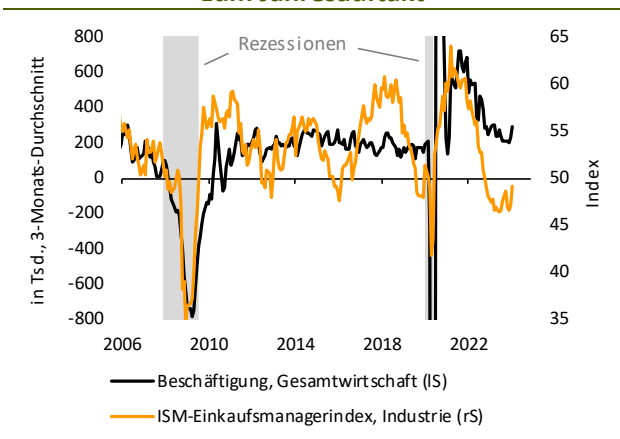
... beim BIP-Wachstum im laufenden Quartal zeichnet sich mithin erneut ein ordentliches, wenn auch schwächeres Plus ab als in Q4/2023.

Die US-Wirtschaft hat in den zurückliegenden Monaten mehrheitlich positiv überrascht. So wurde für das Schlussquartal des vergangenen Jahres erneut ein kräftiger BIP-Zuwachs von annualisiert 3,3% gegenüber dem Vorquartal gemeldet. Die erwartete Abschwächung nach dem markanten Anstieg von 4,9% im 3. Quartal fiel mithin sehr moderat aus.

Darüber hinaus zeichnet sich ein ordentlicher Start ins Jahr 2024 ab. Beim privaten Konsum deutet der Rückgang der Einzelhandelsumsätze im Januar um 0,8% (nach +0,4% im Dezember) zwar auf eine Wachstumsverlangsamung hin – wir rechnen im 1. Quartal mit einem Konsum-Anstieg von +1,5% (nach +3,1% in Q4, jeweils annualisiert gegenüber dem Vorquartal). Ungeachtet dessen spiegeln eine Reihe von wichtigen Konjunkturindikatoren ein freundliches Umfeld wider. Zum einen ist hier der deutliche Stellenzuwachs von 353 Tsd. im Januar zu nennen. Zum anderen sticht der schwindende Pessimismus bei der bislang lahmen Industrie ins Auge, der im Anstieg des ISM-Einkaufsmanagerindicators zum Ausdruck kommt (vgl. Abbildung 3).

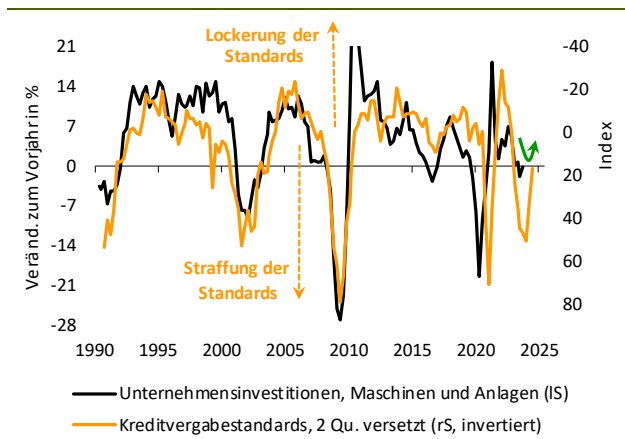
Vor diesem Hintergrund gehen wir im laufenden Quartal von einem abermals soliden BIP-Zuwachs in Höhe von rund 2,0% aus. Neben einem erneuten Schub vonseiten des Konsums dürfte dabei auch eine Aufstockung der Lagerbestände stützend wirken. Laut ISM-Umfrage sehen die Industrieunternehmen hier merklichen Nachholbedarf bei ihren Kunden. Mit Blick auf das 2. Quartal haben sich die Perspektiven ebenfalls aufgehellt. Unter anderem sprechen die weniger restriktiven Kreditvergabestandards der Banken für eine Wiederbelebung bei den Investitionen (vgl. Abbildung 4). Die regionalen Geschäftsklimaumfragen der New York- und der Philadelphia-Fed für Januar und Februar deuten in die gleiche Richtung.

Abbildung 3: Positive Konjunktursignale zum Jahresauftakt



Quellen: BLS, ISM, BANTLEON

Abbildung 4: Investitionen als Wachstumsstütze



Quellen: BEA; Federal Reserve, BANTLEON

Zusammen mit der Bodenbildung, die sich bei einigen unserer weit vorauslaufenden Frühindikatoren abzeichnet, ...

Wird darüber hinaus berücksichtigt, dass einige unserer weit vorauslaufenden Frühindikatoren eine Bodenbildung vollzogen haben und wieder nach oben drehen, erscheint nun eine Rezession immer unwahrscheinlicher. **In unserem Basisszenario gehen wir daher nicht mehr von einem Hard Landing aus.**

Diese Anpassung bedeutet jedoch nicht, dass wir mit einem baldigen und vor allem nachhaltigen Aufschwung rechnen. Denn an den grundlegenden

... spricht das in unseren Augen dafür, dass eine Rezession immer unwahrscheinlicher wird.

Von einem Aufschwung gehen wir indes nicht aus; ...

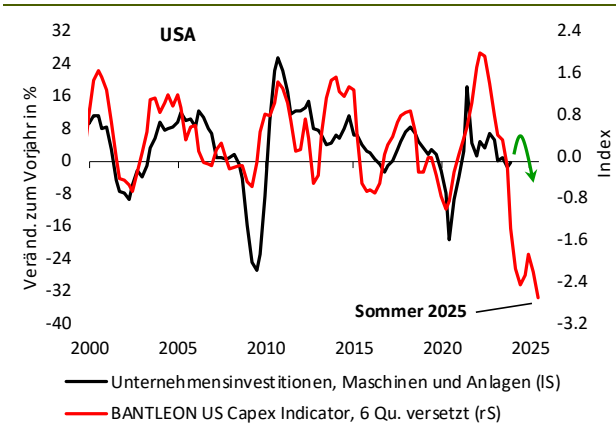
... vielmehr sollte sich das Wachstum im Laufe des Jahres verlangsamen; ...

... die Risiken zu diesem Ausblick sind beidseitig.

Rahmenbedingungen hat sich nichts geändert: Der konjunkturelle Rückenwind lässt nach, was sich unter anderem in den abschmelzenden Spar- und Liquiditätsüberhängen widerspiegelt. Gleichzeitig deutet vieles darauf hin, dass der Gegenwind aus den massiven geldpolitischen Straffungen eher noch zu- als bereits wieder abnimmt. Das ist jedenfalls die Botschaft unserer monetären Frühindikatoren, wie beispielsweise des US Capex Indicators (vgl. Abbildung 5). In die gleiche Richtung weisen die jüngsten Schwierigkeiten einiger Banken infolge der sich zuspitzenden Lage bei Gewerbeimmobilien. **Vor diesem Hintergrund dürfte sich das Wirtschaftswachstum im Laufe des Jahres erkennbar abschwächen.** Das würde auch am Arbeitsmarkt Spuren hinterlassen und die Arbeitslosenquote bis Ende des Jahres auf mindestens 4,2% befördern (vgl. Tabelle 1).

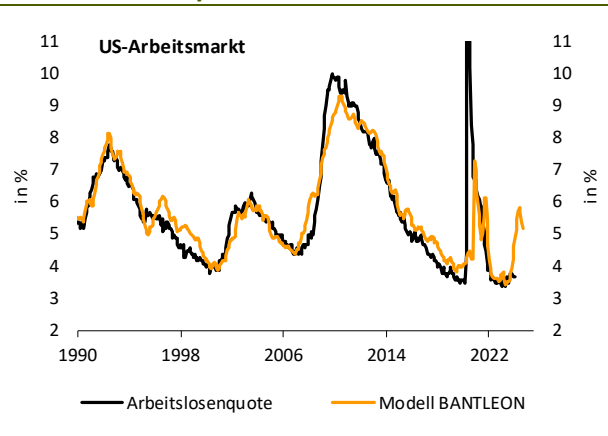
In der Summe sollte damit die US-Wirtschaft 2024 an Fahrt verlieren, aber immer noch leicht wachsen. Die Risiken zu diesem Ausblick sind beidseitig. Nicht auszuschliessen ist, dass sich die US-Wirtschaft das ganz Jahr über widerstandsfähig zeigt und weiter mit mindestens 2% wächst. Daneben besteht jedoch auch die Gefahr, dass die kräftigsten Leitzinserhöhungen seit vier Jahrzehnten grösseren wirtschaftlichen Schaden anrichten könnten, als gewärtig abzusehen ist (vgl. Abbildungen 5 und 6).

Abbildung 5: Gegenwind durch höhere Zinsen sollte aber noch zunehmen ...



Quellen: BEA, BANTLEON

Abbildung 6: ... was auch am Arbeitsmarkt Bremsspuren hinterlassen dürfte



Quellen: BLS, BANTLEON

Als Folge der Wachstumsabschwächung sollte auch der Arbeitsmarkt an Schwung verlieren ...

... und das Lohnwachstum weiter nachlassen; ...

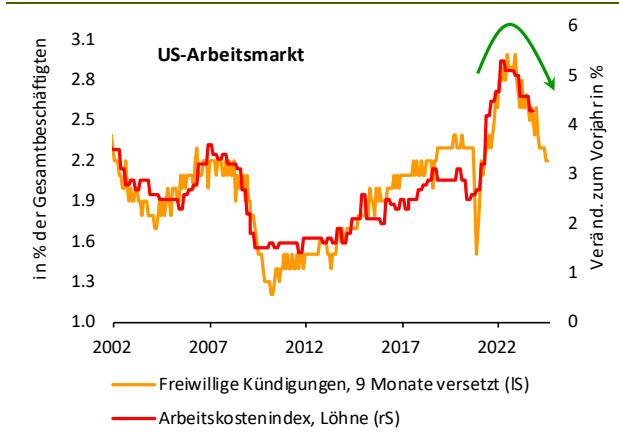
... der Abwärtstrend bei den Inflationsraten dürfte sich entsprechend fortsetzen ...

... und das 2%-Ziel der Fed zum Jahresende in Reichweite rücken.

Wenn sich die gesamtwirtschaftliche Nachfrage so wie in unserem Basiszenario skizziert abschwächt, sollte auch der Lohn- und Inflationsdruck weiter nachlassen. Mit Blick auf das Lohnwachstum ist damit eine Entspannung vorgezeichnet. Schon jetzt zeigen eine Reihe von Frühindikatoren – wie z.B. die rückläufige Zahl an freiwilligen Kündigungen –, dass sich der Arbeitsmarkt abkühlt und in der Folge die Lohnsteigerungen in den kommenden Quartalen abnehmen sollten (vgl. Abbildung 7).

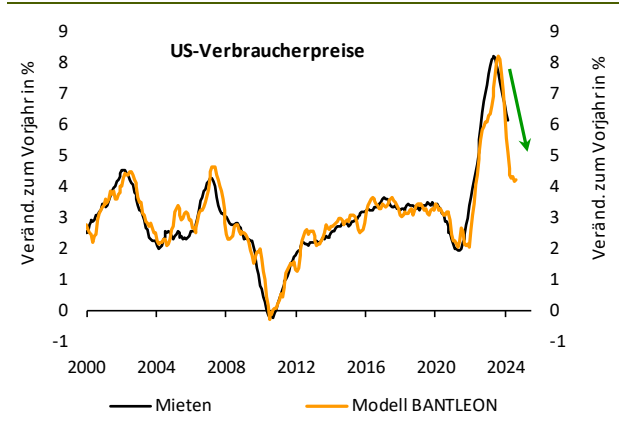
Dies ist mit ein Grund, warum der überraschend kräftige Anstieg der Kerninflation im Januar um 0,4% gegenüber dem Vormonat nicht als Auftakt einer nachhaltigen Verflachung des Disinflationstrends zu werten ist. Hinzu kommt, dass der unerwartete Teuerungsschub zu Jahresbeginn von einer Reihe vorübergehender Sonderfaktoren getrieben wurde, die in den kommenden Monaten wieder an Kraft verlieren dürften (vgl. unser *Ad-hoc-Statement vom 13. Februar*). **Hinsichtlich des PCE-Kerndeflators, dem favorisierten Inflationsmass der Fed, bestehen folglich gute Chancen, dass er ausgehend von aktuell 2,9% bis Ende des Jahres das 2%-Ziel der Notenbank nahezu erreicht** (vgl. Tabelle 1).

Abbildung 7: Weiter nachlassender Lohndruck in Sicht ...



Quellen: BEA, BLS, BANTLEON

Abbildung 8: ... der Disinflationstrend sollte sich fortsetzen



Quellen: BLS, BANTLEON

Die Fed kann in diesem Umfeld die Leitzinsen wieder senken; ...

Was folgt aus diesem Konjunktur- und Inflationsszenario für die Geldpolitik? Für die Fed steht derzeit die Teuerungsentwicklung im Fokus. Je deutlicher sich die Inflation dem 2%-Ziel nähert, umso weniger ist es nötig und gerechtfertigt, die Leitzinsen auf dem aktuell klar restriktiven Niveau von 5,38% zu belassen (Mittelwert der Leitzinsbandbreite von 5,25% bis 5,50%). Der nachlassende Inflationsdruck führt gleichzeitig dazu, dass der reale Leitzins weiter steigen würde, die Geldpolitik mithin noch restriktiver wird. Aus diesen Gründen hat die Fed in Aussicht gestellt, die Geldpolitik leicht zu lockern. Der Median der FOMC-Mitglieder ging im Dezember von drei 25-Bp-Schritten aus. In Anbetracht unserer Erwartung einer baldigen Wiederaufnahme des Disinflationstrends sehen wir eine erste Zinssenkung im Mai als wahrscheinlich an. Sollten die Inflationsdaten zunächst aber noch hoch bleiben, wäre auch die Juni-Sitzung als Startzeitpunkt denkbar.

Tabelle 1: Makroprognosen 2024/2025 für die USA

	Annualisiertes Quartalswachstum in %								Jahreswachstum in %			
	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	2022	2023	2024	2025
BIP	2,2	2,1	4,9	3,3	2,0	1,7	1,0	1,0	5,8	1,9	2,5	2,4
BIP (Veränd. z. Vorj.)	1,7	2,4	2,9	3,1	3,0	2,9	2,0	1,5	-	-	-	-
Konsum	3,8	0,8	3,1	2,8	1,5	2,0	2,0	1,5	8,4	2,5	2,2	2,3
Unternehmensinvest.	4,9	7,0	1,1	1,9	1,0	0,4	-1,6	-1,6	6,0	5,4	4,0	1,2
Wohnungsbau	-5,3	-2,2	6,7	1,1	5,0	5,0	5,0	10,0	-9,0	-10,7	4,3	12,8
Lager ¹	27,2	14,9	77,8	82,7	60,0	40,0	10,0	0,0	-	-	-	-
Exporte	6,8	-9,3	5,4	6,3	3,0	2,0	3,0	3,0	7,0	2,7	2,9	2,9
Importe	1,3	-7,6	4,2	1,9	1,0	2,0	2,0	3,0	8,6	-1,7	1,4	3,4
Staat	4,8	3,3	5,8	3,3	3,0	3,0	2,0	2,0	-0,9	4,0	3,2	1,4
Inflationsrate, CPI ²	5,8	4,0	3,6	3,2	3,1	3,0	2,6	2,4	8,0	4,1	2,7	2,4
Kerninflationsr., CPI ²	5,6	5,2	4,4	4,0	3,7	3,2	3,0	2,6	6,1	4,8	3,1	2,5
PCE-Kerndeflator ²	4,9	4,6	3,9	3,2	2,6	2,2	2,1	2,1	5,0	4,2	2,3	2,2
Arbeitslosenquote ³	3,5	3,6	3,7	3,7	3,7	3,8	4,0	4,2	3,7	3,6	3,9	4,4
Fed-Funds-Rate ⁴	5,00	5,25	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,25	4,50	5,50	4,25	4,25

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

Die von der Fed im Dezember skizzierten drei 25-Bp-Zinsschritte würden den Leitzins jedoch auf lediglich 4,63% drücken, womit er immer noch deutlich über dem neutralen Leitzins liegen würde, den die Fed auf 2,50%

... wir rechnen mit umfangreicheren Lockerungen, als die Währungshüter bislang in Aussicht gestellt haben.

veranschlagt. Plausibler ist es daher in unseren Augen von Zinssenkungen um zusammen mindestens 125 Bp auszugehen (auf 4,13%), wenn sich unsere Prognose einer sich abschwächenden Wirtschaft und weiter sinkender Inflationsraten erfüllt. Auch die an den Geldterminkmärkten eingepreisten Erwartungen von rund 90 Bp erscheinen uns damit zu zurückhaltend.

China

Der Konkurs von Evergrande rückte einmal mehr die Probleme des chinesischen Immobiliensektors in den Vordergrund; ...

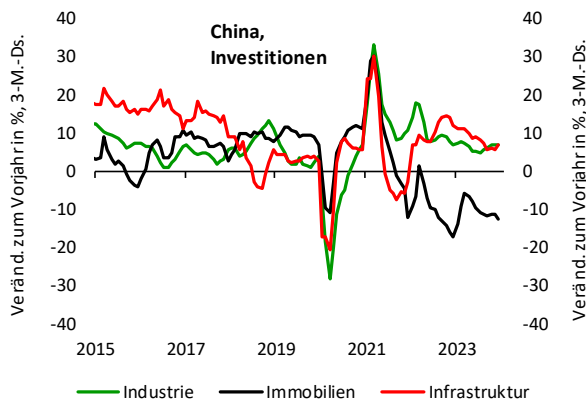
Ende Januar ordnete der Oberste Gerichtshof Hongkongs die Liquidation des Immobilienentwicklers Evergrande an, was einmal mehr die vielfältigen Probleme des chinesischen Bausektors vor Augen führte. Verschiedentlich wurden Sorgen geäußert, der Konkurs könnte sich zu einem Flächenbrand ausweiten und damit auch negativ auf die Weltwirtschaft ausstrahlen. Wir sehen diese Gefahr als gering an. Unter anderem sprechen dafür die sehr begrenzten Möglichkeiten des Insolvenzverwalters in Hongkong, auf Vermögenswerte des Unternehmens in China zuzugreifen. Entsprechend dürfte es sich bei der verkündeten Insolvenz nur um einen weiteren Schritt beim Gesundheitschumpfen des chinesischen Immobiliensektors handeln. Dieser Prozess hat nach unserer Einschätzung gute Chancen, in geordneten Bahnen abzulaufen, verfügt die Regierung doch infolge des grossen Einflusses staatseigener Banken und Immobilienunternehmen über viele Optionen, stützend einzugreifen.

... einen Flächenbrand dürfte dieses Ereignis indes nicht auslösen; ...

Gleichwohl steht China bei der Bewältigung der Probleme des Immobiliensektors vor sehr grossen Herausforderungen. Es handelt sich dabei unter anderem um den notwendigen Abbau massiver Überkapazitäten, die sich in manchen Städten in Leerstandsdaten von rund 20% niederschlagen, und vor allem um die Überschuldung vieler Immobilienentwickler. Zum Ausdruck kommt diese Misere nicht zuletzt darin, dass die Investitionen im Bausektor seit zweieinhalb Jahren nahezu ununterbrochen sinken (vgl. Abbildung 9).

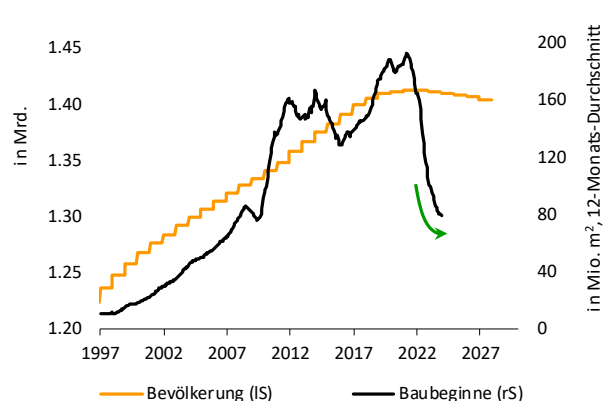
... gleichwohl ruft es nochmals in Erinnerung, wie gross die Probleme in diesem Bereich sind.

Abbildung 9: Bauwirtschaft als Wachstumsbremse



Quellen: NBS, BANTLEON

Abbildung 10: Talsohle könnte bald erreicht sein



Quellen: NBS IWF, BANTLEON

Zur Bewältigung der Herausforderung hat die Regierung umfangreiche Projekte zur Stützung der Bauwirtschaft aufgelegt; ...

Die Regierung hat zur Bewältigung der Probleme im vergangenen Herbst »drei grosse Projekte« zur Unterstützung der Bauwirtschaft aufgelegt: (1) Ausweitung des sozialen Wohnungsbaus, (2) Aufwertung baufälliger traditioneller Stadtviertel (sog. Urban Villages) und (3) neue Infrastrukturinvestitionen zur Abwehr von Naturkatastrophen. Für diese Vorhaben stellt Peking

... vom Umfang her reichen diese zwar nicht an die massiven Stimuli der Jahre 2008/2009 heran, ...

... gleichwohl sollten sie zur Stabilisierung der Wirtschaft beitragen; ...

... wegen des ausklingenden Corona-Nachholbedarfs dürfte das Wirtschaftswachstum im laufenden Jahr dennoch leicht gegenüber 2023 nachlassen.

direkt rund 2 Bio. Yuan zur Verfügung (≈ 250 Mrd. EUR, 1,6% des BIP). Die Senkung des Mindestreservesatzes durch die Zentralbank um 0,5% auf 10,0% Anfang Februar führt darüber hinaus dem Bankensektor 1 Bio. Yuan an zusätzlicher Liquidität für eine Ausweitung der Kreditvergabe zu.

Die lancierten Stimuli kommen vom Umfang her zwar nach wie vor nicht an die Massnahmen heran, die im Zuge der Finanzkrise 2008/2009 auf den Weg gebracht wurden und sich damals auf mehr als 10% des BIP beliefen. **Die jüngsten Programme sollten aber zumindest zu einer Stabilisierung der Lage beitragen.** Mithin könnte der Abwärtstrend bei den Baubeginnen langsam zu einem Ende kommen (vgl. Abbildung 10).

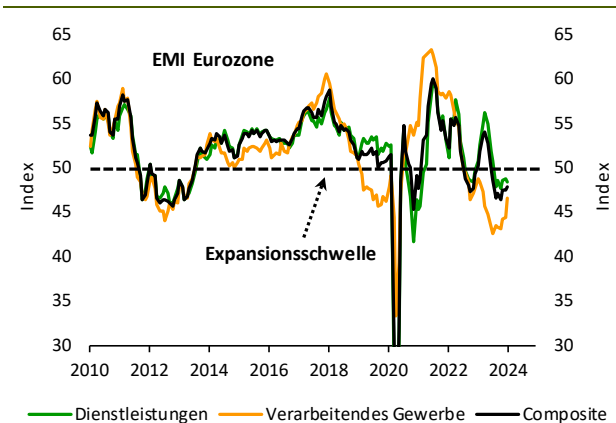
In diesem Fall dürfte die von der Bauwirtschaft ausgehende Bremswirkung auf das BIP-Wachstum sukzessive abnehmen. Gleichzeitig sollten allerdings die wachstumsstimulierenden Nachholeffekte ausklingen, die die Wirtschaft 2023 nach der Aufgabe aller Corona-Restriktionen angeschoben hatten. In unseren Augen wird letzterer Effekt stärker wiegen als die höchstwahrscheinlich nur zögerlich erfolgende Stabilisierung am Immobilienmarkt. **In der Summe dürfte das Wirtschaftswachstum entsprechend hinter das Tempo von +5,2% aus dem Jahr 2023 zurückfallen. Wir rechnen 2024 mit einem Plus von knapp 5,0%.**

Eurozone

Erste Frühindikatoren deuten ein Ende der konjunkturellen Talfahrt in der Währungsunion an; ...

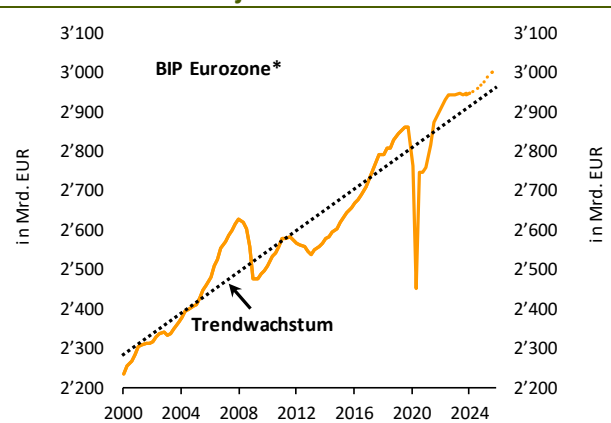
In der Eurozone verdichten sich die Hinweise auf eine konjunkturelle Bodenbildung. Erste Stimmungsindikatoren wie der ZEW-Index haben nach oben gedreht und deuten für den Verlauf des Jahres auf eine Belebung hin. Auch der wichtigste Frühindikator, der Composite-Einkaufsmanagerindex (EMI), scheint eine Trendwende vollzogen zu haben und legen nahe, dass sich die Situation zumindest nicht weiter verschlechtert (vgl. Abbildung 11). Sollte sich der Aufwärtstrend in den kommenden Monaten verfestigen und der Index über die Marke von 50 Punkten klettern, wäre das ein starkes Signal für eine Rückkehr zu positiven BIP-Wachstumsraten, nachdem die Wirtschaftsleistung in der Eurozone seit über einem Jahr auf der Stelle tritt (vgl. Abbildung 12).

Abbildung 11: Trendwende bei den Frühindikatoren



Quellen: S&P Global, BANTLEON

Abbildung 12: Nach über einem Jahr Stillstand dürfte sich die Konjunktur ab Jahresmitte beleben



Quellen: Eurostat, BANTLEON; * ab Q1 2024 Prognose BANTLEON

... die Eurozone hätte damit den stärksten Energiepreisschock in Kombination mit der schärfsten geldpolitischen Straffung seit über 40 Jahren ohne Rezession überstanden; ...

... Hauptlichtblick ist der private Konsum, ...

... der von steigenden Real-löhnen sowie einem robusten Arbeitsmarkt angeschoben werden dürfte.

Nichtsdestotrotz rechnen wir mit einem schleppenden Verlauf der konjunkturellen Erholung; ...

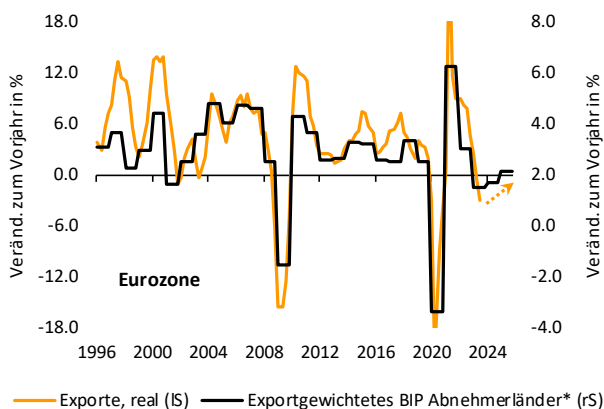
Damit hätte auch das Warten auf Godot respektive die Rezession, die nie kam, ein Ende. Sollte sich dieses Szenario tatsächlich materialisieren, wäre es absolut bemerkenswert. Dann hätte der stärkste Energiepreisschock seit der zweiten Ölpreiskrise Ende der 1970er Jahre im Zusammenspiel mit der schärfsten geldpolitischen Straffung in der Währungsunion seit über 40 Jahren nur einzelne Bereiche wie die deutsche Industrie, aber nicht die komplette Wirtschaft der Eurozone in die Knie gezwungen. Tatsächlich gibt es Anhaltspunkte dafür, dass es genauso kommen könnte.

Im Zentrum dieser vorsichtig optimistischen Einschätzung stehen die privaten Konsumausgaben. Die waren im Zuge des Inflationsschubs der Jahre 2022 und 2023 erheblich unter Druck geraten. Ein Absturz wurde wohl nur dank des äusserst robusten Arbeitsmarkts sowie der massiven staatlichen Unterstützungsmassnahmen abgewendet. **In den kommenden Quartalen rechnen wir mit einer spürbaren Belebung beim privaten Verbrauch.**

Zum einen werden die Reallöhne in diesem und im nächsten Jahr merklich zulegen: Einem erwarteten Rückgang der Inflationsrate in Richtung 2,0% dürften Nominallohnzuwächse von jeweils rund 4,0% gegenüberstehen. Zum anderen zeigt sich der Arbeitsmarkt erstaunlich widerstandsfähig. Trotz der Quasi-Stagnation beim Wachstum hat sich die Beschäftigung 2023 um 1,4% erhöht. Darüber hinaus liegt die Sparquote der privaten Haushalte noch immer deutlich höher als in den Jahren vor der Pandemie: Im 3. Quartal 2023 betrug sie 14,0%, verglichen mit 12,5% im Durchschnitt der Jahre 2010 bis 2019. Von dieser Seite dürfte daher tendenziell eher Rücken- als Gegenwind für den privaten Konsum ausgehen.

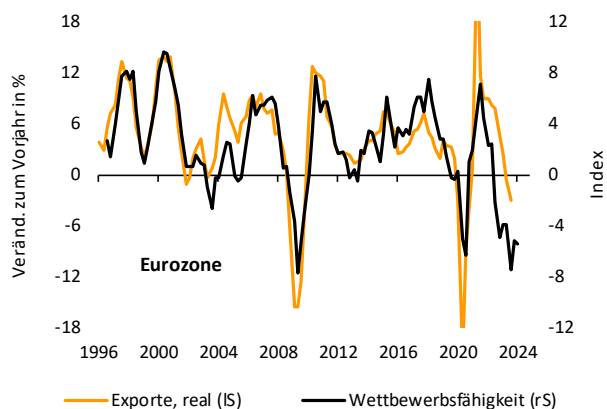
Dass der erwartete Schub beim privaten Verbrauch keine Initialzündung für die Konjunktur darstellt, sondern sich diese eher schleppend erholt, hat vor allem mit zwei Faktoren zu tun: einerseits mit den nicht allzu günstigen Exportaussichten und andererseits mit dem unvorteilhaften Umfeld für die Investitionen.

Abbildung 13: Die Exportaussichten bleiben angesichts der mauen globalen Konjunktur ...



Quellen: Eurostat, BANTLEON; * 2024 und 2025 Prognose BANTLEON

Abbildung 14: ... sowie der nach wie vor äusserst unvorteilhaften Wettbewerbsposition gedämpft



Quellen: Eurostat, EU-Kommission, BANTLEON

... neben den gedämpften Exportaussichten ...

Beim Blick auf den Aussenhandel haben sich die Perspektiven zuletzt zwar geringfügig aufgehellt – anders als bisher unterstellt dürften die USA um eine Rezession herumkommen –, insbesondere in China läuft es jedoch nach wie vor nicht rund. Wir haben daher unsere Prognose für die Exportentwicklung in diesem Jahr nur leicht angehoben. Im Jahresdurchschnitt dürfte

... spricht auch das ungünstige Investitionsumfeld gegen einen dynamischen Aufschwung; ...

... zumal auch die Fiskalpolitik nur für verhaltenen Rückenwind sorgen sollte; ...

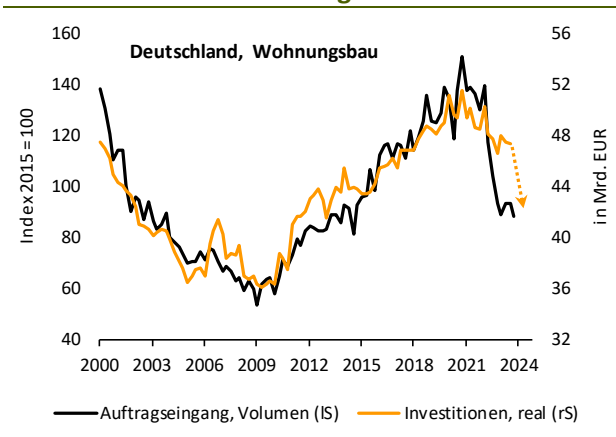
... das gilt in erster Linie für Deutschland ...

allerdings noch immer ein kleines Minus stehen (vgl. Abbildung 13). Neben der erwarteten eher mauen weltwirtschaftlichen Expansion spricht hierfür auch die von den europäischen Unternehmen nach wie vor als miserabel eingeschätzte internationale Wettbewerbsfähigkeit (vgl. Abbildung 14).

Die schwache Exportnachfrage ist zugleich eine Hypothek für die Unternehmensinvestitionen. Speziell die Ausrüstungsinvestitionen hängen traditionell stark an der Entwicklung der Warenausfuhren. Ebenfalls als Bremsklotz wirken davon abgesehen die spürbar verschärften Finanzierungsbedingungen. **Das gilt insbesondere für die Bauinvestitionen, die in den kommenden Quartalen noch stärker zurückgehen dürften als zwischen dem 1. Quartal 2022 und dem 3. Quartal 2023 (-1,8%).** Besonders ausgeprägt sollte die Schwäche am Bau in Deutschland sein. So sind unter anderem die hiesigen Auftragseingänge im Wohnungsbau seit Ende 2020 um knapp 42% eingebrochen (vgl. Abbildung 15). Trübe sind die Aussichten für die Bauwirtschaft darüber hinaus in Italien. Das Auslaufen des Superbonus – einer steuerlichen Förderung für die energetische Sanierung von Wohnimmobilien – dürfte in diesem sowie im nächsten Jahr eine rückläufige Bautätigkeit nach sich ziehen.

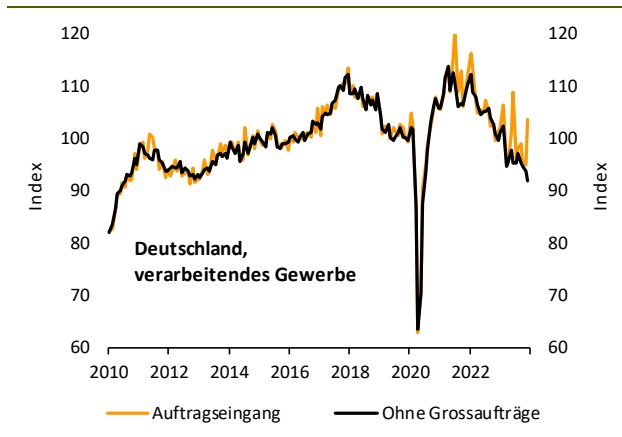
Eine sich leicht belebende staatliche Investitionstätigkeit dürfte die Schwäche in der Privatwirtschaft zwar dämpfen, nicht jedoch ausgleichen. Die staatlichen Konsumausgaben werden dagegen aller Wahrscheinlichkeit nach wieder etwas kräftiger wachsen, nachdem sie 2023 schätzungsweise nur um magere 0,3% zugelegt hatten. Allerdings werden die staatlichen Impulse unserer Einschätzung nach sehr ungleich verteilt sein: Während wir für die meisten Euroländer einen erkennbaren Zuwachs ansetzen, dürfte das Plus in Deutschland infolge der selbst auferlegten Sparpolitik eher klein ausfallen. Hierzulande wird mithin der gleiche Fehler wiederholt, der während der Austeritätspolitik im Zuge der Euro-Schuldenkrise zwischen 2010 und 2013 in zahlreichen Peripherieländern gemacht wurde: **Der Staat spart in eine Rezession hinein, in der sich Deutschland im Gegensatz zur übrigen Eurozone befindet, und treibt die wirtschaftliche Abwärtsspirale somit noch an.**

Abbildung 15: Die deutsche Bauindustrie steht am Abgrund ...



Quellen: Destatis, BANTLEON

Abbildung 16: ... das verarbeitende Gewerbe ist da schon einen Schritt weiter



Quellen: Destatis, BANTLEON

... und verschärft die ohnehin prekäre wirtschaftliche Situation hierzulande weiter; ...

Zieht man nun noch die äusserst angespannte Lage im deutschen verarbeitenden Gewerbe mit ins Kalkül – der Auftragseingang ohne die volatilen Grossaufträge ist im Dezember unter Ausklammerung des Corona-Schocks auf den niedrigsten Stand seit Juli 2010 abgestürzt –, zeichnet sich ab, dass

... die deutsche Wirtschaft dürfte daher frühestens zur Jahresmitte aus der Rezession kommen.

Vor diesem Hintergrund erwarten wir für die Eurozone nach einem schwachen Jahresauftakt eine allmähliche Belebung der Konjunktur im Jahresverlauf; ...

... für 2024 rechnen wir mit einem BIP-Zuwachs von 0,4%; ...

... die deutsche Wirtschaftsleistung dürfte dagegen um 0,3% schrumpfen.

Vor dem Hintergrund der mauen globalen Konjunkturaussichten und speziell der Schwäche der chinesischen Wirtschaft zeichnet sich ein weiter nachlassender Verbraucherpreisauftrieb bei Gütern ab; ...

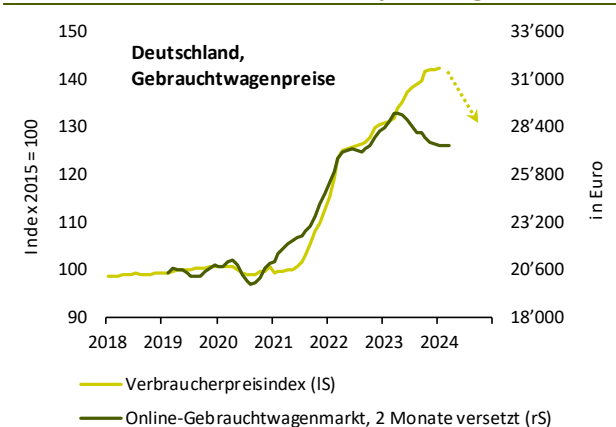
Deutschland in wirtschaftlicher Hinsicht noch für einige Zeit abgehängt bleibt (vgl. Abbildung 16). Die Wirtschaftsleistung dürfte im laufenden Quartal ähnlich stark schrumpfen wie Ende 2023 (-0,3% gegenüber dem Vorquartal) und auch im 2. Quartal könnte nochmals ein Minus stehen. Die von uns in der zweiten Jahreshälfte erwartete Erholung sollte blutleer verlaufen.

Vor diesem Hintergrund gehen wir davon aus, dass der Jahresauftakt in der Eurozone schwach ausfällt – selbst ein nochmaliger kleiner Rückgang des BIP im 1. Quartal liegt im Rahmen des Möglichen. **Ab dem Frühjahr dürfte die Konjunktur dann angesichts der günstigen Aussichten für den privaten Konsum allmählich an Fahrt gewinnen.** Zunächst in überschaubarem Ausmass, da die Nachwehen der markanten geldpolitischen Straffung der vergangenen knapp zwei Jahre noch immer dämpfend wirken, zum Jahresende hin dann aber merklicher (vgl. Tabelle 2).

Für den Jahresdurchschnitt prognostizieren wir einen Zuwachs der Wirtschaftsleistung um 0,4% (Konsensus: 0,5%). Das entspricht einer Aufwärtsrevision unserer bisherigen Prognose um 0,2%-Punkte. Wir tragen damit dem von uns weniger ungünstig beurteilten globalen Umfeld Rechnung. 2025 sollten sich neben den steigenden Reallöhnen die für das laufende Jahr erwarteten Zinssenkungen der EZB positiv bemerkbar machen. **Wir rechnen daher mit einem BIP-Zuwachs um 1,3% (Konsensus: 1,4%). Für Deutschland sind die Perspektiven deutlich weniger günstig.** Im laufenden Jahr wird das BIP unserer Einschätzung nach um 0,3% schrumpfen (Konsensus: +0,2%).

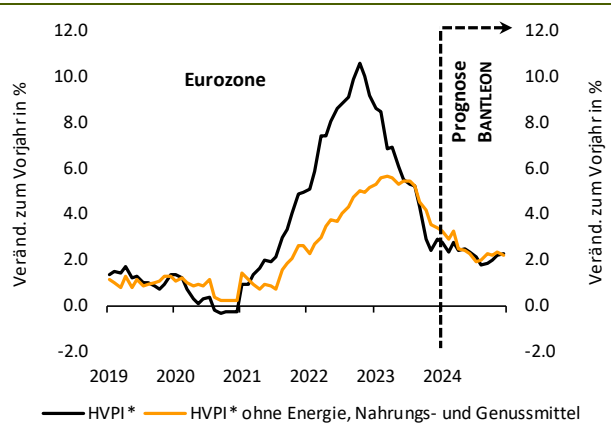
Die weltwirtschaftlich eher maue Lage dürfte den Rückgang des unterliegenden Preisauftriebs in der Eurozone begünstigen. **Vor allem bei der Güterpreis-inflation sehen wir noch Abwärtspotenzial.** Nicht zu unterschätzen ist dabei der von China ausgehende Abwärtsdruck auf die Preise. Die dortigen Erzeugerpreise sind nach dem pandemiebedingten temporären Höhenflug der Jahre 2021 und 2022 wieder deutlich rückläufig. Das betrifft nahezu sämtliche nicht energetischen Industriegüter wie Bekleidung, Haushaltsgeräte, Konsumelektronik, Spielzeug und Sportartikel. Über spürbare Preisnachlässe können sich Neu- und Gebrauchtwagenkäufer freuen. Bei den Neuwagenpreisen schlägt die Rabattschlacht bei Elektroautos durch, bei den Gebrauchtwagenpreisen legen verschiedene Indikatoren einen nachlassenden Preisdruck nahe (vgl. Abbildung 17).

Abbildung 17: Bei den Gebrauchtwagenpreisen zeichnet sich eine Entspannung ab



Quellen: Destatis, AutoScout24, BANTLEON

Abbildung 18: Der disinflationäre Trend wird sich 2024 fortsetzen



Quellen: Eurostat, BANTLEON; * Harmonisierter Verbraucherpreisindex

... bei den Dienstleistungspreisen ist das Abwärtspotenzial zwar nicht ganz so ausgeprägt, ...

... in Summe sollte sich die Kerninflationsrate bis Mitte des Jahres allerdings in Richtung 2,0% bewegen; ...

...die Gesamtinflationsrate dürfte kurzzeitig sogar unter 2,0% nachgeben.

Angesichts fallender Inflationsraten und einer nur zögerlichen wirtschaftlichen Erholung dürfte die EZB ab dem Frühjahr damit beginnen, die Leitzinsen zu senken.

Nicht ganz so günstig sind die Aussichten dagegen bei den Dienstleistungspreisen. Der sich abzeichnende kräftige Lohnzuwachs in den kommenden Quartalen in Kombination mit der prognostizierten Belebung des privaten Konsums spricht gegen einen ähnlich starken Rückgang wie bei den Güterpreisen. Eine gewisse Entspannung wird sich unserer Einschätzung nach dennoch einstellen. Insbesondere in den Bereichen Freizeit, Tourismus und Gastronomie waren die Preise im vergangenen Frühjahr aussergewöhnlich stark angehoben worden. In diesem Jahr ist von deutlich weniger kräftigen Preisaufschlägen auszugehen, sodass die Teuerung im Vorjahresvergleich abnehmen sollte. Das deutet sich bereits bei den Zimmerpreisen für Hotels sowie in der Gastronomie an. Auch die Servicepreisinflation dürfte sich daher von 4,0% im Januar in Richtung 3,0% bewegen. **In Summe zeichnet sich damit ein Rückgang der Kerninflationsrate – ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel – von 3,3% zu Jahresbeginn auf gut 2,0% in der zweiten Jahreshälfte ab** (vgl. Abbildung 18). **Im Jahresdurchschnitt rechnen wir mit 2,4%** (Konsensus: 2,5%).

Die Gesamtinflationsrate dürfte im Sommer temporär sogar unter 2,0% sinken und sich danach bei etwa 2,0% einpendeln (vgl. Abbildung 18). Hintergrund ist unsere Prognose rückläufiger Energiepreise sowie eines erheblichen Nachlassens der Nahrungsmittelpreisinflation. **Im Jahresdurchschnitt prognostizieren wir eine Gesamtteuerungsrate von 2,2%** (Konsensus: 2,3%).

Der fortgesetzte Rückgang der Inflation in Kombination mit dem schwachen wirtschaftlichen Umfeld wird die EZB unserer Meinung nach dazu veranlassen, die Geldpolitik ab April zu lockern. **Wir rechnen mit vier aufeinanderfolgenden Leitzinssenkungen um je 25 Bp. Der Einlagensatz läge ab September mithin bei 3,00%, womit er sich dem neutralen Niveau angenähert hätte.** Sollte die von uns erwartete konjunkturelle Belebung im Herbst ausbleiben, weil die Konsumenten wider Erwarten ihre Sparquote weiter erhöhen oder weil sich die globale Konjunktur doch ungünstiger entwickelt als jetzt unterstellt, wären weitergehende Zinssenkungen wahrscheinlich.

Tabelle 2: Makroprognosen 2024/2025 für die Eurozone

	Quartalswachstum in %								Jahreswachstum in %			
	Q1/23	Q2/23	Q3/23	Q4/23	Q1/24	Q2/24	Q3/24	Q4/24	2022	2023	2024	2025
BIP	0,1	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3	3,4	0,5	0,4	1,3
BIP (Veränd. Z. Vorj.)	1,3	0,6	0,1	0,1	0,1	0,2	0,4	0,7	-	-	-	-
Konsum	0,1	0,0	0,3	0,3	0,4	0,5	0,5	0,4	4,2	0,5	1,5	1,9
Anlageinvestitionen	0,4	-0,1	0,0	-1,0	-1,0	-0,4	0,1	0,6	2,8	0,5	-1,9	2,9
Exporte	-0,4	-1,1	-1,2	0,3	-0,2	0,0	0,6	1,1	7,4	-0,9	-0,3	3,7
Importe	-1,7	-0,9	-1,2	0,0	0,0	0,2	0,9	1,4	8,0	-1,5	0,3	5,3
Staat	-0,5	0,2	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	1,6	0,3	1,3	1,2
Inflationsrate ¹	8,0	6,2	5,0	2,8	2,6	2,4	1,9	2,1	8,4	5,4	2,2	2,1
Kerninflationsrate ¹	5,5	5,5	5,1	3,8	3,1	2,4	2,1	2,3	3,9	5,0	2,4	2,2
Arbeitslosenquote ²	6,6	6,5	6,5	6,7	6,5	6,7	6,9	6,9	6,7	6,6	6,8	6,4
EZB-Hauptrefi.satz ³	3,50	4,00	4,50	4,50	4,50	4,00	3,50	3,50	2,50	4,50	3,50	3,50
EZB-Einlagensatz ³	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	3,50	3,00	3,00	2,00	4,00	3,00	3,00

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

Finanzmärkte

Risikoassets profitieren derzeit von den freundlichen Konjunkturdaten ...

2024 hielt bislang viel Positives für Risikoassets parat. Die Konjunkturdaten haben in den vergangenen Monaten mehrheitlich positiv überrascht. Allen voran ist die US-Wirtschaft mit Schwung ins Jahr gestartet. Das eindrucklichste Signal war der kräftige Beschäftigungszuwachs im Januar (+353 Tsd. neue Stellen). Darüber hinaus mehren sich in der Eurozone die Anzeichen einer zaghaften Erholung der schwer gebeutelten Industrie (vgl. *Eurozone*).

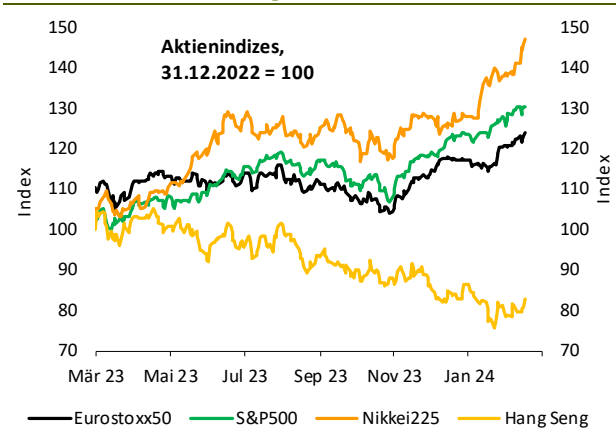
... und dem anhaltenden Disinflationstrend; ...

Gleichzeitig bleibt der globale Disinflationstrend intakt, auch wenn die Januar-Inflationsdaten in den USA und der Eurozone etwas höher ausfielen als erwartet. Dessen unbenommen lagen die Teuerungsraten in den USA und der Eurozone zu Jahresbeginn nur noch bei rund 3,0% – ausgehend von 9,1% bzw. 10,7% Ende 2022.

... es ist das nahezu perfekte Goldilocks-Umfeld; ...

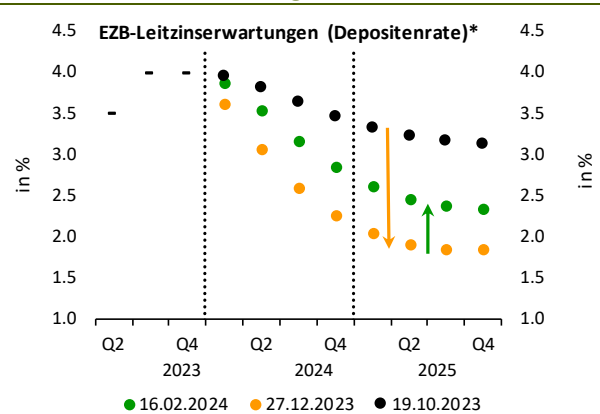
Alles in allem kommt das aktuelle Umfeld bereits dem nahe, was gemeinhin als Goldilocks bezeichnet wird. Ein solcher Rahmen, der durch massvolles Wachstum und Inflation gekennzeichnet ist, lässt einerseits die Kassen der Unternehmen klingeln und eröffnet andererseits den Notenbanken den Spielraum, die Leitzinsen zu senken – beides spielt Aktien in die Karten. Dass viele Unternehmen derzeit keinen Grund zu klagen haben, zeigte auch die Berichtssaison zum 4. Quartal. Laut Bloomberg haben knapp 80% der US-Unternehmen die Gewinnschätzungen der Analysten übertroffen.

Abbildung 19: Aktien im Aufwind – mit wenigen Ausnahmen



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 20: Zinssenkungserwartungen zurückgestutzt



Quellen: Bloomberg, BANTLEON; * abgeleitet aus EURIBOR-Futures

... die prominenten Börsenindizes eilen entsprechend von Rekord zu Rekord.

In Anbetracht dessen verwundert es nicht, dass zahlreiche Börsenindizes in den vergangenen Tagen neue Rekorde oder zumindest zyklische Höchststände erklommen haben (vgl. Abbildung 1). An vorderster Stelle gilt dies für den Nikkei225, der in diesem Jahr bereits 15% im Plus liegt und damit nach 35 Jahren an seinem Allzeithoch aus dem Jahr 1989 schnuppert. Mit Abstand dahinter folgen der NASDAQ 100 (5%), der S&P500 (5%), der Eurostoxx50 (5%), der CAC 40 (3%), der DAX (2%) und der SMI (2%). Einzelne Ausreisser nach unten – wie der britische FTSE 100 (-0,3%) und der Hang Seng (-4%) – gibt es, aber selbst dort ist eine Bodenbildung im Gang.

Staatsanleihen leiden dagegen darunter, ...

Anders als Aktien haben Staatsanleihen unter den freundlichen Konjunkturdaten gelitten. Die aggressiven Wetten auf sinkende Leitzinsen, die sich Ende 2023 verselbstständigt hatten, haben dadurch einen Dämpfer erfahren (vgl.

... dass die aggressiven Zins-senkungserwartungen zurückgestutzt werden.

Kurzfristig dürften sich die aktuellen Trends fortsetzen, d.h., ...

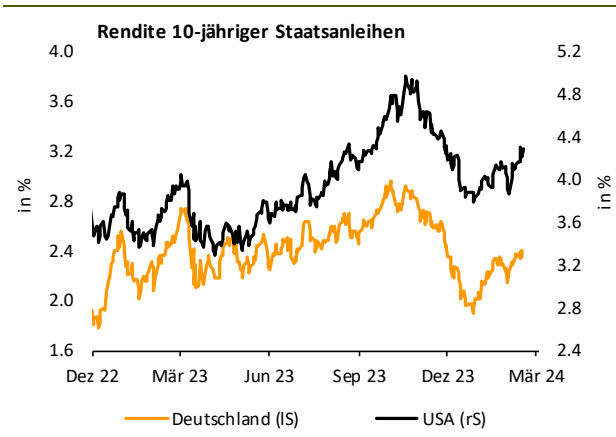
... die globalen Aktienmärkte sollten weiter haussieren; ...

... bei Staatsanleihen ist von einer volatilen Seitwärtsbewegung auszugehen.

Abbildung 20). Inzwischen ist klar, dass die Notenbanken keine Eile haben, mit den geldpolitischen Lockerungen zu starten. In der Folge sind die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen von 1,90% auf 2,40% zurückgeschnellt, womit knapp die Hälfte des zwischen Anfang Oktober (3,03%) und Ende Dezember 2023 (1,89%) vollzogenen Renditerückgangs wettgemacht ist (vgl. Abbildung 21).

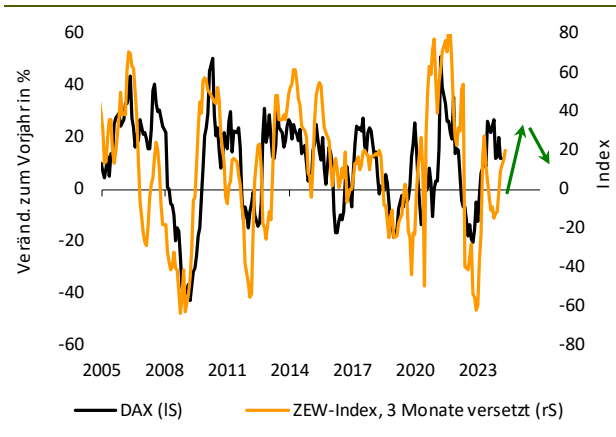
Wir gehen davon aus, dass der aktuell konstruktive Rahmen für Aktien noch einige Wochen anhält (vgl. Abbildung 22). Neben dem fundamentalen spricht dafür auch das freundliche technische Umfeld (vgl. *Technische Analyse*). **Die globalen Aktienmärkte dürften in Anbetracht dessen neue Rekorde ins Visier nehmen**, d.h., der DAX sollte auf 17.500 Punkte und der S&P500 auf 5.150 Punkte zusteuern. Auch bei den Staatsanleihen-Renditen ist ein nochmaliges Zucken nach oben, welches die Renditen 10-jähriger Bundesanleihen auf oder sogar über 2,50% schieben könnte, nicht auszuschließen. Allerdings gehen wir davon aus, dass die Februar-Inflationsdaten wieder freundlicher ausfallen und somit die Bondmärkte von dieser Seite gestützt werden. **In Anbetracht dessen ist kurzfristig eine volatile Seitwärtsbewegung bei Staatsanleihen das wahrscheinlichste Szenario.**

Abbildung 21: Gegenbewegung oder neuer Trend?



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 22: Vorerst Auftrieb für Aktien



Quellen: ZEW, Bloomberg, BANTLEON

Spätestens zur Jahresmitte sollte es jedoch zu einem Regimewechsel kommen; ...

... ein Hard Landing in den USA ist inzwischen zwar unwahrscheinlich geworden, ...

... zumindest eine Wachstumsabkühlung bleibt aber unser Basisszenario; ...

... Letzteres würde auch den Disinflationstrend weiter vorantreiben; ...

Das nahezu optimale Umfeld für Risikoassets wird aus unserer Sicht aber nicht das ganze Jahr über anhalten. Spätestens im Sommer dürfte es zu einem Regimewechsel kommen – doch in welche Richtung? Zweifellos hat die US-Wirtschaft die scharfe geldpolitische Restriktion der vergangenen zwei Jahre besser weggesteckt als erwartet. Eine Rezession scheint aus heutiger Sicht abgewendet. **Dennoch bleibt es in unseren Augen wahrscheinlich, dass sich die US-Konjunktur im Jahresverlauf abkühlt** (vgl. USA). Einerseits sind die geldpolitischen Bremseffekte weiterhin wirksam, andererseits verlieren die Fiskalimpulse aus den Jahren 2020/2021 immer mehr an Kraft. **Unser Basisszenario ist daher, dass die US-Wachstumsraten im 2. Halbjahr unter die Potenzialrate fallen.** Ein noch stärkerer Einbruch ist denkbar, bedarf wohl aber eines zusätzlichen Triggers (z.B. eines exogenen Schocks), der vorab nicht prognostizierbar ist.

Kommt es zu einer konjunkturellen Abkühlung in den USA, wird darunter auch die Eurozone leiden. Die wirtschaftliche Belebung dürfte noch blutleerer ausfallen als ohnehin erwartet. Gleichzeitig wird es den Unternehmen in Anbetracht der lahrenden Weltwirtschaft schwerfallen, höhere Preise

durchzusetzen. Der Disinflationstrend bekommt von dieser Seite einen weiteren Schub. **Die Teuerungsraten dürften sich somit in den USA und der Eurozone mit grossen Schritten der 2%-Marke annähern.**

... alles zusammen eröffnet den Notenbanken den Spielraum für namhafte Leitzinssenkungen; ...

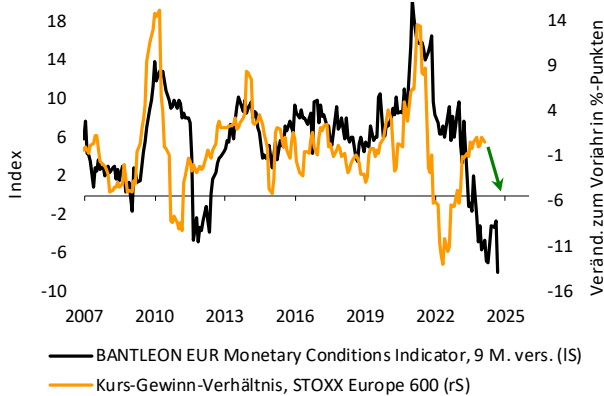
... die Renditen von Staatsanleihen haben daher noch Abwärtspotenzial – allerdings kein allzu grosses.

Die Zinskurve sollte sich versteilern, die Geldmarktzinsen bleiben jedoch über den Kapitalmarktrenditen.

In einem solchen Umfeld, das durch eine schwache Konjunktur und rückläufige Teuerungsraten geprägt ist, können die Notenbanken die Leitzinsen auf ein neutrales Niveau zurückfahren – wohl aber nicht viel darunter. **Das Potenzial für Leitzinssenkungen liegt in diesem Fall in den USA bei 200 Bp und in der Eurozone bei 150 Bp. Das ist mehr, als derzeit an den Geldterminkmärkten eingepreist ist** (jeweils rund 90 bis 100 Bp in den USA und der Eurozone). **Entsprechend haben die Renditen von Staatsanleihen noch Luft nach unten.** Allerdings ist das Ausmass begrenzt, wenn es zu keinem scharfen Einbruch der Weltwirtschaft kommt. **Mithin sehen wir die Renditen 10-jähriger deutscher Bundesanleihen zum Jahresende rund 40 bis 50 Bp tiefer als aktuell und damit leicht unter der 2,00%-Marke** (vgl. Tabelle 3). 10-jährige US-Treasuries dürften ca. 80 Bp niedriger rentieren, was einem Renditeniveau von rund 3,50% entspricht.

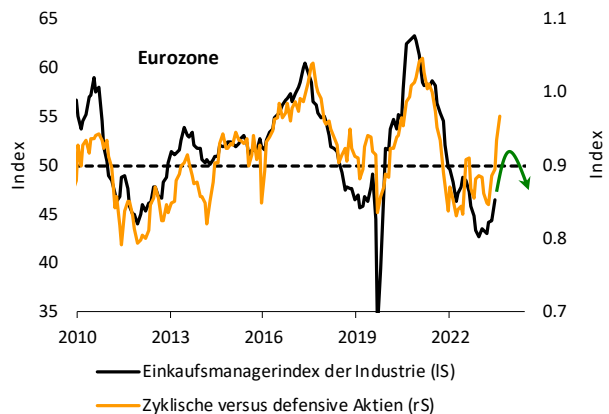
Am kurzen Ende der Kurve sollte der Renditerückgang noch stärker ausfallen, sodass der Spread 10 Jahre versus 2 Jahre wieder leicht positiv ist (in den USA und der Eurozone). **Die Geldmarktzinssätze werden aber weiterhin deutlich über den Kapitalmarktrenditen liegen.** Der 3-Monats-EURIBOR dürfte mithin maximal in Richtung 2,30% bis 2,40% fallen.

Abbildung 23: Gewinnschätzungen stehen mittelfristig unter Druck



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 24: Zyklische Aktien mit Zwischenhoch



Quellen: S&P Global, Bloomberg, BANTLEON

Das Sentiment an den Aktienmärkten dürfte sich aufgrund der konjunkturellen Abkühlung im Jahresverlauf eintrüben und die Kurse einen moderaten Dämpfer erfahren.

Bezogen auf die Aktienmärkte ist unser Basisszenario – Abschwächung der Weltwirtschaft, aber keine Rezession – sicherlich kein Schreckensszenario. Dennoch werden die Analysten nicht umhinkommen, ihre zum Teil sportlichen Gewinnschätzungen (S&P500: rund 10% für 2024 und 2025, DAX: 5% bis 10%) nach unten zu korrigieren (vgl. Abbildung 23). Hinzu kommen die ambitionierten Bewertungsniveaus im Bereich der Technologie-Aktien (KGV > 30), das euphorische bzw. sorglose Sentiment und die mittlerweile einseitige Positionierung, die sich in einem starken Übergewicht bei Aktien widerspiegelt. **Ein moderater Rücksetzer im Lauf des 2. Halbjahres an den globalen Aktienmärkten erscheint in Anbetracht dessen plausibel.** Somit dürfte sich auch die aktuell beobachtbare Outperformance der zyklischen Aktien nur als kurzfristiges Zwischenspiel erweisen (vgl. Abbildung 24). **Schon bald werden erneut defensive Titel in den Fokus rücken.**

Unternehmensanleihen (Investment Grade) sollten sich weiter gut aus der Affäre ziehen.

In unserem Risikoszenario gehen wir davon aus, dass die US-Wirtschaft kaum an Fahrt verliert ...

... und der Disinflationstrend ins Stocken gerät.

Für die Fed (und die EZB) besteht dann kaum ein Grund, die Leitzinsen zu senken; ...

... die Renditen werden in diesem Fall einen erneuten Satz nach oben machen, ...

Parallel zu Aktien haben zuletzt auch andere Risikoassets zu einem Höhenflug angesetzt. So sind etwa die Risikoaufschläge von High-Yields gegenüber Staatsanleihen in den USA und der Eurozone erstmals seit Anfang 2022 wieder erkennbar unter 400 Bp abgesackt. Dieser Trend kann im Einklang mit der Aktienhaube noch einige Wochen anhalten. Im weiteren Jahresverlauf sollte jedoch die weltwirtschaftliche Verunsicherung eine Gegenbewegung einleiten. **Aber auch hier gilt: Bleibt die US-Rezession aus, werden sich die Rückschläge speziell bei den konservativen Anleihssegmenten in Grenzen halten.** So sollten etwa Investment-Grade-Unternehmensanleihen moderate Spreads ausweitungen problemlos über die Coupons abfedern können.

Das Basisszenario besitzt in unseren Augen eine hohe Plausibilität. **Dennoch steht ihm ein gewichtiges Risikoszenario gegenüber.** Die US-Wirtschaft hat sich bislang widerstandsfähiger gezeigt als gedacht. **Es ist daher nicht auszuschliessen, dass die restriktiven monetären Impulse letztendlich wirkungslos verpuffen und somit die US-Wirtschaft das gesamte Jahr über mit 2% bis 3% expandiert.** Im Einklang damit dürfte der Arbeitsmarkt eng und der Lohnruck hoch bleiben. Somit besteht die Gefahr, dass die US-Inflationsraten wieder nach oben drehen, noch bevor sie die 2%-Marke erreicht haben.

Für die Fed gäbe es dann kaum einen Grund, die Geldpolitik zu lockern. Die Leitzinsen dürften mithin bestenfalls in einer homöopathischen Dosis gesenkt werden (25 bis 75 Bp). In der Folge würden an den Geldterminmärkten weitere Leitzinssenkungen ausgepreist, womit steigende Staatsanleihenrenditen verbunden wären. **In unserem Risikoszenario gehen wir daher davon aus, dass die Rendite-Hochs aus dem Jahr 2023 – 3,03% bei 10-jährigen Bundesanleihen, 5,02% bei US-Treasuries – nochmals getestet werden.**

Tabelle 3: Finanzmarktprognosen 2024/2025

»BANTLEON Prognosen«		Mär 23	Jun 23	Sep 23	Dez 23	Mär 24	Jun 24	Sep 24	Dez 24	Mär 25
Renditen (%)	Fed-Funds (Obergrenze)	5,00	5,25	5,50	5,50	5,50	5,00	4,50	4,25	4,25
	10J Treasuries	3,47	3,84	4,57	3,88	4,10	3,90	3,70	3,50	3,70
	EZB-Einlagensatz	3,00	3,50	4,00	4,00	4,00	3,50	3,00	3,00	3,00
	10J Bundesanleihen	2,29	2,39	2,84	2,02	2,30	2,10	2,00	1,90	2,10
	2J Bundesanleihen	2,68	3,20	3,20	2,45	2,60	2,20	2,00	1,80	2,00
Spreads (Bp)	Bund/Pfandbriefe (10J)	84	82	72	75	75	80	85	90	85
	Bund/Unternehmensanleihen	170	164	154	139	130	150	170	180	170
	Bund/Hochzinsanleihen	489	464	453	406	370	450	520	580	520
Aktien	DAX	15'628	16'147	15'386	16'751	17'500	16'800	16'300	15'800	16'300
	Eurostoxx50	4'315	4'399	4'174	4'521	4'850	4'650	4'500	4'400	4'550
	SMI	11'106	11'280	10'963	11'137	11'600	11'100	10'800	10'500	10'900
	S&P500	4'109	4'450	4'288	4'769	5'150	4'950	4'750	4'600	4'800

Quellen: Bloomberg, BANTLEON

... was zugleich ein Belastungsfaktor für die Aktienmärkte ist.

Die Konsequenzen unseres Risikoszenarios für Aktien wären ambivalenter Natur. Die anhaltend robuste Konjunktur würde zwar stützend wirken, im Gegenzug wären aber die steigenden Renditen ein Belastungsfaktor. **Angeichts der oben beschriebenen Fragilität (hohe Bewertungen, ausgeprägtes Sentiment, einseitige Positionierung) ist somit auch in diesem Szenario ein moderater Rücksetzer an den globalen Aktienmärkten sehr wahrscheinlich.**

Investment-Grade-Unternehmensanleihen dürften sich hingegen auch in diesem Umfeld gut behaupten. Sie würden zwar ebenfalls unter den

steigenden Renditen leiden, sind aber aufgrund ihrer höheren Coupons dagegen besser geschützt als Staatsanleihen.

Die Gewinner eines solchen Szenarios wären Rohstoffe und Linker.

Die eigentlichen Gewinner des Risikoszenarios wären aber Rohstoffe und Linker, die von der anhaltend brummenden Weltwirtschaft und den damit verbundenen Inflationsgefahren profitieren würden. **Auch für zahlreiche Schwellenländer wäre dies ein konstruktives Umfeld.**

Fazit: Die Aktienhaussa sollte nach dem fulminanten Start im Jahresverlauf ins Stocken geraten; ...

Fazit: Aktien sollten nach einem fulminanten Auftakt im Laufe des Jahres unter Druck geraten, was sowohl unser Basis- als auch unser Risikoszenario nahelegt. Gegenwind droht mithin von einer Wachstumsabkühlung oder wieder aufkommenden Inflationsängsten. Für Staatsanleihen ist der Ausblick vielschichtiger. Schwächt sich die Weltwirtschaft ab, ist auch dank weiter abnehmender Teuerungsraten von sinkenden Renditen auszugehen. Im Risikoszenario eines inflationären Booms dürfte aber das genaue Gegenteil eintreten. Alles in allem ist die Gefahr gross, dieses Jahr auf dem falschen Fuss erwischt zu werden. Speziell bei Staatsanleihen sind somit eine genaue Beobachtung des konjunkturellen Trends und höchste Flexibilität in der Ausrichtung erforderlich.

... bei Staatsanleihen bleiben wir grundsätzlich konstruktiv, die Gefahr eines Rückschlags ist aber gross.

Tabelle 4: Aktuelle Asset-Allocation-Empfehlung*

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

Stand: 16. Februar 2024; * ● strategisch (3 bis 6 Monate) ● taktisch (1 bis 3 Monate)

Technische Analyse

Aktienmarkt

Die signifikante Verbesserung des Risikosentiments führte zu einer fulminanten Aktienrallye, sodass sich das positive Saisonmuster einmal mehr durchgesetzt hat.

Nahezu alle Sentiment-Indikatoren erzeugen mittlerweile ein positives Signal, was kaum Raum für eine weitere Verbesserung des Risikosentiments lässt; ...

... eine Verschlechterung deutet sich jedoch noch nicht an.

Gleichzeitig scheinen sich die Marktteilnehmer der schwelenden Risiken bewusst zu sein und nutzen die aufgelaufenen Gewinne, um Risikoabsicherungen aufzubauen.

Die Dominanz der (Tech-) Megacaps setzt sich auch im laufenden Jahr weiter fort.

Dies deutet auf eine schwache Marktbreite hin, da die Aktienrallye lediglich von wenigen Titeln und Sektoren getragen wird.

Die Anfang November 2023 begonnene Jahresendrallye setzte sich im neuen Jahr ungebrems fort. Treibende Faktoren waren neben weiter rückläufigen Inflationsdaten – vor allem in den USA – positive Konjunktur- und Arbeitsmarktzahlen. In der Folge markierte der S&P500 mit 5.048 Punkten ein neues Allzeithoch. Derweil notiert der Eurostoxx nur noch einen Wimpernschlag unter seinem Allzeithoch von 489 Punkten. Damit hätten sich die saisonalen Muster »Jahresendrallye« und »Januar-Effekt« einmal mehr bewahrheitet. Im FMM vom 20. November 2023 hatten wir das Potenzial für eine weitere Aufhellung des zu dieser Zeit noch neutralen Risikosentiments aufgezeigt. Im Unterschied zu damals zeichnet der Grossteil der Sentiment-Indikatoren aktuell ein extrem positives Bild, das wenig Raum für weitere Verbesserung bietet. So notiert der CNN Fear-and-Greed-Indikator bei 78 Punkten und damit auf dem Niveau »extremer Gier«. Das Verhältnis von Aktienbullen zu Aktienbären liegt gemäss AAI US-Investor-Sentiment-Readings-Umfrage bei einem Faktor von 2,2 gegenüber 0,5 Anfang November – die Aktienoptimisten sind mithin deutlich in der Überzahl. Gleichzeitig befindet sich das Verhältnis von Put- zu Call-Optionen der CBOE mit 0,54 auf sehr tiefem Niveau, was ebenfalls für ein hohes Mass an Sorglosigkeit der Marktteilnehmer spricht. Bestätigt wird dies durch die Prämien für Kreditausfallversicherungen (gemessen am Markt iTraxx Europe Crossover Index), die sich auf tiefem Niveau eingependelt haben und keine Anzeichen für eine Trendwende liefern.

Gleichwohl scheinen sich die Marktteilnehmer der aktuellen konjunkturellen und geopolitischen Risiken durchaus bewusst. So steigt der TDEX-Index – ein Mass für die Nachfrage nach aus dem Geld notierenden Put-S&P-Optionen – seit Januar sukzessive an. Ein Teil der aufgelaufenen Aktiengewinne wird folglich in Form von Risikoabsicherungen reinvestiert. Insgesamt ist jedoch das Sentiment an den Märkten extrem freundlich. Ohne weitere positive Makroimpulse dürfte es daher schwer werden, die gute Stimmung aufrechtzuerhalten.

Die Marktbreite zeigt sich nur auf den ersten Blick solide. So notieren 73% der Aktien im S&P500 und 64% im Eurostoxx oberhalb ihrer 200-Tage-Linie, was dafürspricht, dass die Rallye von einer breiten Masse an Aktien getragen wird. Zudem weisen 91% der regionalen Aktienindizes eine positive Monatsperformance aus und spiegeln damit eine globale Aktienrallye wider. Lediglich China, Thailand und Russland scheren aus. Auf den zweiten Blick bröckelt indes der gute Eindruck. So setzt sich die Outperformance des marktgewichteten S&P500 (+5,6%) gegenüber dem gleich gewichteten Index (+1,9%) fort. Die Tech-Schwergewichte dominieren damit weiterhin die Performanceentwicklung, weshalb eine aktive Aktienselektion hochrelevant bleibt. Auch sektoral zeigen sich signifikante Unterschiede. Während Grundstoffe (-9,9%), Immobilien (-8,1%) und Versorger (-10,3%) im Eurostoxx seit Jahresbeginn spürbar an Marktkapitalisierung verloren haben, konnten Technologie (+15,8%) und Medien (+10,1%) deutlich dazugewinnen. Entsprechend wird die aktuelle Rallye von wenigen Titeln und Sektoren und nicht vom breiten Aktienmarkt getragen. Wir schätzen die Marktbreite daher eher schwach ein.

Charttechnisch ist das Bild positiv zu werten und lässt auf eine Fortsetzung der Rallye schliessen.

Für den Eurostoxx bedeutet dies im Fall einer Trendfortsetzung noch ein Kurspotenzial von 6,5%, gegenüber 3,6% im S&P500.

Das charttechnische Bild zeigt sich durchweg positiv. Sowohl S&P500 als auch der Eurostoxx bewegen sich in intakten Aufwärtstrends. Beide Indizes handeln oberhalb der 20-, 50-, 100- und 200-Tage Linie, sowie des exponentiellen gleitenden Durchschnitts. Der MACD generierte überdies für beide Indizes Kaufsignale. Zudem notieren die Barometer nahe dem oberen Bollinger-Band. Von einer (zumindest temporären) Topbildung wäre auszugehen, wenn das mittlere Bollinger-Band unterschritten würde, wofür es in beiden Indizes einer Korrektur von mindestens einem Prozent bedürfte. Im Eurostoxx wäre dann der Weg für eine Korrektur von aktuell 488 auf 472 (-2,0%) und dann auf 463 (-4,0%, = historisches Zwischenhoch) geebnet. Im S&P500 befindet sich die erste Unterstützung bei 4.818 Punkten (-2,7%), anschließend gerät die 4.600-Punkte-Marke ins Visier (-7,2%, = zyklisches Hoch). Der Relative-Stärke-Index notiert in beiden Indizes noch knapp unterhalb der kritischen 70er-Marke. Im positiven Szenario einer Fortsetzung des Aufwärtstrends ist im Eurostoxx zunächst die Widerstandslinie des Allzeithochs bei 489 Punkten nachhaltig zu überschreiten. Gelingt dies, bestünde bis zum 123,6%-Fibonacci-Retracement bei 520 Punkten ein Kurspotenzial von 6,5%. Im S&P500 liegt das 123,6%-Fibonacci-Retracement bei 5.130 Punkten, was einem Kurspotenzial von 3,6% entspricht.

Fazit: Das markttechnische Bild ist per Saldo positiv, weshalb taktisch von einer Fortsetzung der Rallye auszugehen ist. Angesichts des extrem positiven Risikosentiments ist jedoch Vorsicht geboten. Eine Verschlechterung des Sentiments könnte rasch zu einer Trendumkehr führen und tiefere Indexstände nach sich ziehen.

Abbildung 25: Eurostoxx Index



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 26: S&P500 Index



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Anleihenmarkt

Am Anleihenmarkt sehen die Perspektiven mit Blick auf die weiterhin erhöhte Volatilität und Positionierung der Marktteilnehmer kurzfristig weniger rosig aus.

Die höher als erwartet ausgefallenen US-Inflationszahlen im Januar versetzten den Leitzinssenkungserwartungen jüngst einen starken Dämpfer. In Summe erwartet der Markt in den USA nun noch vier Senkungen um jeweils 25 Bp bis zum Februar 2025. Vor der CPI-Publikation waren es noch fünf Senkungen. Gleichzeitig bleibt die Volatilität auf einem erhöhten Niveau. So missglückte es dem MOVE-Index – einem Volatilitätsmass für US-Treasuries – erneut, die 100er-Marke zu unterschreiten. Entsprechend preisen Investoren bei Anleihen weiterhin eine erhöhte Volatilitätsrisikoprämie ein, was der

Unsicherheit hinsichtlich des Zeitpunkts der ersten Leitzinssenkung geschuldet sein dürfte. Sobald mehr Klarheit über den geldpolitischen Kurs besteht, dürfte sich auch die Volatilität am Anleihenmarkt merklich zurückbilden.

Wenig Rückenwind ergibt sich überdies aus den CFTC-Daten, einem Indikator für die Positionierung der Marktteilnehmer. So liegt der Anteil an Short-Positionen bei US-Treasuries mit zehn Jahren Laufzeit relativ zu den insgesamt ausstehenden Futures-Kontrakten mit über 70% weiterhin auf hohem Niveau. Da bisher keine Trendumkehr erkennbar ist, fehlt die Dynamik, die für tiefere Renditeniveaus aus einer Neupositionierung der Marktteilnehmer notwendig wäre. In Kombination mit dem oben beleuchteten, sehr positiven Risikosentiment sind die Voraussetzungen für dynamisch fallende Renditeniveaus kurzfristig nicht gegeben. Für einen Ausbruch aus der volatilen Seitwärtsentwicklung bedarf es eines exogenen Schocks oder einer Konkretisierung des geldpolitischen Kurses.

Einzig die relative Attraktivität gegenüber Aktien weckt Hoffnungen auf eine baldige Erholung der Anleihenkurse.

Die relative Attraktivität von Anleihen gegenüber Aktien besteht hingegen fort. So beträgt die Dividendenrendite im Eurostoxx Index derzeit 3,55%, womit sie sich nur knapp 0,2 Prozentpunkte oberhalb der Rendite 1-jähriger Bundesanleihen befindet. Die Rendite 1-jähriger US-Treasuries liegt mit 4,90% sogar um 0,45 Prozentpunkte über der Dividendenrendite des Dow Jones Select Dividend Index. Die Aktienrisikoprämie hat sich entsprechend signifikant verringert, wodurch Anleihen – besonders im kurzen Laufzeitbereich – eine höhere relative Attraktivität besitzen.

Abbildung 27: Euro-Bund-Future



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Abbildung 28: US-Treasury-Future



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Charttechnisch spricht vieles für eine Fortsetzung der seit Anfang letzten Jahres fortwährenden volatilen Seitwärtsbewegung.

Im Basisszenario ist in den nächsten Wochen mit einer Entwicklung des Bund-Future zwischen 132,76 und 135,75 zu rechnen; ...

Die Charttechnik zeichnet wiederum ein weniger positives Bild. Sowohl der Bund-Future als auch der T-Note-Future handeln seit Jahresbeginn in einem intakten Abwärtstrend. Darüber hinaus signalisieren der MACD und die Bollinger-Bänder einen weiterhin rückläufigen Verlauf. Der RSI befindet sich für beide Kontrakte im neutralen Bereich. Unterstützung dürfte der Bund-Futures auf Höhe der 200-Tage-Linie bei 132,65 (-0,9%) finden. Darunter wäre eine Bewegung bis auf 130,00 (-2,8%, = zyklisches Zwischentief) und anschliessend bis auf 127,40 (-4,8%, = zyklisches Tief) möglich. Am wahrscheinlichsten ist jedoch eine Bewegung innerhalb der Bollinger-Bänder und damit zwischen 132,76 und 135,75, wobei eine Überschreitung des mittleren Bands bei 134,25 Punkten (+0,3%) als positives Signal zu werten wäre. Ganz ähnlich stellt sich die Lage beim T-Note-Future dar. Unterstützung dürfte der Kontrakt auf dem Niveau der 100-Tage-Linie bei 109,67, auf dem der Kontrakt aktuell handelt, finden. Eine Unterschreitung dürfte für eine

... beim US-Treasury-Futures dürfte sich die Handelsspanne zwischen 109,67 und 112,65 bewegen.

Fortsetzung des Abwärtstrends bis auf 107,00 (-2,5%, = zyklisches Zwischentief) und dann auf 105,70 (-3,7%, = Jahrestief 2023) führen. Wahrscheinlicher ist jedoch eine Entwicklung innerhalb der Bollinger-Bänder zwischen 109,67 und 112,65. Gelingt es dem Kontrakt, das mittlere Band bei 111,16 zu überschreiten, das zugleich dem Niveau der 200-Tage-Linie entspricht, so wäre dies ein positives Zeichen. Bis dahin ist das charttechnische Bild indes negativ zu werten.

Fazit: In Summe ist das markttechnische Bild für den Bund- und den T-Note-Future negativ. Neben der Charttechnik fehlt es an positiven Signalen aus der Positionierung der Marktteilnehmer. Zusätzlich besteht angesichts des sehr positiven Risikosentiments keine erhöhte Nachfrage nach Safe-Haven-Assets. Einzig die relative Attraktivität weckt Hoffnung auf eine baldige Kurserholung der Anleihen. Am wahrscheinlichsten ist daher aus markttechnischer Perspektive eine Fortsetzung des sehr volatilen Seitwärtstrends.

Wichtige Termine der Woche 19.02.2024 – 23.02.2024

Land	Indikator/Ereignis	Periode	Uhrzeit	Einheit	Prognose		Vor- periode
					BANTLEON	Konsens	
Montag, 19.02.2024							
USA	Feiertag (Presidents Day)	-	-	-	-	-	-
Dienstag, 20.02.2024							
Niederlande	Verbrauchervertrauen	Feb	6.30	Index	-	-	26,0
Eurozone	Bauproduktion	Dez	11.00	mom, %	-	-	-1,0
Mittwoch, 21.02.2024							
Eurozone	Verbrauchervertrauen, 1. Schätzung	Feb	16.00	Index	-15,6	-15,5	-16,1
USA	Protokoll zur Fed-Sitzung vom 30./31. Januar 2024	Jan	20.00	-	-	-	-
Donnerstag, 22.02.2024							
Frankreich	Unternehmensvertrauen	Feb	8.45	Index	98	99	98,8
Eurozone	Einkaufsmanagerindex, Dienstleister, 1. Schätzung	Feb	10.00	Index	48,0	48,8	48,4
	Einkaufsmanagerindex, Industrie, 1. Schätzung	Feb	10.00	Index	47,1	47,0	46,6
	Verbraucherpreise, endgültige Schätzung	Jan	11.00	yoy, %	2,8	2,8	2,8
	Kerninflation, endgültige Schätzung	Jan	11.00	yoy, %	3,3	3,3	3,3
	Protokoll zur EZB-Sitzung vom 25. Januar 2024	Feb	13.30	-	-	-	-
USA	Erstanträge auf Arbeitslosenunterstützung	-	14.30	Tsd.	-	218	212
Belgien	Unternehmensvertrauen	Feb	15.00	Index	-15,7	-	-16,4
USA	Einkaufsmanagerindex S&P Global, Industrie, 1. Schätz.	Feb	15.45	Index	50,9	50,5	50,7
	Verkäufe bestehender Einfamilienhäuser	Jan	16.00	Mio., ann.	3,99	3,97	3,78
Freitag, 23.02.2024							
Deutschland	Bruttoinlandsprodukt, 2. Schätzung	Q4/23	8.00	qoq, %	-0,3	-0,3	-0,3
	ifo-Geschäftsklima	Feb	10.00	Index	85,5	85,5	85,2

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.