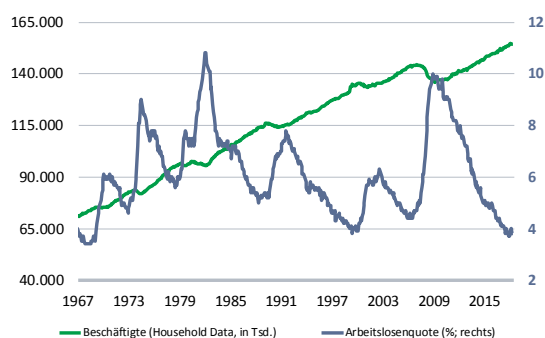


Übersicht NATIONAL-BANK-Prognosen

	aktuell	Jun. 19	Sep. 19	Dez. 19	Mrz. 20
DAX	11.851	12.000	12.400	12.800	13.100
Euro Stoxx 50	3.417	3.400	3.500	3.600	3.700
S&P 500	2.878	2.850	2.950	3.050	3.150
Tendersatz in %	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10j Bundesanleihen in %	-0,03	0,1	0,3	0,3	0,4
Fed Funds in %	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00
10j US Treasuries in %	2,46	2,7	2,7	2,9	3,0
USD	1,13	1,13	1,14	1,13	1,10
GBP	0,86	0,88	0,88	0,87	0,87
CHF	1,13	1,12	1,13	1,12	1,09
AUD	1,57	1,55	1,54	1,52	1,47
NZD	1,67	1,66	1,68	1,64	1,57
NOK	9,58	9,40	9,30	9,20	9,00
Brent in USD/Barrel	71	62	59	66	68

Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Entwicklung des US-Arbeitsmarkt, Zahl der Beschäftigten und Arbeitslosenquote



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Volkswirtschaft/Rentenmarkt

Dr. rer oec. Jan Bottermann Tel.: 0201 8115 553

Aktienmarkt/Zusammenfassung

Dr. Frank Wohlgemuth, CIIA Tel.: 0201 8115 556
 Markus Glockenmeier, CFA Tel.: 0201 8115 565
 Ekkehard Link, CFA Tel.: 0201 8115 558

email: research@national-bank.de

Datum der Kursinformationen: 09.04.2019, 18:00 Uhr

Redaktionsschluss: 11.04.2019, 16:00 Uhr

Inhaltsübersicht

1. Zusammenfassung	1
2. Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen	2
3. Aktienmarkt	4
4. Rentenmärkte	8
5. Rechtliche Hinweise	11

Zusammenfassung

- Die **US-Konjunktur** zeigt sich relativ robust. Sollte sich die Aufhellung weltweit im Rahmen einer Lösung der Streitfragen bezüglich des internationalen Handels weiter konkretisieren, dürfte das Wachstum um rund 0,2-0,3 Prozentpunkte zulegen. Die Chancen für eine Einigung im Handelsstreit sind unterdessen weiter gestiegen.
- Die Prognosen für die **Eurozone** wurden zuletzt allgemein weiter gesenkt. Grundsätzlich sollten die konjunkturellen Perspektiven aber robust bleiben, weil die Binnenwirtschaft in Europa einfach noch zu stark ist. Zudem zeichnet sich u. E. immer deutlicher ab, dass das Euroland wieder mehr Impulse aus Asien erhalten wird, wo sich der Ausblick seit Jahresanfang wieder verbessert hat.
- Die **EZB** hat sich von ihren Plänen für eine geldpolitische Kehrtwende weiter entfernt. Wir senken daher unsere Zinsprognose für Deutschland und den Euroraum abermals: Auf Jahressicht erwarten wir für **10-jährige Bundesanleihen einen Zins von 0,4%** und für die **US-Zinssätze (zehnjährige Treasuries)** prognostizieren wir auf Sicht von zwölf Monaten **bei einem Zins von 3,0%**.
- Wir adjustieren unsere Einschätzung zum **US-Dollar** und erwarten weiterhin zunächst eine Gegenreaktion bis in den Bereich von Kursen um EURUSD 1,14, das Aufwertungspotential auf Jahressicht heben wir aber hiermit auf Kurse um EURUSD 1,10 an.
- Nach einer erfreulichen Entwicklung der **Aktienmärkte** im bisherigen Jahresverlauf könnten Investoren erstmal kurzfristig Gewinne mitnehmen. Dies würde auch jahreszeitlich zu der guten, alten Börsenweisheit „Sell in May and go away“ passen. Eine solche Korrektur würde aber nichts an unserer generell positiven Aktienmeinung ändern. Weiterhin spricht die relative Attraktivität stark für die Aktienanlage, so dass im anhaltenden Niedrigzinsumfeld und in Anbetracht der begonnenen Dividendensaison insbesondere Dividendenstrategien aussichtsreich sind.



NATIONAL-BANK

Mehr. Wert. Erfahren.

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (BIP in %)

	2016	2017	2018e	2019e
Deutschland	1,9	2,2	1,5	1,1
Euroraum	1,7	2,5	1,8	1,3
USA	1,6	2,3	2,9	2,5

Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

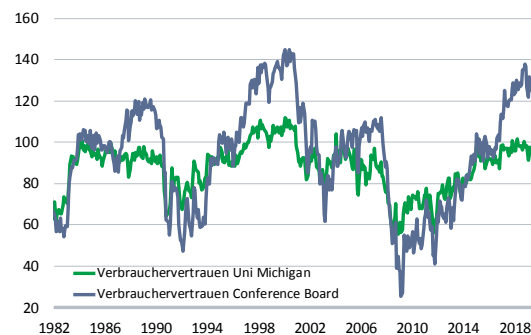
Volkswirtschaftliche Rahmendaten (Verbraucherpreise in %)

	2016	2017	2018e	2019e
Deutschland	0,5	1,7	1,9	1,5
Euroraum	0,3	1,5	1,7	1,4
USA	1,3	2,1	2,4	2,0

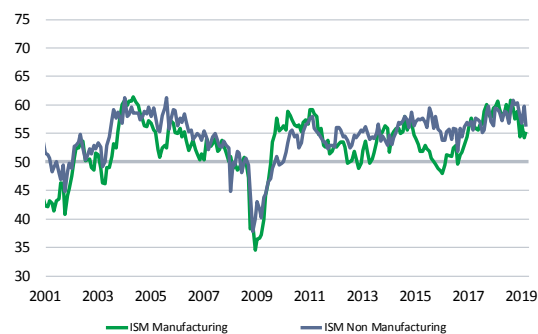
Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Stimmung der US-Konsumenten gemessen mit den Verbrauchervertrauensindikatoren der Uni Michigan und des Conference Board

Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg



Stimmung im verarbeitenden und Dienstleistungssektor gemessen mit den jeweiligen ISM-Indizes



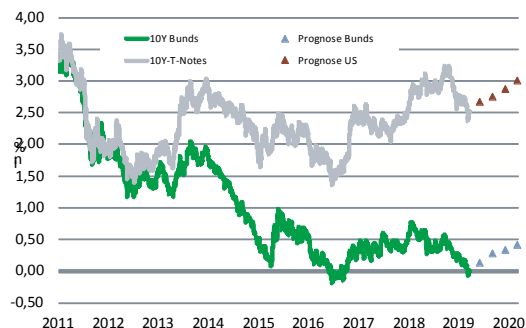
Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Nach wie vor verweist die gute Entwicklung an den Finanzmärkten auf eine Verbesserung der wirtschaftlichen Perspektiven weltweit. Vor allem die US-Technologiebörsen sind - flankiert von weit unterdurchschnittlichen Volatilitäten - wieder nahe an ihre All-Time-Highs herangelaufen. Aber auch die europäischen und asiatischen Märkte sind weiterhin in einer Erholungsbewegung begriffen. Damit spiegelt sich an den Finanzmärkten unsere fundamentale positive Einschätzung für den weiteren globalen Konjunkturverlauf wider: Sollte sich die Aufhellung weltweit im Rahmen einer Lösung der Streitfragen bezüglich des internationalen Handels weiter konkretisieren, gehen wir davon aus, dass das Wirtschaftswachstum um rund 0,2-0,3 Prozentpunkte zulegen kann: Dies ergibt zumindest unsere Quantifizierung der nach wie vor erheblichen Verunsicherung weltweit. Die Chancen für eine Einigung im Handelsstreit sind unterdessen weiter gestiegen - diverse Think-Tanks in den USA machen sich derzeit sogar Sorgen, Präsident Trumps Verhandlungsstrategie könnte – vor allem mit Blick auf den näher rückenden Wahlkampf – zu opportunistisch ausfallen. Insofern kann daraus zumindest der Schluss gezogen werden, dass der Anreiz für eine kurzfristige Einigung auch für die US-Administration noch viel dringender ist als bislang anzunehmen war.

In den USA entwickelte sich die Lage weiter erfreulich: Angefeuert durch die Steuerkürzungen und Ausgabenerhöhungen von US-Präsident Donald Trump hat die US-Konjunktur ihr relativ hohes Tempo weiter halten können. Letzteres dürfte auf Dauer noch etwas geringer werden, eine Rezession ist weiterhin nur mit einer extrem geringen Wahrscheinlichkeit (nahe Null) zu belegen. Sollte sich die Aufhellung weltweit im Rahmen einer Lösung der Streitfragen bezüglich des internationalen Handels weiter konkretisieren, gehen wir davon aus, dass das Wirtschaftswachstum in den USA auf Sicht der kommenden vier Quartale auch wieder höher ausfallen kann: Sowohl die Investitionen als auch der private Konsum haben auch nach einem Jahrzehnt des Aufschwungs noch Potential. Trotz einer robusten US-Konjunktur und einer deutlich besseren Indikation durch die Finanzmärkte seit dem Einbruch im Schlussquartal 2018 sind die gesamtwirtschaftlichen Schätzungen für die Eurozone zuletzt allenthalben weiter gesenkt worden. Wir gehen grundsätzlich weiterhin davon aus, dass die konjunkturellen Perspektiven robust bleiben, dafür ist die Binnenwirtschaft in Europa einfach noch zu stark. Zudem zeichnet sich u. E. immer deutlicher ab, dass das Euroland wieder mehr Impulse aus Asien erhalten wird, wo sich der Ausblick seit Jahresanfang wieder verbessert hat. Die zyklische Aufwärtsbewegung ist allerdings mit den

Renditeentwicklung zehnjähriger Anleihen in % mit Prognosen



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Zinsprognose in %

	aktuell	Jun. 19	Sep. 19	Dez. 19	Mrz. 20
Fed Funds	2,50	2,50	2,50	2,75	3,00
3M-USD-Libor	2,41	2,6	2,7	2,8	2,9
2J Treasuries	2,32	2,4	2,5	2,6	2,8
10J Treasuries	2,46	2,7	2,7	2,9	3,0
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,31	-0,3	-0,3	-0,3	-0,3
2J Bundesanleihen	-0,59	-0,6	-0,5	-0,4	-0,4
10J Bundesanleihen	-0,03	0,1	0,3	0,3	0,4

Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Währungsprognosen gegen Euro im Überblick

	aktuell	Jun. 19	Sep. 19	Dez. 19	Mrz. 20
USD	1,13	1,13	1,14	1,13	1,10
JPY	125	129	131	131	128
GBP	0,88	0,88	0,88	0,87	0,87
CAD	1,50	1,45	1,47	1,46	1,41
AUD	1,57	1,55	1,54	1,52	1,47
NZD	1,67	1,66	1,68	1,64	1,57
CHF	1,13	1,12	1,13	1,12	1,09
NOK	9,58	9,40	9,30	9,20	9,00
SEK	10,44	10,00	9,90	9,80	9,70
Renminbi	7,56	7,80	7,87	7,68	7,26

Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

strukturellen Problemen in Europa zu saldieren. Die Nachholeffekte aus der „verlorenen Dekade“ seit der Lehman-Krise dürften allmählich abklingen und damit die strukturellen Wachstumsschwächen der Eurozone immer deutlicher zu Tage treten. Dies gilt vor allem für den Rückenwind, den der Aufschwung bislang vom Arbeitsmarkt erfahren hat.

Die EZB hat sich von ihren Plänen für eine geldpolitische Kehrtwende weiter entfernt, was abermals eine spürbare Marktreaktion auf der Bundkurve generierte. Trotz der etwas besseren Perspektiven kämpft die EZB auch weiterhin mit fallenden Inflationserwartungen, die sie nicht tolerieren kann, wenn sie ihre Glaubwürdigkeit nicht verlieren will: Wir nehmen die anhaltende Verfehlung des geldpolitischen Ziels mit Blick auf die Inflationserwartungen in der Eurozone zum Anlass, unsere Zinsprognose für Deutschland und den Euroraum abermals zu senken: Auf Jahressicht ist nach unserem Dafürhalten ein Zins um 0,4 Prozentpunkte für die zehnjährigen Bundesanleihen zu erwarten. Ebenfalls senken wir unsere Prognose für die US-Zinssätze und gehen davon aus, dass die zehnjährigen Treasuries auf Sicht von zwölf Monaten bei rund 3,0 % rentieren werden. Aus unserer Sicht ist die Kehrtwende der Fed dabei aber nicht Ausdruck binnenwirtschaftlicher Schwäche, sondern auch maßgeblich ihrer globalen Rolle geschuldet.

Vor dem Hintergrund der vermutlich alsbald abermals expansiveren Haltung der EZB adjustieren wir unsere Einschätzung zum US-Dollar. Wir erwarten nunmehr eine Gegenreaktion bis in den Bereich von Kursen um EURUSD 1,14, das Aufwertungspotential auf Jahressicht heben wir hiermit auf Kurse um EURUSD 1,10 an. Hinter dieser Adjustierung steht auch maßgeblich unsere Einschätzung, dass die europäischen Konjunktur tragenden Effekte allmählich schwächer werden, während der USAufschwung noch weitere Maßnahmen der Fed generieren dürfte. Alle Währungsprognosen können der nebenstehenden Tabelle entnommen werden.

Aktienmarktprognosen im Überblick

	aktuell	Jun. 19	Sep. 19	Dez. 19	Mrz. 20
DAX	11.851	12.000	12.400	12.800	13.100
Euro Stoxx 50	3.417	3.400	3.500	3.600	3.700
S&P 500	2.878	2.850	2.950	3.050	3.150

Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Erwartete Schwankungsbreiten

	Spanne für 12 Monate
DAX	10.400 - 13.300
Euro Stoxx 50	2.900 - 3.800
S&P 500	2.400 - 3.300

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Entwicklung von DAX / Euro Stoxx 50 mit Prognosen



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

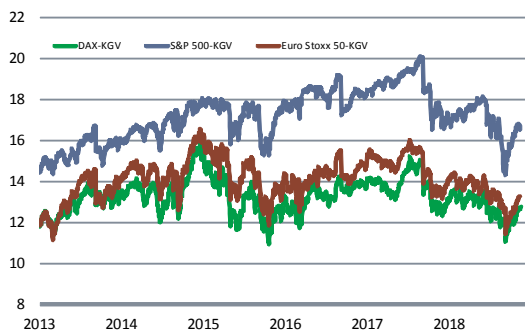
Aktienmärkte

Trotz vielfältiger politischer Belastungsfaktoren setzten die Aktienmärkte in den letzten Tagen ihren Aufwärtstrend fort. Auch bezogen auf die letzten Wochen ist die Entwicklung sehr erfreulich. So konnten DAX und Euro Stoxx 50 im ersten Quartal 2019 9,1% bzw. 11,7% zulegen. Der marktbreite US-Index S&P 500 verbesserte sich um 13,0%. Dies sind beeindruckende Zuwachsraten, das Ausmaß ist aber im Zusammenhang mit den starken Einbrüchen des vierten Quartals 2018 zu sehen. Es zeigt sich, dass die stark sentiment-getriebenen Kurseinbrüche zum Ende des Jahres überzogen waren.

Es ist natürlich nicht alles Gold, was glänzt. Vor allem die konjunkturelle Situation in der Eurozone, aber auch Sorgen vor einem deutlichen globalen konjunkturellen Einbruch belasten weiter. Aus China kamen Anfang April jedoch positive wirtschaftliche Signale. So stieg der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe im März auf 50,5 (49,2) und befindet sich somit wieder im expansiven Bereich. Auch bei den kleineren und mittleren Unternehmen scheint sich die Stimmung aufzuheben. Der sog. Caixin-PMI erhöhte sich auf 50,8. Aufgrund der hohen Exportlastigkeit des DAX quitierte dieser die besser als erwarteten fernöstlichen Daten mit einem erneuten Kurssprung. Leider gelten die verbesserten Daten nicht für die Eurozone. Hier befindet sich der jüngste Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe bei einem Stand von 47,5 anhaltend im kontraktiven Terrain. Diese Marke bedeutet gleichzeitig ein 6-Jahres Tief. Es gilt aber zu beachten: Gerade die politisch sehr undurchschaubare Situation bezüglich des „Brexit“-Dramas führt nicht zu einer gesteigerten ökonomischen Aktivität, sondern lässt die Unternehmen vielmehr in einer abwartenden Situation verharren. Die gleiche Argumentation gilt für den noch nicht gelösten Handelszwist zwischen den USA und China. Diesbezüglich ist die Erwartungshaltung zwar eindeutig auf eine wenigstens temporäre Lösung gerichtet, klare diesbezügliche Fakten gibt es jedoch zum gegenwärtigen Zeitpunkt noch nicht. Die Gespräche gehen hochrangig weiter.

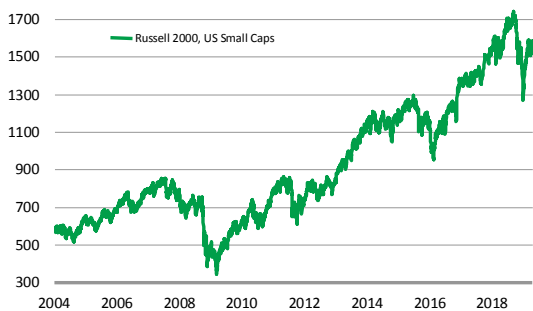
Von der Auflösung bzw. Abmilderung der momentan sehr herausfordernden politischen Lage für die Aktienmärkte versprechen wir uns eine deutliche Verbesserung der allgemeinen Stimmungslage. Falls es zu einer Einigung im Handelsstreit kommt, wird dies merklich positive Spuren in der Weltwirtschaft aber auch an den Aktienmärkten hinterlassen. Immerhin war der Handelsstreit der Hauptbelastungsfaktor im letzten Jahr.

Bewertung von Aktienmärkten am Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessen



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Russel 2000 (US-Small Cap Index)



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Mittelfristig dürfte sich eine solche Einigung ebenfalls deutlich positiv sowohl auf die Makro-, als auch auf die Mikroebene auswirken. Daher würde uns eine Fortsetzung der Aktienrally in den nächsten Wochen nicht überraschen. Bezüglich des „Brexit“-Dramas sind in den nächsten Wochen u. E. keine stärkeren Störfeuer zu erwarten. Die britische Politik wird damit beschäftigt sein, den gestern ausgehandelten Kompromiss mit der EU (mögliche Verlängerung der EU-Mitgliedschaft Großbritanniens bis zum 31.10.2019) zu verdauen.

Weiterhin spricht die relative Attraktivität stark für die Aktienanlage. Insbesondere die Entwicklung in den letzten Wochen hat dieses Argument noch stärker akzentuiert. Bei negativen Renditen auf der Bundrenditenkurve bis in den 10-jährigen Bereich hinein, sind Dividendenrenditen im DAX oder auch im Euro Stoxx 50 von 3,2 bzw. 3,6% ein gewichtiges Argument für die Anlage in Aktien. Aktien bleiben daher zur Erzielung einer auskömmlichen Rendite nahezu alternativlos. In dieser Beurteilung wird sich aus unserer Sicht in näherer und fernerer Zukunft auch keine Änderung einstellen. Das Argument der beständig hohen Dividendenrenditen im Vergleich zu den - wenigstens in der Eurozone - nahezu nicht vorhandenen Anleiherenditen wird zwar oft zitiert, verliert dadurch aber nichts von seiner Bedeutung. Für die DAX-Unternehmen rechnen wir für dieses Jahr in der nun beginnenden Dividendensaison abermals mit einer Dividendenrekordausschüttung.

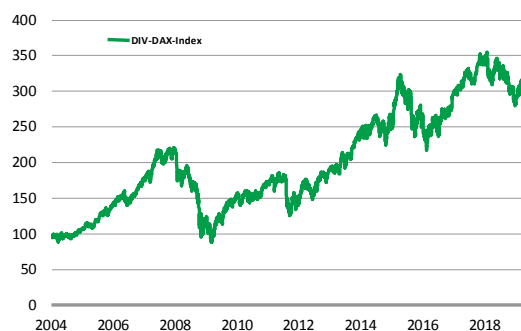
Unsere DAX-Ende März Prognose von 11.700 Punkten erwies sich als sehr treffsicher, insgesamt haben wir das Aufwärtsmomentum an den Aktienmärkten seit Beginn des Jahres mit unseren Aktienindex-Prognosen zutreffend prognostiziert. Wir fühlen uns mit unseren Index-Prognosen weiterhin sehr wohl und belassen diese daher auf unverändertem Niveau. Kurzfristig würde uns jedoch ein Szenario „Buy the rumour, sell the news“ nicht überraschen. Das bedeutet: Nach Bekanntgabe eines belastbaren Kompromisses zwischen den USA und China in den nächsten Wochen könnten Investoren an den Aktienmärkten erstmal kurzfristig Gewinne mitnehmen. Dies würde auch jahreszeitlich zu der guten, alten Börsenweisheit „Sell in May and go away“ passen. Eine solche Korrektur würde aber nichts an unserer generell positiven Aktienmeinung ändern.

Bewegung des MSCI World



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Entwicklung des DivDAX (Dividenden DAX-Index)



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Aktienstrategie

Globale Aktien

Zur erwarteten Einigung im Handelsstreit zwischen den USA und China ist es noch nicht gekommen, da beide Seiten offenbar mehr Zeit benötigen. Beide Delegationen bescheinigen den Verhandlungen aber weiterhin Fortschritte. Eine Vereinbarung könnte bis Ende April erreicht werden. Wahrscheinlich dürfte eine Übereinkunft aufgrund der großen Bedeutung für beide Länder dann auf einem Gipfeltreffen zwischen US-Präsident Trump und dem chinesischen Staatschef Xi verkündet werden. Wir bleiben skeptisch, ob es zu einer grundsätzlichen Einigung über die chinesischen Ambitionen hinsichtlich der zukünftigen technologischen Führerschaft kommt. Eine Einigung im Handelsstreit sollte aber nicht nur US-amerikanischen sowie chinesischen Unternehmen sondern auch global tätigen Konzernen zugutekommen. Nach zwischenzeitlich schwächeren Konjunkturdaten in vielen Regionen zeigten die jüngsten Indikatoren ein wieder positiveres Bild, wovon gerade Global Player, die in vielen Weltregionen vertreten sind, profitieren sollten.

Dividendenwerte

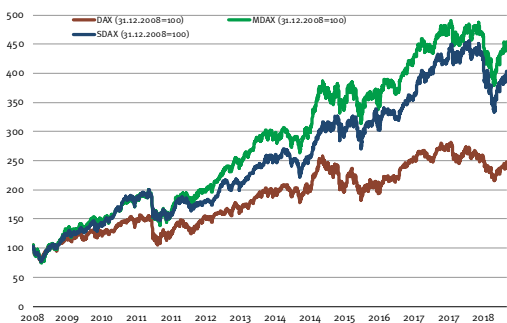
In Anbetracht der anhaltenden Niedrigzinsniveaus bleiben ausschüttungsstarke Dividendenwerte eine interessante Anlage. Nach den oftmals guten Unternehmensergebnissen des abgelaufenen Geschäftsjahres sind 2019 erneut (rekordhohe) Dividendenzahlungen zu erwarten. Europäische Unternehmen zahlen oftmals ebenso wie ihre US-Pendants mehrmals im Jahr Dividende, deutsche Konzerne tätigen mehrheitlich in den Monaten April bis Juni mit Schwerpunkt Mai ihre Ausschüttungen. Im Rahmen einer aktiven Dividendenstrategie erreicht der Anleger eine Streuung und kann den Schwerpunkt auf Regionen bzw. Branchen setzen. Hierbei sollten nachhaltig ausschüttende Unternehmen selektiert werden. Dividendenstrategien zahlen sich langfristig aus, zumal sie schwankungsärmer tendieren.

Wertentwicklung von Stoxx Europe und Stoxx Europe Immobilien im Vergleich



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Large / Mid / Small Caps im Vergleich (indexiert)



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Immobilienaktien

Infolge der EZB-Aussagen im März, dass erste Zinserhöhungen im Euroraum frühestens 2020 erfolgen, fielen die Kapitalmarktrenditen deutlich. Folglich konnten zinssensitive Immobilienaktien kräftig zulegen und notieren teilweise auf Höchstkursen. Auf den hohen Kursniveaus würden wir Neuengagements nur selektiv vornehmen. Zwar sind die Perspektiven für viele Immobilien-Segmente weiterhin gut, doch ist ein Großteil davon nunmehr eingepreist. Auch könnte es zu Kurskorrekturen kommen, falls die Kapitalmarktrenditen anziehen, da der Immobiliensektor auf Veränderungen der Kapitalmarktzinsen reagieren dürfte, obwohl dies kurzfristig keine operativen Auswirkungen hat. Mittel- bis langfristig orientierte Anleger sollten im Immobilienbereich investiert bleiben.

Mid & Small Caps

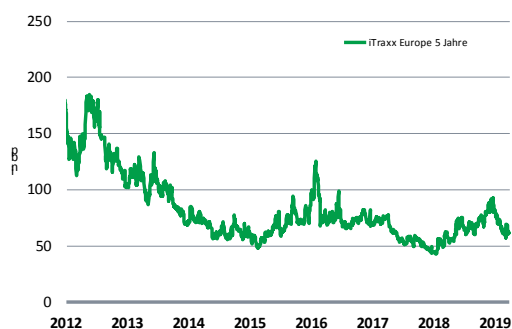
Nachdem US-Mid & Small Caps (Russel 2000 Index) gegenüber den höher kapitalisierten Aktienindices in den ersten Monaten des Jahres eine Outperformance verbuchen konnten, bewegen sich beide Segmente nunmehr im Gleichklang. Die Chancen für eine relativ bessere Kursentwicklung von US-Mid & Small Caps besteht u.E. trotz zwischenzeitlich schwächer Konjunkturdaten fort, da dieses Segment einen stärkeren Inlandsfokus aufweist und daher von den fiskalischen Maßnahmen und der US-Steuerreform profitieren. Allerdings dürfte sich eine Entspannung im Handelsstreits moderater als bei global agierenden Unternehmen auswirken. Europäische Mid & Small Caps bieten ebenfalls eine attraktive Anlagemöglichkeit und sollten daher in einem international diversifizierten Portfolio Berücksichtigung finden.

Renditeentwicklung ausgewählter zehnjähriger Staatsanleihen in %



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Kreditrisikoaufschläge für Unternehmen gemessen am iTraxx Europe fünf Jahre



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Rentenstrategie

Staatsanleihen

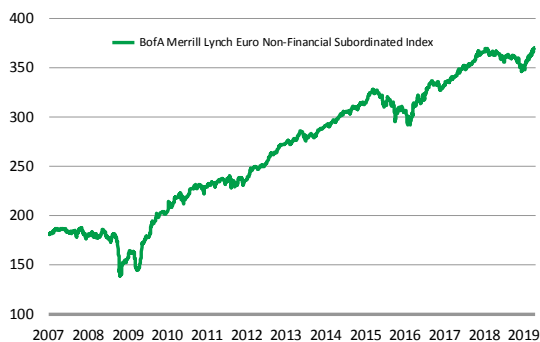
Trotz der etwas besseren Perspektiven kämpft die EZB auch weiterhin mit fallenden Inflationserwartungen, die sie nicht tolerieren kann, wenn sie ihren gesetzlichen Auftrag nicht verletzen und ihre Glaubwürdigkeit nicht verlieren will: Seit Jahresbeginn sind die Inflationserwartungen in Europa von 1,7 % auf 1,4 % abgesackt. Dies bewirkt, dass die EZB den monetären Impuls ggf. noch einmal hochfahren muss, was die Zinswende abermals zeitlich noch weiter nach hinten schiebt. Wir nehmen die anhaltende Verfehlung des geldpolitischen Ziels mit Blick auf die Inflationserwartungen in der Eurozone zum Anlass, unsere Zinsprognose für Deutschland und den Euroraum abermals zu senken: Auf Jahressicht ist nach unserem Dafürhalten ein Zins um 0,4 Prozentpunkte für die zehnjährigen Bundesanleihen zu erwarten. Ebenfalls senken wir unsere Prognose für die US-Zinssätze und gehen davon aus, dass die zehnjährigen Treasuries auf Sicht von zwölf Monaten bei rund 3,0 % rentieren werden. Aus unserer Sicht ist die jüngste Kehrtwende der Fed aber nicht Ausdruck binnenwirtschaftlicher Schwäche, sondern auch maßgeblich ihrer globalen Rolle geschuldet. Bei hoher Unsicherheit über das exakte Niveau des neutralen Satzes dürfte die Fed im Zuge einer wieder besseren weltwirtschaftlichen Entwicklung mit den Zinserhöhungen fortfahren. Selbst wenn ein neutrales Leitzinsniveau nunmehr erreicht sein sollte, dürfte die Fortsetzung der Anspannung der Kapazitäten am Arbeitsmarkt höhere Zinsvorgaben der Fed im Sinne eines dann leicht restriktiveren Kurses erzwingen. Im Ergebnis sehen wir das aktuelle Wording eher als Pause im Zinserhöhungsprozess, denn als wirklichen geldpolitischen Endpunkt in diesem Weltwirtschaftszyklus. Das Umfeld für Staatsanleihen in Deutschland und Europa bleibt nach wie vor unattraktiv: Die Renditen sind niedrig, so dass die Kupons auch einen leichten Aufwärtstrend der Renditen nicht überkompensieren. Mit Blick auf die höheren Renditeniveaus bieten sich daher Engagements im Dollarblock an. Hier halten wir das Chance-Risiko-Verhältnis für wesentlich günstiger. Internationale Rentenanlagen sind jedoch naturgemäß dem Währungsrisiko ausgesetzt. Vor dem Hintergrund unserer Einschätzung für EUR-USD sehen wir aber auch hier mittelfristig eher Chancen als Risiken für den Euro-basierten Anleger. Die Duration sollte grundsätzlich eher im kürzeren Laufzeitenbereich liegen.

Kreditrisikoaufschläge für Banken / Versicherungen gemessen am iTraxx Senior Financials fünf Jahre



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Bank of America Merrill Lynch Euro Non-Financial Subordinated Index (Hybridanleihen von Unternehmen)



Quelle: Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg

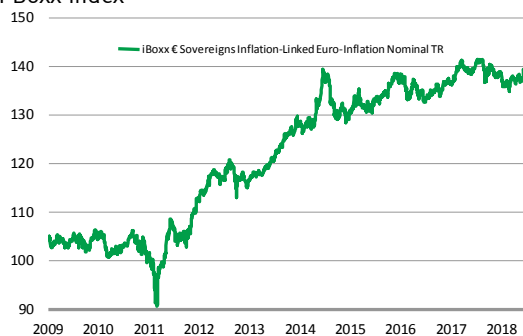
Investment Grade Corporates

Grundsätzlich dürften die Credit-Spreads vor dem Hintergrund der relativ robusten Wachstumsperspektiven in Europa weiter auf unterdurchschnittlichem Niveau verbleiben. Weiterhin ist eine Rezession nicht zu erwarten, dafür ist die europäische Binnenwirtschaft noch zu robust. Dazu kommt, dass die EZB zuletzt weitere Unterstützung signalisierte: Sie korrigierte zuletzt vor allem ihre Inflationserwartungen deutlich nach unten und verschob das aus ihrer Sicht frühestmögliche Datum für eine Anhebung des Einlagensatzes spürbar nach hinten. Im Ergebnis bleiben die Perspektiven für die Credit Spreads robust, weil die Märkte darauf bauen können, dass es die EZB schon wieder richten wird. Diese abermalige Aufweichung der Budgetrestriktion dürfte das ordnungspolitische Dilemma innerhalb der Eurozone aber auf Dauer weiter verschärfen – schon jetzt ist die italienische Staatschuld für ein Rettungspaket einfach zu groß. Wir gehen daher weiterhin davon aus, dass die systemischen Risiken für die Anleihen aus südeuropäischen Ländern weiter ansteigen, da die strukturellen Probleme weiter zunehmen werden. Nach wie vor verweist hier die Entwicklung der Target-Salden auf eine Zunahme der Ungleichgewichte im Eurosystem. Die latenten Risiken nehmen also weiter zu, dabei besteht perspektivisch die Gefahr, dass zunehmende Länderrisiken auf die jeweiligen Unternehmensanleihen durchschlagen. Daher sollte auch weiterhin sehr konservativ vorgegangen werden.

Hybride

Bei Hybridanleihen wird der Anleger für die Übernahme des Risikos belohnt im Insolvenzfall nachrangig behandelt zu werden oder den Ausfall von Kuponzahlungen hinnehmen zu müssen. Die Rahmenbedingungen für Hybride bleiben einerseits bestimmt durch das robuste gesamtwirtschaftliche Umfeld: Die Risikoprämien sollten grundsätzlich weiter unterdurchschnittlich bleiben. Nach Beendigung der aktuellen Kurskorrektur auf den Aktienmärkten sollten Hybridanleihen bei wieder anziehenden Aktienkursen Wertsteigerungen erfahren. Der vergleichsweise größte Risikofaktor für die Hybriden dürfte andererseits in einem Anstieg der risikolosen Zinssätze liegen. Gerade aufgrund der hohen Restlaufzeit (Duration) vieler dieser Titel sollte ein Hybridengagement mit Blick auf einen möglichen Zinsanstieg weiterhin eng begleitet werden, es erfordert eine aktive Steuerung. Eine hinreichende Diversifikation ist auch bei diesem Anlageinstrument unerlässlich. Die zumeist hohe Mindeststückelung der meisten Emissionen lässt es vorteilhaft erscheinen, sich bei Hybridanleihen der Dienste von Kapitalsammelstellen zu bedienen.

Entwicklung von Inflationsanleihen gemessen am i-Boxx-Index

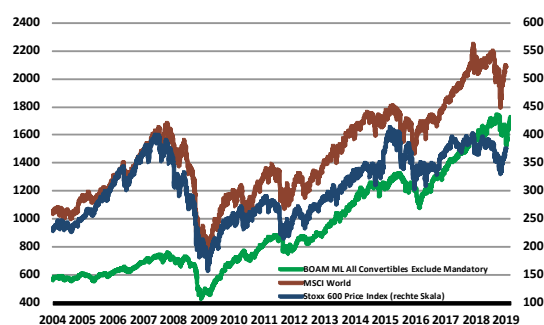


Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Linker

Wir sind auch weiterhin der Überzeugung, dass die internationale Preisdynamik trotz anhaltendem Wirtschaftsaufschwung nur allmählich zulegen wird. Hintergrund sind die Globalisierung und die Digitalisierung, die die Weltwirtschaft insgesamt wesentlich preiselastischer machen. Zu konzedieren ist jedoch, dass die Risiken eines unerwartet deutlichen Anstiegs der Inflation mit der weiteren Anspannung der Kapazitäten naturgemäß gestiegen sind. Hierzu zählt vor allem der sich wieder spürbar festigende Ausblick für die rohstoffintensiven Industrien des asiatisch-pazifischen Raums, der gerade in den letzten Tagen zu einer doch bemerkenswerten Preisfestigung bei vielen Rohstoffen geführt hat. Daher ist es vor dem Hintergrund sinnvoll, sich gegen ein unerwartetes Anziehen der Teuerung zumindest teilweise abzusichern, indem inflationsindexierte Anleihen in das Portfolio aufgenommen werden. Aktiv verwaltete Lösungen sind aufgrund der Zinssensitivität von Linkern zu bevorzugen.

Entwicklung des Bank of America Merrill Lynch Wandelanleiheindex im Vergleich zu Aktienindizes



Quelle: Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg

Wandelanleihen

Gerade für risikoscheue Anleger bieten Wandelanleihen eine (nervenschonende) Möglichkeit, mit gebremstem Risiko von der Kursentwicklung der Aktienmärkte zu profitieren: Steigen die Aktienkurse wie von uns erwartet mittelfristig weiter an, so erhöhen sich auch die entsprechenden Wandelanleihenotierungen und lassen den Anleger „mit gebremstem Schaum“ an diesem Aktienkursanstieg teilhaben. Sollten die Aktienmärkte hingegen künftig Kursverluste erleiden, so würden sich diese i. d. R. nur unterdurchschnittlich auf den Wandelanleihegläubiger auswirken, zumindest solange, wie der Emittent zahlungsfähig bleibt. Damit verfügt die Wandelanleihe über ein asymmetrisches Chance-Risiko-Profil („Less Risk - More Fun!“), wie es nur wenige Finanzinstrumente aufweisen. Einziger derzeitiger Nachteil: Aufgrund des geringen Nominalzinsniveaus fallen die Coupons neu emittierter Wandelanleihen gering aus, entsprechend geringer ist damit auch die „Pufferwirkung“ gegenüber Kursrücksetzern am Aktienmarkt. Diversifikationserfordernisse lassen es angeraten sein, die Dienste von Kapital-sammelstellen in Anspruch zu nehmen.

WICHTIGE INFORMATION: BITTE LESEN!

Die in dieser Ausgabe enthaltenen Angaben, verwendeten Zahlen und Informationen beruhen auf eigener Kenntnis und/oder dritten Quellen (Bloomberg, Thomson Reuters, Unternehmen, Börsen-Zeitung, Frankfurter Allgemeine Zeitung, Handelsblatt, Finanz und Wirtschaft, Wall Street Journal, Financial Times, Dow Jones Newswire, dpa-afx, IWF, OECD, Eurostat, Statistisches Bundesamt), die wir hinsichtlich der Recherche und Prüfung für verlässlich halten. Die Gewähr für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der Angaben können wir nicht übernehmen. Diese Ausgabe stellt keine Anlageberatung dar, sondern dient ausschließlich dem Zweck, eine Hilfe für die eigene und selbständige Anlageentscheidung zu bieten. Die Meinungsäußerungen der Autoren geben deren aktuelle Einschätzung wieder, die sich ohne Ankündigung ändern kann, und stimmen nicht notwendigerweise mit der Auffassung der NATIONAL-BANK AG überein. Angaben zu Wertentwicklungen in der Vergangenheit sowie abgegebene Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für eine entsprechende künftige Entwicklung.

NATIONAL-BANK
Aktiengesellschaft
Theaterplatz 8
45127 Essen

Aufsichtsbehörde

Die NATIONAL-BANK AG unterliegt der Aufsicht der Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn sowie der Europäischen Zentralbank, Sonnemannstraße 20, 60314 Frankfurt am Main.