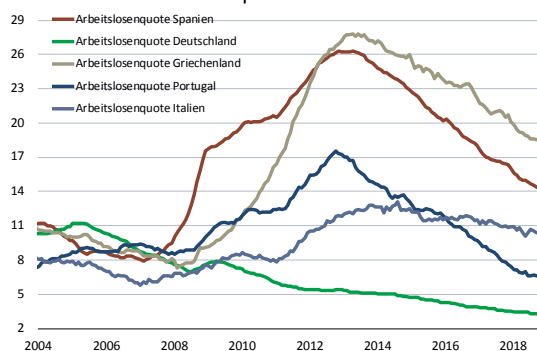


Übersicht NATIONAL-BANK-Prognosen

	aktuell	Dez. 19	Mrz. 20	J un. 20	Sep. 20
DAX	12.226	12.800	13.100	13.400	13.700
Euro Stoxx 50	3.495	3.600	3.700	3.750	3.800
S&P 500	2.978	3.050	3.150	3.200	3.250
Tendersatz in %	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10j Bundesanleihen in %	-0,55	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3
Fed Funds in %	2,25	2,00	2,00	2,00	2,00
10j US Treasuries in %	1,73	1,5	1,5	1,7	1,9
USD	1,10	1,12	1,12	1,09	1,08
GBP	0,89	0,88	0,88	0,87	0,87
CHF	1,10	1,11	1,11	1,08	1,07
AUD	1,61	1,53	1,51	1,46	1,44
NZD	1,72	1,65	1,65	1,58	1,54
NOK	9,89	9,40	9,30	9,20	9,00
Brent in USD/Barrel	63	59	57	63	66

Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Entwicklung der Arbeitslosenquoten in unterschiedlichen europäischen Ländern in %



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Eurostat, 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: 18.09.2019, 18:00 Uhr

Redaktionsschluss: 19.09.2019, 18:00 Uhr

Inhaltsübersicht

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

Zusammenfassung

- Die konjunkturelle Dynamik lässt weltweit weiter nach, da mehr und mehr Zölle greifen. Trotzdem besitzt die Weltwirtschaft ein im Kern solides, vor allem US-getragenes Fundament. Das globale Momentum dürfte derzeit um 3,3 % p.a. liegen. Die Stimmung bei den US-Konsumenten ist weiter extrem gut, eine US-Rezession ist extrem unwahrscheinlich.
- In Europa bleiben die Perspektiven zumindest vorerst weiter abwärts gerichtet. Nach unserer Einschätzung liegt die auf Frühindikatoren basierende Indikation bei rund 0,7 % Zuwachs p.a. Aufgrund der massiven Renditerückgänge gehen wir weiterhin davon aus, dass es nicht zu einer sich selbst verstärkenden Abwärtsbewegung kommt. Dafür sind die monetären Rahmenbedingungen zu expansiv.
- Die Notenbankpolitik bleibt stark expansiv. Die EZB hat den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik auf ihrer letzten Sitzung wie erwartet massiv erhöht. Auch aufgrund der marktimpliziten Inflationserwartungen hat die US-Notenbank in dieser Woche abermals die Zinssätze um 25 Basispunkte zurückgenommen. Sollte sich das globale Umfeld weiter eintrüben, dürften auch weitere US-Senkungsschritte nicht ausgeschlossen werden. Wir belassen unsere Schätzungen für die Bundesanleihen und für die US Treasuries auf Jahres-sicht b.a.w. unverändert bei - 0,3 % und 1,9 %.
- Unser Kursziel für den US-Dollar heben wir weiter an und sehen nunmehr eine Aufwertung der US-Devisen auf Kurse um EURUSD 1,08 auf Jahressicht.
- Für die Aktienmärkte stellen sich die Rahmenbedingungen weiter als aussichtsreich dar. Die neue Runde expansiver Geldpolitik seitens der Fed und der EZB in Kombination mit der Chance auf eine nachhaltige (den nächsten Tweet überlebende) Annäherung im Handelskonflikt sollte in den nächsten Wochen den Boden für weitere Kurssteigerungen bilden. Schwächere Unternehmensdaten - gerade auch bei den exportorientierten Unternehmen - verlieren daher momentan an Bedeutsamkeit.



NATIONAL-BANK

Mehr. Wert. Erfahren.

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (BIP in %)

	2016	2017	2018	2019e
Deutschland	1,9	2,2	1,5	0,5
Euroraum	1,7	2,5	1,8	0,7
USA	1,6	2,3	2,9	2,3

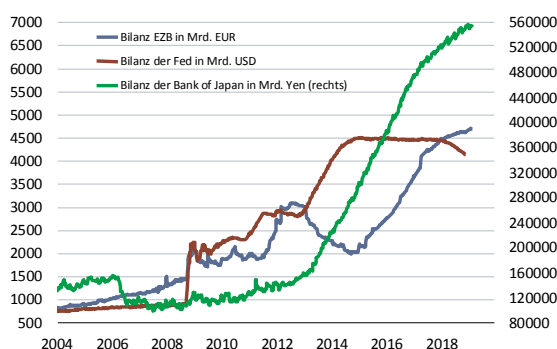
Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (Verbraucherpreise in %)

	2016	2017	2018	2019e
Deutschland	0,5	1,7	1,9	1,4
Euroraum	0,2	1,5	1,7	1,3
USA	1,3	2,1	2,4	1,8

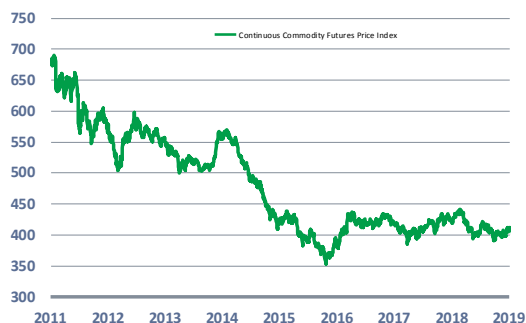
Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Entwicklung diverser Notenbankbilanzen



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Rohstoffpreisentwicklung gemessen am CCI-Rohstoffpreisindex



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

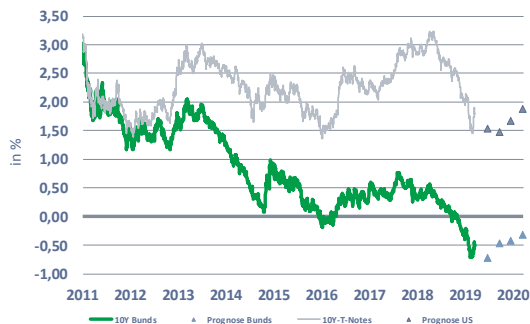
Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die konjunkturelle Dynamik lässt weltweit weiter nach, da mehr und mehr Zölle greifen. Treiber dieser Entwicklung ist rund um den Globus vor allem das verarbeitende Gewerbe, das von den Zöllen auf die handelbaren Güter naturgemäß am stärksten betroffen ist. Gleichwohl haben sich die Perspektiven zuletzt wieder etwas stabilisiert, nach wie vor verweisen viele prominente Zeitreihen wie etwa der Baltic-Dry-Index auf eine robustere Entwicklung im globalen Handel als es vielfach den Anschein haben mag. Auch wenn der Handelskonflikt mehr und mehr spürbar wird, besitzt die Weltwirtschaft doch ein im Kern solides, vor allem US-getragenes Fundament. Das globale Momentum dürfte derzeit um 3,3 % p.a. liegen.

Der deutliche Rückgang des ISM-Einkaufsmanagerindex auch für die Industrie in den USA kam für die Märkte allerdings überraschend. Vielfach leben nun die Befürchtungen vor einer Rezession in der globalen Leitökonomie wieder auf. Die eigentliche Frage in den USA ist u.E. aber, in wie weit der private Konsum den Konjunkturverlauf gegen ein schwächeres Wachstum abschirmen kann. Das Hauptargument für eine Fortsetzung der US-Expansion ist die im historischen Längsschnitt nach wie vor außerordentlich hohe finanzielle Potenz der US-Haushalte. Niedrige Zinssätze in Kombination mit hohen Zuwächsen bei den Lohnvolumina dürften u.E. noch über Jahre bewirken, dass der private Konsum die zentrale Stütze der Konjunktur bleibt. Unterstützung für diese Argumentationslinie bot bis zuletzt vor allem auch der Umstand, dass die Stimmung bei den US-Konsumenten weiter extrem gut ist. Von einer Schwäche des US-Konsumenten kann daher keine Rede sein: Eine US-Rezession ist daher nach wie vor extrem unwahrscheinlich.

Auch in Europa bleiben die Perspektiven zumindest vorerst weiter abwärts gerichtet. Nach unserer Einschätzung liegt die derzeitige Indikation durch die Frühindikatoren bei rund 0,7 % Zuwachs p.a. Ausgehend von den massiven Renditerückgängen gehen wir weiterhin davon aus, dass es nicht zu einer sich selbst verstärkenden Abwärtsbewegung kommt. Dafür sind die monetären Rahmenbedingungen einfach zu expansiv. Die Frage ist gleichwohl, ob und wann der Abwärtstrend der wirtschaftlichen Dynamik gestoppt werden kann. Einzelne Komponenten für das Wirtschaftsvertrauen im Euroraum haben sich ausgehend von einer Gegenbewegung in der Industrie zuletzt wieder etwas verbessert, die Stimmung bei den Dienstleistern und den Konsumenten wurde aber eingetrübt. Im Ergebnis gibt es sicherlich erste Anzeichen für eine Abnahme zumindest der starken Abwärtsdynamik, eine wirkliche Bodenbildung ist in Europa

Renditeentwicklung zehnjähriger Anleihen in % mit Prognosen



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Zinsprognose in %

	aktuell	Dez. 19	Mrz. 20	Jun. 20	Sep. 20
Fed Funds	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
3M-USD-Libor	2,41	2,1	2,2	2,4	2,5
2J Treasuries	1,76	1,4	1,3	1,5	1,7
10J Treasuries	1,80	1,5	1,5	1,7	1,9
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,40	-0,6	-0,5	-0,5	-0,5
2J Bundesanleihen	-0,73	-1,0	-0,8	-0,7	-0,7
10J Bundesanleihen	-0,51	-0,7	-0,5	-0,4	-0,3

Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Währungsprognosen gegen Euro im Überblick

	aktuell	Dez. 19	Mrz. 20	Jun. 20	Sep. 20
USD	1,10	1,12	1,12	1,09	1,08
JPY	120	121	123	124	123
GBP	0,88	0,88	0,88	0,87	0,87
CAD	1,47	1,44	1,45	1,41	1,38
AUD	1,62	1,53	1,51	1,46	1,44
NZD	1,75	1,65	1,65	1,58	1,54
CHF	1,10	1,11	1,11	1,08	1,07
NOK	9,87	9,40	9,30	9,20	9,00
SEK	10,73	10,00	9,90	9,80	9,70
Renminbi	7,84	7,73	7,73	7,41	7,13

Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

aber noch nicht in Sicht.

Die EZB hat den Expansionsgrad ihrer Geldpolitik auf ihrer letzten Sitzung wie erwartet massiv erhöht: Auch vor dem Hintergrund des Handelskonfliktes haben die Euro-Währungshüter ein deutliches Signal gesetzt: Der Einlagezins wurde von - 0,4 % auf - 0,5 % abgesenkt. Darüber hinaus wurde zur Entlastung der stark belasteten Banken ein Staffelnzins eingeführt und die Nettoanleihekäufe werden mit einem Nettokaufvolumen von 20 Milliarden Euro ab dem 01.11.2019 wiederaufgenommen. Darüber hinaus wurde die Forward Guidance verändert. Eine Leitzinsanhebung werde es demnach erst dann geben, wenn die Inflation sich robust dem Zwei-Prozent-Ziel angenähert hat.

Auch aufgrund der marktimpliziten Inflationserwartungen hat die US-Notenbank abermals die Zinssätze um 25 Basispunkte zurückgenommen. Sollte sich das globale Umfeld wie derzeit weiter eintrüben, dürften auch weitere US-Senkungsschritte nicht ausgeschlossen werden. Wir belassen unsere Schätzungen für die Bundesanleihen und für die US Treasuries auf Jahresbasis b.a.w. unverändert bei - 0,3 % und 1,9 %.

Der Euro bleibt gegenüber dem US-Dollar weiterhin im Abwärtstrend, auch wenn die fundamentale Bewertung des US-Dollars nach den klassischen Maßstäben bereits relativ hoch ist. Die Verschiebung der grundlegenden Bestimmungsfaktoren der europäischen Geldpolitik hin zu einer Verschärfung der „Liraisierung“ des Euroraumes geht dabei allerdings mit Strukturbrüchen einher, die sich in erhöhter Prognoseunsicherheit niederschlagen. Im Ergebnis heben wir unser Kursziel für den US-Dollar weiter an und sehen nunmehr eine Aufwertung der US-Devisen auf Kurse um EURUSD 1,08 als am wahrscheinlichsten an, eine zwischenzeitliche Gegenbewegung bis auf Kurse um 1,12 bleibt dabei wahrscheinlich. Sollte sich unsere Interpretation der unterschiedlichen Notenbankpfade bewahrheiten, könnte der US-Dollar noch über die letztgenannte Marke hinaus aufwerten.

Aktienmarktprognosen im Überblick

	aktuell	Dez. 19	Mrz. 20	Jun. 20	Sep. 20
DAX	12.373	12.800	13.100	13.400	13.700
Euro Stoxx 50	3.521	3.600	3.700	3.750	3.800
S&P 500	3.006	3.050	3.150	3.200	3.250

Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Erwartete Schwankungsbreiten

	Spanne für 12 Monate
DAX	11.200 - 14.000
Euro Stoxx 50	3.200 - 3.900
S&P 500	2.700 - 3.400

Quelle: NATIONAL-BANK AG

Entwicklung von DAX / Euro Stoxx 50 mit Prognosen



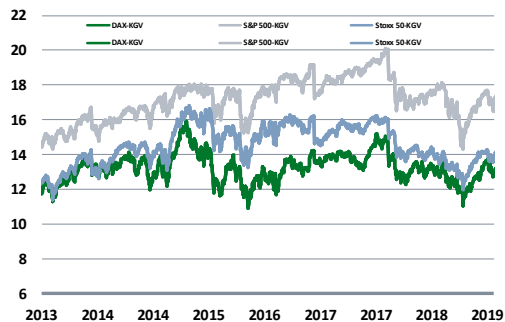
Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Aktienmärkte

Es ist gekommen wie erwartet: Die EZB hat auf ihrer letztwöchigen Sitzung ein umfassendes geldpolitisches Maßnahmenpaket beschlossen, welches die beharrlich niedrigen Inflationsraten sowie das nahezu stagnierende Wachstum in der Eurozone bekämpfen soll. EZB-Präsident Draghi hat sich nochmal durchgesetzt, der Widerstand im EZB-Rat war allerdings groß. So sollen laut einem Bericht der Financial Times 9 Ratsmitglieder gegen die Beschlüsse gestimmt haben. In einem sehr auf Konsens bedachten Gremium ein ungewöhnlicher Schritt, der die vorhandenen unterschiedlichen Anschauungen im Hinblick auf den aktuell erforderlichen Grad der geldpolitischen Unterstützung klar aufzeigt. Alles in allem ist der verabschiedete Maßnahmenkatalog ein sehr umfangreiches Paket, welches weit über die Amtszeit von Herrn Draghi hinaus seine Wirkung an den Kapitalmärkten entfalten wird.

Die jüngsten expansiven Maßnahmen der Notenbanken stehen in einem direktem Zusammenhang mit dem Handelskonflikt. Dieser stellte für die Aktienmärkte die alles überragende Problematik in den letzten Monaten dar. Ein Ende ist nicht absehbar, im Gegenteil: Der Handelszwist geht in die nächste Runde. Seit dem 01.09.2019 erheben die USA 15% Zölle auf ein chinesisches Importvolumen in Höhe von 112 Mrd. USD. Im Gegensatz zu den bisherigen Zollrunden werden diesmal nicht vorrangig US-Unternehmen von den höheren Importkosten betroffen sein, sondern die neuen Tarife werden alltägliche Güter wie Kleidung oder Schuhe teurer machen und somit einen direkten Einfluss auf das Budget der US-Konsumenten haben. Der US-Präsident scheint aufs Ganze zu gehen. Dies ist 14 Monate vor der Präsidentschaftswahl ein Unterfangen mit gehörigem Risiko, sowohl für die US-Wirtschaft als auch für seine Wiederwahlchancen. Es sollte nicht vergessen werden: Es ist gerade der US-Konsum, der die Basis der Stärke der US-Wirtschaft in den letzten Monaten ausmacht. Die Folgen der neuen Zölle werden sich nicht unmittelbar zeigen, sie werden aber ihren Widerhall in den US-Daten in den nächsten Monaten finden. Wie an dieser Stelle schon oftmals betont: Eine deutlich schwächelnde US-Wirtschaft im Wahljahr ist Gift für jeden Amtsinhaber im Weißen Haus. Daraus erwächst unsere Zuversicht, dass der Handelskonflikt letztendlich nicht weiter eskaliert, sondern die Parteien sich sukzessive in den nächsten Monaten aufeinander zu bewegen werden. Denn der Handelskonflikt beeinflusst, je länger er andauert, immer stärker das wirtschaftliche Klima, und schlägt sich folglich sowohl auf der volkswirtschaftlichen Seite, als auch zunehmend in den Unternehmensergebnissen negativ nieder.

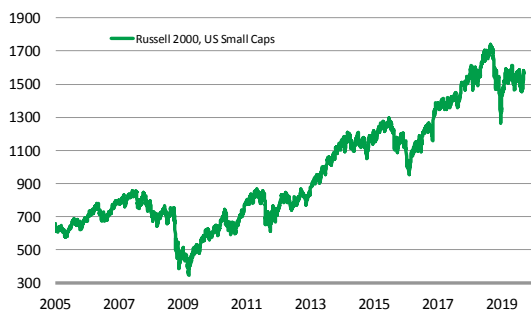
Bewertung von Aktienmärkten am Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessen



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Aber es gibt Hoffungszeichen: Ab Anfang Oktober soll wieder persönlich verhandelt werden. Dies reichte den Aktienmärkten aus, um im Fahrwasser einer immer weiter expansiv werdenden Notenbankpolitik den Aufwärtstrend fortzusetzen. Darüber hinaus bestehen auch substantiell Chancen wenigstens auf eine kurz- bis mittelfristige Verständigung zwischen den USA und China. Immerhin rückt das Wahljahr 2020 immer näher und auch die chinesischen Wirtschaftsdaten haben sich in jüngster Zeit nicht verbessert. Dies bedeutet: Die Chancen für eine Deeskalation im Handelsstreit stehen nicht schlecht. Auch dies sollte den Aktienmärkten im Herbst 2019 weitere Unterstützung liefern. Der an Schärfe gewinnende Konflikt im Nahen Osten stellt einen Belastungsfaktor dar, sollte aber u.E. eingedämmt bleiben, zu groß sind die Ressentiments - gerade auch auf US-Seite - vor einem nicht zu überblickenden Großkonflikt.

Russell 2000 als US-Small Cap Index)



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

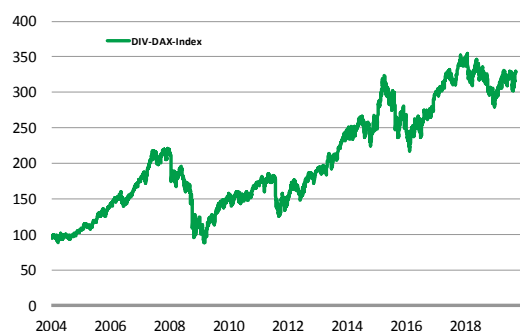
Insgesamt stellen sich die Rahmenbedingungen für die Aktienmärkte weiter als aussichtsreich dar. Die neue Runde expansiver Geldpolitik seitens der Fed und der EZB in Kombination mit der Chance auf eine nachhaltige (den nächsten Tweet überlebende) Annäherung im Handelskonflikt sollte in den nächsten Wochen den Boden für weitere Kurssteigerungen bilden. Die sich in der Tendenz verstärkenden negativen Implikationen aus dem Handelskonflikt führen zu erheblichem Druck auf die Notenbanken, die diesem - wie geschehen - mit erneuten expansiven Maßnahmen begegnen. Dies senkt tendenziell die Renditen und stützt in der Folge die relative Attraktivität der Aktienanlage. Schwächere Unternehmensdaten - gerade auch bei den exportorientierten Unternehmen - verlieren daher momentan an Bedeutsamkeit.

Bewegung des MSCI World



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Entwicklung des DivDAX (Dividenden DAX-Index)



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

Aktienstrategie

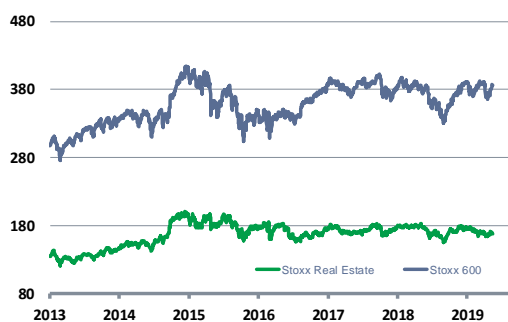
Globale Aktien

Sorgen über eine weitere Verlangsamung des Wachstumstempos der Weltwirtschaft lasten auf den Perspektiven global agierender Unternehmen. Eine Lösung im Handelsstreit zwischen den USA und China würde das Bild deutlich verbessern. Hoffnung gibt, dass ab Anfang Oktober wieder verhandelt werden soll. Dies würde dann auch den Fundamentaldaten der Unternehmen helfen, die zusehens unter der Handelsproblematik leiden. Trotz aktueller Unsicherheiten: Globale Aktien sind wegen der notwendigen internationalen Diversifikation unverzichtbarer Bestandteil eines ausgewogenen Aktiendepots.

Dividendenwerte

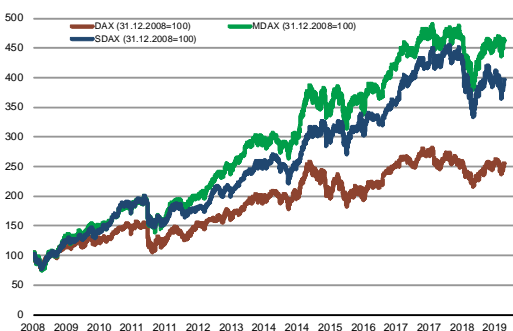
Aufgrund der konstant niedrigen Kapitalmarktrenditen stellt die relative Attraktivität ein gewichtiges Kaufargument für die Assetklasse Aktien dar. Daher bleiben ausschüttungsstarke Dividendenwerte trotz eines im Vergleich zu Anleihen deutlich höheren Risikoprofils interessant. In der Dividendensaison 2019 wurden erneut rekordhohe Dividenden ausgeschüttet. Dividendenstrategien werden im anhaltenden Niedrigzinsumfeld weiterhin aussichtsreich bleiben. Zudem erweisen sich Dividenden in volatilen Zeiten als stabilisierender Faktor, da Dividendentitel historisch betrachtet 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

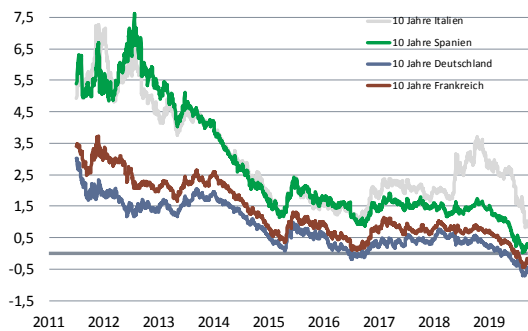
Immobilienaktien

Unsicherheit durch Pläne des Berliner Senats Mieten über bestimmte Zeiträume einzufrieren, belastete Immobilienaktien im Sommer. Der Anfang August veröffentlichte Referentenentwurf des Senats ist nun weniger drastisch als die früheren Pläne ausgefallen. Infolge der leichten Entspannung konnten sich viele Immobilienwerte wieder erholen. Es ist jedoch weiterhin unklar, ob ein Mietendeckel überhaupt verfassungskonform ist und ob andere Bundesländer ähnliche Maßnahmen beschließen. Dennoch bleibt der politische Druck am Wohnungsmarkt deutliche Mietanstiege zu begrenzen, bestehen und trübt das ansonsten positive Bild. Denn niedrige Kapitalmarktrenditen und weiterhin gute fundamentale Perspektiven sprechen weiterhin für den zinssensitiven Immobiliensektor. Neuengagements würden wir aufgrund der gestiegenen politischen Unsicherheiten jedoch weiterhin nur selektiv vornehmen. Der mittel- bis langfristig orientierte Anleger sollte jedenfalls im Immobilienbereich engagiert bleiben.

US-Small & Mid Caps

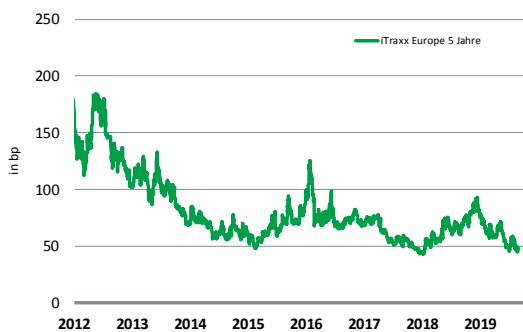
In den vergangenen Monaten verzeichneten US-Small & Mid Caps (Russel 2000 Index) und die höher kapitalisierten Aktienindices eine gleichlaufende Performance. Seit Jahresbeginn verzeichnet das Segment der Small & Mid Caps jedoch eine unterdurchschnittliche Kursentwicklung. Unseres Erachtens bieten sich gerade US-Small & Mid Caps weiterhin als Portfolioergänzung an, da diese einen stärkeren Inlandsfokus aufweisen und stärker von der robusten US-Konjunktur bzw. fiskalischen Maßnahmen (US-Steuerreform) profitieren als Großkonzerne. Weiterhin dürfte sich allerdings eine Einigung im Handelsstreit bei global agierenden Unternehmen stärker als bei den Small & Mid Caps auswirken. Auch europäische Small & Mid Caps sollten in einem international diversifizierten Portfolio berücksichtigt werden. Gerade die bei den kleinen und mittleren Unternehmen häufig anzutreffende Nischenpositionierung bietet in einer zunehmend unsicheren globalen Gemengelage ein interessantes Chancen-/Risikoprofil.

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

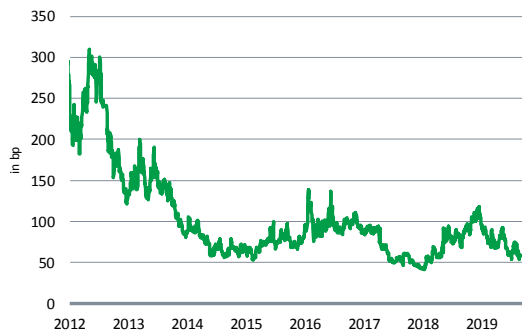
Staatsanleihen

Vor dem Hintergrund des weiter schwelenden Handelskonfliktes sind die Renditen in den letzten Monaten deutlich gesunken. Dies gilt vor allem auch für Europa. Insbesondere die beharrlich niedrigen Inflationserwartungen und das stagnierende Wachstum setzen die EZB unter Druck ihre expansive Geldpolitik - wie in der letzten Woche geschehen - noch weiter auszudehnen. Denn sowohl für dieses Jahr als auch für 2020 bewegen sich die Inflationserwartungen weit unter der intendierten Zielgröße von knapp unter 2 %. Diese Entwicklung bietet der EZB auch die Legitimation, den Ländern der südlichen Peripherie weiter entgegenzukommen und damit den Südländern entgegenzukommen. Hinter der zu geringen Inflationsentwicklung steckt ein seit 2009 anämisches Wachstum: Schaut man auf die Niveaugrößen, ist die Eurozone seit dem „Vormärz“ der Lehman-Krise lediglich um 0,7 % p.a. gewachsen – also erheblich unterhalb des Potentialpfades. Zum Vergleich: Die USA expandierten im gleichen Zeitraum um 1,7 % jedes Jahr – also rund 2,5-mal so stark. Insgesamt gehen wir weiterhin davon aus, dass der globale Ausblick zumindest robust bleibt. In Europa zeichnet sich immer klarer ab, dass die gesamtwirtschaftliche Dynamik auch auf Dauer nicht ausreichen wird, um die Zielgrößen bei der Inflation zu erreichen. In den USA hat die Fed den Leitzins innerhalb weniger Wochen zum zweiten Mal um 25 Basispunkte gesenkt, vorrangig um die US-Wirtschaft auf dem robusten Expansionskurs zu halten.

Auch wenn die designierte EZB-Präsidentin Lagarde gegenüber EU-Parlamentariern eine Überprüfung der EZB-Strategie angekündigt hat, steht zu erwarten, dass die Geldpolitik quasi auf unbestimmte Zeit in ihrem gegenwärtigen Modus verharren wird, dem Markt immer neue Maßnahmen anzubieten. Darüber hinaus erwarten wir, dass eine Veränderung des Inflationsbildes in Europa ein wesentlich höheres Wachstum in Europa voraussetzt. Solange also der Handelskonflikt so viele Risiken birgt und der Brexit als weiterer Belastungsfaktor hinzukommt, hat die EZB kaum Anreiz, ihren Kurs zu verändern: Die EZB ist also auch weiterhin entschlossen, dem Konjunkturverlauf größtmögliche Unterstützung zu gewähren.

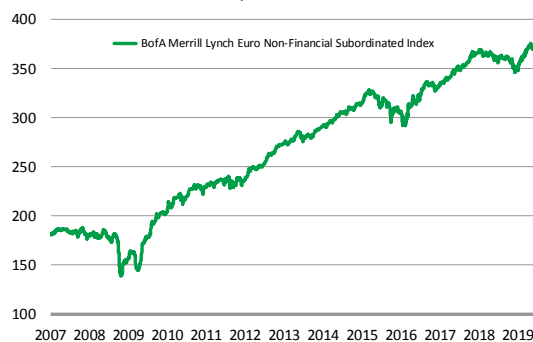
Die langfristigen Perspektiven für den US-Dollar bleiben weiterhin gut: In den USA ist ein Ende des Aufschwungs trotz zuletzt etwas langsamerer Gangart nicht absehbar, während die Dynamik in Europa bereits erkennbarer im Rückgang begriffen ist. Für einen Positionsaufbau empfehlen wir Kurse um 1,11-1,12 EUR/USD. Auf Jahressicht halten wir Kurse um 1,08 für wahr-

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

scheinlich, grundsätzlich ist jenseits dieses Zeitbezuges eine weitere Aufwertung wahrscheinlicher als ein Trendwechsel.

Auf Basis des höheren Zinsniveaus ist die US-Kurve weiterhin deutlich attraktiver als die europäische, wir raten für die Aufstockung von Positionen mit Blick auf das Absacken der Zinssätze ggf. einen Rebound der US-Sätze zumindest jenseits der Marke von 1,7 % abzuwarten.

Investment Grade Corporates

Grundsätzlich dürften die Credit-Spreads vor dem Hintergrund der relativ robusten Wachstumsperspektiven in Europa in Kombination mit dem immer expansiveren Kurs der EZB weiter auf unterdurchschnittlichem Niveau verbleiben: Dahinter steht maßgeblich, dass sich die Inflationserwartungen weit unter der gesetzlich intendierten Zielgröße von 2 % bewegen: Vor allem bei den marktimpliziten sog. „5X5-Erwartungen“, die die Erwartungen in 5 Jahren für die dann folgenden 5 Jahre abbilden, ist es in den letzten Wochen und Monaten zu einem sehr starken Rückgang auf nunmehr nur noch 1,2 % gekommen, ein Alarmzeichen erster Güte, wenn die EZB ihre Reputation erhalten will. Im Ergebnis bleiben die Perspektiven für die Credit-Spreads robust, weil die Märkte auch weiterhin darauf bauen können, dass „es die EZB schon wieder richten“ wird. Wir gehen dessen ungeachtet unverändert davon aus, dass die systemischen Risiken für die Anleihen aus südeuropäischen Ländern weiter ansteigen, da die strukturellen Probleme weiter zunehmen werden. Daher sollte auch weiterhin sehr konservativ vorgegangen werden.

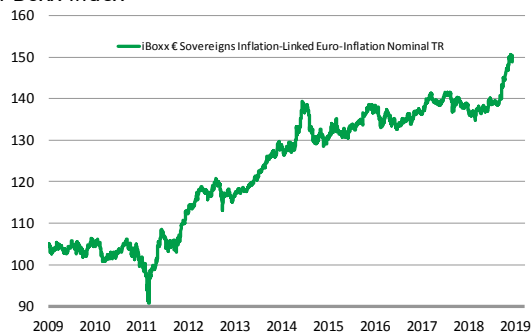
Die Asset-Klasse der Investment Grade Corporates kann und sollte auch in Europa grundsätzlich weiter dotiert werden, wir sehen aber weiterhin deutlich bessere Chancen bei den Pendants auf den US-Kurven. Anleger, die etwa aufgrund von Statuten und/oder anderer rechtlicher Vorgaben keine zwingende regionale Bindung haben, sollten daher ein Höchstmaß an internationaler Diversifikation anstreben.

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. Hybridanleihen sollten von den weiter anziehenden Aktienmärkten profitieren. Der vergleichsweise größte Risikofaktor für die Hybriden liegt grundsätzlich in einem Anstieg der risikolosen Zinssätze. Gerade aufgrund der hohen Restlaufzeit (Duration) vieler dieser Titel sollte ein Hybridengagement mit Blick auf

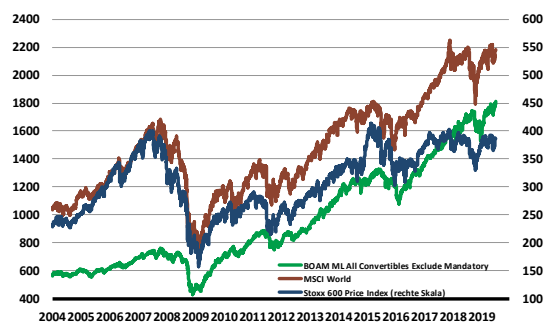
Entwicklung von Inflationsanleihen gemessen am

i-Boxx-Index



Quelle: NATIONAL-BANK AG, Bloomberg

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



Quelle: Bank of America Merrill Lynch, Bloomberg

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.

Linker

Wir sind auch weiterhin der Überzeugung, dass die internationale Preisdynamik grundsätzlich nur allmählich zulegen wird. Hintergrund sind die Globalisierung und die Digitalisierung, die die Weltwirtschaft insgesamt wesentlich preiselastischer machen. Auf die kürzere Frist ist sogar davon auszugehen, dass vor allem das US-Preisgefüge weiter nachgibt, zumindest verweisen darauf die Preisdaten auf den vorgelagerten Produktionsstufen der Produzentenpreise. Gleichwohl birgt die Rekordbeschäftigung in den USA Risiken, wenn die Weltwirtschaft wieder stärker expandiert: Sollte es zu einer Lösung im Handelskonflikt kommen, dürfte der Umstand, dass die Industrienationen bereits in der Nähe der Kapazitätsgrenzen angekommen sind, wieder mehr Bedeutung erlangen. 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.

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 in der Regel 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. Diversifikationsanforderungen lassen es angeraten sein, die Dienste von Kapitalsammelstellen 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

Aufsichtsbehörden

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.