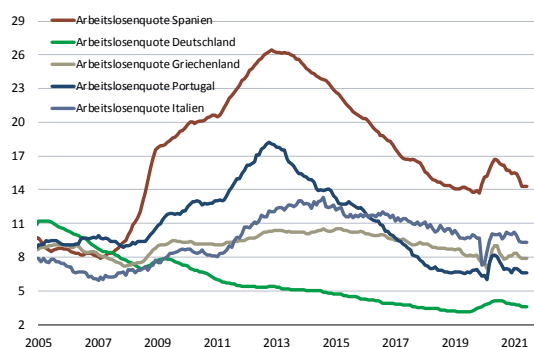


Übersicht NATIONAL-BANK-Prognosen

	aktuell	Mrz. 22	Jun. 22	Sep. 22	Dez. 22
DAX	15.454	16.250	16.500	16.750	17.250
Euro Stoxx 50	4.145	4.350	4.450	4.500	4.600
S&P 500	4.634	4.800	4.900	5.000	5.100
Tendersatz in %	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
10j Bundesanleihen in %	-0,37	-0,1	0,0	0,1	0,2
Fed Funds in %	0,25	0,25	0,50	0,75	1,00
10j US Treasuries in %	1,44	1,8	1,8	2,0	2,1
USD	1,13	1,16	1,15	1,12	1,10
GBP	0,85	0,87	0,86	0,85	0,84
CHF	1,04	1,03	1,03	1,02	1,00
AUD	1,58	1,63	1,60	1,53	1,50
NZD	1,67	1,68	1,64	1,60	1,55
NOK	10,26	10,00	9,80	9,60	9,40
Brent in USD/Barrel	73	74	74	74	75

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung der Arbeitslosenquoten in ausgewählten Ländern in %



Quelle: Bloomberg, Eurostat, NATIONAL-BANK

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: 16.12.2021, 22:00 Uhr

Redaktionsschluss: 17.12.2021, 12:00 Uhr

Inhaltsübersicht

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

Zusammenfassung

- Der abermalige Anstieg der Infektionszahlen und die anhaltenden Logistikprobleme dämpfen derzeit wieder den Ausblick. Es ist aber wahrscheinlich, dass der Expansionspfad der führenden Industrienationen kaum Ermüdungserscheinungen erkennen lassen wird. Dies gilt sowohl für die USA als auch für die Eurozone.
- Die US-Notenbank wird bis März 2022 ihr Anleihenkaufprogramm beenden. Nach wie vor bleiben die Risiken mit Blick auf die Pandemie zwar erheblich, in der Summe dürfte der robuste wirtschaftliche Aufwärtstrend aber erhalten bleiben, mit der Folge, dass die Kapazitätsüberhänge an den Arbeitsmärkten weltweit weiter abgebaut werden können, sodass das globale Zinsniveau allmählich ansteigt. Auf Jahressicht gehen wir in den USA von einem Anstieg der 10-jährigen US-Staatsanleihen auf 2,1 % aus, 10-jährige Bundrenditen dürften nur marginal auf Werte um 0,2 % zulegen können.
- Die relative Attraktivität der Aktienanlage im Vergleich zu den nominalbasierten Anlageklassen sollte sich auch 2022 als eine der wesentlichen Determinanten für die Fortführung des Aktienmarktaufschwungs herausstellen. Eine Fülle von Liquidität auf der Suche nach Werterhalt und/oder Renditechancen wird in die globalen Aktienmärkte fließen, da negative Realrenditen noch einige Zeit Bestand haben werden. Das Geldverdienen wird jedoch im Neuen Jahr voraussichtlich schwieriger werden, als über das gesamte Aktienjahr 2021 hinweg. Für den breiten Aktienmarkt erwarten wir weitere Zuwächse. Trotzdem: Interessante Anlagechancen, gerade auf dem Feld der sogenannten Zukunftsthemen (Künstliche Intelligenz, Erneuerbare Energien, Nachhaltigkeit, Gesundheitsbranche) versprechen auch für das Aktienjahr 2022 eine Fülle an renditeträchtigen Investments. Das sind die Themen, die global die inhaltlichen Schwerpunkte in den nächsten Jahrzehnten setzen werden. Weiter lohnt sich ein langfristiger Investmentansatz, der kurzfristige Schwankungen ausblendet.



NATIONAL-BANK

Mehr. Wert. Erfahren.

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (BIP in %)

	2019	2020	2021e	2022e
Deutschland	0,6	-4,6	2,9	4,3
Euroraum	1,2	-6,3	5,1	4,1
USA	2,3	-3,4	5,7	4,2

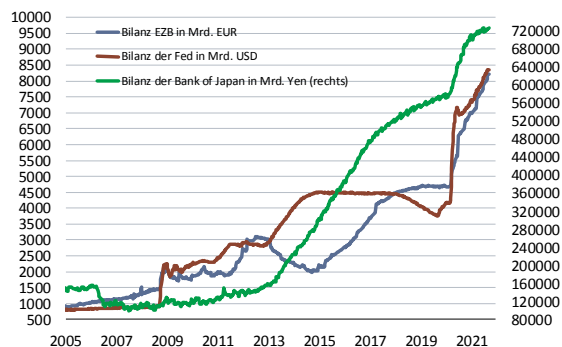
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (Verbraucherpreise in %)

	2019	2020	2021e	2022e
Deutschland	1,4	0,4	2,9	1,5
Euroraum	1,2	0,3	2,2	1,7
USA	1,8	1,3	4,3	3,5

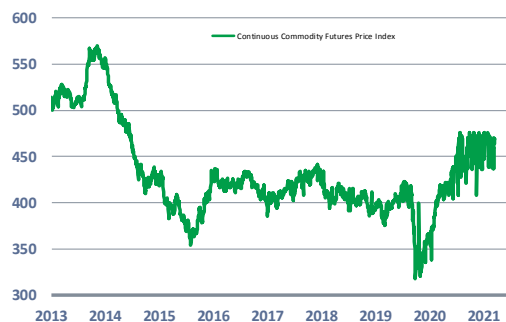
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung diverser Notenbankbilanzen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Rohstoffpreisentwicklung gemessen am CCI-Rohstoffpreisindex



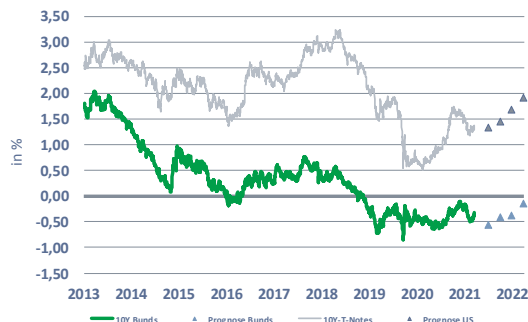
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Der abermalige Anstieg der Infektionszahlen und die anhaltenden Logistikprobleme dämpfen derzeit wieder den Ausblick weltweit. Aus der Perspektive der Konjunkturanalyse dürfte sich der Zyklus der Industrienationen durch die Pandemie aber um mindestens zwei Jahre verlängert haben. Im Kern profitieren die angelsächsischen Industrienationen von einer relativ geringen privaten Verschuldung. Die zweite Säule der wirtschaftlichen Normalisierung bleibt das hohe Wachstum der fernöstlichen Schwellen- und Entwicklungsländer, gepaart mit dem wirtschaftspolitischen Geschick der Chinesen. Es ist daher höchst wahrscheinlich, dass der Expansionspfad der führenden Industrienationen kaum Ermüdungserscheinungen erkennen lassen wird. Dies gilt sowohl für die USA als auch für die Eurozone. Für den asiatisch-pazifischen Raum dürfte die Vakzinierung im Winterhalbjahr 2021/22 die größte auch ökonomische Bedeutung haben: Zwar lässt das Trendwachstum in den kommenden Jahren weiter nach, die Jahre 2022 und 2023 dürften aber gerade zu Beginn von weiteren Nachholeffekten geprägt sein, da die Überwindung der logistischen Verspannungen einen durchaus spürbaren Nachfrageschub generieren dürfte. In der Summe gehen wir davon aus, dass der Zuwachs der Weltproduktion in diesem Jahr mit 5,8 % das Gros der Weltwirtschaft auf den Stand von vor der Krise bringt. Für das kommende Jahr ist, getragen vom anhaltenden Nachholbedarf weltweit, ein Anstieg um 4,8 % wahrscheinlich.

Der Ausblick für die US-Konjunktur bleibt robust: So verwiesen etwa beide ISM-Zeitreihen auf ein sehr hohes konjunkturelles Momentum. Gebremst wird die Konjunktur noch durch eine Vielzahl von Sonderfaktoren, vor allem den angebotsseitigen Beschränkungen. Aus unserer Sicht verfügen die US-Verbraucher über solch komfortablen Ersparnisse, dass der private Konsum auch weiterhin die zentrale Stütze des Aufschwungs bleiben dürfte. Wir gehen davon aus, dass die Zuwachsraten des Bruttoinlandsprodukts in ihrer Dynamik zwar sukzessive abnehmen werden, jedoch auch in den kommenden beiden Jahren über dem Potenzialpfad verbleiben werden. Denn die wesentlichen Auftriebskräfte bleiben intakt: So ist reichlich Kaufkraft vorhanden, da die privaten Haushalte während der Pandemie sehr hohe Ersparnisse bildeten, die im Prognosezeitraum den Konsum stützen dürften. Die Geldpolitik bleibt in der Summe noch expansiv, zusätzlichen Schub erhält die Konjunktur schließlich auch weiterhin von der Finanzpolitik. In toto rechnen wir mit Zuwächsen der gesamtwirtschaftlichen Produktion in Höhe von 5,7 % im Jahre 2021 und von einem Zuwachs um 4,2 % im kommenden Jahr.

Renditeentwicklung zehnjähriger Anleihen in % mit Prognosen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Zinsprognose in %

	aktuell	Mrz. 22	Jun. 22	Sep. 22	Dez. 22
Fed Funds	0,25	0,25	0,50	0,75	1,00
3M-USD-Libor	2,41	0,3	0,5	0,7	0,8
2J Treasuries	0,66	0,6	0,9	0,9	0,8
10J Treasuries	1,44	1,8	1,8	2,0	2,1
Tendersatz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M-Euribor	-0,61	-0,5	-0,5	-0,5	-0,4
2J Bundesanleihen	-0,68	-0,6	-0,4	-0,2	-0,1
10J Bundesanleihen	-0,37	-0,1	0,0	0,1	0,2

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Währungsprognosen gegen Euro im Überblick

	aktuell	Mrz. 22	Jun. 22	Sep. 22	Dez. 22
USD	1,13	1,16	1,15	1,12	1,10
JPY	128	125	127	128	125
GBP	0,87	0,87	0,86	0,85	0,84
CAD	1,45	1,49	1,47	1,43	1,40
AUD	1,58	1,63	1,60	1,53	1,50
NZD	1,67	1,68	1,64	1,60	1,55
CHF	1,04	1,03	1,03	1,02	1,00
NOK	10,26	10,00	9,80	9,60	9,40
SEK	10,29	10,10	10,00	9,90	9,80
Renminbi	7,19	7,48	7,42	7,17	6,93

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Die konjunkturelle Entwicklung im Euroraum verläuft weiter robust, wovon vor allem die resiliente Entwicklung maßgeblicher Frühindikatoren zeugt. Offenkundig dürften die dämpfenden Effekte der aktuellen Corona-Welle – auch dank überwiegend relativ hoher Impfquoten in der gesamten Eurozone – voraussichtlich geringer ausfallen werden als bislang zu befürchten stand. Wie nachhaltig belastbar die Volkswirtschaften der Eurozone sind, wird sich vor allem dann erweisen, wenn die gesamteuropäische Geldpolitik mit international steigenden Kapitalmarktzinsen und womöglich stärker anziehenden Inflationsraten in der Eurozone konfrontiert wird: Wir erwarten mit Blick auf die oben geschilderten strukturellen Probleme in Kombination mit Theorie und Empirie der „Fiskalischen Dominanz“ in Europa eine auch weiterhin expansive Geldpolitik - einer wirklichen geldpolitischen Wende wäre die Eurowirtschaft derzeit sicherlich nicht gewachsen. Im Ergebnis rechnen wir maßgeblich getragen vom ausstehenden Nachholbedarf für den Verlauf des kommenden Jahres mit wieder kräftigeren Zuwächsen der Wirtschaftsleistung. Im Jahresdurchschnitt dürfte das Bruttoinlandsprodukt im ausgehenden Jahr um 5,1 % zugelegt haben, gefolgt von 4,1 % im kommenden Jahr.

Die große Frage für den Devisenmarkt ist u.E. letztlich, ob bzw. in wie weit die Europäische Geldpolitik in den kommenden Jahren – ökonomisch und politisch – jenseits geldpolitischer Kosmetik überhaupt noch zu einer Zinswende fähig bzw. willens sein wird. U.E. wird sich die EZB mit Blick auf die Mehrheitsverhältnisse im Rat umso stärker vor allem von den Nöten der höher verschuldeten südeuropäischen Staaten leiten lassen. Darüber hinaus bestätigt die handelspolitische Entwicklung zumindest bislang auch unsere These, dass sich die prozentualen Leistungsbilanzüberschüsse in Deutschland und Europa im Zuge der Politisierung des internationalen Handels eher weiter zurückbilden werden. Mittelfristig sehen wir die US-Devisen bei Kursen um 1,05 – auf Jahressicht haben wir die Projektionen auf Kurse um EU-RUSD 1,10 weiter angehoben.

Aktienmarktprognosen im Überblick

	aktuell	Mrz. 22	Jun. 22	Sep. 22	Dez. 22
DAX	15.454	16.250	16.500	16.750	17.250
Euro Stoxx 50	4.145	4.350	4.450	4.500	4.600
S&P 500	4.634	4.800	4.900	5.000	5.100

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Erwartete Schwankungsbreiten

	Spanne für 12 Monate
DAX	15.000 - 18.000
Euro Stoxx 50	4.000 - 4.700
S&P 500	4.500 - 5.200

Quelle: NATIONAL-BANK

Entwicklung von DAX / Euro Stoxx 50 mit Prognosen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

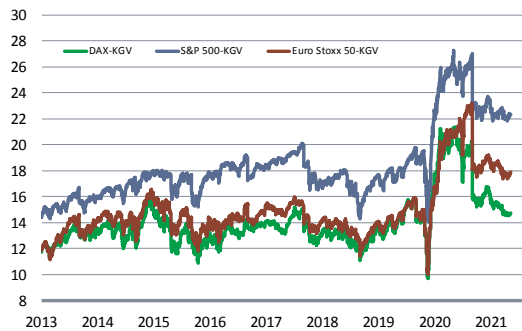
Aktienmärkte

Die Volatilität ist an die Aktienmärkte zurückgekehrt. Nachdem sich über Wochen die Volatilitätsindizes des S&P 500 und auch des DAX auf sehr niedrigen Niveaus befanden, sind diese in den letzten Wochen deutlich nach oben gesprungen. Dies sind klare Anzeichen dafür, dass die Nervosität spürbar zugenommen hat. Ursächlich dafür sind vor allem zwei Gründe: Zum einen das Aufkommen der „Omikron“-Variante des Corona-Virus. Immer noch ist das Rätselraten hinsichtlich der Verbreitung, der Ansteckungsgefahr, der Wirksamkeit der bestehenden Impfstoffe und des Krankheitsverlaufes groß. Bis zu einer stärkeren diesbezüglichen Gewissheit wird es sicherlich noch einige Wochen dauern. Zum anderen irritiert die deutlich restriktivere Tonalität der Fed in jüngsten Kommentaren die Investorenschaft. Die Fed scheint nunmehr die momentanen Inflationsdaten als persistenter einzuschätzen. Daher blickten die Finanzakteure in dieser Woche mit Hochspannung auf die Ergebnisse der letzten Fed-Sitzung in diesem Jahr. Nachdem Fed-Chef Powell in jüngsten Kommentaren die Finanzwelt schon auf ein stärkeres „Tapering“ verbal vorbereitet hat, fokussierte sich nunmehr die Anlegerschaft auf die Frage, wie schnell die US-Notenbank bereit ist, ihre Anleihenkäufe vollständig zurückzufahren. Ab Januar reduziert die Fed ihre Anleihenkäufe um 30 Mrd. USD, sodass diese im März 2022 enden werden. Bis dahin erfolgt die Reduzierung um 15 Mrd. USD im Monat.

Das Tempo der Rückführungen ist deshalb so entscheidend, weil diese als Vorbereitung für Zinserhöhungen im Neuen Jahr dienen. Umso schneller die Anleihenkäufe beendet werden, desto eher kann und wird die Fed mit einem neuen Zinserhöhungszyklus beginnen. Das sollte Anleger aber nicht allzu stark verunsichern: Trotz der nunmehr restriktiveren US-Geldpolitik wird das Zinsniveau weiterhin auf einem sehr moderaten Niveau verbleiben. Dies gilt für die USA, aber umso mehr für die Zinsen im Euroraum. Die hiesigen Leitzinsen werden noch lange auf dem momentanen „Nullerniveau“ verbleiben. Einer Zinserhöhung im Euroraum steht dessen signifikantes Nord-Süd Gefälle im Weg. Daher werden Zinserhöhungen noch lange kein Thema bei der EZB sein. Die EZB wird dennoch ihr Pandemie-Hilfsprogramm (PEPP) im März 2022 auslaufen lassen.

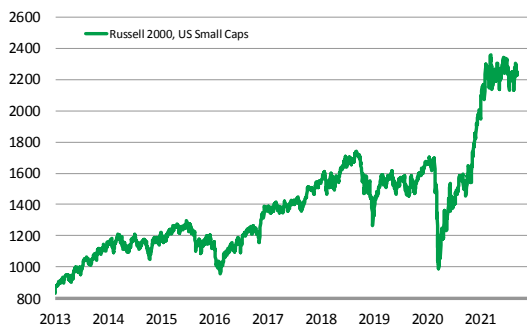
Auch nach den deutlichen Kursanstiegen in diesem Jahr sind die Aktienmärkte nicht als zu teuer einzustufen. Aufgrund der in letzter Zeit signifikant gestiegenen Inflationsraten befinden sich die Realzinsen weltweit im Regelfall deutlich im negativen Terrain. Dieser Umstand wird sich wenigstens kurz- bzw. mittelfristig nicht ändern. Aktienmarktbewertungen werden durch ein beharrlich

Bewertung von Aktienmärkten am Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Russel 2000 als US-Small Cap Index



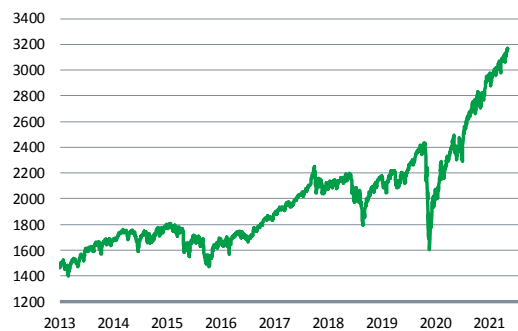
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

niedriges Zinsniveau relativiert. Dies bedeutet, dass in Phasen lang anhaltend niedriger Zinsen Aktienmärkten eine deutlich höhere Bewertung zugebilligt werden kann, als in Hochzinsphasen. Entscheidend ist nur, dass in der Zukunft die Gewinne der Unternehmen den zuvor gestiegenen Aktienkursen nachlaufen. Solange die Marktteilnehmer ein solches Szenario als wahrscheinlich annehmen, sind auch höhere Bewertungen unproblematisch.

Die Zahlen zum dritten Quartal scheinen die Marktteilnehmer zu bestätigen. Im S&P 500 stand ein Umsatzwachstum von 17,3% und ein Gewinnwachstum von 40,1% zu Buche. Im DAX ergab sich ein Umsatzzuwachs von 4,7% und ein Ergebnisplus von 11,0%. Die deutschen Unternehmen scheinen aufgrund ihrer ausgeprägteren Exportorientierung stärker von der Lieferkettenproblematik betroffen zu sein als die US-Unternehmen. Insgesamt untermauern die jüngsten Unternehmensmeldungen aber die grundsätzliche Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten und treten somit als weitere Stütze neben die sehr expansive Geldpolitik.

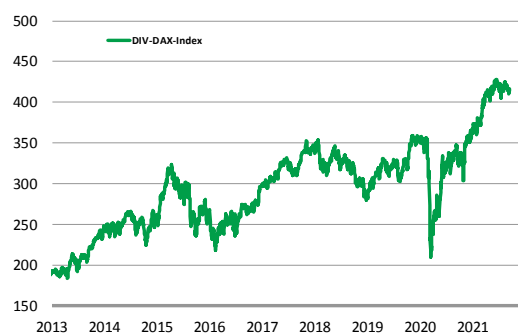
Die relative Attraktivität der Aktienanlage im Vergleich zu den nominalbasierten Anlageklassen sollte sich auch im Neuen Jahr als eine der wesentlichen Determinanten für die Fortführung des Aktienmarktaufschwungs herausstellen. Eine Fülle von Liquidität auf der Suche nach Werterhalt und/oder Renditechancen wird in die globalen Aktienmärkte fließen. Dies wird solange passieren, wie die Alternativenanlagen zu den Aktienmärkten keine wertsichernden Alternativen darstellen. Bei Realrenditen deutlich im negativen Terrain liegt diese Bedingung auf jeden Fall vor. Das Geldverdienen wird jedoch im Neuen Jahr voraussichtlich schwieriger werden, als über das gesamte Aktienjahr 2021 hinweg. Trotzdem: Interessante Anlagechancen, gerade auf dem Feld der sog. Zukunftsthemen (Künstliche Intelligenz, Erneuerbare Energien, Nachhaltigkeit, Gesundheitsbranche) versprechen auch für das Aktienjahr 2022 eine Fülle an renditeträchtigen Investments. Das sind die Themen, die global die inhaltlichen Schwerpunkte in den nächsten Jahrzehnten setzen werden. Diesbezüglich lohnt sich ein langfristiger Investmentansatz, der kurzfristige Schwankungen ausblendet. Aber auch für den breiten Aktienmarkt erwarten wir weitere Zuwächse, wie aus unseren Indexprognosen ersichtlich ist. Diese beinhalten weiterhin ein attraktives Renditepotenzial.

MSCI World Aktienindex



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung des DivDAX (Dividenden DAX-Index)



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Aktienstrategie

Globale Aktien

Aufgrund steigender Neuinfektionen in vielen Regionen Europas kommt es jetzt wieder zu Beschränkungen des öffentlichen Lebens. Erneute Lockdowns wollen die Regierungen aufgrund der wirtschaftlichen Folgen für die dann betroffenen Bereiche zwar vermeiden, doch können diese bei dramatischer Verschlechterung der Infektionslage und aufgrund der Unsicherheit aufgrund der Omikron-Variante nicht ausgeschlossen werden. Die Aktivitäten im Einzelhandel, der Gastronomie und des Hotelgewerbes wären wahrscheinlich wieder am stärksten betroffen.

Die Berichtssaison zum dritten Quartal verlief positiv (siehe Kommentierung „Aktienmärkte“, S.5). Die Zahlen fielen insgesamt gut aus und die Unternehmen übertrafen oftmals die Markterwartungen, obwohl viele Branchen unter Lieferkettenproblemen leiden. Dieser positive Gewinntrend dürfte sich in abgeschwächter Tendenz in den kommenden Quartalen fortsetzen. Global aufgestellte Unternehmen haben gezeigt, dass sie Belastungen gut meistern können und ihre oftmals gute Positionierung sollte sich weiter auszahlen. Die Lieferkettenprobleme sollten sich zurückbilden, bleiben aber ein Unsicherheitsfaktor.

Dividendenwerte

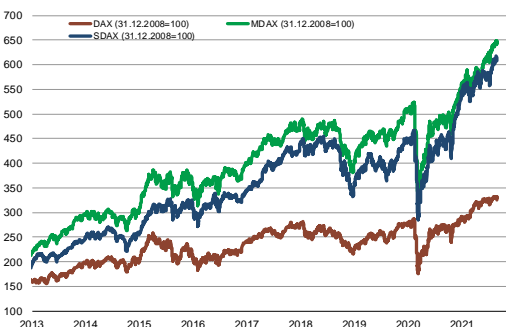
Nachdem viele Unternehmen für das Geschäftsjahr 2020 ihre Dividenden kürzten, führte die dynamische Konjunkturerholung in vielen Regionen 2021 zu deutlichen Gewinnanstiegen. Dies drückt sich in wieder steigenden Dividenden aus. Trotz konjunktureller Unsicherheit aufgrund der Omikron-Variante sind die Perspektiven für weitere Dividendensteigerungen gut. In Deutschland ist die Dividendensaison zwar abgeschlossen, doch zahlen viele europäische Unternehmen eine Zwischendividende und US-Unternehmen schütten überwiegend quartalsweise aus. Zudem bleiben Dividendenaktien in Anbetracht des Niedrigzinsniveaus in Europa sowie negativen Realrenditen ein aussichtsreiches Investment. Zwecks Aktienselektion bieten sich weiterhin Dividendenstrategien an, mit denen Anlageschwerpunkte gesetzt werden können und die stabilisierend auf die Depotperformance wirken.

Wertentwicklung von Stoxx Europe und Stoxx Europe Immobilien im Vergleich



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Large / Mid / Small Caps im Vergleich (indexiert)



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Immobilienaktien

Stark gestiegene Neuinfektionen führen in vielen Ländern erneut zu Einschränkungen und regional sogar zu Lockdowns. Die Gefahren weiterer Beschränkungen sind durch das Auftauchen der Omikron-Variante gestiegen und könnten Sektoren wie das Hotelgewerbe oder die Gastronomie erneut treffen. Andere Bereiche wie z. B. Logistik oder Wohnimmobilien dürften hingegen kaum betroffen bleiben.

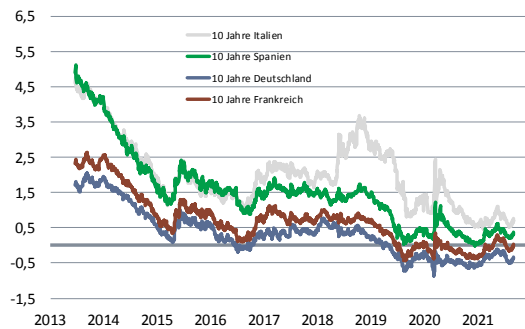
Belastungen für Wohnimmobilienbesitzer durch die Pläne der neuen Bundesregierung scheinen bislang insgesamt handhabbar. Nach dem Koalitionsvertrag der Ampel soll beispielweise die Mietpreisbremse verlängert und Mietanstiege in Ballungsgebieten begrenzt werden. In Antizipation eines stärkeren Eingriffs des Staates haben Wohnimmobilienaktien Kursabschläge verbucht. Dies bietet u.E. Einstiegsmöglichkeiten, da die Situation bei Wohnimmobilien grundsätzlich weiterhin positiv ist, da der Nachfrageüberhang, vor allem in den Städten, anhält.

Weiterhin stützend sind die niedrigen Kapitalmarktrenditen, die für günstige Finanzierungsbedingungen sorgen. Der Sektor weist einen relativ defensiven Charakter auf und bleibt für mittel- bis langfristig orientierte Anleger, die in Immobilien/Immobilienaktien investieren wollen, ein wichtiger Portfoliobestandteil.

US-Small & Mid-Caps

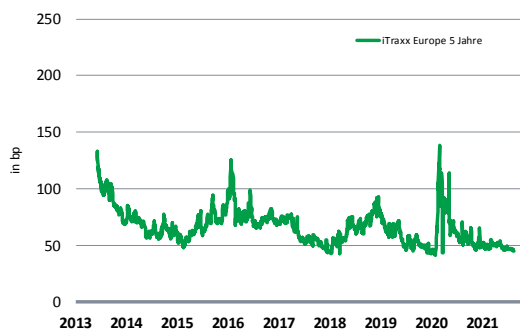
US-Mid & Small Caps (Russel 2000 Index) zeigen zum Jahresende eine schwächere Entwicklung, als höher kapitalisierte Indizes (S&P 500). Gründe hierfür dürften u.a. in der Verzögerung bei der Verabschiedung von Infrastrukturpaketen in den USA liegen, von denen insbesondere konjunktursensible Mid & Small Caps profitierten. Nachdem nun ein Infrastrukturpaket verabschiedet ist und weitere Maßnahmen hinzukommen dürften, sollten sich die Perspektiven für dieses Segment für das nächste Jahr bessern. Zudem sollten in Anbetracht der oftmals besonderen Positionierung von Mid & Small Cap-Unternehmen weiterhin in europäische wie amerikanische Mid & Small Cap-Aktien investiert werden.

Renditeentwicklung ausgewählter zehnjähriger Staatsanleihen in %



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Kreditrisikoaufschläge für Unternehmen gemessen am iTraxx Europe 5 Jahre



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

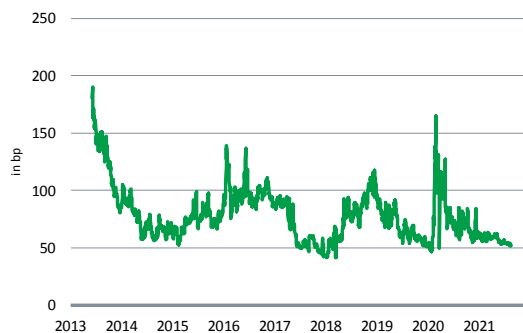
Rentenstrategie

Staatsanleihen

Trotz der sich weiter konkretisierenden Zinswende der Fed bleibt das internationale Zinsgefüge noch relativ niedrig: Mit Renditen um zuletzt 1,45 % ist die globale Benchmark der 10-jährigen US-Staatsanleihen wieder deutlich unter die Jahreshöchststände bei Renditen um 1,70 % gefallen. Insofern geht der Markt mit Blick auf die Inflation offenkundig von einer zumindest perspektivisch wieder deutlich moderateren Entwicklung aus. Unsere Analysen stützten ebenfalls die Sichtweise, dass die globalen Preisschocks wahrscheinlich temporärer Natur bleiben. In diesem Szenario muss die Fed den Inflationsprozess zwar genau im Auge behalten, sie kann aber darauf setzen, dass der Preisdruck perspektivisch auch wieder abnehmen wird. In der Tat hat die US-Notenbank auf Basis der soliden konjunkturellen Ausgangslage zuletzt den Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik eingeleitet: Ab Januar sollen nur noch Anleihen im Volumen von 60 Milliarden US-Dollar pro Monat gekauft werden, so dass sich das Kaufvolumen gegenüber dem Oktober dieses Jahres halbiert hat. Mit Blick auf die nominelle Zinspolitik steht nach unserem Dafürhalten zu erwarten, dass die Fed erste Leitzinsschritte möglicherweise sogar bereits ab dem kommenden Frühjahr 2022 einleiten könnte, da die Inflations Sorgen zuletzt doch spürbar zunahmen. Damit wird sich die US-amerikanische Zinsstrukturkurve in toto sukzessive nach oben verschoben. Mit Blick auf die geschilderten politökonomischen Anreizstrukturen der europäischen Geldpolitik gehen wir allerdings davon aus, dass es sehr lange dauern wird, bis die EZB eine geldpolitische Wende einleitet: Die EZB wird daher regionale und temporäre Preisschocks in ihrer Argumentation ausblenden und – aus ihrer Sicht zu Recht – den gesamteuropäischen Inflationstrend ins Feld führen. Die EZB wird sich also dem internationalen Zinstrend eher entgegenstemmen! Wir erwarten mit Blick auf die oben geschilderten strukturellen Probleme in Kombination mit Theorie und Empirie der „Fiskalischen Dominanz“ in Europa eine auch weiterhin expansive Geldpolitik – einer wirklichen geldpolitischen Wende wäre die Eurowirtschaft derzeit sicherlich nicht gewachsen.

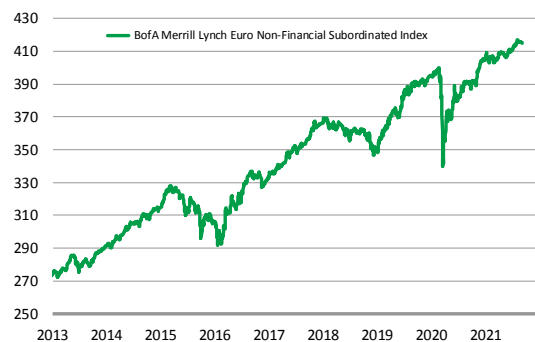
Nach wie vor bleiben die Risiken mit Blick auf die Pandemie zwar erheblich, in der Summe dürfte der robuste wirtschaftliche Aufwärtstrend aber erhalten bleiben, mit der Folge, dass die Kapazitätsüberhänge an den Arbeitsmärkten weltweit weiter abgebaut werden können, sodass das globale Zinsniveau allmählich ansteigt. Konkret gehen wir für die US-Renditen von einem auf Jahressicht kontinuierlichen Anstieg auf Renditen um

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



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

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



Quelle: Bloomberg, Bank of America Merrill Lynch,
NATIONAL-BANK

2,1 % für 10-jährige Staatsanleihen aus. Demgegenüber sollten die Bundrenditen bei gleicher Laufzeit lediglich marginal auf Werte um 0,2 % zulegen können.

Investment Grade Corporates

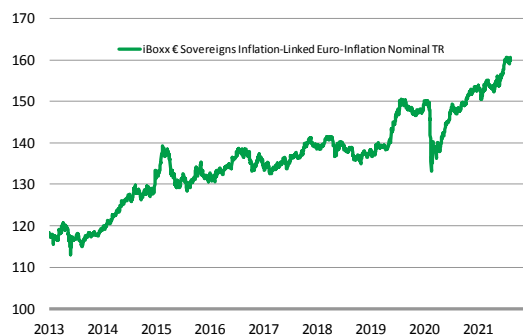
Die Corporate Spreads – gemessen am 5-jährigen Markt-iTraxx-Europe – sind im Zuge der Veränderung des geldpolitischen Ausblickes in den USA zuletzt wieder marginal auf knapp über 50 Basispunkte gestiegen. Mittelfristig erwarten wir b.a.W. eine Fortsetzung des geldpolitischen Kurses der EZB. Insofern sollte sich eine Abwertung des Euro in Verbindung mit einer abermaligen konjunkturellen Aufhellung spätestens im Frühjahr bei hoher Liquiditätszufuhr in einer Absenkung der Risikoprämien niederschlagen. Auf Sicht der kommenden sechs Monate ist es somit sehr wahrscheinlich, dass die Tiefststände aus dem Jahre 2018 in Angriff genommen werden. Wir erwarten auch weiterhin eine weitere Spreadkompression auf Werte um 40 Basispunkte.

Die Asset-Klasse der Investment Grade Corporates kann und sollte auch in Europa grundsätzlich weiter dotiert werden: Vor dem Hintergrund der ungebrochen aufwärts gerichteten Frühindikatoren sehen wir hier noch Potential. Auf die längere Frist gehen wir diesbezüglich weiterhin grundsätzlich davon aus, dass Anlagen auf den US-Kurven der Vorzug zu geben ist – vor allem auch weil das Zinsniveau wesentlich höher ist. Anleger, die etwa aufgrund von Statuten und/oder anderer rechtlicher Vorgaben keine zwingende regionale Bindung haben, sollten aber auch weiterhin ein hohes Maß an internationaler Diversifikation anstreben.

Hybride

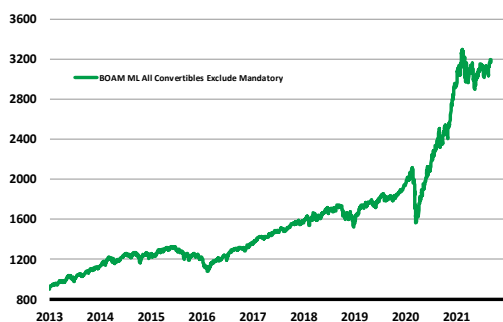
Bei Hybridanleihen wird der Anleger für die Übernahme des Risikos belohnt im Insolvenzfall nachrangig behandelt zu werden oder den Ausfall von Kuponzahlungen hinnehmen zu müssen. Die Rahmenbedingungen für Hybride bleiben weiterhin bestimmt durch das robuste gesamtwirtschaftliche Umfeld und die sich fortsetzende Erholung der Weltkonjunktur. Infolgedessen werden die Kurse von Hybridanleihen von den weiter anziehenden Aktienmärkten nach oben gezogen. Der vergleichsweise bedeutsamste 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 einen möglichen Zinsanstieg weiterhin eng begleitet werden und erfordert eine aktive Steuerung. Trotz insgesamt weiterhin günstigen Rahmenbedingungen ist eine hinreichende Diversifikation auch

Entwicklung von Inflationsanleihen gemessen am i-Boxx-Index



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung des Bank of America Merrill Lynch Wandelanleiheindex



Quelle: Bloomberg, Bank of America Merrill Lynch, NATIONAL-BANK

bei diesem Anlageinstrument unerlässlich. Die meist hohe Mindeststückelung der meisten Emissionen macht es ratsam, sich bei Hybridanleihen Kapitalsammelstellen zu bedienen.

Linker

Kurz- bis mittelfristig sind die Risiken für ein weiteres Anziehen der Inflation aufgrund der umfassenden Corona-Hilfen und der Bereitschaft der Notenbanken, die Zinsen niedrig zu halten, weiter gestiegen. Aus unserer Sicht kann ein Regimewechsel hin zu einem vollkommen anderen Inflationsspfad in der Summe zwar nicht ausgeschlossen werden: Gerade vor dem Hintergrund der vielfältigen Umbrüche im Umfeld der Coronapandemie sind die Prognoserisiken auch für die aufwendigsten quantitativen Verfahren derzeit außerordentlich hoch. Unsere Analyse stützt aber die Sichtweise, dass die globalen Preishocks wahrscheinlich temporärer Natur bleiben. Grundsätzlich bleibt gleichwohl die Absicherung gegen Inflationsrisiken ein wichtiger Baustein für das Management von Portfolien. Linker sind in diesem Umfeld auch weiterhin grundsätzlich eine gute Möglichkeit, um sich gegen die Gefahr längerfristig wieder stärker steigender Preise zumindest teilweise abzusichern und bleiben ein wichtiger Baustein für das Management von Portfolien. Hierbei sind aktiv verwaltete Lösungen aufgrund der Zinssensitivität von Linkern zu bevorzugen.

Wandelanleihen

Seit mehr als eineinhalb Jahren zeigen sich die Vorteile von Wandelanleihen: Die Kursverluste an den Aktienmärkten zu Beginn der Corona-Pandemie im Jahr 2020 übersetzten sich nur unterproportional in Wertverluste von Wandelanleihen. Der seither folgende Kursanstieg an den Aktienmärkten wurde von den Wandelanleihenindizes vollumfänglich nachvollzogen. Solange ein Emittent zahlungsfähig bleibt, nimmt die Wandelanleihe mit dem Unterschreiten des Wandlungspreises immer mehr den Charakter einer Anleihe (und eben nicht den einer Aktie) an. Da unter diesen Bedingungen Zinszahlungen und Tilgung der Wandelanleihe gesichert sind, gibt es keinen Grund für deren Kurs, wesentlich vom Verhalten sonstiger Anleihekurse abzuweichen. Das hat zur Folge, dass die Kurse von Wandelanleihen im Rahmen einer Aktienbaisse eben weniger stark fallen als die Aktienkurse. Oberhalb des Wandlungspreises aber, und damit seit Frühjahr 2020, zeigt sich immer stärker der Aktiencharakter des Instruments. Dieses asymmetrische Auszahlungsprofil macht Wandelanleihen zu einem idealen Instrument für risikoaverse Anleger, die gleichwohl nicht auf die Chancen an den Aktienmärkten verzichten mögen. Entsprechende Positionen sollten weiter gehalten werden.

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.