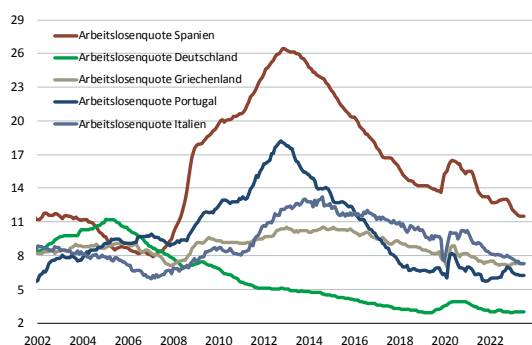


## Übersicht NATIONAL-BANK-Prognosen

	aktuell	Dez. 23	Mrz. 24	Jun. 24	Sep. 24
DAX	15.100	16.250	16.500	16.750	17.000
Euro Stoxx 50	4.100	4.400	4.450	4.500	4.550
S&P 500	4.264	4.600	4.650	4.700	4.750
Tendersatz in %	4,50	4,50	4,50	4,25	3,75
10j Bundesanleihen in %	2,92	2,7	2,5	2,4	2,2
Fed Funds in %	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00
10j US Treasuries in %	4,73	4,1	4,0	3,8	3,6
USD	1,05	1,10	1,09	1,07	1,05
GBP	0,87	0,86	0,86	0,85	0,84
CHF	0,96	0,96	0,96	0,95	0,93
AUD	1,66	1,69	1,68	1,62	1,60
NZD	1,78	1,83	1,80	1,75	1,72
NOK	11,56	10,80	10,70	10,60	10,50
Brent in USD/Barrel	92	96	98	96	95

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: 04.10.2023, 22:00 Uhr

Redaktionsschluss: 05.10.2023, 12:00 Uhr

## Inhaltsübersicht

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

## Zusammenfassung

- Die retardierende Wirkung der international hohen Notenbankvorgaben entfaltet derzeit ihre maximale Schubkraft, bis dato haben sowohl die Industrienationen als auch die Emerging Markets dieses Bremsmanöver relativ gut weggesteckt. Wir erwarten einen allmählichen Wiederaufschwung im kommenden Jahr, sofern die Geldpolitik sukzessive weniger restriktiv gestaltet werden kann.
- Die US-Notenbank beließ wie erwartet die Leitzinssätze auf den bisherigen Niveaus, stellte aber einen weiteren Zinsschritt nach oben in Aussicht, der aber nicht vollzogen werden muss. Die EZB hat ihre Leitzinsen noch einmal erhöht und dürfte damit den Hochpunkt erreicht haben.
- Wir erwarten weiterhin perspektivisch fallende Renditen im Umfeld einer Zinswende in den führenden Industrienationen im kommenden Jahr. Auf Jahressicht taxieren wir die Renditen für die 10-jährigen Bundesanleihen auf ca. 2,2 %, die Projektionen für die US-amerikanischen 10-jährigen Benchmark-Sätze erwarten wir bei Werten um 3,6 %.
- Nach den eher ruhigen Sommermonaten ist die Nervosität zurück an den Aktienmärkten. Unklarheit über das Ende des Zinserhöhungszyklus verunsichert. Vor allem die in jüngster Zeit deutlich gestiegenen Ölpreise versetzen die Marktteilnehmer in Unruhe.
- Wir erwarten, dass die Inflationsraten trotz der gestiegenen Ölpreise in den nächsten Monaten weiter merklich fallen werden. Ab dem kommenden Frühjahr sollte sich die globale Wende bei den Leitzinsen materialisieren. Dies sollte einen deutlichen Rückgang der Kapitalmarktzinsen bewirken. Trotz aktueller Unsicherheit bestätigen wir unsere positive Haltung zur weiteren Entwicklung der Aktienmärkte. Optimistisch stimmt uns, dass es im Regelfall kein guter Zeitpunkt war Aktien zu verkaufen, wenn die Zinsen am Ende eines Erhöhungszyklus angekommen waren. Eine Zunahme der Volatilität würde uns allerdings nicht überraschen.



NATIONAL-BANK

Mehr. Wert. Erfahren.

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (BIP in %)

	2021	2022	2023e	2024e
Deutschland	2,8	2,0	-0,5	0,4
Euroraum	5,2	3,5	0,4	0,5
USA	5,7	2,2	2,0	0,9

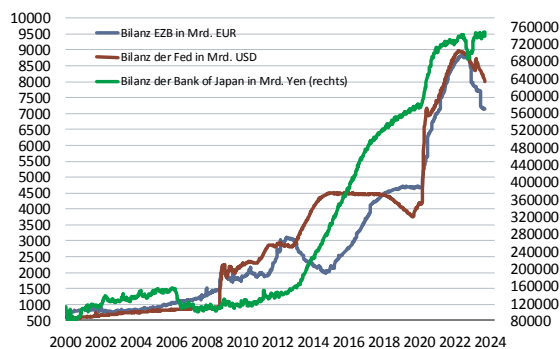
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (Verbraucherpreise in %)

	2021	2022	2023e	2024e
Deutschland	3,3	8,5	5,8	2,7
Euroraum	2,6	8,4	5,6	2,6
USA	4,6	7,9	3,8	2,2

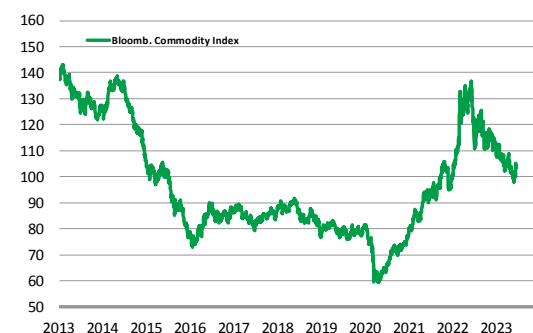
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung diverser Notenbankbilanzen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Rohstoffpreisentwicklung gemessen am Bloomberg-Rohstoffpreisindex



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Die Weltwirtschaft befindet sich weiterhin in der Übergangsphase: Während die angebotsseitigen Belastungen der Covid-Pandemie mittlerweile weitestgehend überwunden sind, wirkt die Überanspannung der Kapazitäten in Form der hohen Inflation noch nach. Die retardierende Wirkung der international hohen Notenbankvorgaben entfaltet derzeit ihre maximale Schubkraft, bis dato haben sowohl die Industrienationen als auch die Emerging Markets dieses Bremsmanöver relativ gut weggesteckt. Ein veritabler Aufschwung steht aber gleichwohl auch noch aus: Nachdem die Weltwirtschaft im ersten Quartal spürbar angezogen hatte, verlor sie im Frühsommer wieder an Fahrt. Global aggregierte Frühindikatoren verwiesen bis zuletzt darauf, dass eine spürbare Beschleunigung aus den Daten noch nicht ableitbar war. Zuletzt nahm die Indikation für eine Belebung des Welthandels allerdings wieder etwas zu, vor allem in den Schwellen- und Entwicklungsländern Asiens blieb die Im- und Exporttätigkeit zudem auch während der Pandemie fast unbeschadet. Dies ist eine wichtige Indikation für eine weiterhin robuste weltwirtschaftliche Konstitution und einen allmählichen Wiederaufschwung im kommenden Jahr, sofern die Geldpolitik sukzessive weniger restriktiv gestaltet werden kann.

Die US-Wirtschaft ist demgegenüber entgegen vielfach gehogter Befürchtungen bis dato nicht in eine Rezession geraten, nach wie vor ist „die Kuh“ aber sicherlich nicht zur Gänze vom Eis, zu mächtig ist die zugrundeliegende Statistik: Das "Soft Landing" nach einem solch scharfen Zinsmanöver der US-Notenbank ist außerordentlich selten, zuletzt wurde dies in den 1990'er Jahren erreicht. Zentral dürfte aber weiterhin sein, dass der private Konsum, und damit weite Teile des Dienstleistungssektors, voraussichtlich länger durch die Verwendung der aufgestauten Ersparnisse und durch die weiter steigenden real verfügbaren Einkommen gestützt werden. Ich vertrete ohnehin die These, dass die Sparquote seit der Lehman-Krise etwa in Relation zur Vermögensentwicklung viel zu hoch war, so dass ein ungebrochen robuster Konsum das Wachstum auch weiterhin stützen dürfte. Die Zunahme der real verfügbaren Einkommen treibt den privaten Konsum als zentraler Säule der US-Wirtschaft weiter an. Insofern dürfte das Momentum voraussichtlich zumindest solange tragen, bis die US-Notenbank die Zinssätze im kommenden Jahr voraussichtlich zurückführen kann, was die US-Wirtschaft erheblich stützen dürfte. Es bleibt also dabei: Eine US-Rezession bleibt bis auf weiteres eher unwahrscheinlich!

Die Perspektiven für die Eurozone bleiben extrem schwach und haben sich zuletzt sogar noch weiter eingetrübt: Nach einer oh-

Renditeentwicklung zehnjähriger Anleihen in % mit Prognosen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Zinsprognose in %

	aktuell	Dez. 23	Mrz. 24	J un. 24	Sep. 24
Fed Funds	5,50	5,50	5,50	5,25	5,00
3M-USD-Libor	2,41	5,6	5,5	5,3	4,8
2J Treasuries	5,05	4,6	4,6	4,3	4,1
10J Treasuries	4,73	4,1	4,0	3,8	3,6
Tendersatz	4,50	4,50	4,50	4,25	3,75
3M-Euribor	3,96	4,0	3,9	3,7	3,2
2J Bundesanleihen	3,18	3,3	3,0	2,8	2,6
10J Bundesanleihen	2,92	2,7	2,5	2,4	2,2

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Währungsprognosen gegen Euro im Überblick

	aktuell	Dez. 23	Mrz. 24	J un. 24	Sep. 24
USD	1,05	1,10	1,09	1,07	1,05
J PY	157	157	154	150	147
GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,84
CAD	1,44	1,49	1,46	1,43	1,39
AUD	1,66	1,69	1,68	1,62	1,60
NZD	1,78	1,83	1,80	1,75	1,72
CHF	0,96	0,96	0,96	0,95	0,93
NOK	11,56	10,80	10,70	10,60	10,50
SEK	11,63	11,60	11,30	11,00	10,90
Renminbi	7,56	7,92	7,79	7,56	7,35

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

nehin nur mäßigen Expansion der Wirtschaftsleistung in der ersten Jahreshälfte zeichnen viele Frühindikatoren ein zunehmend dunkleres Konjunkturbild. Diese Stimmungslage muss vor dem Hintergrund des Umstandes gesehen werden, dass das Wachstumstempo in der EU seit dem Beginn der Pandemie ohnehin sehr gering ist und mittlerweile ein Großteil des pandemiebedingten Nachfrageüberhanges abgearbeitet ist. Bleibt es wie es derzeit ist, könnte die Eurozone auch im kommenden Jahr annähernd stagnieren, das Winterhalbjahr könnte ggf. durchaus noch einmal eine Kontraktion mit sich bringen. In summa befindet sich die Weltwirtschaft in einer temporären Schwächephase, die maßgeblich durch die Maßnahmen der Notenbanken zur Bekämpfung des Post-Corona-Inflationsschocks getrieben wird. Mit Blick auf die Resilienz der US-Ökonomie und die Typik des Konjunkturzyklus im asiatisch-pazifischen Raum dürfte diese Schwächephase allerdings begrenzt bleiben, sofern die globale Zinswende nach unten dann im kommenden Frühjahr einsetzt.

Mit Blick auf die Devisenmärkte gilt unverändert, dass sich die strukturellen Belastungen für die Euro-Zone jenseits der konjunkturellen Zyklik immer weiter intensiviert haben: Von den ungelösten Problemen der Währungsunion bis hin zu den Verwerfungen durch den Krieg in der Ukraine, mit dem Ergebnis, dass der gesamteuropäische Wachstumspfad immer flacher verläuft. Es ist allerdings zunächst noch davon auszugehen, dass die Wechselkursentwicklung sehr volatil bleibt solange die EZB noch keine Kehrtwende eingeleitet haben wird. Wenn die Sondereffekte aus der Covid-Krise ausgelaufen sein werden, wird sich aber herausstellen, dass das aktuelle Zinsniveau für eine strukturell angeschlagene Eurozone viel zu hoch sein wird. Dies ist der Moment, wo der Euro seinen Abwärtstrend, der seit der Lehman-Krise Bestand hat, fortsetzen dürfte. Wir erhöhen unsere Jahresprojektion leicht auf Kurse um EURUSD 1,05 und halten an unserer grundsätzlichen mittelfristigen Aufwertungserwartung Richtung Parität fest.

**Aktienmarktprognosen im Überblick**

	aktuell	Dez. 23	Mrz. 24	Jun. 24	Sep. 24
DAX	15.100	16.250	16.500	16.750	17.000
Euro Stoxx 50	4.100	4.400	4.450	4.500	4.550
S&P 500	4.264	4.600	4.650	4.700	4.750

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Erwartete Schwankungsbreiten**

	Spanne für 12 Monate
DAX	14.000 - 17.000
Euro Stoxx 50	3.900 - 4.600
S&P 500	3.500 - 4.800

Quelle: NATIONAL-BANK

**Entwicklung von DAX / Euro Stoxx 50 mit Prognosen**



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

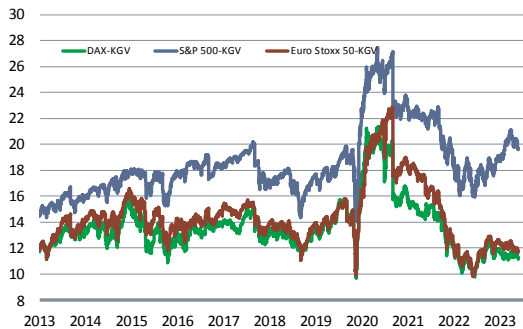
**Aktienmärkte**

Nach den eher ruhigen Sommermonaten ist die Nervosität zurück an den Aktienmärkten. Viele Marktteilnehmer beschreiben dies als „Ende des Goldilocks-Senarios“, welches über den Sommer hinweg herrschte. Ein Szenario, in dem die wirtschaftlichen Daten nicht zu gut, aber auch nicht zu schlecht ausgefallen sind, so dass kein weiterer Druck auf die Notenbanken entstand. So ist die US-Wirtschaft trotz des hohen Zinsniveaus weiter gewachsen, die Zahlen fielen aber nicht so überragend aus, dass die Fed ihre Argumentation hinsichtlich des von den Aktienmärkten ersehnten Endes des Zinserhöhungszyklus aufgeben müsste.

Vor allem die in jüngster Zeit deutlich gestiegenen Ölpreise versetzen die Marktteilnehmer in Unruhe. Dieser Anstieg beeinflusst kurzfristig das Sentiment der Konsumenten merklich. Dagegen steht, dass insbesondere in den USA die Sparquote in den letzten Jahren sehr hoch ausgefallen ist, so dass genügend Mittel zur Verfügung stehen sollten, um den privaten Konsum weiter anzutreiben. Wir erwarten, dass die Inflationsraten trotz der gestiegenen Ölpreise in den nächsten Monaten weiter merklich fallen werden. Im Zuge dessen sollte sich die Erkenntnis weiter durchsetzen, dass der internationale Zinszyklus nunmehr nahezu abgeschlossen ist und sich dann erwartungsgemäß ab dem kommenden Frühjahr die globale Wende bei den Leitzinsen materialisieren sollte. Dies sollte mit einem deutlichen Rückgang auch der Kapitalmarktzinsen einhergehen.

Momentan spekulieren die Kapitalmärkte jedoch auf weiter steigende Zinsen respektive einen längeren Zeitraum hoher Zinsen („higher for longer“), wie sich insbesondere an den 2-jährigen US-Renditen zeigt, welche in der letzten Woche den höchsten Stand seit 2006 erreicht haben. Auch die 10-jährigen US-Renditen erreichten in der letzten Woche den höchsten Stand seit 2007. Dies erklärt auch die jüngst schwache Performance der Aktienmärkte. So ist der breite S&P 500 auf das tiefste Niveau seit Juni und der Technologie-Index Nasdaq auf das tiefste Niveau seit August gefallen. In Europa schwächt sich das Wachstum eher weiter ab. Viele Frühindikatoren deuten in diese Richtung. Die Wahrscheinlichkeit, dass die europäischen Inflationsraten wieder in den strukturellen Abwärtstrend der Vor-Corona-Jahre einschwenken ist daher sehr hoch. Dieses Szenario sollte weitere Unterstützung für unsere Annahme deutlich sinkender Zinsen ab dem Frühjahr 2024 liefern. Einhergehend mit einem solchen Szenario ist eine merkliche Unterstützung der Aktienmärkte, im Besonderen angefacht von der Technologieseite.

Bewertung von Aktienmärkten am Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessen

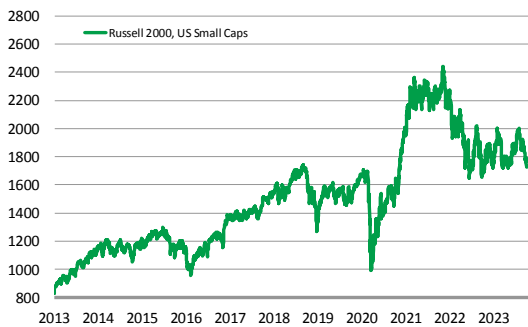


Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Wir raten zu einer ausgeprägten internationalen Diversifizierung in den Anlegerdepots, um Chancen, aber auch Risiken einzelner Regionen ausnutzen bzw. abfedern zu können. Die weiterhin robuste US-Wirtschaft, welche u. E. einen nachhaltigen Abschwung vermeiden wird, sowie die in Relation sehr dynamischen fernöstlichen Wachstumsregionen im Vergleich zu den mäßigen Wachstumsaussichten in Europa betonen die Vorteilhaftigkeit dieser Vorgehensweise. Darüber hinaus sollten Zukunftsthemen weiter dotiert werden.

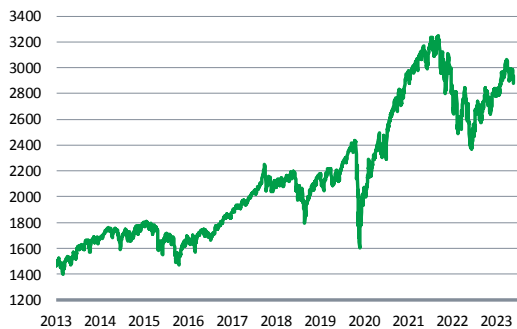
Trotz aktueller Unsicherheit bestätigen wir unsere positive Haltung zur weiteren Entwicklung der Aktienmärkte. Optimistisch stimmt uns, dass es im Regelfall kein guter Zeitpunkt war Aktien zu verkaufen, wenn die Zinsen am Ende eines Erhöhungszyklus angekommen waren. Eine Zunahme der Volatilität in den nächsten Wochen würde uns allerdings nicht überraschen, davon sollten sich langfristig orientierte Anleger jedoch nicht beeinflussen lassen. Wir haben unseren Prognosezeitraum auf die 12 Monats-Frist angepasst.

Russell 2000 als US-Small Cap Index



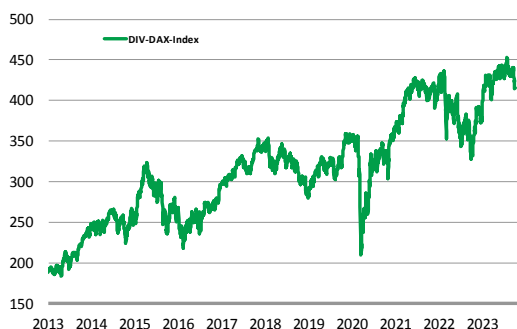
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

MSCI World Aktienindex



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung des DivDAX (Dividenden DAX-Index)



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

## Aktienstrategie

### Globale Aktien

Die Volkswirtschaften in den großen Wirtschaftsräumen befinden sich momentan in unterschiedlichen Verfassungen. Die US-Konjunktur zeigt sich trotz Zinserhöhungen sehr robust, wogegen Europa Schwäche zeigt. Die chinesische Wirtschaft präsentiert sich trotz Impulsen der chinesischen Regierung relativ schwach, was negative Implikationen für die Weltwirtschaft hat. Wir sind aber zuversichtlich, dass mit Hilfe umfassender Unterstützungsmaßnahmen der Regierung diese Schwäche sukzessive überwunden wird. Dies dürfte dann auch den internationalen Handel vor allem im asiatisch-pazifischen Raum beleben. Bis dahin bleiben die Perspektiven aber verhalten. Um regionale Schwächen zu kompensieren bleibt es sinnvoll in global aufgestellte Unternehmen zu investieren, die von einer globalen Präsenz profitieren können.

### Dividendenwerte

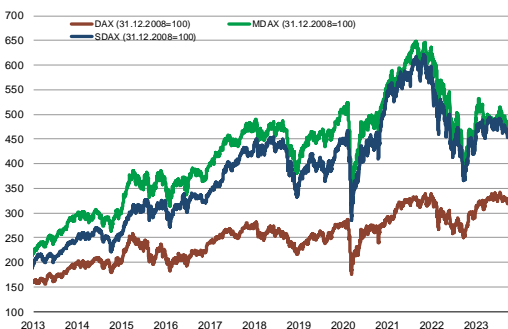
Nach einem überwiegend positiven Geschäftsjahr 2022 haben viele Unternehmen ihre Dividenden erhöht, DAX-Konzerne sogar Rekorddividenden gezahlt. Die Dividendensaison in Deutschland ist abgeschlossen, doch viele europäische und amerikanische Unternehmen zahlen Halbjahres- bzw. Quartalsdividenden. Daher bleiben Dividendenstrategien grundsätzlich interessant. Europa kann wahrscheinlich trotz Zinswende eine Rezession vermeiden. Eine abschwächende Konjunktur lastet jedoch auf den Gewinnperspektiven. Gut aufgestellte Unternehmen halten auch in schwierigeren Zeiten ihre Dividenden, so dass diese präferiert werden sollten. Dies lässt sich für Anleger zwecks Aktienselektion innerhalb von Dividendenstrategien erreichen, mit denen sich auch verschiedene Anlageschwerpunkte umsetzen lassen. Der Anstieg der Kapitalmarktrenditen in vielen Ländern hat die Attraktivität von Anleihen erhöht, wodurch der Renditevorsprung von Dividendenrenditen sinkt. Trotzdem bleiben ausschüttungsstarke Dividendenwerte aufgrund niedriger Realrenditen interessant.

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**

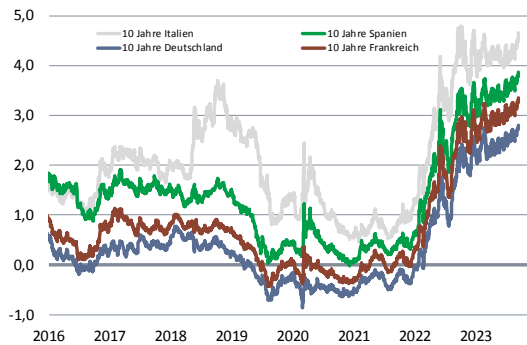
Der starke Anstieg der Kapitalmarktzinsen führte im letzten Jahr zu deutlichen Kursverlusten bei Immobilienaktien, vor allem Wohnimmobilienaktien litten. Nach anfänglich weiteren Kursrückgängen haben sich die größeren Immobilienaktien von den Jahrestiefs aber erholt. Das Zinsumfeld ist noch negativ, zumal die Kapitalmarktzinsen jüngst wieder angezogen haben. Refinanzierungen verteuern sich deutlich. Der Rückgang der Immobilienpreise dürfte sich dieses Jahr noch fortsetzen, es deutet sich aber eine Marktberuhigung an. Die Transaktionsvolumen sind noch niedrig. Befürchtungen, das Unternehmen in Finanzierungsschwierigkeiten geraten könnten, drücken auf Stimmung und Kurse. Folglich bleibt die Stimmung für Immobilienwerte noch verhalten.

Der Nachfrageüberhang besteht in vielen Regionen weiter und stützt die Preise. Folglich sind die Preisrückgänge bei Immobilientransaktionen bislang relativ moderat. Das Vermietungsgeschäft entwickelt sich dagegen stark u.a. weil potentielle Käufer auf den Mietmarkt ausweichen. Für risikofreudige, mittelfristig orientierte Anleger bieten die aktuellen Aktienkursniveaus bei Qualitätstiteln weiterhin eine Einstiegsgelegenheit, da Wohnimmobilien interessant bleiben. Zudem eignet sich der Immobiliensektor für Anleger auch als Inflationsschutz.

**US-Small & Mid-Caps**

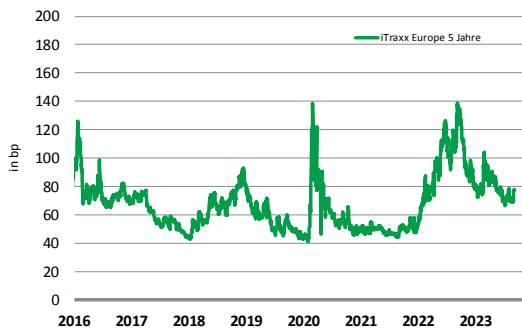
Nach Verunsicherung im Frühjahr aufgrund mehrerer Bankenpleiten in den USA haben sich US Mid & Small Cap-Aktien zwischenzeitlich wieder erholt. Die Finanzierungsbedingungen für kleinere und mittlere US-Unternehmen haben sich aber verschlechtert. Mid & Small Cap-Aktien entwickeln sich momentan unterdurchschnittlich, da sie stärker unter einer konjunkturellen Abschwächung leiden als Großunternehmen. Europa scheint eine Rezession vermeiden zu können, wozu auch die Normalisierung der Lieferketten beigetragen hat. Eine wahrscheinlich restriktivere Kreditvergabe dürfte Mid & Small Cap-Aktien jedoch belasten. Mittelfristig bleibt eine Depotbeimischung in beiden Regionen interessant.

Renditeentwicklung ausgewählter zehnjähriger Staatsanleihen in %



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Kreditrisikoaufschläge für Unternehmen gemessen am iTraxx Europe 5 Jahre



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

**Rentenstrategie**

**Staatsanleihen**

In den USA ist nach wie vor eine positive Entwicklung zu verzeichnen: Trotz des bis zuletzt robusten Wachstums hellt sich der Inflationsausblick immer weiter auf. Im Kern gelingt es der US-Wirtschaft, die Zahl der unbesetzten Stellen weiter zu reduzieren ohne dass es zu einem signifikanten Anstieg der Arbeitslosigkeit gekommen ist. Diese Rückverschiebung auf der sog. Beveridge-Kurve ist ein weiterer Beleg dafür, dass sich die Covid-bedingten Verwerfungen auf dem US-Arbeitsmarkt weiter abbauen. Ich gehe im Grundsatz auch weiterhin davon aus, dass die Inflationsziele der Fed ab Mitte 2024 erreichbar werden: Zum einen ist die Dynamik der Disinflation derzeit weiterhin hoch, zum anderen bleibt das gesamte vorlaufende Datenspektrum deutlichst abwärts gerichtet. Wie erwartet, beließ die US-Notenbank die Leitzinssätze denn auch auf den bisherigen Niveaus, die Erwartungen der FOMC-Mitglieder sehen allerdings nunmehr einen weiteren Zinsschritt nach oben als wahrscheinlich an. Dies kann aber auch als hawkischer Versicherungsschritt interpretiert werden und bedeutet nicht zwingend, dass die Fed die Leitzinssätze dann auch wirklich noch einmal erhöht. Was letztlich zählt, ist die exaktere Anatomie des Disinflationspfades. Die Fed wird jetzt weiter zuwarten, ob der bisherige Disinflationspfad weiter gehalten werden kann und dürfte dann ab dem Frühjahr 2024 beginnen, die Zinssätze allmählich nach unten zu schleusen.

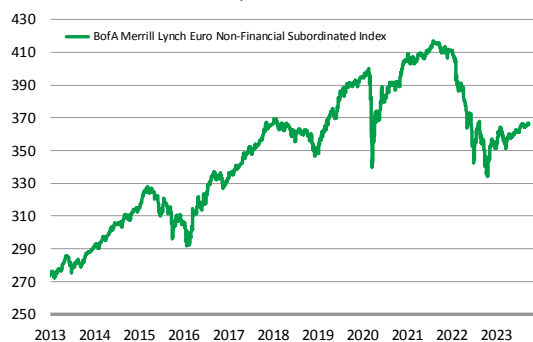
Die EZB hat ihre Leitzinsen zuletzt um jeweils 25 Basispunkte erhöht. Die Leitzinsen dürften nunmehr höchstwahrscheinlich nicht weiter erhöht werden, so ließ sich zumindest das Wording von EZB-Chefin Lagarde interpretieren: "Unter den derzeitigen Umständen dürften die Leitzinsen ein Niveau erreicht haben, das – wenn dieses ausreichend lange beibehalten wird – wesentlich dazu beitragen wird, die Inflation in einer angemessenen Zeit auf den Zielwert zurückzuführen." Alles in allem war bzw. ist die EZB m.E. unverändert gut beraten, der US-Notenbank, wenn auch zeitlich versetzt, zu folgen. Dies liegt insbesondere daran, dass der konjunkturelle und damit verbunden auch der inflatorische Gleichlauf mit den USA auch weiterhin stark ausgeprägt sind. Wir gehen weiterhin von perspektivisch fallenden Renditen im Umfeld einer Zinswende in den führenden Industrienationen im kommenden Jahr aus. Auf Jahressicht taxieren wir die Renditen für die 10-jährigen Bundesanleihen auf rund 2,2 %, die Projektionen für die US-amerikanischen 10-jährigen Benchmark-Sätze setzen wir aktuell bei Werten um 3,6 % auf Sicht der nächsten 12 Monate an.

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

Die Asset-Klasse der Investment Grade Corporates kann und sollte auch in Europa grundsätzlich weiter dotiert werden. Auf die längere Frist gehen wir diesbezüglich aber auch 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.

**Investment Grade Corporates**

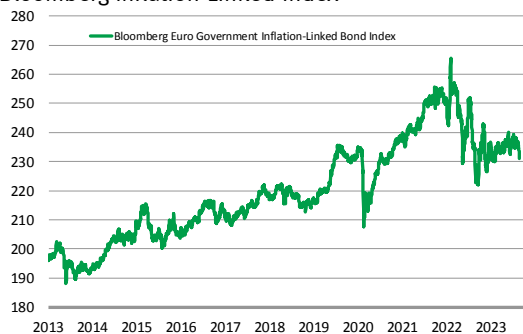
Trotz der sich stetig eintrübenden Lage in der Eurozone halten sich die Risikoprämien noch relativ resilient und notierten zuletzt bei Werten um 80 Basispunkten. Angesichts der konjunkturell düsteren Perspektiven für die Eurozone kann diese Entwicklung m.E. nur darauf zurückgeführt werden, dass die Märkte die Zinswende der EZB einzupreisen beginnen. Gemessen an unseren Simulationen halten wir diese Risikoauspreisung aber in toto unverändert für überzogen, so dass Vorsicht geboten bleibt: Solange die geopolitischen Belastungen in Form des Krieges in Osteuropa anhalten, dominieren auf den derzeit niedrigen Niveaus m.E. klar die Rückschlagsgefahren bezüglich einer Ausweitung der Risikospreads.

Die Asset-Klasse der Investment Grade Corporates kann und sollte auch in Europa grundsätzlich weiter dotiert werden. Auf die längere Frist gehen wir diesbezüglich aber auch 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**

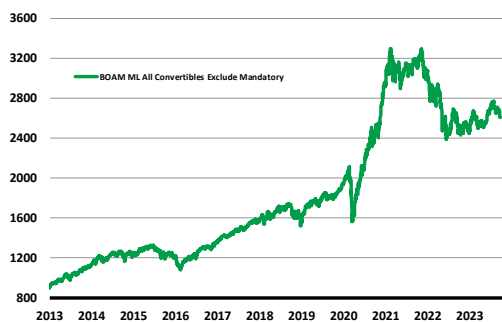
Wir erwarten im Zuge der Erholung der Weltwirtschaft von dem Pandemie-Schock - ausgehend von den aktuell erhöhten Niveaus - eine sukzessive Reduktion der Risikoprämien. Dabei gehen wir davon aus, dass das schwächere Wachstum auch in Europa trotz einer geringeren preislichen Flexibilität einen Disinflationprozess ermöglicht der zinsenkend wirkt. Gerade mit Blick auf die hohe Duration sollten die Titel grundsätzlich eng begleitet werden. In diesem Zusammenhang gewinnt die aktive Steuerung der einzelnen Risiken eine größere Bedeutung. Zudem bleibt eine hinreichende Diversifikation auch bei diesem Anlageinstrument notwendig. Die meist hohe Mindeststückelung der meisten Emissionen macht es ratsam, sich bei

Entwicklung von Inflationsanleihen gemessen am Bloomberg Inflation-Linked-Index



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung des Bank of America Merrill Lynch Wandelanleiheindex



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

Hybridanleihen Kapitalsammelstellen zu bedienen.

**Linker**

Die zentrale Frage für die internationalen Rentenmärkte bleibt insgesamt, wie schnell nunmehr ein Rückgang des Inflationsdrucks weltweit zu verzeichnen sein wird. Letztlich entscheidend ist m.E. vor allem eine weitere Ausbalancierung am Arbeitsmarkt, auch hier verweisen die Daten auf einen strikt rückläufigen Preisdruck: Zum einen ist die Dynamik der Disinflation derzeit weiterhin hoch, zu anderen bleibt das gesamte vorlaufende Datenspektrum deutlichst abwärts gerichtet. Zentral für den mittelfristigen Inflationsausblick ist aber, dass sich die Corona-bedingten Verwerfungen auf dem US-Arbeitsmarkt weiter abbauen, so dass die Nachfrageüberhänge immer weiter vermindert werden können.

In der Summe scheinen die Daten somit unsere Einschätzung, dass der globale Inflationspfad seinen Hochpunkt bereits hinter sich hat, auch weiterhin klar zu bestätigen. Dies wird einen erheblichen Einfluss vor allem auch auf den weiteren Pfad der Notenbankpolitik haben. Als ein Depot-Baustein zur Absicherung von Inflationsrisiken erscheinen Inflation-Linked-Bonds weiterhin geeignet. Grundsätzlich sind hier aktiv verwaltete Lösungen aufgrund der Zinssensitivität und Marktenge von Linkern zu bevorzugen.

**Wandelanleihen**

Nachdem Wandelanleihen lange Zeit unter Rendite-Risikoaspekten ihre Vorteile gezeigt haben, bieten die aktuellen Kursniveaus an den Aktienmärkten nach wie vor Gelegenheiten sich in diesem Anlagesegment zu engagieren. Denn die letztjährigen Rückgänge an den Aktienmärkten übersetzen sich in der Regel unterproportional auf die Wandelanleihen, aber dennoch sind Kursrückgänge (siehe nebenstehender Wandelanleihenindex) aufgrund des Zinsanstiegs zu verzeichnen. Neuemissionen werden dann aufgrund höherer Zinskupons interessant. Dies ermöglicht selektiv den Aufbau von Positionen. Zudem macht das asymmetrische Auszahlungsprofil Wandelanleihen zu einem idealen Instrument für risikoaverse Anleger, die gleichwohl nicht auf die Chancen an den Aktienmärkten verzichten mögen.

**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.