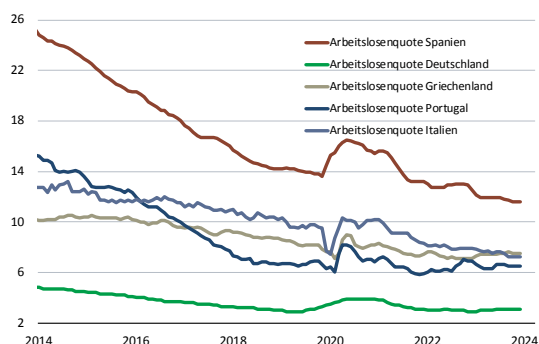


Übersicht NATIONAL-BANK-Prognosen

	aktuell	Jun. 24	Sep. 24	Dez. 24	Mrz. 25
DAX	18.261	18.000	18.250	18.500	19.000
Euro Stoxx 50	5.044	5.000	5.050	5.100	5.200
S&P 500	5.218	5.250	5.300	5.400	5.500
Tendersatz in %	4,50	4,25	3,75	3,50	3,25
10j Bundesanleihen in %	2,37	2,4	2,3	2,1	1,9
Fed Funds in %	5,50	5,25	5,00	4,50	4,00
10j US Treasuries in %	4,25	3,9	3,8	3,6	3,5
USD	1,08	1,10	1,09	1,07	1,05
GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,84
CHF	0,97	0,96	0,96	0,95	0,93
AUD	1,66	1,69	1,68	1,62	1,60
NZD	1,81	1,83	1,80	1,75	1,72
NOK	11,61	11,40	11,20	11,00	10,90
Brent in USD/Barrel	86	89	91	89	88

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: 25.03.2024, 22:00 Uhr

Redaktionsschluss: 26.03.2024, 15:00 Uhr

Inhaltsübersicht

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

Zusammenfassung

- Die Perspektiven für die Weltwirtschaft bleiben positiv, doch bleibt abzuwarten, wie stark die konjunkturelle Beschleunigung letztlich ausfallen wird. Ungeachtet der massiven geldpolitischen Straffungen blieb die US-Wirtschaft bis zuletzt äußerst robust. Dagegen bleibt die wirtschaftliche Dynamik im Euroraum weiterhin deutlich hinter der Entwicklung in anderen wichtigen Wirtschaftsräumen zurück.
- Zur Jahresmitte sollten die Notenbanken der Industrienationen mit Zinssenkungen beginnen. Dabei bleibt die exakte Anatomie der Disinflation zumindest bis dato ein wesentlicher Parameter der Zinspolitik. Wir belassen die Schätzungen für die Zinssätze etwa auf den bisherigen Niveaus und taxieren die Renditen für die 10-jährigen Bundesanleihen mit einer zunehmenden Abwärtsbias auf rund 1,9 %. Die Projektionen für die US-amerikanischen 10-jährigen Benchmark-Sätze sehen wir bei Werten um 3,5 % auf Sicht der nächsten 12 Monate.
- Die Aktienmärkte zeigen sich weiterhin in beeindruckender Verfassung. So erreichten viele Indices neue Allzeithochs. Ursächlich für die robuste Aufwärtsbewegung ist neben der Wachstumsphantasie rund um das Thema „künstliche Intelligenz“ die Erwartungshaltung rascher und umfassender Zinssenkungen seitens der Notenbanken. Aber auch wenn letztere etwas später kommen sollten, scheinen die Aktienmärkte auch mit den aktuell hohen Zinsen gut umgehen zu können. Eine gut funktionierende Wirtschaft ist für die Aktienmärkte nämlich kein schlechtes Zeichen, sondern betont im Gegenteil die fundamentale Untermauerung der Aktienrally.
- Wir bestätigen unsere positive Meinung zu den mittelfristigen Aussichten der Aktienmärkte und raten weiter zu einer ausgeprägten internationalen Diversifizierung in den Depots, um Chancen, aber auch Risiken einzelner Regionen ausnutzen bzw. abfedern zu können. Auch in Zukunftsthemen sollte weiterhin investiert werden. Unvermeidbare allfällige und kurzfristig auftretende Kursrücksetzer sollten für Positionsverstärkungen genutzt werden.



NATIONAL-BANK

Mehr. Wert. Erfahren.

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (BIP in %)

	2022	2023	2024e	2025e
Deutschland	2,0	-0,3	0,0	0,6
Euroraum	3,5	0,4	0,3	0,7
USA	2,2	2,5	2,0	1,9

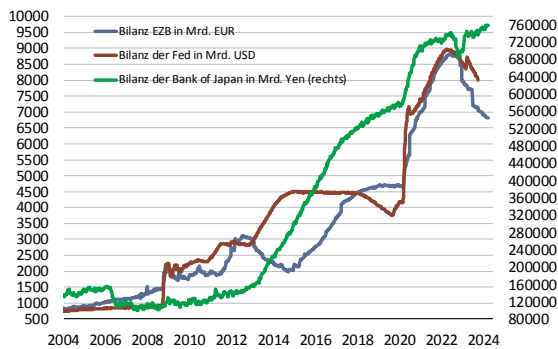
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (Verbraucherpreise in %)

	2022	2023	2024e	2025e
Deutschland	8,5	5,7	2,3	1,9
Euroraum	8,4	5,4	2,4	2,1
USA	7,9	3,8	2,5	2,2

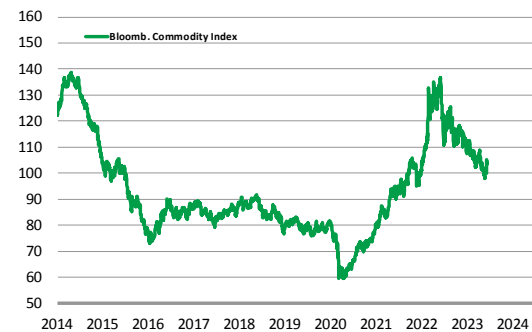
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung diverser Notenbankbilanzen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Rohstoffpreisentwicklung gemessen am Bloomberg-Rohstoffpreisindex



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Der Ausblick für die Weltwirtschaft bleibt aufwärts gerichtet – es bleibt allerdings abzuwarten, wie stark die konjunkturelle Beschleunigung letztlich ausfallen wird: Von der konjunkturellen Grundfigur her wirken die Ungleichgewichte der Pandemie noch nach, vor allem in Form der deutlich höheren Zinssätze. In diesem Aufschwung ist aber nunmehr davon auszugehen, dass die Bremskräfte der Verwerfungen durch die Pandemie nunmehr annähernd zur Gänze abgebaut werden können. Zwar ist die exakte Anatomie der Leitzinswende noch ungewiss, zur Jahresmitte sollten die Notenbanken der Industrienationen dann aber Ernst machen. Nach wie vor trotz der Welthandel dem geopolitischen Gegenwind - bis dato ist zwar nur eine leichte Erholung der Handelstätigkeit zu verzeichnen, was allerdings auch auf die Störungen des Handels im Roten Meer zurückgehen dürfte. Der Tiefpunkt des Welthandels scheint trotz der Belastungen durch die Krise im Nahen Osten jedenfalls klar durchschritten: In der zweiten Jahreshälfte 2023 hatte sich das Welthandelsvolumen allmählich stabilisiert, gegen Jahresende stieg es sogar wieder etwas. Mit projektierten Zuwächsen des Welthandels um 3,3 % für das Jahr 2024 haben die jüngsten IWF-Prognosen hier unsere Einschätzung gestützt, dass die These einer Deglobalisierung zumindest bis dato empirisch nicht zu fundieren ist. Das angebrochene Jahr dürfte somit insbesondere von einem globalen Aufschwung im Verarbeitenden Gewerbe geprägt sein.

Ungeachtet der massiven geldpolitischen Straffungen blieb die US-Wirtschaft bis zuletzt äußerst robust. Im vergangenen Jahr stieg die gesamtwirtschaftliche Leistung um 2,5 % - was noch oberhalb des Potenzialpfades lag. Stützen waren vor allem der sehr robuste Arbeitsmarkt sowie die staatliche Förderung von Investitionen. Wie erwartet, wurde das „Hard Landing“-Szenario, das im Jahresverlauf 2023 noch dominierte, mehr und mehr aus den Prognosen herausgenommen. Es ist im weiteren Verlauf zwar davon auszugehen, dass die kräftigen Zinsschritte der Fed und die deutlich verschlechterten Finanzierungsbedingungen die gesamtwirtschaftliche Nachfrage in den USA dämpfen werden. Die im Jahresverlauf weiter nachlassende Inflation sollte allerdings zu steigenden Realeinkommen und einer zusätzlichen Belebung der Konsumnachfrage führen. Wie seit Langem erwartet, bleibt die wirtschaftliche Dynamik im Euroraum weiterhin deutlich hinter der Entwicklung in anderen wichtigen Wirtschaftsräumen zurück, was vor allem auf hartnäckige, strukturelle Wachstumsprobleme hindeutet. Die im weiteren Jahresverlauf sinkende Inflation sollte zwar zu steigenden Realeinkommen führen und die Nachfrage der privaten Haushalte wiederbeleben. Auch der Arbeitsmarkt blieb zumindest bis dato robust,

Renditeentwicklung zehnjähriger Anleihen in % mit Prognosen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Zinsprognose in %

	aktuell	J un. 24	Sep. 24	Dez. 24	Mrz. 25
Fed Funds	5,50	5,25	5,00	4,50	4,00
3M-USD-Libor	5,57	5,3	4,9	4,5	3,8
2J Treasuries	4,63	4,4	4,2	4,0	3,7
10J Treasuries	4,25	3,9	3,8	3,6	3,5
Tendersatz	4,50	4,25	3,75	3,50	3,25
3M-Euribor	3,89	3,7	3,2	2,9	2,7
2J Bundesanleihen	2,89	2,9	2,6	2,4	2,1
10J Bundesanleihen	2,37	2,4	2,3	2,1	1,9

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Währungsprognosen gegen Euro im Überblick

	aktuell	J un. 24	Sep. 24	Dez. 24	Mrz. 25
USD	1,08	1,10	1,09	1,07	1,05
JPY	164	161	158	155	152
GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,84
CAD	1,47	1,49	1,46	1,43	1,39
AUD	1,66	1,69	1,68	1,62	1,60
NZD	1,81	1,83	1,80	1,75	1,72
CHF	0,97	0,96	0,96	0,95	0,93
NOK	11,61	11,40	11,20	11,00	10,90
SEK	11,46	11,60	11,30	11,00	10,90
Renminbi	7,81	7,92	7,79	7,56	7,35

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

was die Konsumnachfrage ebenfalls stützt. Insgesamt aber ist der geopolitisch bedingte konjunkturelle Strukturbruch auch auf der gesamteuropäischen Ebene deutlich spürbar. Wir gehen in der Summe aber auch weiterhin davon aus, dass das angelauene Jahr rund um den Globus von sich sukzessive festigenden Exportperspektiven sowie einem globalen Rebound im Verarbeitenden Gewerbe geprägt sein sollte: Die Grundfigur der globalen ökonomischen Perspektiven bleibt – vorbehaltlich der Eskalation der diversen geopolitischen Risiken – klar aufwärts gerichtet, vor allem die Zinswende dürfte dem bisherigen Erholungstempo ab der zweiten Jahreshälfte zumindest im globalen Aggregat spürbar mehr Schubkraft verleihen. Dabei bleibt die exakte Anatomie der Disinflation zumindest bis dato ein wesentlicher Parameter der Zinspolitik. Die Normalisierung der Weltwirtschaft setzt sich aber mit einer sehr hohen Wahrscheinlichkeit weiter fort: Wir halten an unseren Projektionen fest und sehen für unsere Jahresprognose von 3,1 % globalen Wirtschaftswachstums derzeit eher ein Unterstützungsrisiko.

Perspektivisch ist mit Blick auf den Aussenwert des Euro davon auszugehen, dass die EZB ihren Kurs erheblich stärker wird korrigieren müssen: Einen wichtigen Anhaltspunkt hierzu liefert derzeit vor allem die Indikation für die gleichgewichtigen Zinssätze für die Eurozone, die nach wie vor nahe einem Allzeittief notiert. Darüber hinaus bietet der sehr dynamische Disinflationprozess auf den Vorstufen der Produktion möglicherweise bereits jetzt das Vorspiel zu einem wesentlich größeren Korrekturbedarf seitens der EZB. Abhängig von der Entwicklung der verschiedenen Bestimmungsfaktoren wird sich der Abwertungspfad zwar unterschiedlich extrem entwickeln – eine weitere Abwertung des Euro ist aber in der Summe das wahrscheinlichkeitsgewichtet dominante Szenario: Wir gehen in der Jahresprojektion von Kursen um EURUSD 1,05 aus und halten an unserer grundsätzlichen mittelfristigen Aufwertungserwartung Richtung Parität fest.

Aktienmarktprognosen im Überblick

	aktuell	Jun. 24	Sep. 24	Dez. 24	Mrz. 25
DAX	18.261	18.000	18.250	18.500	19.000
Euro Stoxx 50	5.044	5.000	5.050	5.100	5.200
S&P 500	5.218	5.250	5.300	5.400	5.500

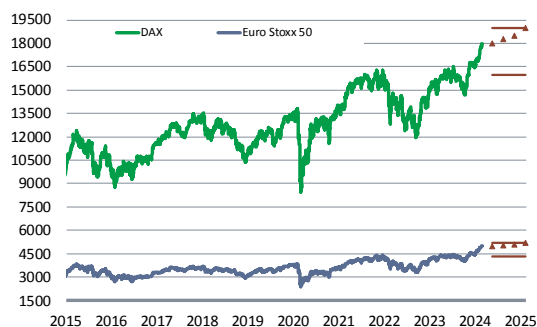
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Erwartete Schwankungsbreiten

	Spanne für 12 Monate
DAX	16.000 - 19.000
Euro Stoxx 50	4.300 - 5.200
S&P 500	4.400 - 5.500

Quelle: NATIONAL-BANK

Entwicklung von DAX / Euro Stoxx 50 mit Prognosen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Aktienmärkte

Seit unserer letzten Veröffentlichung hat sich an den Grundaussagen nichts geändert. Die Aktienmärkte zeigen sich weiterhin in beeindruckender Verfassung. So erreichte der DAX mit über 18.000 Punkten in der letzten Woche abermals ein neues Allzeithoch. Auch der S&P 500 stieg auf ein neues Allzeithoch, zugleich erzielte der Index von den letzten 18 Wochen in 16 Wochen ein positives Wochenergebnis. Eine solche Konstellation wurde seit 1971 nicht mehr beobachtet. Dies verdeutlicht die Stärke der momentanen Aufwärtsbewegung.

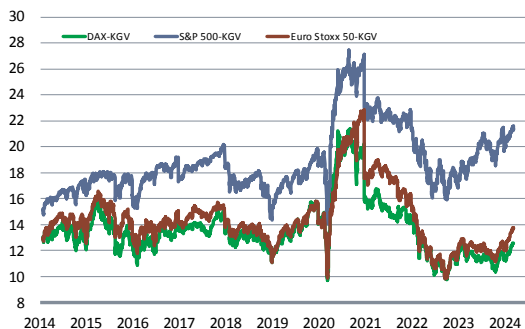
Ursächlich für die robuste Aufwärtsbewegung ist zum einen die Erwartungshaltung rascher und umfassender Zinssenkungen der Notenbanken. Zudem kann man sich des Eindrucks nicht erwehren, dass die Aktienmärkte auch mit den aktuell hohen Zinsen gut umgehen können. Eine gut funktionierende Wirtschaft ist für die Aktienmärkte nämlich kein schlechtes Zeichen, sondern betont im Gegenteil die fundamentale Untermauerung der Aktienrally. Wenn die Wirtschaft brummt, bleiben die Zinsen tendenziell auf einem höheren Niveau.

Zum anderen spielt das Themenfeld „Künstliche Intelligenz“ eine zunehmend bedeutsamere Rolle. Es setzt sich bei den Marktteilnehmern die Erkenntnis durch, dass die Künstliche Intelligenz mit all ihren Implikationen für einzelne Branchen und damit für die Gesamtwirtschaft ein Thema ist, welches das Potenzial hat als langfristiger Wachstumsbeschleuniger zu fungieren. In den Kalkulationen der Marktbeobachter scheint sich dieses wachstumsbeschleunigende Element zuletzt merklich in den Vordergrund zu spielen. Die Initialzündung dafür gaben nicht zuletzt die jüngsten Quartalsergebnisse von Nvidia, dem US-amerikanischen Hersteller für Grafikprozessoren, welche die Analystenerwartungen nahezu pulverisierten.

In diesem Umfeld dürften sich Technologieaktien weiterhin begünstigt zeigen, aber auch konjunktursensitive Branchen wie u. a. Automobile, Konsumgüter, Medien und Tourismus. Letztere werden durch die Erwartung gestützt, dass die globale Konjunktur sich weiterhin auf dem Erholungspfad befindet. Der Druck auf viele Anleger nimmt zu, etwaige Unterdotierungen rasch zu verringern. Dies sollte zu weiteren Zuflüssen in die Aktienmärkte führen.

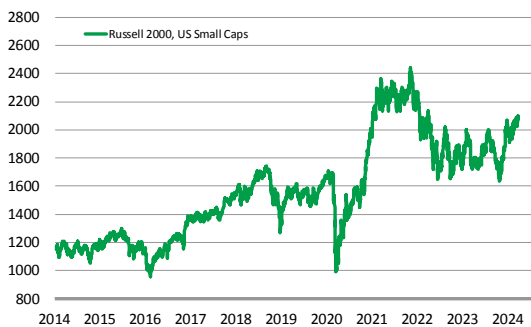
Des Weiteren sollte nicht übersehen werden, dass weiterhin viele - gerade auch institutionelle Investoren - über sehr hohe Liquiditätsbestände verfügen. Bei weiter steigenden Kursen wird der Druck sukzessive zunehmen, wenigstens einen Teil dieser Mittel in die Aktienmärkte zu investieren, um nicht merklich ins

Bewertung von Aktienmärkten am Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Russell 2000 als US-Small Cap Index



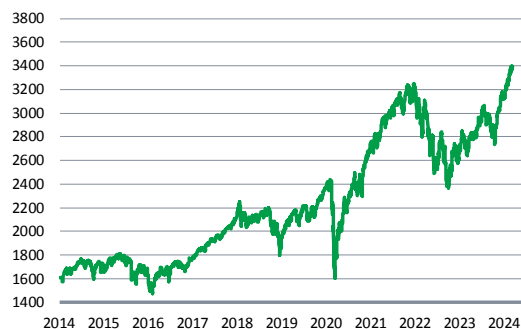
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Hintertreffen gegenüber der Aktienmarktrendite zu gelangen. Gerade bei zu erwartenden sinkenden kurzfristigen Zinsen sind Umschichtungen in die rentierlichere Anlageklasse Aktien im Laufe des Jahres sehr wahrscheinlich.

Geopolitisch ist leider mit keiner Beruhigung zu rechnen, im Gegenteil: Die Sorgen vor einer erneuten Amtszeit von Donald Trump im Weißen Haus dürften in den nächsten Wochen eher noch zunehmen. Die diesbezüglichen Auswirkungen auf die US-Wirtschaft müssen jedoch nicht zwangsläufig negativ sein, problematisch sind jedoch die Implikationen für die geopolitische Ordnung, falls die Führungsnation der westlichen Welt ihren so notwendigen Führungsaufgaben nicht mehr nachkommen möchte. Gerade sicherheitspolitisch würde Europa massiv unter Druck gesetzt werden, viel stärker als bisher eigenständig für seine Sicherheit zu sorgen. Trotzdem: Der Einfluss der Geopolitik auf die Kapital- respektive Aktienmärkte wird häufig überschätzt. Sowohl die Aktienmärkte als auch die Unternehmensgewinne sind oftmals wesentlich robuster als die Investoren dies annehmen.

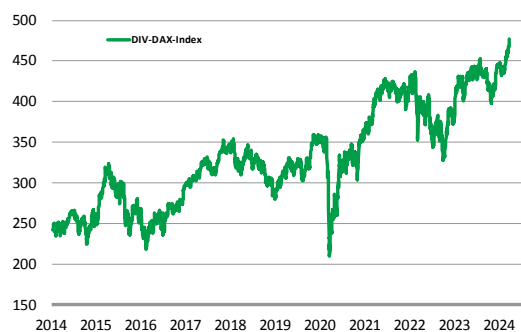
Wir bestätigen unsere positive Meinung zu den mittelfristigen Aussichten der Aktienmärkte einmal mehr. Unvermeidbare allfällige und kurzfristig auftretende Kursrücksetzer sollten aus heutiger Sicht für Positionsverstärkungen genutzt werden. Wir sind zuversichtlich, dass trotz der bereits eingetretenen Kursgewinne die Aufwärtsbewegung noch nicht beendet ist. Gerade historische Höchststände, wie sie aktuell nahezu wöchentlich zu beobachten sind, erweisen sich oftmals in der Nachbetrachtung als verlässlichste Kaufsignale.

MSCI World Aktienindex



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung des DivDAX (Dividenden DAX-Index)



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Aktienstrategie

Globale Aktien

Die großen Wirtschaftsräume befinden sich weiterhin in unterschiedlichen Verfassungen. Die US-Konjunktur überrascht positiv trotz der Zinserhöhungen der Fed. Die Perspektiven für die Eurozone haben sich marginal aufgehellt, doch bleibt die konjunkturelle Dynamik Europas hinter dem Rest der Industrienationen zurück. Die chinesische Wirtschaft präsentiert sich trotz Impulsen der chinesischen Regierung relativ schwach, was negative Implikationen für die Weltwirtschaft hat. Wir bleiben aber zuversichtlich, dass mit Hilfe umfassender Unterstützungsmaßnahmen der Regierung diese Schwäche sukzessive überwunden wird. Der chinesische Immobiliensektor bleibt problematisch und ist ein Risiko. Andere asiatische Länder wachsen jedoch dynamisch. Um regionale Schwächen zu kompensieren, bleibt es sinnvoll in global aufgestellte Unternehmen zu investieren, die von einer globalen Präsenz profitieren können.

Dividendenwerte

Die schwächelnde europäische Konjunktur belastet zwar die Unternehmen, dennoch werden auch in diesem Jahr viele Unternehmen ihre Ausschüttungen erhöhen. DAX-Konzerne sollten erneut Rekordsummen auszahlen. In Europa finden vorwiegend in den Monaten April/Mai Hauptversammlungen statt und es kommt zu Dividendenauszahlungen. Viele europäische und amerikanische Unternehmen zahlen Halbjahres- bzw. Quartalsdividenden. Daher bleiben Dividendenstrategien grundsätzlich interessant. Präferiert werden sollten dabei gut aufgestellte Unternehmen, die auch in schwierigeren Zeiten ihre Dividenden halten und in guten Zeiten erhöhen. Dies lässt sich für Anleger zwecks Aktienselektion innerhalb von Dividendenstrategien erreichen, mit denen sich auch verschiedene Anlageschwerpunkte umsetzen lassen.

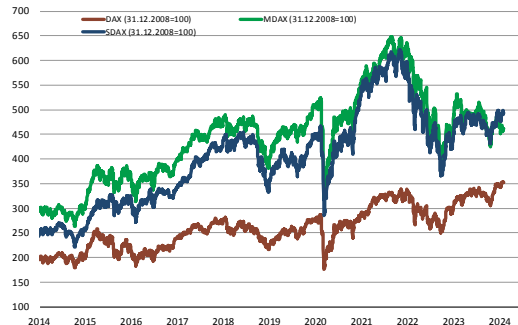
Der leichte Renditeanstieg seit Jahresbeginn hat die Attraktivität von Anleihen wieder etwas erhöht. Dennoch verbleibt ein deutlicher Renditerückgang seit Oktober 2023 bestehen, der Dividendenrenditen wieder attraktiver macht. Daher bleiben ausschüttungsstarke Dividendenwerte auch aufgrund niedriger Realrenditen attraktiv.

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

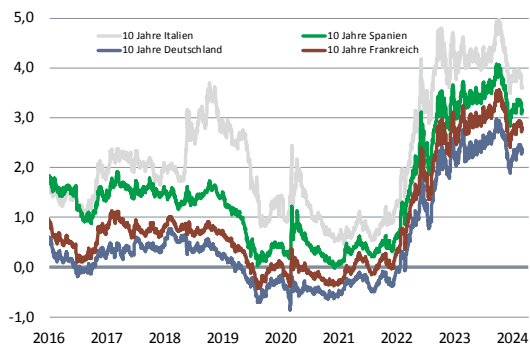
Der deutliche Rückgang der Marktzinsen seit Oktober hat eine deutliche Stimmungsverbesserung bewirkt, da sich dadurch die Finanzierungskonditionen für Private und Unternehmen verbessert haben. Dies hat vor allem zinsensensitive Immobilienaktien begünstigt, die kräftige Kursgewinne verbuchen konnten. Das Zinsumfeld hat sich verbessert, dennoch können Refinanzierungen für viele Unternehmen weiter Probleme bereiten, da die Kapitalmarktzinsen immer noch hoch sind. Hinzu kommt die Insolvenz der Signa-Gruppe, die verunsichert und die Vorsicht bei Banken und Investoren erhöht. Der Rückgang der Wohnimmobilienpreise dürfte sich weiter abschwächen. Bei Gewerbeimmobilien leidet der Bereich Büro unter dem Trend zu Mobilem Arbeiten.

Im Bereich Wohnen besteht der Nachfrageüberhang in vielen Regionen weiter und stützt die Preise. Daher sind die Preisrückgänge bei Immobilientransaktionen relativ moderat. Das Vermietungsgeschäft bleibt stark u.a. weil potentielle Käufer auf den Mietmarkt ausweichen. Für risikofreudige, mittelfristig orientierte Anleger bleiben Qualitätstitel im Bereich Wohnimmobilien aussichtsreich. Zudem eignet sich der Immobiliensektor für Anleger auch als Inflationsschutz.

US-Small & Mid-Caps

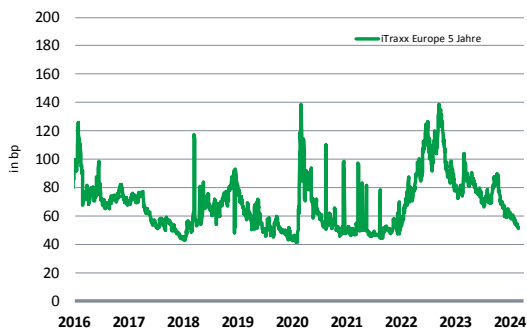
Auch im neuen Jahr entwickeln sich US-Nebenwerte deutlich schlechter als die Aktien von Großunternehmen. So notiert der Russell 2000 seit Jahresbeginn kaum verändert, wogegen sich der S&P 500 auf Rekordniveau bewegt. Mitverantwortlich für die schwache Entwicklung der Nebenwerte ist, dass sie stärker unter den hohen Zinsen leiden. Zudem werden US-Regionalbanken wieder kritischer gesehen und von Investoren eher gemieden. Hier bestehen Sorgen vor dem Abzug von Kundengeldern und problematischen Gewerbeimmobilienfinanzierungen. Auch in Europa performen die größeren Unternehmen besser als die kleinen Werte, die stärker unter der Konjunkturschwäche leiden. Sobald der Zinsdruck allerdings nachlässt und sich die Konjunktursorgen auflösen, dürften Nebenwerte wieder outperformen. Mittelfristig bleibt vor allem eine Depotbeimischung in Europa 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

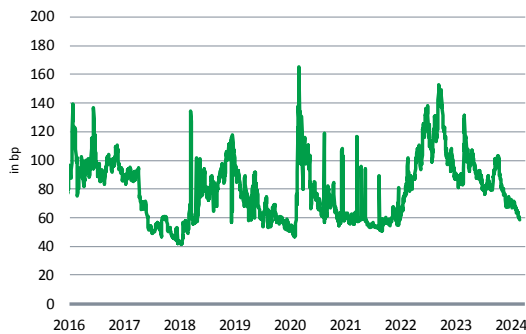
Die Disinflation in den USA entwickelte sich zuletzt langsamer als von den Märkten erwartet: Nach einem stärkeren Zuwachs im Januar verwiesen auch die Februar-Daten auf einen im weiteren Verlauf möglicherweise zäheren Disinflationsprozess. Generell besteht in der US-amerikanischen Gesamtwirtschaft aber nach wie vor eine starke Indikation dafür, dass sich der US-Preisdruck weiter stetig ermäßigt. In der Summe ändern die Daten hier daher nichts an dem Befund, dass die US-Notenbank den geldpolitischen Restriktionsgrad ab dem Sommer sukzessive erheblich zurückführen dürfte. In der Eurozone wird die Analyse der gesamtwirtschaftlichen Trends immer komplexer: Auf der einen Seite trübt sich der konjunkturelle Ausblick mit Blick auf die deutsche Leitökonomie immer weiter ein. Auf der anderen Seite ist die Preiselastizität in den Ländern der Eurozone in der Regel viel geringer als in den USA. Insofern könnte es noch dauern, bis sich das vermutlich dauerhaft geringere Wachstumstempo auf die gesamteuropäischen Arbeitsmärkte und den Lohndruck auswirkt. In der Summe wird die EZB auch gemäß der jüngsten Ausführungen von Chefvolkswirt Philip Lane zunächst die weitere Lohninflation vor allem im Dienstleistungssektor genau im Auge behalten wollen.

Mit Blick auf die ungebrochen strukturell angeschlagene Wirtschaft sowie die für die Eurozone rekordhohen Notenbankvorgaben ist eine Leitzinssenkung aber klar vorgezeichnet. Insgesamt belassen wir die Schätzungen für die Zinssätze in etwa auf den bisherigen Niveaus und taxieren die Renditen für die 10-jährigen Bundesanleihen mit einer zunehmenden Abwärtsbias nunmehr auf rund 1,9 %. Die Projektionen für die US-amerikanischen 10-jährigen Benchmark-Sätze sehen wir aktuell bei Werten um 3,5 % auf Sicht der nächsten 12 Monate. Damit haben wir beide Projektionen leicht angehoben, liegen aber immer noch deutlich unter dem Konsensus.

Investment Grade Corporates

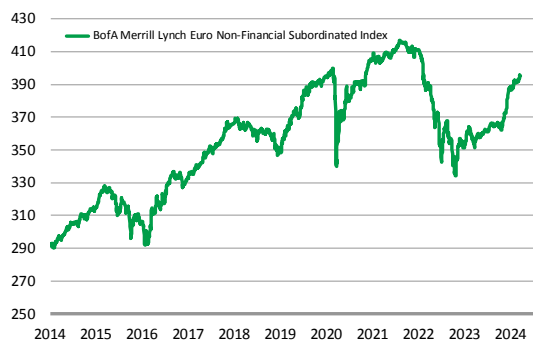
Trotz der wirtschaftlich schwierigen Lage in der Eurozone halten sich die Risikoprämien noch relativ resilient und sind zuletzt sogar auf Werte knapp über 50 Basispunkte zurückgefallen. Gemessen an unseren Simulationen halten wir diese Risikoauspreisung aber in toto unverändert für überzogen, so dass Vorsicht geboten bleibt: Solange die geopolitischen Belastungen in Form des Krieges in Osteuropa anhalten, dominieren auf den derzeit niedrigen Niveaus die Rückschlagsgefahren bezüglich einer Ausweitung der Risikospreads.

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.

Hybride

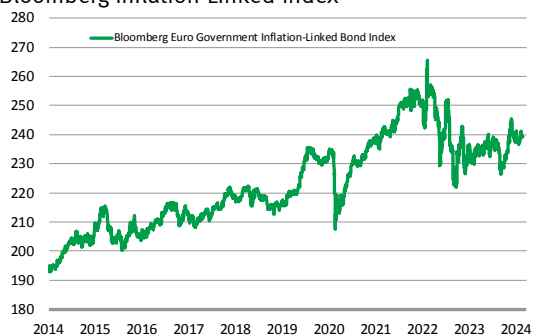
Das positive globale Umfeld bewirkt, dass die volkswirtschaftlichen Rahmendaten weiterhin risikostützend wirken: Die Risikoprämien sollten zumindest b.a.W. auf den relativ niedrigen Niveaus verharren können, in einzelnen Segmenten mitunter sogar weiter zurückgehen können. Dabei gehen wir davon aus, dass das schwächere Wachstum auch in Europa trotz einer geringeren preislichen Flexibilität einen Disinflationsprozess 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 Hybridanleihen Kapitalammelstellen zu bedienen.

Linker

Während sich die Ungleichgewichte am US-Arbeitsmarkt weiter abbauen, kam es zuletzt auch auf den Vorstufen der Produktion zu einer Beschleunigung der Preisdynamik. Insgesamt ist die Indikation aber bei Weitem noch nicht mächtig genug, um wirklich von einer möglichen Trendwende zu sprechen: Die Risiken für den Disinflationsprozeß haben zwar wieder leicht zugenommen, die Grundtendenz stimmt aber weiterhin: Die Ungleichgewichte am US-Arbeitsmarkt werden stetig weiter abgebaut, wenn auch zumindest mit Blick auf die offizielle Statistik zuletzt etwas langsamer als von mir erwartet. Generell besteht in der US-amerikanischen Gesamtwirtschaft aber nach wie vor eine starke Indikation dafür, dass sich der US-Preisdruck weiter stetig ermäßigt – etwa mit Blick auf die einschlägigen landesweiten ISM-Indices. Auch passt es durchaus in historische Verläufe, dass sich die Preisdynamik nach fast 2 Jahren strikt rückläufiger Indices zwischenzeitlich wieder etwas festigt.

In der Summe stützen die Daten unverändert unsere Einschätzung, dass der globale Inflationspfad weiter auf Kurs ist: Die

Entwicklung von Inflationsanleihen gemessen am Bloomberg Inflation-Linked-Index



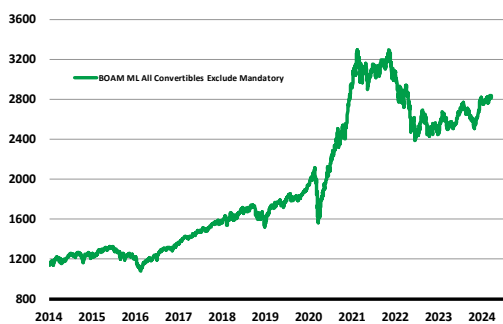
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Notenbanken werden ihre diesbezüglichen Ziele erreichen. 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 Marktengpässe von Linkern zu bevorzugen.

Wandelanleihen

Der bislang ausgesprochen gute „Aktienjahrgang 2024“ lädt Finanzanleger einmal mehr und zeitlos dazu ein, mit reduziertem Risiko am laufenden Aktienmarktaufschwung teilzuhaben: Neben eine laufende sicheren Couponzahlung treten Chancen auf Kursgewinne aus Wandelanleihen, solange der Börsenaufschwung läuft. Am interessantesten ist das asymmetrische Auszahlungsprofil von Wandelanleihen: Teilhabe an steigenden Aktienkursen einerseits und aufgrund des Coupons und qua Konstruktion nur unterdurchschnittliche Teilhabe an fallenden Aktienkursen andererseits. Das macht Wandelanleihen zu einem idealen Anlageinstrument für risikoaverse Anleger, wie der US-amerikanische Vergleich vom „Kuchen, den man haben und zugleich essen kann“ bildhaft veranschaulicht.

Entwicklung des Bank of America Merrill Lynch Wandelanleiheindex



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

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.