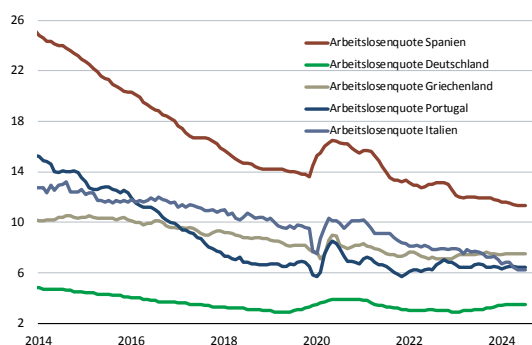


Übersicht NATIONAL-BANK-Prognosen

	aktuell	Dez. 24	Mrz. 25	Jun. 25	Sep. 25
DAX	19.433	19.000	19.500	20.000	20.500
Euro Stoxx 50	4.909	4.950	5.100	5.200	5.350
S&P 500	5.842	5.750	5.900	6.000	6.200
Tendersatz in %	3,65	3,40	2,90	2,65	2,40
10j Bundesanleihen in %	2,18	2,1	2,0	1,9	1,9
Fed Funds in %	5,00	4,50	4,25	3,75	3,25
10j US Treasuries in %	4,01	3,8	3,7	3,6	3,5
USD	1,09	1,13	1,12	1,10	1,09
GBP	0,84	0,86	0,86	0,85	0,84
CHF	0,94	0,96	0,96	0,96	0,95
AUD	1,63	1,71	1,70	1,67	1,65
NZD	1,79	1,85	1,84	1,80	1,80
NOK	11,86	11,40	11,20	11,00	10,90
Brent in USD/Barrel	74	80	82	80	79

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: 16.10.2024, 22:00 Uhr

Redaktionsschluss: 18.10.2024, 9:00 Uhr

Inhaltsübersicht

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

Zusammenfassung

- Die globale konjunkturelle Dynamik ist zuletzt in eine Seitwärtsbewegung übergegangen, wobei sich die Unterschiede zwischen den Regionen verringerten. Die USA entwickelt sich robuster als erwartet, in Europa bleibt die Wachstumsdynamik schwach.
- Die US-Notenbank hatte Mitte September einen großen Zinsritt vollzogen, die EZB hat Mitte Oktober erneut die Zinsen moderat gesenkt. Wir gehen davon aus, dass die US-Kapitalmarktzinsen auf Sicht von 12 Monaten Niveaus um 3,5 % erreichen werden. Insgesamt belassen wir die Schätzungen für die Zinssätze für die 10-jährigen Bundesanleihen auf Werte um 1,9 %.
- Die Verfasstheit der Aktienmärkte ist robust, was gerade die letzten Wochen eindrucksvoll gezeigt haben. Die Art und Weise wie der US-Aktienmarkt und seine europäischen Pendanten in den letzten Wochen auch signifikante Rückschläge gekontert bzw. egalisiert haben, ist beeindruckend. Weitere Unterstützung für die Aktienmärkte kam zuletzt aus China. Dort ist die schwächelnde Wirtschaft für die Staatsführung eine zunehmende Belastung. Folglich wurden umfassende Maßnahmen zur Stützung der Immobilien- sowie Kapitalmärkte eingeleitet, die zu deutlichen Kursgewinnen der zuvor arg gebeutelten chinesischen Aktienmärkte führte.
- Eine starke internationale Diversifikation bleibt das Maß aller Dinge und wirkt sowohl risikoreduzierend als auch chancenutzend. Im Einzelnen bedeutet dies weiterhin ein hohes US-Exposure, aber auch eine ausreichende Dotierung der asiatisch-pazifischen Wachstumsregion mit Indien und China als Schwerpunkte. Auch europäische Aktien sollten nicht vernachlässigt werden.
- Trotz vielfältiger geopolitischer Belastungen gehen wir davon aus, dass die Aktienmärkte in den nächsten Wochen im Fahrwasser erwarteter weiterer Zinssenkungen in den USA ihren Aufwärtstrend grundsätzlich fortsetzen werden.



NATIONAL-BANK

Mehr. Wert. Erfahren.

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (BIP in %)

	2022	2023	2024e	2025e
Deutschland	2,0	-0,2	-0,1	0,7
Euroraum	3,5	0,4	0,6	1,1
USA	2,2	2,5	2,6	1,8

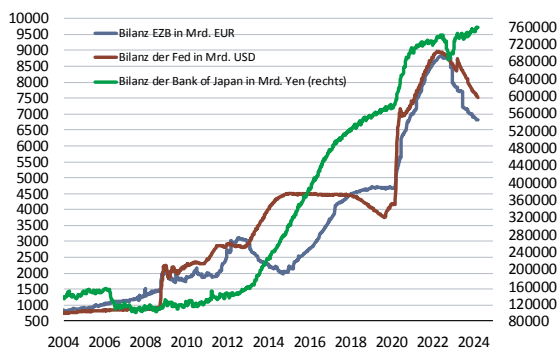
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (Verbraucherpreise in %)

	2022	2023	2024e	2025e
Deutschland	8,5	5,7	2,2	1,9
Euroraum	8,4	5,4	2,4	2,1
USA	7,9	3,8	2,6	2,0

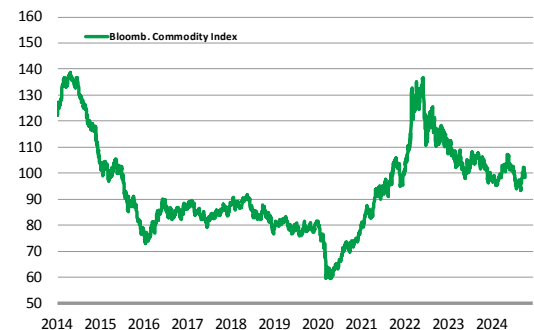
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung diverser Notenbankbilanzen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Rohstoffpreisentwicklung gemessen am Bloomberg-Rohstoffpreisindex



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Trotz einer weiterhin grundsätzlich aufwärts gerichteten konjunkturellen Grundfigur im Nachgang zur Covid-Pandemie ist die globale Dynamik zuletzt in eine Seitwärtsbewegung übergegangen, wobei sich die Unterschiede zwischen den Regionen verringerten. Sowohl im Verarbeitenden Gewerbe als auch im gestiegenen Warenhandel kam der aufgestaute Nachholbedarf bei der industriellen Produktion zum Ausdruck, seit Sommer 2024 ließ die Dynamik aber wieder nach. Während die konjunkturelle Dynamik in den USA aus zyklischen Gründen in der Tendenz nachgibt, wird sie in China durch strukturelle Probleme gebremst. Die Zuwächse der globalen Wertschöpfung dürften derzeit bei rund 3,2 % p.a. liegen, die nächsten Wachstumsimpulse werden hier perspektivisch vor allem durch die Zinswende der Notenbanken generiert. Nach wie vor steht ebenfalls eine stärkere Belebung in der Industrie aus, Wir belassen unsere Schätzungen für die Weltwirtschaft vorerst auf den bisherigen Niveaus, sehen aber perspektivisch eher noch Aufwärtspotential, sofern sich die geldpolitische Wende nunmehr materialisiert.

In den USA erwies sich die wirtschaftliche Dynamik im ersten Halbjahr als erheblich robuster als erwartet, getrieben vom privaten und staatlichen Konsum und auch von staatlich geförderten Unternehmensinvestitionen. Die Aussichten für den privaten Konsum, die zentrale Stütze der US-Wirtschaft, trüben sich derzeit aber grundsätzlich weiter ein, vor allem die signifikante Zunahme der Arbeitslosigkeit schürte die Sorge vor einem zu starken Abschwung. Die jüngsten Daten vom US-Arbeitsmarkt haben das Szenario einer zu starken Abkühlung am Arbeitsmarkt aber wieder konterkariert, insofern als dass das unterliegende Momentum der Arbeitskräftenachfrage doch spürbar höher lag. Grundsätzlich bleibt mit Blick auf die hohe Volatilität sowie die Revisionsanfälligkeit der Daten abzuwarten, ob dieses Bild Bestand haben wird. Insgesamt ist aber auch weiterhin davon auszugehen, dass der private Konsum robust bleiben und sich nur allmählich abschwächen dürfte. Zudem bleibt die Finanzkraft der privaten Haushalte dank niedrigen Schuldendienstes immer noch relativ hoch, auch weil die Sparquote bis zuletzt höher war als mit Blick auf die Finanzlage der US-Haushalte eigentlich zu erwarten stünde. Im Ergebnis sind die privaten Haushalte u.E. nach mit Blick auf ihre Einkommensströme solide genug aufgestellt – der private Konsum dürfte auch seiner Natur nach aber eher allmählich und nicht abrupt zurückgehen. Insgesamt stütze der Datenverlauf somit auch weiterhin unsere Erwartung eines Soft-Landing der US-Wirtschaft.

Renditeentwicklung zehnjähriger Anleihen in % mit Prognosen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Zinsprognose in %

	aktuell	Dez. 24	Mrz. 25	J un. 25	Sep. 25
Fed Funds	5,00	4,50	4,25	3,75	3,25
3M-USD-Libor	4,85	4,4	4,0	3,6	2,9
2J Treasuries	3,94	4,1	4,0	3,7	3,5
10J Treasuries	4,01	3,8	3,7	3,6	3,5
Tendersatz	3,65	3,40	2,90	2,65	2,40
3M-Euribor	3,21	3,0	2,5	2,2	1,9
2J Bundesanleihen	2,17	2,1	2,1	1,9	1,8
10J Bundesanleihen	2,18	2,1	2,0	1,9	1,9

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Währungsprognosen gegen Euro im Überblick

	aktuell	Dez. 24	Mrz. 25	J un. 25	Sep. 25
USD	1,09	1,13	1,12	1,10	1,09
JPY	163	165	163	160	158
GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,84
CAD	1,49	1,54	1,52	1,49	1,47
AUD	1,63	1,71	1,70	1,67	1,65
NZD	1,79	1,85	1,84	1,80	1,80
CHF	0,94	0,96	0,96	0,96	0,95
NOK	11,86	11,40	11,20	11,00	10,90
SEK	11,41	11,60	11,30	11,00	10,90
Renminbi	7,73	8,05	8,00	7,87	7,85

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Im Euroraum zog die Wirtschaftsleistung nach anderthalb Jahren der Stagnation im ersten Halbjahr leicht an. Fortgesetzt kräftige Reallohnzuwächse bei bislang resilienter Beschäftigung deuten auf eine Belebung des privaten Konsums hin. Immer bedenklicher stimmt aber die Entwicklung in Deutschland, der Leitökonomie für den Euroraum: Die deutsche Wirtschaft durchläuft eine tiefgreifende strukturelle Krise: Dekarbonisierung, Digitalisierung, demografischer Wandel, Corona-Pandemie, Energiepreisschock und eine veränderte Rolle Chinas in der Weltwirtschaft setzen etablierte Geschäftsmodelle unter Druck und zwingen Unternehmen ihre Produktionsstrukturen anzupassen. U.E. zeugt die Entwicklung in Deutschland aber auch davon, dass der Krieg im Osten und der Gesamtkomplex der Wirkungen der wirtschaftspolitischen Energiewende ein massiver Belastungsfaktor für die deutsche Leitökonomie ist und bleibt: Die Beurteilung der Auftragslage bewegt sich auf dem Niveau der Tiefpunkte während der Pandemie respektive der Lehman-Krise. Mit Blick auf den aufgestauten Nachholbedarf werden die europäischen Volkswirtschaften in den kommenden 12 Monaten wohl etwas mehr Wachstum verzeichnen können, die Erholung dürfte aber ausgesprochen anämisch bleiben.

Ein schwächerer Wachstumsausblick für das Euroland gepaart mit dem Rückgang der Inflation haben die Zinssenkungserwartungen an die EZB in den letzten Wochen zunehmen lassen. Das Einpreisen eines etwas schnelleren Abwärtsganges der EZB hat den Euro belastet. Wir gehen angesichts der hartnäckigen Wachstumsschwäche weiterhin davon aus, dass der Trend zur Abwertung des Euro grundsätzlich erhalten bleiben wird. Die Frage ist derzeit, wie lange es noch dauert, bis die EZB der Fed – vollumfänglich - folgen wird. Da die gesamteuropäischen Arbeitsmärkte wesentlich träger reagieren, kann es noch dauern, bis sich das schwache Wachstum bei der Lohninflation bemerkbar macht. Auf Basis der aktuellen Daten sehen wir bei kurzfristig dominanten Rückschlagsgefahren auf Jahressicht jedoch gleichgewichtige Wechselkurse um 1,09.

Aktienmarktprognosen im Überblick

	aktuell	Dez. 24	Mrz. 25	Jun. 25	Sep. 25
DAX	19.433	19.000	19.500	20.000	20.500
Euro Stoxx 50	4.909	4.950	5.100	5.200	5.350
S&P 500	5.842	5.750	5.900	6.000	6.200

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Erwartete Schwankungsbreiten

	Spanne für 12 Monate
DAX	16.000 - 21.000
Euro Stoxx 50	4.400 - 5.700
S&P 500	4.700 - 6.200

Quelle: NATIONAL-BANK

Entwicklung von DAX / Euro Stoxx 50 mit Prognosen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Aktienmärkte

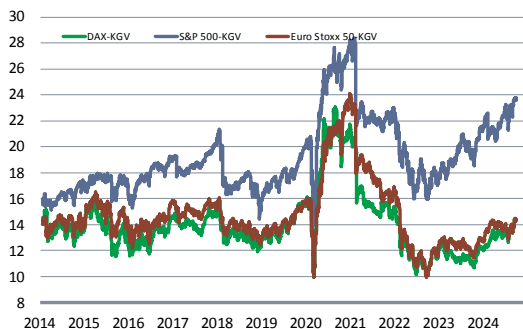
Der Oktober gilt an den Aktienmärkten historisch gesehen als ein guter Börsenmonat. Trotz vielfältiger geopolitischer Belastungen gehen wir davon aus, dass die Aktienmärkte folglich in den nächsten Wochen im Fahrwasser weiterer Zinssenkungserwartungen sowohl in den USA als auch in Europa ihren Aufwärtstrend grundsätzlich fortsetzen werden. Kurzfristig kann natürlich die US-Präsidentschaftswahl aufgrund der zum Teil vollkommen unterschiedlichen inhaltlichen Positionen der Kandidaten zu deutlichen Schwankungen gerade bei einzelnen Sektoren führen.

Trotz starker Zugewinne an den globalen Aktienmärkten sind die grundlegenden Treiber des Aktienaufschwungs jedoch weiter intakt: Markante Zinssenkungserwartungen, robuste Unternehmensgewinne gerade in den USA sowie der zunehmende Erkenntnisgewinn, dass die künstliche Intelligenz mit all ihren positiven Implikationen für einzelne Branchen und die Gesamtwirtschaft ein stark wachstumsbeschleunigendes Element beinhaltet, unterstützen die Aktienmärkte weiter deutlich. Gerade die hohe Bedeutung des Technologie-Sektors in den USA befeuert diese Entwicklung, verkörpert aber aufgrund der starken Abhängigkeit der Aktienindizes von diesen Werten auch eine latente Gefahr.

Die US-Präsidentschaftswahl wirft im Hinblick auf die geopolitische Stimmungslage bereits ihre Schatten voraus. Man hat den Eindruck, dass selten zuvor zwei so unterschiedliche Ausrichtungen für die Zukunft der USA zur Wahl standen. Dies mag sicherlich richtig sein, bezogen auf die US-Wirtschaft sollten die Implikationen aber überschaubar bleiben. Signifikant dürften die Auswirkungen hingegen in der globalen Sicherheitsarchitektur werden, wenn dem früheren Präsidenten eine zweite Amtszeit von der US-Wählerschaft gewährt würde. Das „Geschrei“ wird gerade in den nun letzten knapp drei Wochen vor der Wahl weiter zunehmen, dessen Bedeutung für die Aktienmärkte hingegen erwartungsgemäß nicht. Den Einfluss der Geopolitik in ihrer Gesamtheit (Konflikt im Nahen Osten, Ukraine-Krieg, US-Präsidentschaftswahlen) auf die Aktienmärkte halten wir folglich weiterhin für gedämpft.

Eine starke internationale Diversifikation ist weiterhin das Maß aller Dinge. Eine solche wirkt sowohl risikoreduzierend als auch chancenutzend. Im Einzelnen bedeutet dies weiterhin ein hohes US-Exposure, aber auch eine ausreichende Dotierung der asiatisch-pazifischen Wachstumsregion mit Indien und China als Schwerpunkte. Auch europäische Aktien sollten nicht

Bewertung von Aktienmärkten am Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessen

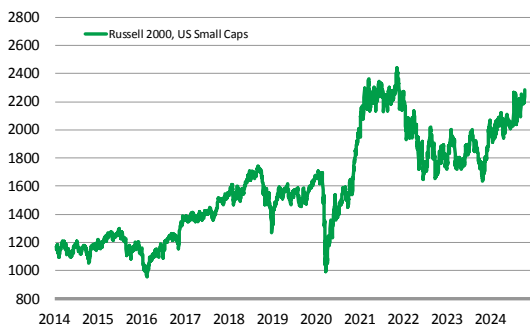


Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

vernachlässigt werden. Diesbezüglich trifft eine sehr moderate Bewertung auf ein oftmals stark international aufgestelltes Geschäftsmodell. Eine Kombination, die in keinem Depot fehlen sollte. Gerade in jüngster Zeit haben die europäischen Aktienmärkte besser als der US-Aktienmarkt performt. Dies verdeutlicht, dass eine zu starke Vernachlässigung der europäischen Aktienmärkte auch nicht die Lösung ist. Daher: Ein wohldosierter Mix aus nationalen Aktien mit internationalem Geschäftsbezug sowie internationalen Aktien trifft die Herausforderungen wohl am besten.

Branchenseitig ist der US-Technologiesektor als Wachstumsbranche und Innovationstreiber mit künstlicher Intelligenz als Speerspitze trotz der jüngsten Turbulenzen weiter zu empfehlen. Zudem erscheinen zyklische Branchen wie Industriegüter und -dienstleistungen, welche qua Definition vom weltweiten Konjunkturaufschwung profitieren sollten, interessant. Darüber hinaus sticht die eher defensive Gesundheitsbranche in unserem Branchenmodell neben dem Versicherungssektor in den letzten Wochen positiv hervor. Zudem favorisiert es den Branchenindex der Telekommunikation sowie der Banken und den Sektor des Einzelhandels.

Russell 2000 als US-Small Cap Index



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

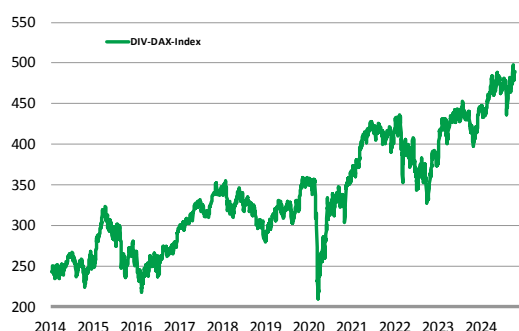
Die Verfasstheit der Aktienmärkte ist robust, das haben gerade die letzten Wochen eindrucksvoll gezeigt. Die Art und Weise wie der US-Aktienmarkt und seine europäischen Pendanten in den letzten Wochen auch signifikante Rückschläge gekontert bzw. egalisiert haben, ist beeindruckend. Weitere Unterstützung für die Aktienmärkte kam zuletzt aus China. Dort entwickelt sich die schwächelnde Wirtschaft für die Staatsführung zu einer zunehmenden Belastung. Folglich wurden umfassende Maßnahmen zur Stützung der Immobilien- sowie Kapitalmärkte eingeleitet. Laut Medienberichten ist die Regierung bereit, Darlehen in Höhe von umgerechnet 774 Mrd. Euro zur Konjunkturstimulation zu begeben. Dies führte zu einer deutlichen Aufwärtsbewegung der arg gebeutelten chinesischen Aktienmärkte. Einher damit ging auch eine merkliche Befestigung der Aktien der Unternehmen, die einen starken Geschäftsanteil in China haben.

MSCI World Aktienindex



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung des DivDAX (Dividenden DAX-Index)



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Aktienstrategie

Globale Aktien

Die Weltwirtschaft entwickelt sich weiterhin unterschiedlich. Die US-Konjunktur hat sich aufgrund der Zinserhöhungen der Fed abgeschwächt. Die US-Notenbank steuert nun mit Zinssenkungen gegen und dürfte eine Rezession vermeiden. Die Erholung in der Eurozone bleibt verhalten, Deutschland weiterhin schwach. Der schwächelnden chinesischen Wirtschaft entgegnet die Staatsführung nun mit umfassenden Maßnahmen zur Stützung der Immobilien- sowie Kapitalmärkte. Davon dürften dann auch Unternehmen, die einen starken Geschäftsanteil in China haben, profitieren. Das Wachstum anderer asiatischer Länder bleibt aber dynamisch, vor allem in Indien. Um regional zu diversifizieren, bleibt es daher sinnvoll in global aufgestellte Unternehmen zu investieren.

Dividendenwerte

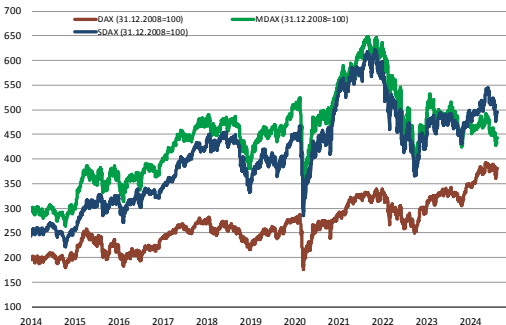
Die schwache europäische Konjunktur belastet die Unternehmen, dennoch haben auch in diesem Jahr viele Unternehmen ihre Ausschüttungen erhöht. DAX-Konzerne haben sogar Rekordsummen ausgezahlt. In Europa fanden vorwiegend in den Monaten April/Mai Hauptversammlungen statt und hiesige Unternehmen haben somit bereits ihre Dividendenzahlungen getätigt. Viele europäische und amerikanische Unternehmen zahlen Halbjahres- bzw. Quartalsdividenden. Somit bleiben Dividendenstrategien nicht nur in der Dividendensaison interessant. Präferiert werden sollten weiterhin gut aufgestellte Unternehmen, die auch in schwierigeren Zeiten ihre Dividenden halten und in guten Zeiten erhöhen. Dies lässt sich für Anleger mittels Aktienselektion innerhalb von Dividendenstrategien erreichen, mit denen sich verschiedene Anlageschwerpunkte umsetzen lassen. Trotz höherer Attraktivität von Anleihen bleiben ausschüttungsstarke Dividendenwerte auch aufgrund niedriger Realrenditen aussichtsreich.

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

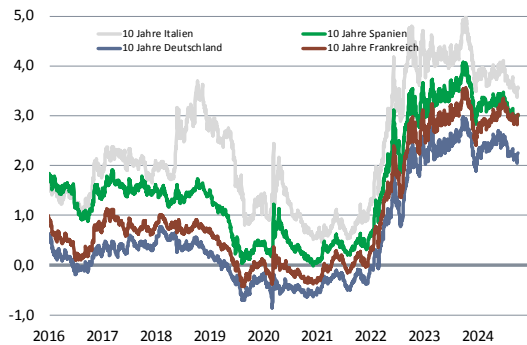
Nachdem die EZB mit Leitzinssenkungen begonnen hat, dürften weitere Zinsschritte folgen und sich auch die Finanzierungsbedingungen für Private und Unternehmen weiter verbessern. Die Preise von Wohnimmobilien stabilisieren sich wie erwartet. Bei Gewerbeimmobilien leidet der Bereich Büro unter dem Trend zu mobilem Arbeiten. Im Segment Wohnen besteht anhaltender Nachfrageüberhang in vielen Regionen. Folglich entwickelt sich das Vermietungsgeschäft weiter solide, u.a. weil potentielle Käufer auf den Mietmarkt ausweichen. Immobilientransaktionen kommen langsam in Schwung, da sich die Preise stabilisieren.

In Anbetracht des verbesserten Umfelds und Hoffnungen auf weiter sinkende Marktzinsen verzeichneten vor allem zinssensitive Immobilienaktien deutliche Kursgewinne. Momentan konsolidieren diese. U.E. stellen Wohnimmobilienaktien für risikofreudige, mittelfristig orientierte Anleger weiterhin eine attraktive Anlagemöglichkeit dar.

US-Small & Mid-Caps

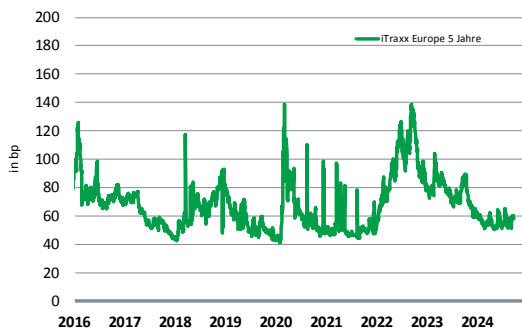
In den USA haben Mid & Small Caps ihre Underperformance etwas abgebaut. Da Nebenwerte zinssensitiv sind, könnte sich diese Entwicklung fortsetzen, wenn die Fed weitere Zinssenkungen vornimmt. Auch die positive Gewinnentwicklung des 2. Quartals unterstützte die Kursentwicklung. In Europa leiden die kleinen Unternehmen hingegen unter der Konjunkturschwäche. Da Nebenwerte stärker von der wirtschaftlichen Entwicklung ihrer Heimatmärkte abhängen, erklärt sich die schwächere Kursentwicklung im Vergleich zu den Standardwerten. Mid & Small Caps in beiden Regionen dürften jedoch stärker von Zinssenkungen profitieren als Large Caps und könnten dann auch in Europa outperformen. Insofern bleiben Mid & Small Cap-Aktien als Depotbeimischung aussichtsreich.

Renditeentwicklung ausgewählter zehnjähriger Staatsanleihen in %



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Kreditrisikoaufschläge für Unternehmen gemessen am iTraxx Europe 5 Jahre



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Rentenstrategie

Staatsanleihen

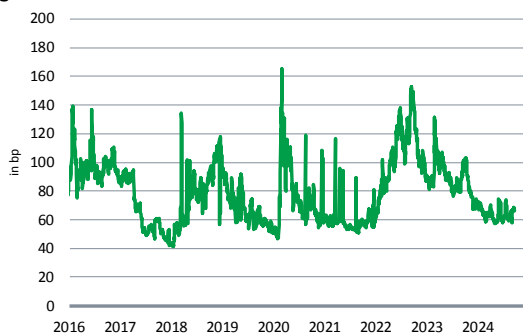
Die Volatilität an den internationalen Rentenmärkten blieb bis zuletzt sehr hoch: Nach dem großen Zinsschritt von 50 Basispunkten hatten sich die Märkte auf einen immer steileren Abwärtspfad für die US-Notenbankzinsvorgaben eingeschossen. Die jüngsten Daten vom US-Arbeitsmarkt führten dann zu erheblichen Erwartungskorrekturen und einem spürbaren Zinsanstieg am langen Ende. Die EZB senkte Mitte Oktober die Zinsen mit einem klaren Hinweis auf eine spürbare Verlangsamung der Inflation erneut moderat. Insgesamt bestätigen die Aussagen unser schon seit Langem gültiges Bild: Mehr und mehr wird deutlich, dass der globale Covid-Schock eben doch keine nachhaltigen Wirkungen zeitigen wird. Vor dem Hintergrund der ökonomischen Dauerkrise in Europa, die mehr und mehr Züge einer umfassenden Deindustrialisierung entwickelt, ist das Wachstum viel zu gering, um dauerhaft Inflationsdruck zu erzeugen. Hierbei ist die Resilienz der gesamteuropäischen Arbeitsmärkte auch dem starken Zuwachs der Beschäftigung im öffentlichen Sektor zuzuordnen. Im Ergebnis ist davon auszugehen, dass die Arbeitslosigkeit in der EU spürbar steigen dürfte – ein weiteres Argument für weitere spürbare Zinssenkungen der EZB.

Nach wie vor sprechen die Wahrscheinlichkeitsmassen an den globalen Rentenmärkten für deutlich niedrigere Zinssätze rund um den Globus. Ungebrochen weisen die meisten Modelle für die gleichgewichtigen Realzinsen darauf, dass der säkulare Abwärtstrend bei den gleichgewichtigen Realzinsen selbst für die US-Wirtschaft voll intakt ist. Wir gehen davon aus, dass der US-Kapitalmarktzins auf Sicht von 12 Monaten Niveaus um 3,5 % erreichen wird, Tendenz weiter abwärts. Im Euroraum ist die Wachstumsdynamik so schwach, dass sich die Disinflation fortsetzen dürfte. Es bleibt allerdings abzuwarten, wie lange es dauert, bis sich die schwache wirtschaftliche Entwicklung auf die Beschäftigung und somit auf die Lohndynamik auswirkt. Insgesamt belassen wir die Schätzungen für die Zinssätze für die 10-jährigen Bundesanleihen auf Werte um 1,9 %.

Investment Grade Corporates

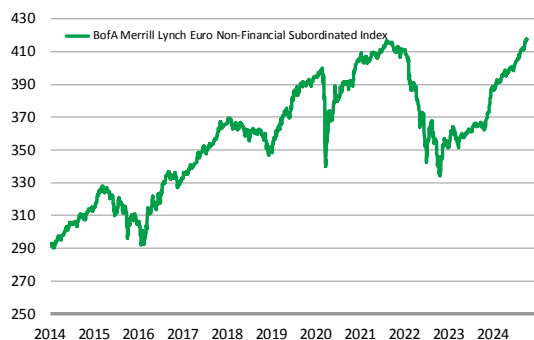
Trotz der wirtschaftlich schwierigen Lage in der Eurozone halten sich die Risikoprämien noch relativ resilient und sind zuletzt sogar auf Werte knapp über 50 Basispunkte zurückgefallen. Gemessen an unseren Simulationen halten wir diese Risikoauspreisung aber in toto unverändert für überzogen, so dass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

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

derzeit niedrigen Niveaus die Rückschlagsgefahren bezüglich einer Ausweitung der Risikospreads.

Trotz der wirtschaftlich schwierigen Lage in der Eurozone bleiben die Risikoprämien mit Werten knapp unterhalb von 60 Basispunkten strukturell niedrig. Der jüngst leichte Anstieg dürfte auch auf die geopolitischen Belastungen im Nahen Osten zurückgehen, also eher temporärer Natur sein. Gemessen an unseren Simulationen halten wir auch dieses Niveau für zu gering. Mit Blick auf die EZB-Leitzinswende und die sich zumindest wieder etwas festigenden konjunkturellen Perspektiven für die Eurozone hat sich das Chance-Risiko-Verhältnis aber klar verbessert. Gleichwohl bleibt die US-Zinsstrukturkurve für entsprechende Investments durchwegs attraktiver – zumal mit Blick auf die langfristige Aufwertungserwartung für den US-Dollar.

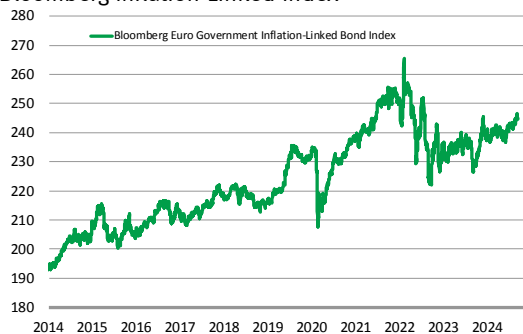
Hybride

Das auch weiterhin vorteilhafte globale Umfeld – ein resilientes Wachstum der Weltwirtschaft in Kombination mit perspektivisch klar rückläufigen Notenbankzinsvorgaben - bewirkt, dass die volkswirtschaftlichen Rahmendaten weiterhin risikostützend wirken: Die Risikoprämien weltweit sollten mit Blick auf die zukünftig expansivere Geldpolitik zumindest b.a.W. auf den relativ niedrigen Niveaus verharren können, in einzelnen Segmenten mitunter sogar weiter zurückgehen können. Gerade in den Ländern der Eurozone. Dabei gehen wir davon aus, dass das schwächere Wachstum einen Disinflationsprozess ermöglicht, der erheblich zinsenkend wirken dürfte: 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 Kapitalsammelstellen zu bedienen.

Linker

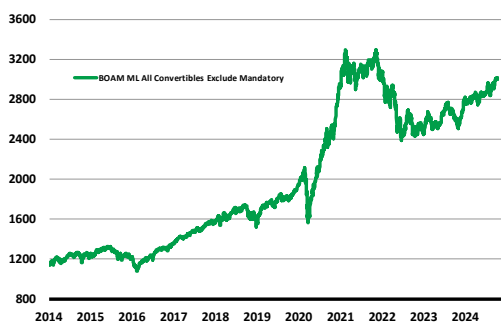
Bei weiter klar abwärts gerichteter Inflationsdynamik auf den Vorstufen der Produktion nehmen die inflatorischen Risiken insbesondere in der US-amerikanischen Leitökonomie weiter spürbar ab. Manche Zeitreihe verweist hier sogar auf deflationäre Gefahren, so etwa die Mehrzahl der Daten zu den Lieferzeiten. Auch aus China und Asien kommen derzeit eher disinflatorische Impulse, insofern dürfte der Preisdruck weltweit grundsätzlich rückläufig sein. Wann genau die Preisdynamik auch im Dienstleistungssektor dem allgemeinen Abwärtstrend

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

der Preisdynamik folgt, wird nach wie vor intensiv diskutiert. Insgesamt bleibt die exakte Anatomie der Disinflationsprozesses in diesem Segment hier der Unsicherheitsfaktor, insbesondere da die Löhne des Sektors in Relation zu den Güterpreisen noch einiges nachzuholen haben könnten. Eine Quantifizierung bzw. Saldierung der Effekte spricht u.E. aber dafür, dass die Nachholeffekte bei der Dienstleistungsinflation im weiteren Verlauf immer stärker in den Hintergrund treten dürften.

Zentral ist u.E. nach wie vor, dass die Ungleichgewichte am US-Arbeitsmarkt weiter abgebaut werden. Generell besteht in der US-amerikanischen Gesamtwirtschaft 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 die Notenbanken ihre diesbezüglichen Ziele erreichen werden. Als ein Depot-Baustein zur Absicherung von Inflationsrisiken erscheinen Inflation-Linked-Bonds weiterhin geeignet. Grundsätzlich sind hier aktiv verwaltete Lösungen aufgrund der Zinssensitivität und Marktmenge von Linkern zu bevorzugen.

Wandelanleihen

Wandelanleihen verbuchten aufgrund ihres Anleihecharakters infolge des deutlichen Rückgangs der Kapitalmarktzinsen in den letzten Monaten Kursgewinne. Zusätzlich profitieren sie aufgrund der Aktienkomponente von den Kursanstiegen der Aktienmärkte, die oftmals Rekordniveaus erreicht haben. Die großen Notenbanken (Fed und EZB) dürften ihre Geldpolitik weiter lockern, was Anleihen begünstigt. Dementsprechend sollten Positionen gehalten werden. Außerdem macht das asymmetrische Auszahlungsprofil Wandelanleihen zu einem idealen Instrument für risikoaverse Anleger, die gleichwohl nicht auf die Chancen an den Aktienmärkten verzichten wollen.

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.