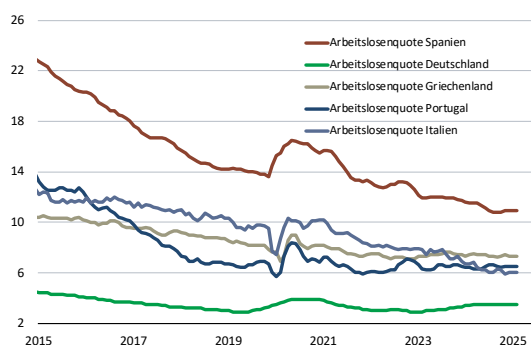


Übersicht NATIONAL-BANK-Prognosen

	aktuell	Sep. 25	Dez. 25	Mrz. 26	Jun. 26
DAX	24.122	24.500	25.000	25.500	26.000
Euro Stoxx 50	5.454	5.550	5.650	5.750	5.850
S&P 500	5.845	6.000	6.150	6.250	6.350
Tendersatz in %	2,40	2,15	1,90	1,90	1,90
10J Bundesanleihen in %	2,65	2,6	2,6	2,7	2,8
Fed Funds in %	4,50	4,25	4,00	3,75	3,75
10J US Treasuries in %	4,60	4,2	4,3	4,4	4,4
USD	1,13	1,11	1,12	1,13	1,14
GBP	0,84	0,86	0,86	0,85	0,84
CHF	0,94	0,92	0,93	0,93	0,93
AUD	1,76	1,72	1,73	1,74	1,75
NZD	1,91	1,88	1,89	1,90	1,91
NOK	11,53	11,60	11,50	11,40	11,40
Brent in USD/Barrel	65	66	68	66	65

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: 28.05.2025, 22:00 Uhr**Redaktionsschluss: 30.05.2025, 11:30 Uhr**

Inhaltsübersicht

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

Zusammenfassung

- Der Ausblick für die Weltwirtschaft bleibt in höchstem Maße von der US-Außenwirtschaftspolitik abhängig und somit höchst ungewiss: Noch ist keine klarere handelspolitische Linie der US-Administration zu erkennen, auch wenn die Trump-Regierung zuletzt versucht hat, die Lage zu deeskalieren.
- Die US-Notenbank dürfte zunächst weiter abwarten, wie sich die US-Wirtschaft und die US-Wirtschaftspolitik weiterentwickeln. Wir prognostizieren drei weitere Zinsschritte der Fed in den kommenden 12 Monaten. Die zehnjährigen US-Renditen sollten im Saldo der maßgeblichen Zinsdeterminanten auf Jahressicht bei Werten um 4,4 % liegen. In der Eurozone dürfte die EZB nach der jüngsten Zinssenkung immer stärker datengetrieben reagieren. Wir erwarten mindestens zwei weitere Zinsschritte auf Sicht der kommenden 12 Monate. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte auf Jahressicht bei Werten um 2,8 % liegen.
- Die Aufwärtsbewegung an den globalen Aktienmärkten hat sich in den letzten Wochen weiter fortgesetzt. Insbesondere die zwischenzeitlich eingetretene deutliche Beruhigung des Zollkonfliktes zwischen den USA und China trugen zu dieser Stimmungsverbesserung bei. Hauptprofiteure des Aktienaufschwungs sind weiterhin die europäischen Aktienmärkte.
- Die Abkoppelung der europäischen von den US-Aktienmärkten hat sich in den letzten Wochen weiter manifestiert. Diese verkörpert eine tiefere Umschichtung bzw. Neujustierung signifikanter Anlegergelder. Ein Blick auf die Aktienmärkte ist im Regelfall der beste Indikator für die weitere Tendenz. Diesbezüglich ist die jüngste Erreichung eines neuen Allzeithochs beim deutschen Aktienindex ein starkes Signal und lässt weitere Zugewinne in nächster Zeit erwarten. Wir haben unsere Aktienindexprognosen deutlich erhöht und tragen damit der Verbesserung des Marktsentiments Rechnung. Trotzdem: Die Unsicherheit, welche mit der neuen US-Administration einhergeht, wird ein ständiger Marktbegleiter bleiben. Als langfristig, mehrjährig orientierter Anleger sollte man sich davon aber nicht irritieren lassen.



NATIONAL-BANK

Mehr. Wert. Erfahren.

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (BIP in %)

	2023	2024	2025e	2026e
Deutschland	-0,3	-0,2	0,0	1,1
Euroraum	0,4	0,9	0,7	0,7
USA	2,9	2,8	1,3	1,4

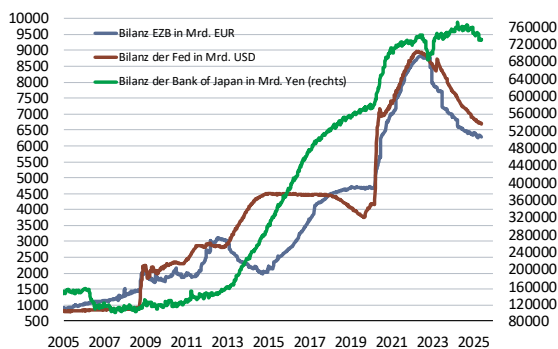
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (Verbraucherpreise in %)

	2023	2024	2025e	2026e
Deutschland	6,0	2,5	2,3	2,1
Euroraum	5,4	2,4	2,2	1,9
USA	4,1	3,0	3,0	2,7

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung diverser Notenbankbilanzen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Rohstoffpreisentwicklung gemessen am Bloomberg-Rohstoffpreisindex



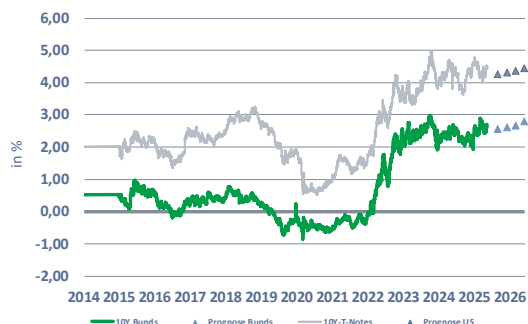
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Der Ausblick für die Weltwirtschaft bleibt in höchstem Maße von der US-Außenwirtschaftspolitik abhängig und somit höchst ungewiss: Noch ist eine klarere handelspolitische Linie der US-Administration nicht zu erkennen, auch wenn die Trump-Regierung zuletzt versucht hat, die Lage zu deeskalieren und zu bilateralen „Deals“ zu kommen: So haben sich die USA und China zuletzt geeinigt, die Zölle auf Importe aus dem jeweils anderen Land für drei Monate wieder deutlich zu senken. Aus unserer Sicht sind die Verhandlungen letztlich vor allem Ergebnis des Umstandes, dass die US-Administration immer stärker unter Druck gerät. Insgesamt wird mehr und mehr deutlich, dass sich die USA ihren handelspolitischen Kurs auf Dauer nicht werden leisten können: Quantifizierende Simulationen verweisen auf eine relativ hohe Wahrscheinlichkeit für eine US-Rezession, der Bloomberg-Konsensus sieht hier immerhin eine 40-prozentige Chance für einen gesamtwirtschaftlichen Abschwung. Wir belassen unsere bisherigen Wachstumsschätzungen mit BIP-Zuwächsen um 1,3 % im laufenden Jahr und sehen weiterhin eher Abwärtsgefahren für die US-Wirtschaft solange es nicht zu einem durchgreifenden Kurswechsel der US-Administration kommt.

Naturgemäß hat sich auch der Ausblick für die Eurozone mit den Sino-US-amerikanischen Handelsgesprächen aufgehellt, gleichwohl bleiben die konjunkturellen Perspektiven für die Eurozone aufgrund der enormen Risiken insbesondere der US-Handelspolitik auch gegenüber den Europäern sowie der Vielzahl der strukturellen Probleme sehr verhalten: Die maßgeblichen Frühindikatoren auf der gesamteuropäischen Ebene ließen hier bis zuletzt keine Aufwärtsdynamik erkennen, im Gegenteil: Das dauerhaft schwache Wachstum macht sich mehr und mehr auf den gesamteuropäischen Arbeitsmärkten bemerkbar, was den privaten Konsum perspektivisch dämpfen dürfte. Zudem ist die Eurozone in toto zuletzt nur noch dank des Tourismus in die Länder der südeuropäischen Peripherie gewachsen, von den nordeuropäischen Industrienationen gehen bereits seit geraumer Zeit kaum mehr Impulse aus. Viel wird daher nun davon abhängen, wie sich die internationale Industriekonjunktur weiterentwickelt. Datenseitig verweisen die Frühindikatoren hier auf erste Schwächesignale, ein veritabler Einbruch blieb aber zumindest bis zum April aus. Bislang hat sich der internationale Handel zwar noch robust gezeigt, wobei aber einiges dafürspricht, dass es sich hierbei um Vorzieheffekte handelt: In toto sind die Beharrungskräfte in Europa enorm – wenn überhaupt kommen die Impulse von außen oder durch den Staat. Im Ergebnis dürfte der Ausblick für die Eurozone im Kern weiter seitwärts gerichtet bleiben, wir belassen unsere Schätzungen auf den bisherigen Niveaus.

Renditeentwicklung zehnjähriger Anleihen in % mit Prognosen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Zinsprognose in %

	aktuell	Sep. 25	Dez. 25	Mrz. 26	Jun. 26
Fed Funds	4,50	4,25	4,00	3,75	3,75
3M-USD-Libor	4,85	4,5	4,2	4,0	4,0
2J Treasuries	4,02	3,9	3,9	3,9	4,0
10J Treasuries	4,60	4,2	4,3	4,4	4,4
Tendersatz	2,40	2,15	1,90	1,90	1,90
3M-Euribor	2,05	1,9	1,7	1,7	1,6
2J Bundesanleihen	1,87	1,8	1,8	1,9	2,0
10J Bundesanleihen	2,65	2,6	2,6	2,7	2,8

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Währungsprognosen gegen Euro im Überblick

	aktuell	Sep. 25	Dez. 25	Mrz. 26	Jun. 26
USD	1,13	1,11	1,12	1,13	1,14
JPY	163	161	161	161	162
GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,84
CAD	1,57	1,55	1,56	1,57	1,58
AUD	1,76	1,72	1,73	1,74	1,75
NZD	1,91	1,88	1,89	1,90	1,91
CHF	0,94	0,92	0,93	0,93	0,93
NOK	11,53	11,60	11,50	11,40	11,40
SEK	10,85	11,00	10,90	10,80	10,70
Renminbi	8,16	7,99	8,04	8,10	8,15

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Der wirtschaftliche Ausblick für die asiatisch-pazifische Region bleibt insgesamt positiv, die Wachstumsprojektionen für die Region wurden aber zuletzt weiter herabgestuft. Dies ist hauptsächlich auf die jüngsten Zollankündigungen der USA, Gegenmaßnahmen von Handelspartnern und die damit verbundene Unvorhersehbarkeit zurückzuführen. Dennoch bleibt die asiatisch-pazifische Region mit Blick auf das hohe autonome Wachstum ein bedeutender Motor für das weltweite Wirtschaftswachstum. Die jüngsten Handelsgespräche zwischen den USA und China könnten zusätzliches Vertrauen schaffen, auch wenn ihre direkten Auswirkungen auf das regionale Wachstum bisher naturgemäß noch eng begrenzt sind. Das Wachstum der asiatisch-pazifischen Region dürfte sich den Projektionen zufolge von 5,3 Prozent im Jahr 2024 auf nunmehr 4,5 Prozent im Jahr 2025 verlangsamen. Mit 4,7 % kann die Wachstumsdynamik im kommenden Jahr dann aber wieder zulegen.

Nach wie vor wird die Wechselkursentwicklung maßgeblich von den jeweils letzten Ankündigungen des US-Präsidenten bestimmt: Jede Eskalation im Handelskonflikt lässt den US-Dollar abwerten, da absehbar ist, dass dies zu einer überproportionalen Schwächung der US-Wirtschaft führen wird. Demgegenüber tendiert der US-Dollar zur Stärke, wenn Verhandlungslösungen in Sicht kommen. Wahrscheinlichkeitsgewichtet ist – zumindest bis größerer Schaden an der US-Wirtschaft sichtbar wird – davon auszugehen, dass Trump zunächst an seinem wirtschaftspolitischen Konzept festhält und die US-Außenzölle erheblich bleiben. Im Ergebnis dürfte die US-Wirtschaft immer mehr an Leistungsfähigkeit verlieren, so dass sich die Fundamentalfaktoren grundsätzlich weiterhin zugunsten des Euros verschieben werden. In unserem Hauptszenario erwarten wir daher, dass der Euro infolge eines sinkenden US-Zinsvorsprungs mittelfristig weiter aufwerten wird: Auf Basis unserer Simulationen sehen wir auf Jahressicht unverändert gleichgewichtige Kurse von EURUSD um 1,14.

Aktienmarktprognosen im Überblick

	aktuell	Sep. 25	Dez. 25	Mrz. 26	Jun. 26
DAX	24.122	24.500	25.000	25.500	26.000
Euro Stoxx 50	5.454	5.550	5.650	5.750	5.850
S&P 500	5.845	6.000	6.150	6.250	6.350

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Erwartete Schwankungsbreiten

	Spanne für 12 Monate
DAX	18.500 - 26.000
Euro Stoxx 50	4.500 - 5.900
S&P 500	4.800 - 6.400

Quelle: NATIONAL-BANK

Entwicklung von DAX / Euro Stoxx 50 mit Prognosen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Aktienmärkte

Die vielbeschworene Unsicherheit, welche mit der neuen US-Administration einhergeht, zeigte sich jüngst wieder in voller Blüte. Verkündete US-Präsident Trump zuletzt urplötzlich ab dem 01.06. eine Verhängung von 50 %-igen Zöllen auf alle Importe aus der EU in die USA, wurde diese Ankündigung kurze Zeit später in der Weise revidiert, dass die besagte Zollerhöhung erst ab dem 09.07. gelte. Die Reaktion der Aktienmärkte darauf: Zunächst knickten diese signifikant ein (der DAX in der Spitze um ca. 900 Punkte), um sich dann nach dem Wochenende genauso schnell wieder zu erholen. Eine verantwortungsvolle Politik der US-Regierung gegenüber ihren tradierten Handelspartnern sieht anders aus, spielt aber wohl in den Überlegungen in Washington nur eine untergeordnete Rolle. Grundsätzlich hatte sich das Sentiment im Handelskonflikt aufgrund der jüngsten Annäherung zwischen den USA und China deutlich verbessert. Die Aktienmärkte gingen davon aus, dass das Schlimmste diesbezüglich für die Aktienmärkte bereits überstanden wäre. Sie wurden eines Besseren belehrt.

Nach der sehr starken Aufwärtsbewegung im Nachgang des verkündeten Moratoriums der reziproken Zölle an den globalen Aktienmärkten gibt es nun zwiespältige Signale. Zum einen ist die starke Aufwärtsbewegung ein Signal, welches nicht zu übersehen ist, trotz aller Widrigkeiten streben die globalen Aktienmärkte tendenziell nach oben. So erzielte der DAX in den letzten Tage ein neues Allzeithoch. Zudem bestätigt sich das seit Wochen zu beobachtende Muster, dass die europäischen Aktienmärkte die US-amerikanischen - historisch äußerst untypisch - markant übertreffen. So ist der DAX seit Jahresbeginn um ca. 20,5 % gestiegen, der Euro Stoxx 50 um 11,4 %. Der S&P 500 hingegen notiert seit Jahresanfang auf nahezu unverändertem Niveau. Zum anderen kommen aber beunruhigende Signale vom Rentenmarkt, wo die Renditen der US-Treasuries gerade im langfristigen Zeitfenster deutlich gestiegen sind. Hier spielen Sorgen eine Rolle, dass das noch zu verabschiedende neue US-Steuerpaket der Trump-Regierung die Verschuldung der USA in unheilvolle Regionen steuert, dazu kommt die Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA durch Moody's. Die Verunsicherung manifestiert sich auch durch einen schwachen Dollar und einen starken Goldpreis.

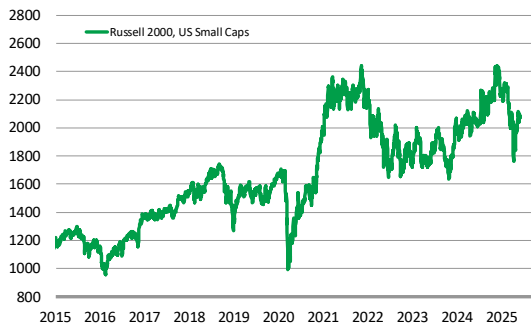
Die US-Notenbank hat bei ihrer letzten Zusammenkunft stillgehalten und keine Veränderung bei den Zinsen vorgenommen. Sie betont weiterhin die Datenabhängigkeit ihres zukünftigen Vorgehens. Diesbezüglich befindet sie sich im klaren Widerspruch zum Weißen Haus, welches vehement Zinssenkungen fordert. Nichtsdestotrotz scheint die scharfe Rhetorik des US-Präsidenten in Richtung Fed-Chef Powell zuletzt etwas abgeklungen zu sein. Scheinbar findet die zu

Bewertung von Aktienmärkten am Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Russel 2000 als US-Small Cap Index



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

erwartende fatale Wirkung weiterer verbaler Angriffe auf die Fed für die Kapitalmärkte auch im Oval Office ihren Widerhall. Bei der US-Notenbank überwiegt die Sorge, dass das umfassende und sehr restriktive neue US-Zollregime zu merklichen Einbußen für das US-Wachstum führe und zugleich deutlich inflationssteigernd wirken könne. Dieses stagflationäre Szenario erschwert die Lageeinstufung für die weitere Zinsentwicklung ungemein.

Weiterhin beflügelt in Europa die Erwartungshaltung, dass mit der neuen deutschen Regierung im Zusammenspiel mit den bereits verabschiedeten signifikanten fiskalischen Impulsen endlich ein deutlicher Wachstumsschub einhergehe, der die europäische Wirtschaft in Kombination mit ergänzenden fiskalischen Maßnahmen weiterer Länder aus dem Tal der Tränen reißen könnte. Die aufgrund der Zollvolten zu erwartende stärkere Bestrebung zum Abschluss zusätzlicher Handelsabkommen mit anderen Handelspartnern als den USA sowie die ohnehin zu beobachtende Tendenz eines zunehmenden Handels zwischen den Ländern des globalen Südens könnte über die Zeitschiene jedoch dazu führen, dass die Auswirkungen auf den Welthandel nicht so signifikant ausfallen sollten, wie dies momentan zu befürchten stünde. Für viele europäische Unternehmen spricht zudem der oftmals sehr hohe Anteil an Umsätzen, die im nichteuropäischen Ausland erzielt werden. Dieser ermöglicht den in Rede stehenden Unternehmen eine weitgehende Abkoppelung von der anhaltenden Konjunkturschwäche im Euroraum. Gerade zuletzt hat sich dies als sehr vorteilhaft für die ausgewiesenen Umsätze respektive Erträge erwiesen. Die internationale Diversifikation der Geschäftstätigkeit hat sich folglich zu einem zentralen Erfolgsfaktor entwickelt.

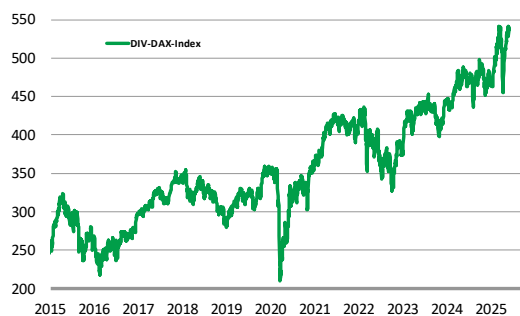
Wir haben jüngst unsere Aktienindexprognosen deutlich erhöht und tragen damit der Verbesserung des Marktseiments Rechnung. Trotzdem: Die Unsicherheit, welche mit der neuen US-Administration einhergeht, wird ein ständiger Marktbegleiter bleiben. Ein Tweet aus dem Weißen Haus und die Verunsicherung ist wieder greifbar. Als langfristig, mehrjährig orientierter Anleger sollte man sich davon aber nicht irritieren lassen.

MSCI World Aktienindex



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung des DivDAX (Dividenden DAX-Index)



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Aktienstrategie

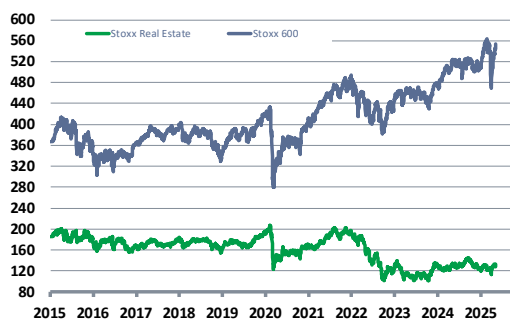
Globale Aktien

Die Ankündigung des sehr restriktiven Zollregime der neuen US-Administration sorgte weltweit für massive Verunsicherung. Das Aussetzen der „reziproken“ Zölle ist kurzfristig positiv, doch die künftige US-Handelspolitik bleibt mit großer Unsicherheit verbunden. Die Perspektiven für US-exportlastige Konzerne dürften schwierig bleiben. Die wirtschaftliche Entwicklung der Welt bleibt unterschiedlich. Die US-Konjunktur bleibt trotz Abschwächung robust, Europa entwickelt sich weiter relativ schwach, Asien bleibt Wachstumsmotor. Um regionale unterschiedlichen Konjunktorentwicklungen zu begegnen, bleibt es sinnvoll regional zu diversifizieren. Daher sollte man weiterhin in global aufgestellte Unternehmen investieren.

Dividendenwerte

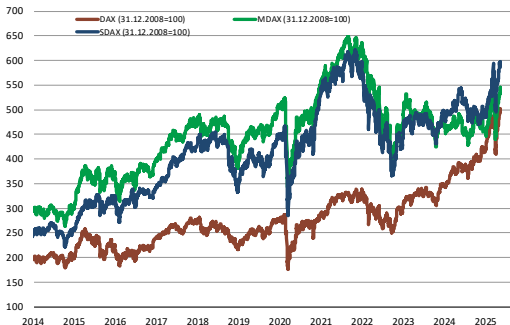
Nachdem viele Unternehmen 2024 ihre Dividenden erhöht hatten, dürften die Ausschüttungen in diesem Jahr aufgrund von Konjunkturschwäche und Strukturwandel differenzierter ausfallen. Die Schwäche der europäischen Konjunktur hält an und belastet viele Unternehmensergebnisse. Gut aufgestellte Unternehmen halten jedoch auch in schwierigeren Zeiten ihre Dividenden und erhöhen sie in guten Zeiten wieder. Diese Konzerne sollten präferiert werden. Für den Anleger lässt sich dies 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 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

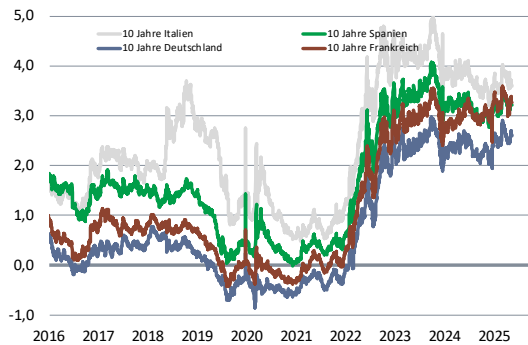
Weitere Leitzinssenkungen der EZB dürften die Finanzierungsbedingungen für Private und Unternehmen weiter verbessern. Die Immobilienpreise stabilisieren sich, vor allem Wohnimmobilien verbuchen leichte Preisanstiege. Das Segment Wohnen profitiert weiterhin von einem anhaltenden Nachfrageüberhang in vielen Regionen. Entsprechend entwickelt sich das Vermietungsgeschäft weiter gut, u.a. weil potentielle Käufer auf den Mietmarkt ausweichen. Immobilientransaktionen dürften sich im Jahresverlauf weiter beleben. Der zuletzt starke Anstieg der Anleiherenditen als Folge der geplanten massiven Ausweitung der deutschen Staatsverschuldung hat den zinssensitiven Immobiliensektor belastet. Auch Wohnimmobilienaktien verloren deutlich.

Die Renditen sind wieder etwas zurückgekommen. Die Aussicht auf mittelfristig weiter rückläufige Renditen bleibt erhalten, da die renditesteigernden Effekte des Infrastrukturpakets sukzessive wirken, da die Mittel nicht einmalig abgerufen werden, sondern über die nächsten 10 Jahre verteilt werden. Weitere Stabilisierungen am Wohnimmobilienmarkt und Zinssenkungen der EZB wirken positiv. Gerade bei Wohnimmobilienaktien bietet das aktuelle Kursniveau für risikofreudige, mittelfristig orientierte Anleger eine Einstiegsgellegenheit.

US-Small & Mid-Caps

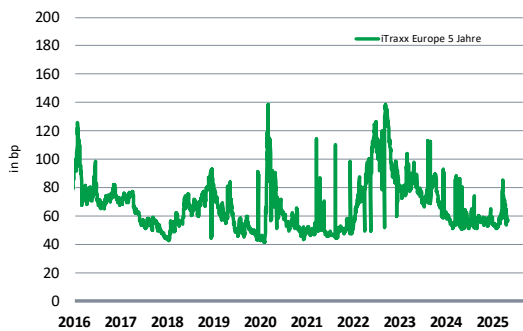
Die Hoffnung, dass in den USA kleine und mittelgroße Unternehmen von potenziellen Steuererleichterungen profitieren können, hat sich bislang noch nicht materialisiert. Stattdessen belastet die Abschottungs- bzw. Zollpolitik der neuen US-Regierung dieses Segment. In Folge weist der US-Mid & Small Cap Index seit Jahresbeginn noch immer Verluste aus. In Europa haben sich die Aktien kleinerer Unternehmen deutlich erholt. So verzeichnet der MDAX einen ähnlich hohen Kursgewinn wie z.B. der DAX. Die Differenzierung von Mid & Small Caps zwischen Europa und den USA könnte sich 2025 fortsetzen.

Renditeentwicklung ausgewählter zehnjähriger Staatsanleihen in %



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Kreditrisikoaufschläge für Unternehmen gemessen am iTraxx Europe 5 Jahre



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

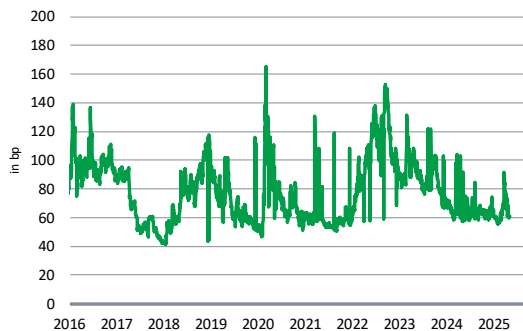
Rentenstrategie

Staatsanleihen

Ungebrochen unterliegen die internationalen Rentenmärkte einer Vielzahl auch divergierender Kräfte: Die Trumpsche Handelspolitik lähmt das Wirtschaftswachstum, dürfte aber perspektivisch mit einer erheblichen aber gleichwohl weitgehend temporären Zunahme des Preisdrucks verbunden sein. Der Schlüssel zur weiteren Zinsentwicklung dürfte auch für die internationalen Rentenmärkte somit primär in der weiteren Entwicklung der Handelspolitik der USA liegen: Bleibt es bei den hohen effektiven Zollsätzen, kommt es zwar zu einem Inflationsschub, aber die Fed dürfte im weiteren Verlauf dann doch zu Hilfe eilen müssen, wenn sich die Konjunktur weiter abkühlte oder gar rezessiv würde. Käme Trump hingegen allmählich zur Raison, wird die US-Notenbank demgegenüber mehr Zeit haben, die Wirkungen der Inflationsimpulse abzuwarten. Jenseits der wirtschaftspolitischen Entwicklungen dürfte aber auch ein weiterer Faktor mehr und mehr Gewicht für die Zinsbildung gewinnen: Derzeit verdichten sich die Anzeichen für eine deutliche Abschwächung am US-Arbeitsmarkt. Erstmals seit fünf Jahren liegt die Zahl der offenen Stellen mittlerweile auf dem Niveau des Arbeitsangebotes. Vieles spricht dafür, dass sich die Arbeitskräftenachfrage weiter erheblich abkühlen wird und in der Folge der Lohndruck spürbar abnehmen wird. Insgesamt ist die US-Notenbank in der Tat gut beraten, zunächst weiter abzuwarten, wie sich die US-Wirtschaft und die US-Wirtschaftspolitik weiterentwickeln. Wir gehen b.a.W. von drei weiteren Zinsschritten der US-Notenbank in den kommenden 12 Monaten aus, in der Tendenz dürfte sich der Druck auf die US-Notenbank zu weiteren expansiven Maßnahmen aber noch weiter erhöhen. Die zehnjährigen US-Renditen sollten im Saldo der maßgeblichen Zinsdeterminanten auf Jahressicht bei Werten um 4,4 % liegen.

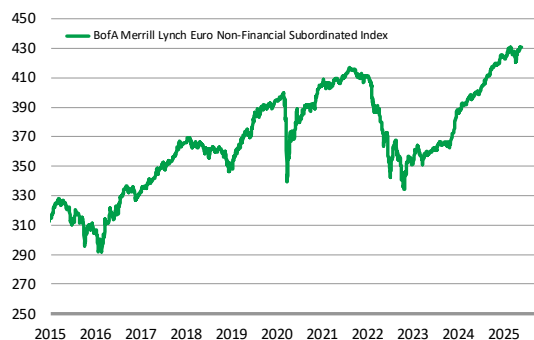
In der Eurozone dürfte die EZB nach der jüngsten Zinssenkung immer stärker daten- und eventgetrieben reagieren. Aus unserer Sicht bleiben die Zinsvorgaben seitens der EZB dabei angesichts des immer flacheren realwirtschaftlichen Expansionspfades aber grundsätzlich weiterhin zu hoch: Vielbeachtete Modelle für den sog. neutralen Realzins sind mittlerweile noch deutlich unter die Werte aus der Hochzeit der Corona-Pandemie gefallen und markieren diesbezüglich den mit Abstand tiefsten Stand seit mehr als 50 Jahren! Zudem ist die Inflation weiter rückläufig, trotz der gesamteuropäisch resilienten Arbeitsmärkte bleibt auch die Arbeitsnachfrage rückläufig, was den Preisdruck auf die mittlere bis längere Frist erheblich dämpfen wird. Im Ergebnis werden somit weitergehende Maßnahmen der EZB durchaus wahrscheinlich. Wir erwarten mindestens zwei weitere Zinsschritte

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

von jeweils 25 Basispunkten auf Sicht der kommenden 12 Monate. Danach wird es darauf ankommen, wie stark die dämpfenden Effekte der US-Zollrunde auf die Länder der Eurozone tatsächlich ausfallen werden. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte auf Jahressicht bei Werten um 2,8 % liegen.

Investment Grade Corporates

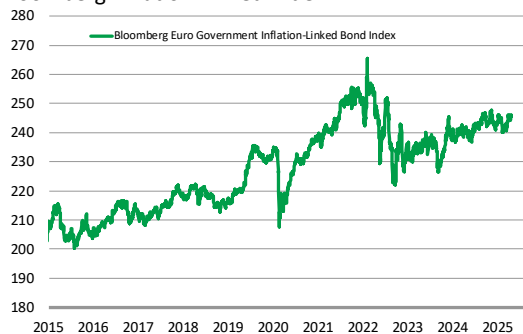
Die erratische Wirtschaftspolitik der neu gewählten US Administration droht die Attraktivität US-amerikanischer Assets nunmehr auch an den internationalen Rentenmärkten spürbar zu untergraben. Mit Blick auf die sehr hohen wirtschaftspolitischen Risiken ist derzeit zumindest von Neuengagements in US-Titeln abzuraten. Anleger, die etwa aufgrund von Statuten und/oder anderer rechtlicher Vorgaben keine zwingende regionale Bindung haben, sollten auch weiterhin ein hohes Maß an internationaler Diversifikation anstreben.

Die gesamteuropäischen Risikoprämien sind mit aktuellen Werten von knapp unter 60 Basispunkten weiter gesunken. Derzeit sehen wir die Spreads nach unseren Simulationen annähernd exakt fair bewertet. In der Tendenz sollten die gesamteuropäischen Credit Spreads insbesondere mit Blick auf weitere Zinssenkungen seitens der EZB aber noch weiter sinken können.

Hybride

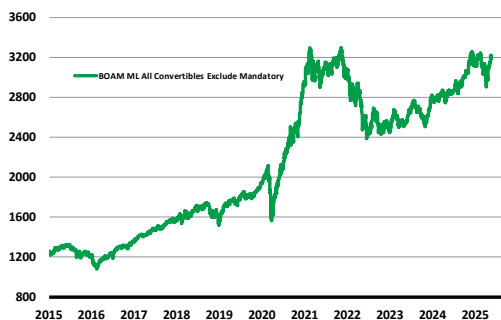
Das auch weiterhin vorteilhafte globale Umfeld – ein resilientes Wachstum der Weltwirtschaft in Kombination mit perspektivisch klar rückläufigen Notenbankzinsvorgaben - bewirkt, dass die volkswirtschaftlichen Rahmendaten weiterhin risikostützend wirken: Die Risikoprämien weltweit sollten mit Blick auf 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.

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

Linker

Im Kern entfalten die angekündigten Zoll-Maßnahmen extrem gegenläufige Effekte mit Blick auf die Zielgrößen der Notenbanken: Auf der einen Seite drohen sie zumindest temporär zu einem erheblichen Preisschub zu führen. Auf Dauer überwiegen – andererseits – mit zunehmendem Zeitbezug aber die dämpfenden Effekte der aggressiven US-Handelspolitik sowohl für das Wachstum als auch für die Inflation: Das schwache Wachstum dürfte insbesondere die Lohndynamik und somit die maßgebliche Determinante für den unterliegenden US-Preistrend erheblich dämpfen. Mehr und mehr zeichnet sich somit ab, dass die Wachstumseinbußen rund um den Globus so massiv sein könnten, dass die Inflationsentwicklung zumindest auf Dauer erheblich gedämpft werden dürfte.

Jenseits der wirtschaftspolitischen Entwicklungen dürfte aber auch ein weiterer Faktor mehr und mehr Gewicht für die Zinsbildung gewinnen: Wie an dieser Stelle bereits erörtert, verdichten sich derzeit die Anzeichen für eine deutliche Abschwächung am US-Arbeitsmarkt. Erstmals seit fünf Jahren liegt die Zahl der offenen Stellen mittlerweile auf dem Niveau des Arbeitsangebotes. Wir gehen davon aus, dass sich die Arbeitskräftenachfrage weiter erheblich abkühlen wird und in der Folge der Lohndruck spürbar abnehmen wird. Bleibt es wie es ist, dürfte sich der unterliegende Preistrend nachhaltig abschwächen – somit würden in diesem Szenario sowohl der Wachstums- als auch der Inflationsausblick für weitere Zinssenkungen sprechen. Grundsätzlich bleibt die Absicherung gegen Inflationsrisiken bei erheblichen Restrisiken aber ein wichtiger Baustein für das Management von Portfolien. Grundsätzlich sind aktiv verwaltete Lösungen aufgrund der Zins-sensitivität 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) werden ihre Geldpolitik weiter lockern, was Anleihen begünstigt. Dementsprechend sollten Positionen gehalten werden. Außerdem macht das asymmetrische Auszahlungsprofil Wandelanleihen zu einem idealen Instrument für risiko-averse Anleger, die gleichwohl nicht auf die Chancen an den Aktienmärkten verzichten wollen. Positiv ist zu beobachten, dass sich die Emissionstätigkeit deutlich belebt hat.

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.