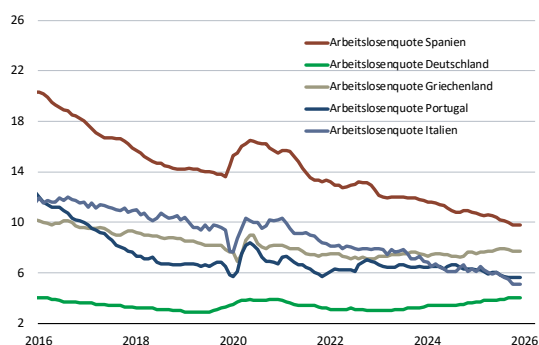


Übersicht NATIONAL-BANK-Prognosen

	aktuell	Jun. 26	Sep. 26	Dez. 26	Mrz. 27
DAX	22.957	24.000	24.500	25.000	25.500
Euro Stoxx 50	5.649	5.900	6.000	6.100	6.200
S&P 500	6.592	7.000	7.100	7.200	7.300
Tendersatz in %	2,15	2,15	2,15	1,90	1,90
10J Bundesanleihen in %	2,96	3,00	2,95	2,90	2,85
Fed Funds in %	3,75	3,75	3,50	3,25	3,25
10J US Treasuries in %	4,33	4,20	4,10	4,03	3,95
USD	1,16	1,17	1,18	1,18	1,20
GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,85
CHF	0,92	0,92	0,93	0,93	0,94
AUD	1,66	1,72	1,75	1,75	1,78
NZD	1,99	1,98	2,01	2,02	2,05
NOK	11,20	11,70	11,60	11,50	11,40
Brent in USD/Barrel	109	90	88	84	83

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: 25.03.2026, 22:00 Uhr

Redaktionsschluss: 26.03.2026, 11:30 Uhr

Inhaltsübersicht

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

Zusammenfassung

- Mit der Eskalation der Spannungen zwischen den USA und Israel und dem Iran zum offenen Krieg haben sich die geopolitischen Risiken enorm erhöht. Die Risiken liegen hier in den Effekten auf die globale Ölversorgung mit Blick auf die Straße von Hormus, aber auch der übrige globale Handel könnte betroffen sein. Je länger sich der Konflikt hinzieht, desto größer der Schaden. Der globale Ausblick bleibt aber trotz erheblicher, ökonomischer und geopolitischer Risiken grundsätzlich robust, die Dynamik des Welthandels dürfte aber an Dynamik verlieren.
- Wir gehen davon aus, dass die amerikanische Notenbank - bei Ausbleiben nachhaltiger Verwerfungen am Ölmarkt - ihre Leitzinssätze in weiteren Verlauf ermäßigen wird und dann mehrere Zinssenkungen vornimmt. Die EZB wird zunächst weiter zuwarten, wie sich der Ölpreisschock entwickelt. Die zehnjährigen US-Renditen sollten auf Jahressicht bei Werten um 3,95% liegen. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte - ebenfalls szenariobasiert - auf Jahressicht bei Werten um 2,85% liegen.
- Seit dem Beginn des Kriegs im Nahen Osten herrscht eine breite Verunsicherung, welche sich in deutlichen Kursrückgängen rund um den Globus zeigt. Entscheidend für die Auswirkungen auf die Kapitalmärkte wird sein, wie sich die Situation um die Straße von Hormus entwickeln wird.
- Wir plädieren aufgrund der aktuellen Verunsicherungen rund um den Krieg im Iran umso stärker für eine breite Diversifikation. Zudem sollten zentrale Themen wie US-Technologie und auch europäische Verteidigung ausreichend dotiert werden. Auch wenn geopolitische Belastungen an den Aktienmärkten oftmals nur kurze Beine haben, birgt die gegenwärtige Situation doch das Risiko einer länger andauernden Problematik mit entsprechenden Implikationen. Es ist daher zu erwarten, dass die Verunsicherung an den Aktienmärkten noch weiter anhalten wird.



NATIONAL-BANK

Mehr. Wert. Erfahren.

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (BIP in %)

	2023	2024	2025e	2026e
Deutschland	-0,3	-0,2	0,2	0,9
Euroraum	0,4	0,9	1,4	1,0
USA	2,9	2,8	2,0	1,6

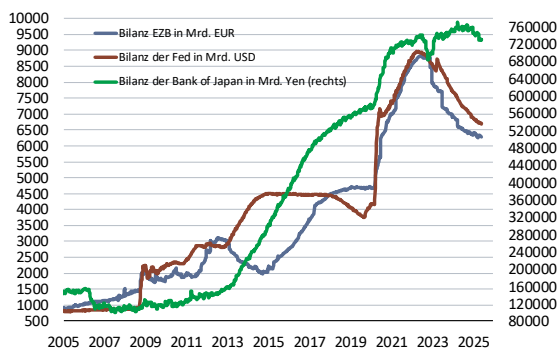
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (Verbraucherpreise in %)

	2023	2024	2025e	2026e
Deutschland	6,0	2,5	2,2	1,8
Euroraum	5,4	2,4	2,1	1,5
USA	4,1	3,0	2,8	2,6

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung diverser Notenbankbilanzen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Rohstoffpreisentwicklung gemessen am Bloomberg-Rohstoffpreisindex

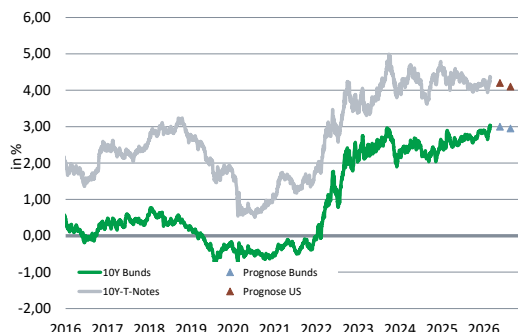


Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Mit der Eskalation der Spannungen zwischen den USA und Israel und dem Iran zum offenen Krieg haben sich die geopolitischen Risiken einmal mehr wieder enorm erhöht. Die Risiken liegen hier vor allem in den Effekten auf die globale Ölversorgung mit Blick auf die Straße von Hormus, aber auch der übrige globale Handel könnte betroffen sein. Wie so oft in solchen geopolitischen Konstellationen gilt: Je länger sich der Konflikt hinzieht, desto größer der Schaden. Es wird dabei erfahrungsgemäß noch dauern, bis das iranische Regime möglicherweise von innen kollabiert, oder aber sich die USA wieder zurückziehen. Dabei bleibt vor allem die Strategie der USA kaum vorhersehbar, basiert sie doch auf den immer unberechenbareren Entscheidungen von US-Präsident Trump. Im Ergebnis werden auch die nächsten Wochen noch von erhöhten Unsicherheiten geprägt bleiben, tendenziell arbeitet die Zeit mit Blick auf die innenpolitischen Handlungsspielräume aber wohl eher gegen die USA. Die massive Behinderung der globalen Ölversorgung ist sicherlich eine signifikante Belastung für den globalen Ausblick, solange andere Großmächte sich heraushalten, sollten die Folgen geopolitischer Natur aber im Rahmen bleiben. Die realwirtschaftlichen Folgen dürften derweil insbesondere von der konkreten Entwicklung der Ölpreise abhängen: Preise oberhalb von USD 100 für WTI verweisen auf die marktimplizite Erwartung, dass die Straße von Hormus 1-2 Monate komplett geschlossen bleibt, in einem solchen Szenario könnte das globale Wachstum um 0,3 - 0,4 Prozentpunkte niedriger ausfallen. Unter der Prämisse, dass es also danach sukzessive gelingt, die Meerenge wieder schiffbar zu machen, blieben die Folgen also voraussichtlich im Rahmen. Sollte es allerdings zu einer Blockade von drei Monaten oder länger kommen, wäre hier mit Effekten von 0,5 - 0,6 Prozentpunkten oder sogar mehr - zu rechnen. Im Ergebnis dürften die wahrscheinlichkeitsgewichteten Effekte vermutlich nicht auf eine globale Rezession verweisen, zumindest wenn man die marktimpliziten Annahmen der Öl-Terminmärkte, die als informationseffizient bzw. realistisch gelten können, zugrunde legt. Zu konzedieren ist allerdings, dass die Risiken derzeit enorm hoch sind. Als Pluspunkt kann allerdings die zumindest bis dato verzeichnete Resilienz der Weltwirtschaft gewertet werden, die zudem auch darauf schließen lässt, dass die ökonomischen Schäden dann letztlich einmal mehr doch geringer ausfallen könnten als derzeit vielfach projiziert: Bis zur Stunde zumindest hat sich die Weltwirtschaft trotz verschärfter Handelsspannungen und - wie gesehen - enormer geopolitischer Risiken als bemerkenswert widerstandsfähig erwiesen: Eine Vielzahl von Frühindikatoren ließ hier bis zuletzt jedenfalls nicht erkennen, dass die

Renditeentwicklung zehnjähriger Anleihen in % mit Prognosen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Zinsprognose in %

	aktuell	Jun. 26	Sep. 26	Dez. 26	Mrz. 27
Fed Funds	3,75	3,75	3,50	3,25	3,25
3M-USD-Libor	4,60	3,9	3,6	3,3	3,3
2J Treasuries	3,65	3,6	3,6	3,5	3,4
10J Treasuries	4,23	4,2	4,1	4,0	4,0
Tendersatz	2,15	2,2	2,2	1,9	1,9
3M-Euribor	2,12	2,2	2,3	2,1	2,1
2J Bundesanleihen	2,38	2,6	2,5	2,4	2,2
10J Bundesanleihen	2,93	3,0	3,0	2,9	2,9

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Währungsprognosen gegen Euro im Überblick

	aktuell	Jun. 26	Sep. 26	Dez. 26	Mrz. 27
USD	1,16	1,17	1,18	1,18	1,20
JPY	184	179	182	184	188
GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,85
CAD	1,57	1,59	1,61	1,61	1,63
AUD	1,62	1,72	1,75	1,75	1,78
NZD	1,96	1,98	2,01	2,02	2,05
CHF	0,90	0,92	0,93	0,93	0,94
NOK	11,16	11,70	11,60	11,50	11,40
SEK	10,68	10,80	10,72	10,66	10,61
Renminbi	7,95	8,10	8,21	8,25	8,36

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Zölle nun verzögert Wirkung zeigen würden.

Die US-Verbraucherstimmung verschlechterte sich derweil insbesondere angesichts der anhaltenden Inflation, die teilweise auf die moderate, aber steigende Weitergabe von Zöllen zurückzuführen war. Das Vertrauen wurde zusätzlich durch einen plötzlichen Stillstand der Nettoneueinstellungen im zweiten und dritten Quartal 2025 beeinträchtigt. Die Übernachtfrage aus der Zeit der Pandemie ist hier mittlerweile vollständig abgebaut, die Indikation für die Arbeitskräftenachfrage blieb bis zuletzt strikt abwärtsgerichtet. Das Stimmungsbild bei Corporate America ist zwar noch deutlich positiver als das des privaten Sektors, der Optimismus nach der Wahl ist mittlerweile aber einer lediglich durchschnittlichen Stimmung gewichen. Die konjunkturelle Dynamik im Euroraum hat sich nach der zwischenzeitlichen Beschleunigung seit dem Sommerhalbjahr dann aber wieder spürbar abgekühlt. So fielen wichtige gesamteuropäische Frühindikatoren fast wieder auf die Minima der letzten drei Jahre zurück. Sie befinden sich somit seit nunmehr drei Jahren in Folge weiterhin im klar unterdurchschnittlichen Bereich - ein sich selbst tragender Aufschwung wird somit immer unwahrscheinlicher. Der asiatische Wirtschaftsraum bleibt - zumindest in einem wahrscheinlichkeitsgewichteten Szenario - auch im Jahr 2026 der Wachstumsmotor der Weltwirtschaft, auch wenn das konjunkturelle Tempo im Vergleich zu früheren Jahren moderater wird. Gemäß den jüngsten Prognosen etwa des IWF wächst Emerging and Developing Asia weiterhin deutlich über dem globalen Durchschnitt und trägt somit maßgeblich zum globalen BIP-Wachstum bei. In China setzt sich dabei der Trend eines moderaten, aber stabilen Wachstums fort. Die neuesten IWF-Projektionen sehen für 2026 ein reales BIP-Wachstum von rund 4,5 % nach etwa 5 % in 2025.

Der US-Dollar hat in den letzten Wochen und Monaten gegenüber dem Euro an Wert verloren, mit dem ölbedingten risk-off dann als „sicherer Hafen“ aber wieder spürbar aufgewertet. Es kommt nun neben der Lage in Nahost darauf an, wie sich die relative realwirtschaftliche Entwicklung fortsetzt: Derzeit dürfte die US-Wirtschaft schneller schwächer werden als das Euroland, zumal die fiskalische Entwicklung Europa spürbar stützt. Vor allem wenn sich die Entwicklung am US-Arbeitsmarkt weiter so akzentuiert, dürfte der US-Dollar weiter abwerten. Wir gehen daher grundsätzlich davon aus, dass es bei dem Abwärtstrend des US-Dollars bleibt. Unsere Simulationen deuten darauf hin, dass sich der EUR/USD-Kurs innerhalb eines Jahres bei etwa 1,20 einpendeln dürfte.

Aktienmarktprognosen im Überblick

	aktuell	Jun. 26	Sep. 26	Dez. 26	Mrz. 27
DAX	22.957	24.000	24.500	25.000	25.500
Euro Stoxx 50	5.649	5.900	6.000	6.100	6.200
S&P 500	6.592	7.000	7.100	7.200	7.300

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Erwartete Schwankungsbreiten

	Spanne für 12 Monate
DAX	21.500 - 26.500
Euro Stoxx 50	5.200 - 6.400
S&P 500	5.800 - 7.700

Quelle: NATIONAL-BANK

Entwicklung von DAX / Euro Stoxx 50 mit Prognosen



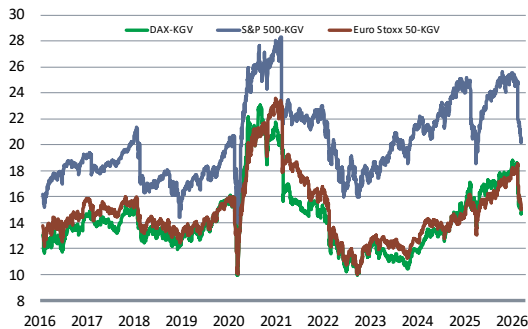
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Aktienmärkte

Die kriegerischen Auseinandersetzungen im Iran haben sich für die globalen Aktienmärkte zu einer veritablen Belastungsprobe ausgeweitet, ohne dass eine Aussicht auf ein belastbares Ende in Sicht erscheint. Die Widerstandskräfte des Regimes scheinen - trotz aller Angriffe der USA und Israels - deutlich größer zu sein, als dies zu Kriegsbeginn vermutet wurde. Zum Ausdruck kommt dies insbesondere durch die fortwährenden Bedrohungen der und Angriffe auf die benachbarten Golfstaaten und dort vor allem auf deren Energieversorgung. Mit der Blockademöglichkeit der für die globale Energieversorgung so wichtigen Straße von Hormus hat der Iran einen wichtigen Hebel in der Hand, um Druck auf die USA und Israel auszuüben.

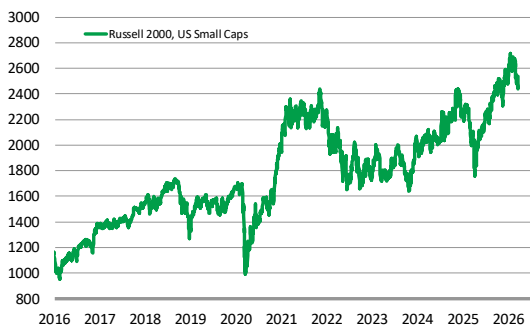
Die politische Situation im Iran erscheint festgefahren, zu erwarten ist eher eine weitere Verhärtung in den alten Strukturen, insbesondere dürfte die Stellung der Revolutionsgarden noch weiter gestärkt werden. Trotz jüngster Friedensbemühungen aus den USA - wohl auch im Hinblick auf die näher rückenden Zwischenwahlen im November - ist ein für alle Seiten gesichtswahrender Friedensschluss momentan nur schwer vorstellbar. Es ist folglich möglicherweise trotz aller negativen Implikationen für die Region aber auch für die Weltwirtschaft mit einer deutlichen Verlängerung der kriegerischen Auseinandersetzungen zu rechnen. Entscheidend für die Auswirkungen auf die Kapitalmärkte wird sein, wie sich die Situation um die Straße von Hormus entwickeln wird. Eine zügige und nachhaltige Öffnung für den Schiffsverkehr wäre diesbezüglich die optimale Lösung. Es sollte jedoch nicht vergessen werden, dass auf der Empfängerseite der Öltransporte mit China und Indien sehr machtvolle Staaten sitzen, die diese Macht sicherlich zur Erreichung einer zügigen friktionslosen Öffnung der Straße von Hormus auch einsetzen werden. Zudem kommt, dass eine länger anhaltende Disruption der Straße von Hormus zu signifikanten Engpässen in der Lebensmittelversorgung der Golf-Region führen wird. Von den im letzten Jahr importierten 30 Millionen Tonnen Getreide in die Golf-Region, die durch die Straße von Hormus verschifft wurden, waren ca. 50% für den Iran bestimmt. Saudi-Arabien bezieht 40% der gesamten Weizenimporte über die Straße von Hormus, die Vereinigten Arabischen Emirate bis zu 90%. Diese Zahlen verdeutlichen, wie schnell eine Blockade dieser Meerenge zu signifikanten Implikationen für die Lebensmittelversorgung der Region führen würde. Auch dies ist ein Grund, der hoffen lässt, dass die Blockade nur von kurzfristiger Natur sein wird.

Bewertung von Aktienmärkten am Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Russell 2000 als US-Small Cap Index

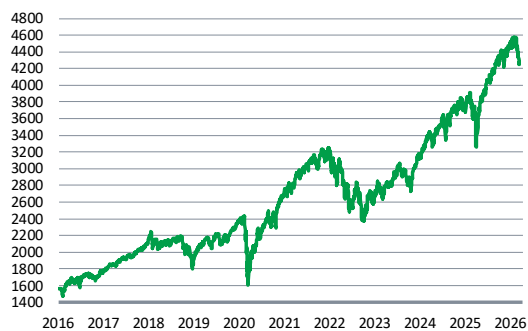


Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Wir plädieren aufgrund der aktuellen Verunsicherungen rund um den Krieg im Iran umso stärker für eine breite Diversifikation. Die Devise lautet daher: Breit diversifizieren, aber die zentralen Themen, wie US-Technologie und auch europäische Verteidigung ausreichend dotieren. Zudem sollte nicht vergessen werden: Die Stabilität des weltwirtschaftlichen Grundgerüsts ist wesentlich robuster, als es oftmals vermutet wird. Ein Beleg dafür ist der Zustand des Welthandels, welcher sich aktuell nahe seinem Rekordhoch bewegt und das trotz der negativen Implikationen aus dem US-Zollregime. Aktienanleger sollten Ruhe bewahren und nicht Hals über Kopf ihre Positionen liquidieren. Auch wenn geopolitische Belastungen an den Aktienmärkten oftmals nur kurze Beine haben, birgt die gegenwärtige Situation doch das Risiko einer länger andauernden Problematik mit entsprechenden Implikationen. Es ist daher zu erwarten, dass die Verunsicherung an den Aktienmärkten noch weiter anhalten wird. Nach den außergewöhnlichen Zugewinnen der letzten Jahre sollte die aktuelle, berechnete Verunsicherung jedoch mit der Ruhe des erfahrenen Investors begegnet werden und nicht zu übereilten Desinvestitionsentscheidungen führen.

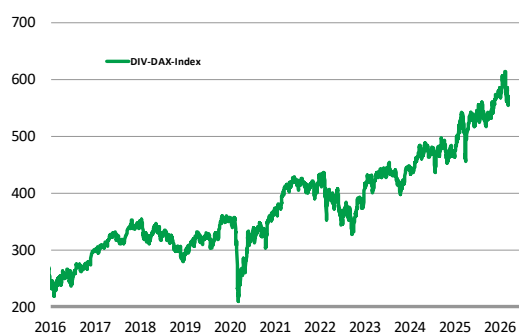
Viele europäische Unternehmen erscheinen unter diesen Rahmenbedingungen weiterhin interessant. Eine stärkere Rotation in die oftmals global sehr gut diversifizierten europäischen Konzerne, hat sich als sehr ertragreich erwiesen und könnte auch nun in unruhiger werdenden Zeiten an den globalen Aktienmärkten Stabilität verleihen. Aber auch die US-Technologie sollte weiterhin ausreichend dotiert sein, denn so viel scheint sicher: Das „Jahrhundertthema“ Künstliche Intelligenz wird in seiner Signifikanz die aktuelle Verunsicherung rund um den Iran eindeutig überdauern. Trotzdem: Die Unsicherheit an den Aktienmärkten wird noch einen längeren Zeitraum anhalten. Wir tragen dieser um sich greifenden Unsicherheit Rechnung und haben unsere Indexprognosen moderat gesenkt.

MSCI World Aktienindex



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung des DivDAX (Dividenden DAX-Index)



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Aktienstrategie

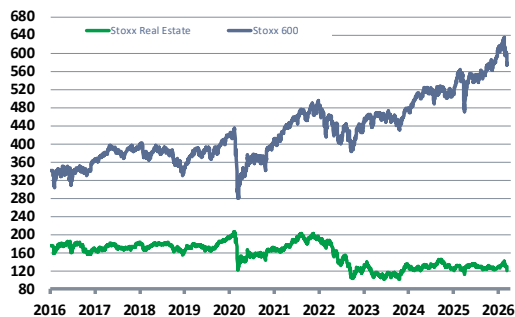
Globale Aktien

Der Krieg im Nahen Osten mit Sperrung der Straße von Hormus beeinträchtigt die Ölversorgung insbesondere in Asien und führte zu einem starken Anstieg der Ölpreise. Die Risiken liegen hier klar in den Effekten auf die globale Ölversorgung, aber auch der übrige globale Handel könnte betroffen sein. Je länger sich der Konflikt hinzieht, desto größer der Schaden. Dies dürfte das Wachstum in Asien dämpfen. Dennoch bleibt Asien - vor allem durch Indien - insgesamt aber Wachstumsmotor. In Anbetracht der geopolitischen Risiken sollte weiterhin in Unternehmen investiert werden, die eine internationale Diversifikation der Geschäftstätigkeit verfolgen. Diese hat sich zu einem zentralen Erfolgsfaktor entwickelt. Damit können Unternehmen auch regional unterschiedliche Konjunktorentwicklungen begegnen.

Dividendenwerte

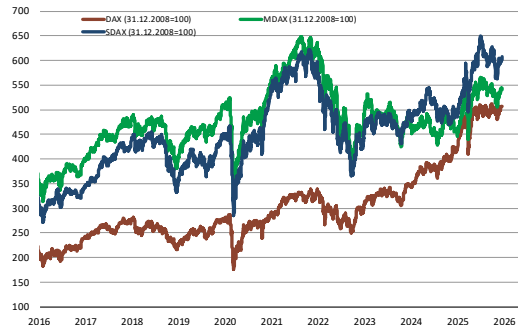
Das vergangene Jahr war geprägt von schwacher europäischer Konjunktur. Dazu kamen Belastungen der US-Handelspolitik und anhaltender Strukturwandel in einigen Branchen. Infolge dürfte die Ausschüttungspolitik der Unternehmen stark davon abhängen, inwieweit ihre Geschäfte unter Belastungen gelitten haben und ob diese kompensiert werden konnten. Das neue Jahr scheint erneut herausfordernd zu werden, so dass wir weiterhin gut aufgestellte Unternehmen präferieren, die auch in schwierigeren Zeiten ihre Dividenden halten und sie in guten Zeiten erhöhen. Der Anleger kann dies mittels Aktienselektion innerhalb von Dividendenstrategien erreichen, mit denen sich verschiedene Anlageschwerpunkte umsetzen. Trotz höherer Attraktivität von Anleihen 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

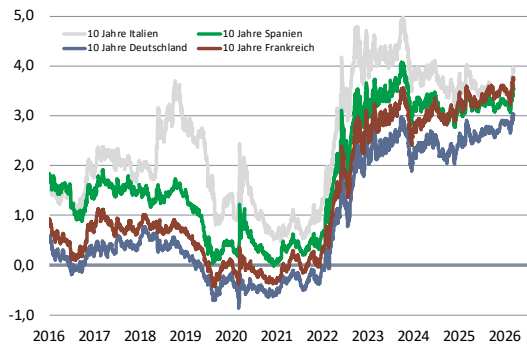
Durch Leitzinssenkungen der EZB haben sich die Finanzierungsbedingungen für Private und Unternehmen verbessert. In allen Immobiliensegmenten stabilisieren sich die Preise, vor allem Wohnimmobilien verbuchen Preisanstiege. Das Segment Wohnen profitiert weiterhin von einem anhaltenden Nachfrageüberhang in vielen Regionen. Entsprechend entwickelt sich das Vermietungsgeschäft gut. Immobilien-transaktionen dürften 2026 weiter zunehmen.

Nach schwacher Aktienkursentwicklung 2025 verbuchten Immobilienaktien 2026 deutliche Kursgewinne und entwickelten sich besser als der Gesamtmarkt. Mitverantwortlich hierfür war neben einer stärkeren Fokussierung auf die positiven Fundamentaldaten auch ein Rückgang der Anleiherenditen, der positiv für zinssensible Immobilienaktien wirkt. Inflationssorgen infolge des Iran-Kriegs sorgten jedoch für einen deutlichen Renditeanstieg, worunter Immobilienaktien leiden. U.E. ist das Kursniveau attraktiv, denn die Immobilienportfolios der Unternehmen dürften in den kommenden Jahren wegen vorhersehbar steigender Mieteinnahmen (Anpassung an Mietspiegel) an Wert gewinnen. Dem stehen allerdings höhere Kapitalkosten entgegen. Auch wirken weitere Stabilisierungen am Wohnimmobilienmarkt positiv. Gerade Wohnimmobilienaktien bieten sich u.E. für risikofreudige, mittelfristig orientierte Anleger als Depotbeimischung an.

US-Small & Mid-Caps

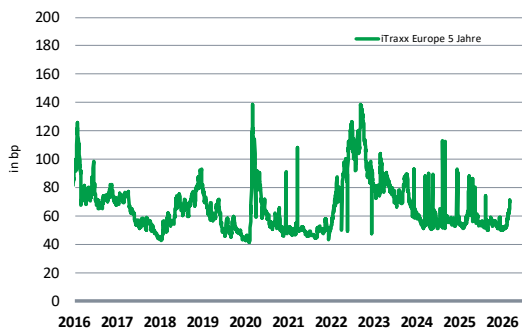
Nach langer Zeit schwächerer Performance haben in den USA kleine und mittelgroße Unternehmen weiter aufgeholt, so dass sich der Russel 2000 jetzt besser als der Gesamtmarkt entwickelt. Unterstützung kommt von der Gewinnseite. So wird für das Jahr 2026 ein kräftiges zweistelliges Gewinnwachstum erwartet. In Europa ist die Performance von Aktien kleinerer Unternehmen ähnlich der von Bluechips. Hier belastet noch immer die schwache Binnenkonjunktur. Zusätzliche Ausgaben der europäischen Nato-Staaten in Verteidigung und Infrastruktur dürften Auftrieb geben. In Deutschland sind durch das geschaffene Sondervermögen ab 2026 positive Impulse zu erwarten. Aufgrund verbesserter Perspektiven sollten mittelfristig orientierte Investoren daher weiterhin in diesem Segment engagiert bleiben.

Renditeentwicklung ausgewählter zehnjähriger Staatsanleihen in %



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Kreditrisikoaufschläge für Unternehmen gemessen am iTraxx Europe 5 Jahre



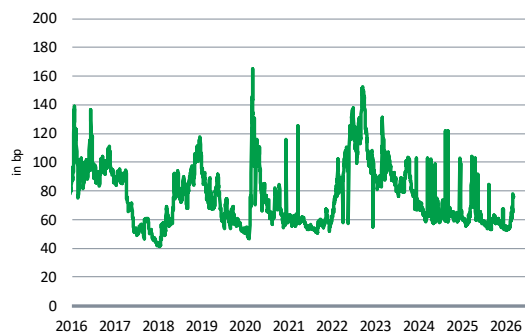
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Rentenstrategie
Staatsanleihen

Bis zum Ausbruch des Nahost-Krieges hatte sich der Trend zu weiter rückläufigen Zinssätzen weltweit fortgesetzt: Die US-Treasuries 10-jähriger Laufzeit rentierten vor Ausbruch der Kampfhandlungen wieder klar unter 4,0% - dass waren rund 110 Basispunkte unterhalb der Top-Stände in der gesamten Post-Corona Zeit. Jenseits der eigentlich zugrundeliegenden ökonomischen Trends hatte die anhaltend hohe Konfliktintensität die Ölpreise zwischenzeitlich auf neue Topstände angehoben. In diesem Szenario könnte die unbereinigte Inflation zwischenzeitlich um bis zu 0,6 Prozentpunkte höher liegen, die Effekte auf den Kernpreistrend bleiben aber auch hier auf schätzungsweise 0,1-0,2 Prozentpunkte begrenzt. Der ökonomisch unterliegende Preistrend dürfte sich also auch weiterhin weltweit grundsätzlich auf dem Rückzug befinden, je länger der Krieg aber dauert, desto stärker werden die Effekte auf die Inflation. Sollte die Sperrung der Straße von Hormus weiter anhalten, könnte es dazu kommen, dass die US-Notenbank bis auf Weiteres keine Zinssenkungen vornimmt und die EZB die Zinssätze zwischenzeitlich sogar anhebt. Schließlich ließen die allerjüngsten Nachrichten wiederum darauf hoffen, dass der innenpolitische Druck für Präsident Trump zuviel wird und er eine Einigung mit den Iranern anstreben muss. Mit Blick auf die erheblichen Risiken und die hohe Ereignisvolatilität belassen wir unsere Schätzungen b.a.W. auf den bereits adjustierten Werten, sehen aber kürzerfristig erhebliche ölpreisbedingte Aufwärtsrisiken bei den Renditen.

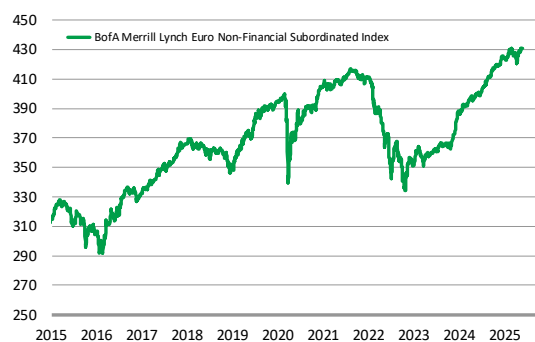
Für die mittel- bis längerfristige Projektion des unterliegenden Preistrends in den Industrienationen zentral ist demgegenüber vor allem aber der Umstand, dass sich der Auslastungsgrad insbesondere am amerikanischen Arbeitsmarkt - aber zusehends auch in Europa - weiter spürbar vermindert. Dies ist entscheidend dafür, dass die Inflationsimpulse vom Lohnsetzungsprozess weiter rückläufig bleiben und der unterliegende Kernpreistrend weiter abwärts gerichtet bleibt. Vor diesem Hintergrund gehen wir weiterhin davon aus, dass die amerikanische Notenbank ihre Leitzinssätze zumindest perspektivisch grundsätzlich ermäßigen dürfte. Wenn die Term-Spreads konstant blieben, wäre somit auch davon auszugehen, dass die Abwärtsbewegung am kurzen Ende auch die Entwicklung der Kapitalmarktzinsen am „langen Ende“ der Fristenskala dominierte. Nach unseren Simulationen dürfte hier auch in der Eurozone letztendlich die Inflationsentwicklung für die

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

Laufzeitenprämien maßgeblich sein - blieben die Preisschocks beim Öl also im Rahmen, sollten die Laufzeitprämien also auch in Europa zumindest nicht weiter zunehmen. Somit wird die US-Notenbank - bei Ausbleiben nachhaltiger Verwerfungen am Ölmarkt - im weiteren Verlauf des Jahres voraussichtlich schon Zinssenkungen vornehmen. Ausmaß und Timing hängen hier naturgemäß von der weiteren Energiepreisentwicklung ab. Die EZB wird zunächst weiter zuwarten, wie sich der Ölpreisschock entwickelt, aufgrund der geringen Kernpreiseffekte aber voraussichtlich durch die Entwicklung hindurchschauen, zumindest wenn man die aktuelle Terminzinskurve zugrundelegt. Die zehnjährigen US-Renditen sollten in einer wahrscheinlichkeitsgewichteten Projektion verschiedener wirtschaftspolitischer Szenarien bzw. der jeweiligen Entwicklung der maßgeblichen Zinsdeterminanten auf Jahressicht bei Werten um 3,95% liegen. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte - ebenfalls Szenario basiert - auf Jahressicht bei Werten um 2,85% liegen.

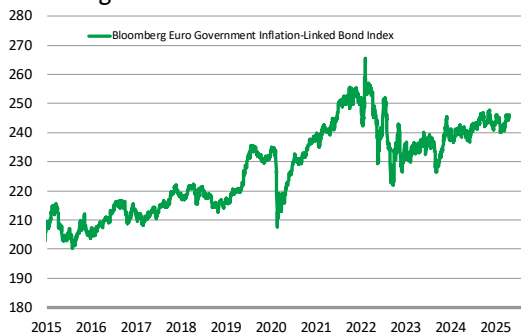
Investment Grade Corporates

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 und weitere Abwertungsgefahren 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 haben mit aktuellen Werten um 67 Basispunkten in den letzten Tagen erheblich angezogen, dies dürfte auf die abermaligen Zollunsicherheiten und insbesondere den Krieg in Nahost zurückzuführen sein, die Risikoprämien sollten also wieder stärker sinken können - faire Werte sehen wir derzeit bei knapp 57 Basispunkten.

Hybride

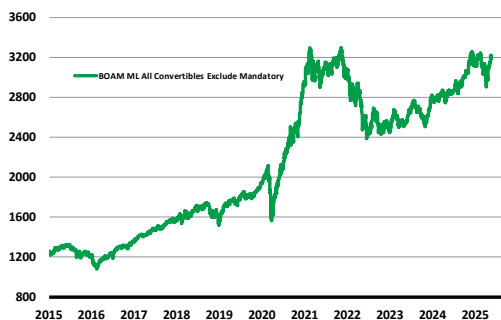
Das auch weiterhin zumindest strukturell relativ vorteilhafte globale Umfeld – ein bemerkenswert resilientes Wachstum der Weltwirtschaft in Kombination mit einem robusten Welthandel und zumindest auf Dauer wieder rückläufigen Notenbankzinsvorgaben bewirkt, dass die volkswirtschaftlichen Rahmendaten weiterhin risikostützend wirken: Die Risikoprämien dürften mit Blick auf den Krieg zwar zunächst erhöht und volatil bleiben, weltweit sollte mit Blick auf die zu-

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

künftig expansivere Geldpolitik zumindest auf Dauer aber eine gewisse Mittelwertkonvergenz einsetzen können. Dabei gehen wir davon aus, dass das schwächere Wachstum - vorbehaltlich neuer Rekordstände beim Ölpreis für eine längere Zeit - einen Disinflationsprozess beim unterliegenden Kernpreistrend ermöglicht, der im Saldo zinsenkend wirken dürfte. Gerade mit Blick auf die hohe Duration sollten die Titel dabei 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

Wahrscheinlichsgewichtet bleibt der Preisschock durch den Nahost-Krieg auf einen lediglich temporären Anstieg begrenzt, auch wenn die Risiken naturgemäß exorbitant gestiegen sind. Die Anzeichen für eine deutliche Abschwächung am US-Arbeitsmarkt haben sich unterdessen weiter ausgeprägt: Die überwiegende Zahl der Frühindikatoren verweist auch zukünftig auf einen erheblichen Rückgang der Arbeitskräfte-nachfrage, so dass der Lohndruck spürbar abnehmen wird. Wir gehen davon aus, dass sich die Arbeitskräftenachfrage weiter erheblich abkühlen wird – somit würden in diesem Szenario sowohl der Wachstums- als auch der Inflationsausblick zumindest auf längere Sicht 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 Zinssensitivität von Linkern zu bevorzugen.

Wandelanleihen

Wandelanleihen erscheinen „wie gemacht“ für risikoaverse Anleger, die gleichwohl nach einer Teilhabe an den Chancen der Aktienmärkte streben: Aufgrund ihres „Aktiencharakters“ profitieren sie von Kursanstiegen der Aktienmärkte, ihr „Anleihecharakter“ begrenzt zugleich das Risiko umfangreicher Kursverluste, sollten Aktienmärkte deutlich fallen. Momentan sollten Wandelanleihe-Positionen gehalten werden. Allerdings enthebt auch das günstige asymmetrische Auszahlungsprofil von Wandelanleihen risikoaverse Anleger nicht der Pflicht, auch in diesem Marktsegment auf eine hinreichende Diversifikation zu achten. 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.