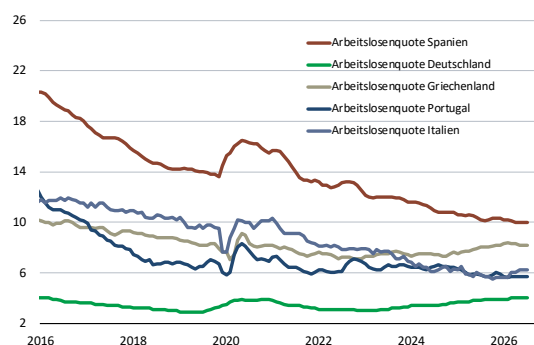


Übersicht NATIONAL-BANK-Prognosen

	aktuell	Dez. 26	Mrz. 27	Jun. 27	Sep. 27
DAX	25.104	27.000	27.500	28.000	28.500
Euro Stoxx 50	6.180	6.600	6.750	6.850	6.900
S&P 500	7.802	7.900	8.000	8.100	8.200
Tendersatz in %	2,65	2,90	2,90	2,65	2,65
10J Bundesanleihen in %	3,48	3,50	3,40	3,25	3,10
Fed Funds in %	4,00	4,00	3,75	3,50	3,50
10J US Treasuries in %	5,28	5,05	4,94	4,78	4,61
USD	1,12	1,15	1,17	1,18	1,20
GBP	0,85	0,86	0,86	0,85	0,85
CHF	0,93	0,91	0,92	0,92	0,93
AUD	1,61	1,71	1,73	1,74	1,76
NZD	2,00	1,98	2,01	2,02	2,05
NOK	10,72	11,70	11,60	11,50	11,40
Brent in USD/Barrel	129	96	93	88	85

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: 7.10.2026, 22:00 h

Redaktionsschluss: 08.10.2026, 11:30 h

Inhaltsübersicht

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

Zusammenfassung

- Trotz höherer Energiepreise und gestiegener geopolitischer Risiken bleibt der globale Ausblick robust. Starke Produktionseinbußen blieben zumindest bislang auf die Länder am Persischen Golf beschränkt; rund um den Globus erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt zumeist weiter deutlich. Wir gehen weiter davon aus, dass das globale Wachstum im laufenden Jahr bei 3,1% und im kommenden Jahr bereits wieder bei 3,3% liegen dürfte.
- Die Notenbanken weltweit haben auf die abermaligen geopolitischen Eskalationen mit weiteren Zinserhöhungen reagiert. Bei außergewöhnlich hohen Prognoserisiken sollten die zehnjährigen US-Renditen aus unserer Sicht auf Jahressicht bei Werten um 4,6% liegen. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte - ebenfalls Szenario basiert - auf Jahressicht bei Werten um 3,1% liegen.
- Weiterhin wird die Anlegereuphorie durch das Megaanlagethema künstliche Intelligenz befeuert. Diese wird auf Sicht der nächsten Jahre ein wesentlicher, wenn nicht sogar der entscheidende Stützpfeiler für die Fortsetzung der Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten darstellen.
- Solange sich die Aktienmärkte in einem robusten Aufwärtstrend befinden, sollte man an seinen Positionen im Wesentlichen festhalten. Gewinnmitnahmen haben noch nie geschadet, der Wiedereinstieg bei weiter steigenden Märkten fällt aber umso schwerer aus. Trotzdem bereiten die signifikant gestiegenen Renditen an den Anleihemärkten Sorgen. Die Risiken für deutliche Schwankungen an den Aktienmärkten haben merklich zugenommen. Eine - auch deutlichere Korrektur - steht aber nicht gleichbedeutend mit einem Ende des Aufwärtstrends.



NATIONAL-BANK

Mehr. Wert. Erfahren.

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (BIP in %)

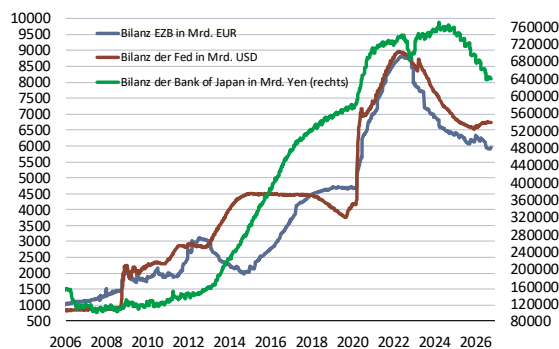
	2024	2025	2026e	2027e
Deutschland	-0,2	0,2	1,0	1,2
Euroraum	0,2	1,0	1,0	1,3
USA	1,0	1,2	2,2	2,0

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmendaten (Verbraucherpreise in %)

	2024	2025	2026e	2027e
Deutschland	2,5	2,2	2,7	2,5
Euroraum	2,4	2,1	2,9	2,5
USA	3,0	2,7	3,4	2,5

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung diverser Notenbankbilanzen

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Rohstoffpreisentwicklung gemessen am Bloomberg-Rohstoffpreisindex

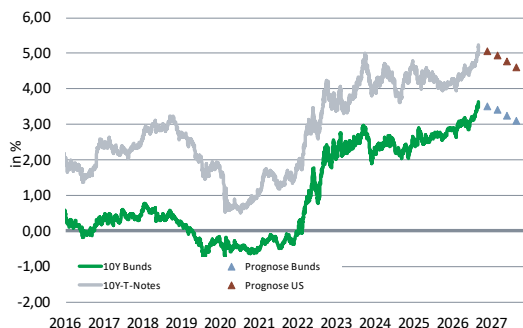
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Volkswirtschaftliche Rahmenbedingungen

Trotz höherer Energiepreise und gestiegener geopolitischer Risiken bleibt der globale Ausblick robust. Starke Produktionseinbußen blieben zumindest bislang auf die Länder am Persischen Golf beschränkt; rund um den Globus erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt zumeist weiter deutlich: Positive Impulse kommen nach wie vor vom Boom der KI-Technologie, der Handel und Investitionen außerordentlich stark anregt und insbesondere die Konjunktur im asiatischen Raum treibt. Insgesamt bestätigten dabei auch die allerjüngsten Daten vom Welthandel unsere These, dass die strukturellen Faktoren, die die Resilienz der Weltwirtschaft treiben auch die stärksten geopolitischen Belastungsfaktoren überkompensieren, im Kern wird die globale Vernetzung immer stärker vom (immateriellen) Dienstleistungshandel vorangetrieben, der die Abnahme der Bedeutung des realen Warenhandels sowohl begründet als auch kompensiert.

In den USA zeichnet sich unterdessen ab, dass die Dinge sich immer stärker gegen Präsident Trump wenden: Zum einen lässt die Stimmung in der Breite der Bevölkerung aufgrund der geopolitischen und innenpolitischen Fehlritte immer weiter nach, dabei hat die dysfunktionale Wirtschaftspolitik der Trump-Administration mittlerweile auch immer mehr Auswirkungen, die für die Bürger nunmehr konkret spürbar werden. Belastend wirken insbesondere die zusätzlichen Kosten und Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Irakkrieg, der erratischen Zollpolitik aber auch dem allgemeinen Ausblick für die Stabilität der amerikanischen Demokratie: Der Breite der amerikanischen Bevölkerung geht es offenkundig immer schlechter, der Konsum wird immer stärker von den oberen Einkommensschichten getragen. Hier treibt vor allem der beispiellose Investitionsboom für die KI über die Vermögenseffekte am Aktienmarkt den höherwertigen Konsum. In der Summe ist derzeit rund die Hälfte des amerikanischen Wachstums mit den Investitionen in die KI erklärbar. Impulse gehen zudem von der weiterhin expansiven Finanzpolitik in Form von Steuersenkungen für die privaten Haushalte aus, diese Effekte dürften sich aber zum kommenden Frühjahr abschwächen. Wahrscheinlichkeitsgewichtet sinkt das US-Wachstum im kommenden Jahr zunächst nur leicht auf rund 2 Prozent, dabei haben wir unterstellt, dass der KI-Boom auch im kommenden Jahr noch anhält und erst im Verlauf des Jahres 2028 allmählich nachlässt. Den Kontrapunkt zu der dynamisch-resilienten Entwicklung der Weltwirtschaft bildet nach wie vor die Entwicklung in Europa: Zwar nimmt die Konjunktur jetzt vor allem in Deutschland spürbar Fahrt auf, diese Entwicklung ist aber

Renditeentwicklung zehnjähriger Anleihen in % mit Prognosen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Zinsprognose in %

	aktuell	Dez. 26	Mrz. 27	Jun. 27	Sep. 27
Fed Funds	4,00	4,00	3,75	3,50	3,50
3M-USD-Libor	4,60	4,0	3,7	3,4	3,4
2J Treasuries	4,77	4,8	4,7	4,6	4,4
10J Treasuries	5,28	5,1	4,9	4,8	4,6
Tendersatz	2,65	2,9	2,9	2,7	2,7
3M-Euribor	2,64	2,9	3,0	2,8	2,6
2J Bundesanleihen	3,07	3,4	3,2	3,0	2,8
10J Bundesanleihen	3,48	3,5	3,4	3,2	3,1

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Währungsprognosen gegen Euro im Überblick

	aktuell	Dez. 26	Mrz. 27	Jun. 27	Sep. 27
USD	1,12	1,15	1,17	1,18	1,20
JPY	177	181	184	186	190
GBP	0,86	0,86	0,86	0,85	0,85
CAD	1,60	1,59	1,61	1,62	1,64
AUD	1,61	1,71	1,73	1,74	1,76
NZD	2,00	1,98	2,01	2,02	2,05
CHF	0,93	0,91	0,92	0,92	0,93
NOK	10,72	11,70	11,60	11,50	11,40
SEK	11,21	10,64	10,56	10,50	10,45
Renminbi	7,51	7,98	8,09	8,13	8,24

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

vor allem fiskalisch getrieben und findet zudem noch nach einer jahrelangen Stagnationsphase - also auch getragen von einem erheblichen Nachholbedarf - statt: Mindestens die Hälfte des Wachstums der Jahre 2026 und 2027 kommt mehr oder minder direkt aus den Fiskalimpulsen. Für eine solche Interpretation spricht in der Summe auch der Umstand, dass eine spürbare Belebung der europäischen Konjunktur bislang ausgeblieben ist und sich die Effekte vor allem auf Deutschland konzentrieren.

Aufgrund der oben erörterten strukturellen Stabilität der Weltwirtschaft sind die Perspektiven für das globale Wachstum vermutlich bereits jetzt wieder klar aufwärtsgerichtet. Getragen wird der Aufschwung weltweit vor allem von der asiatisch-pazifischen Wachstumsregion: Der bis zuletzt anhaltende Super-Zyklus bei den Informationstechnologien bleibt hier auch ein maßgeblicher Treiber des Siegeszuges Asiens. Aufgrund der oben erörterten strukturellen Stabilität der Weltwirtschaft sind die Perspektiven für das globale Wachstum vermutlich bereits jetzt klar aufwärtsgerichtet. In den USA stützt die ungebrochen solide finanzielle Ausgangssituation des privaten Sektors die Konjunktur. Neben den Impulsen aus dem Technologiesektor stützt auch die Finanzpolitik in den fortgeschrittenen Volkswirtschaften, die vor allem in Europa besonders expansiv ausgerichtet ist. Wahrscheinlichkeitsgewichtet dürfte das globale Expansionstempo somit bereits ab dem Herbst 2026 schon wieder erkennbar zugenommen haben. Alles in allem gehen wir davon aus, dass das globale Wachstum im laufenden Jahr bei 3,1% und im kommenden Jahr bereits wieder bei 3,3% liegen dürfte.

Wir gehen in der Summe weiterhin grundsätzlich davon aus, dass sich der längerfristige Trend zur Abwertung des US-Dollars weiter fortsetzt: Das Abwärtspotenzial für das US-Zinsgefüge ist ungebrochen größer, die Abschwächung am US-Arbeitsmarkt ist wesentlich weiter gediehen als am zudem deutlich stärker regulierten europäischen Arbeitsmarkt. Zudem verdichten sich die Anzeichen, dass die US-Wirtschaft mehr und mehr nur noch vom KI-Boom getragen wird, der unterliegende konjunkturelle Generaltrend ist derweil abwärtsgerichtet. Die politökonomischen Risiken in Europa bleiben insbesondere mit Blick auf Frankreich ein Risiko, dies gilt aber für die USA mittelfristig gleichermaßen. Unsere Simulationen deuten ungebrochen darauf hin, dass sich der EUR/USD-Kurs innerhalb eines Jahres bei etwa 1,20 einpendeln dürfte.

Aktienmarktprognosen im Überblick

	aktuell	Dez. 26	Mrz. 27	Jun. 27	Sep. 27
DAX	25.104	27.000	27.500	28.000	28.500
Euro Stoxx 50	6.180	6.600	6.750	6.850	6.900
S&P 500	7.802	7.900	8.000	8.100	8.200

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Erwartete Schwankungsbreiten

	Spanne für 12 Monate
DAX	22.000 - 29.000
Euro Stoxx 50	5.400 - 7.000
S&P 500	6.300 - 8.300

Quelle: NATIONAL-BANK

Entwicklung von DAX / Euro Stoxx 50 mit Prognosen

Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Aktienmärkte

An den globalen Aktienmärkten spielt sich momentan Erstaunliches ab. Die Renditen an den Rentenmärkten steigen immer stärker an, die Aktienmärkte scheinen dies aber relativ gleichmütig aufzunehmen. Vor allem die als Benchmark für das internationale Zinsniveau fungierende Rendite der 10-jährigen US-Anleihe ist in den letzten Wochen signifikant auf über 5,35% angestiegen, gleichzeitig erreichte der Technologieindex Nasdaq 100 ein neues Allzeithoch. Wie passt das zusammen? Grundsätzlich sind hoch bewertete Wachstumsaktien am stärksten in negativer Hinsicht von steigenden Zinsen betroffen, da die (unsicheren) Gewinne in der Zukunft mit einem höheren Diskontierungsfaktor auf den heutigen Tag abgezinst werden müssen, der Gegenwartswert wird folglich kleiner. Dieser Zusammenhang gilt weiter, spielt aber momentan nur eine untergeordnete Rolle. Der Zinsanstieg beruht nicht nur auf einem Faktor, beispielsweise den gestiegenen Inflationserwartungen aufgrund des signifikanten Ölpreisanstiegs, sondern fußt auch zu einem nicht unbedeutenden Anteil auf der robusten Verfasstheit der US-Wirtschaft, wie sie beispielsweise im September-Einkaufsmanagerindex für die USA mit starken Signalen zur Beschäftigung, aber auch zum Auftragseingang zum Ausdruck kommt.

Die positiven Konjunkturdaten führen zu steigenden Zinserhöhungserwartungen, was wiederum zu steigenden Kapitalmarktzinsen - gerade im kurzfristigeren Horizont - führt. Es zeigt sich gerade wieder sehr eindrucksvoll: Solange eine stärkere Wirtschaft die Erwartung für höhere Umsätze und Gewinne hochhält, solange können Aktien auch trotz steigender Renditen weiter steigen.

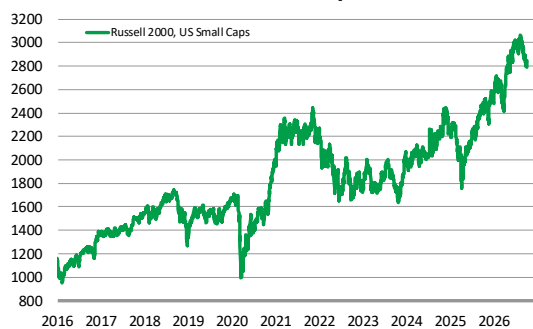
Weiterhin wird die Anlegereuphorie durch das Megaanlagethema künstliche Intelligenz befeuert. Dies zeigt sich auch in den Gewinnerwartungen, die gerade in den USA für dieses Jahr und für 2027 stark angestiegen sind und das nicht nur im Tech-Bereich, sondern über viele Branchen hinweg. Wie oftmals betont: Das positive Investorensentiment hinsichtlich des Themas wird - sicherlich unter signifikanten Schwankungen - noch lange anhalten. Künstliche Intelligenz wird daher auf Sicht der nächsten Jahre ein wesentlicher, wenn nicht sogar der entscheidende Stützpfeiler für die Fortsetzung der Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten darstellen. Die positive Erwartungshaltung sollte dabei weiter vorhanden bleiben, da das Urteil über die Ertragswirksamkeit der immensen Investitionen gerade in die Bereit-

Bewertung von Aktienmärkten am Kurs-Gewinn-Verhältnis gemessen



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Russell 2000 als US-Small Cap Index



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

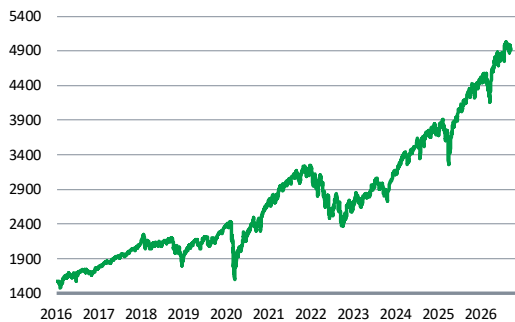
stellung von Künstlicher Intelligenz noch lange nicht final feststeht.

Trotz aller geopolitischen Widrigkeiten preist der US-Aktienmarkt ausgedrückt durch den Volatilitätsindex VIX keine erhöhte Nervosität ein, so befindet sich dieser mit einem Niveau von ca. 16 im „Normalbereich“. Es zeigt sich wieder: Zwischen der öffentlichen Aufregung zu kapitalmarktrelevanten Themen wie beispielsweise zum Thema fortgesetzter Konflikt zwischen den USA und dem Iran und der diesbezüglichen Einordnung des Kapitalmarkts gibt es gravierende Unterschiede. Diese sollte ein Anleger dringlichst bei seinen Investitionsentscheidungen berücksichtigen, um nicht voreilig und aus einer Laune heraus aus den Aktienmärkten auszusteigen.

Der neue US-Notenbankchef Kevin Warsh hat mit der zuletzt vollzogenen Zinserhöhung seine oftmals in Frage gestellte Unabhängigkeit von den Ansichten respektive Vorstellungen der US-Administration demonstriert. Bei den Investoren wurde dies positiv aufgenommen, wurde doch gerade die Unabhängigkeit der US-Notenbank im Zuge des Chefwechsels mit Argusaugen betrachtet. Einen Großteil des gewünschten restriktiven Effektes auf die US-Wirtschaft wird ohnehin bereits von den signifikant gestiegenen Kapitalmarktzinsen übernommen.

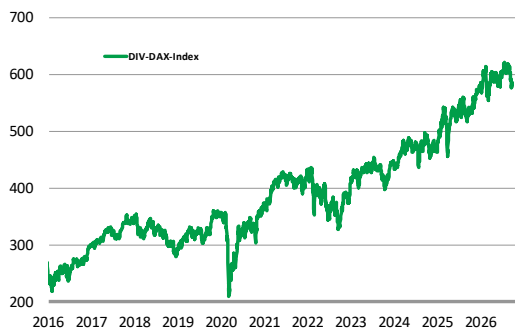
Solange sich die Aktienmärkte in einem robusten Aufwärtstrend befinden, sollte man an seinen Positionen im Wesentlichen festhalten. Gewinnmitnahmen haben noch nie geschadet, der Wiedereinstieg bei weiter steigenden Märkten fällt aber umso schwerer aus. Trotzdem bereiten die signifikant gestiegenen Renditen an den Anleihemärkten Sorgen. Die Risiken für deutliche Schwankungen an den Aktienmärkten haben merklich zugenommen. Eine - auch deutlichere Korrektur - steht aber nicht gleichbedeutend mit einem Ende des Aufwärtstrends.

MSCI World Aktienindex



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Entwicklung des DivDAX (Dividenden DAX-Index)



Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Aktienstrategie

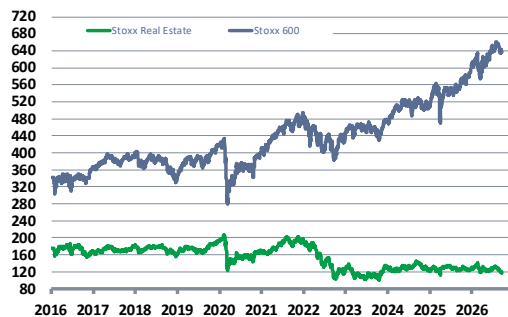
Globale Aktien

Die Spannungen im Nahen Osten mit der Beeinträchtigung der Durchfahrt der Straße von Hormus beeinflusst weiterhin die Ölversorgung, insbesondere in Asien. Obwohl es noch keine Vereinbarung mit dem Iran gibt, scheint wieder mehr Öl durch die Meerenge zu kommen. Dennoch sind die Ölpreise weiterhin auf hohem Niveau, da die globale Öl- und Gasversorgung weiterhin beeinträchtigt ist. Aber auch anderer Handel bleibt betroffen. 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

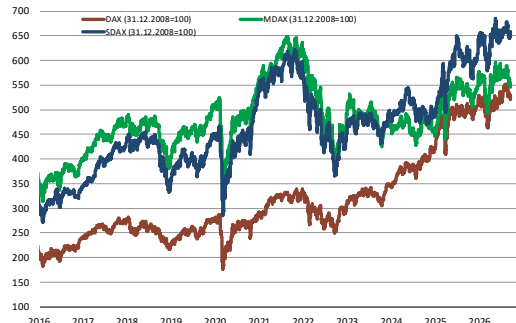
Das Jahr 2025 war geprägt von schwacher europäischer Konjunktur. Hinzu kamen Belastungen der US-Handelspolitik und anhaltender Strukturwandel in einigen Branchen. Infolge war die Ausschüttungspolitik der Unternehmen stark davon abhängig, inwieweit ihre Geschäfte unter Belastungen gelitten hatten und ob diese kompensiert werden konnten. 2026 ist ebenfalls herausfordernd für viele Unternehmen/Branchen, 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

Die EZB hat aufgrund gestiegener Inflationsraten eine Zinserhöhung vorgenommen. In allen Immobiliensegmenten stabilisieren sich die Preise, doch nimmt die Dynamik ab. Das Segment Wohnen profitiert weiterhin von einem anhaltenden Nachfrageüberhang in vielen Regionen. Entsprechend entwickelt sich das Vermietungsgeschäft vielerorts weiter solide. Wirtschaftliche Unsicherheiten bremsen hingegen die erwartete Beschleunigung von Immobilientransaktionen.

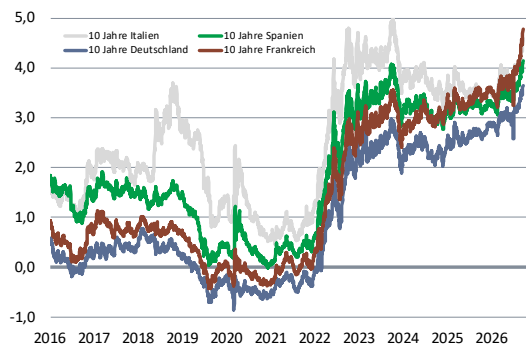
Zu Jahresbeginn entwickelten sich Immobilienaktien besser als der Gesamtmarkt. Trotz positiver Fundamentaldaten vieler Unternehmen weisen die meisten Immobilienaktien nun jedoch deutliche Kursverluste aus. Belastend wirkt vor allem der Anstieg der Anleiherenditen für zinssensible Immobilienaktien, u.a. da er Refinanzierungen verteuert. So stieg die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen aufgrund von Inflationsängsten und EZB-Zinserhöhungen seit Jahresbeginn von 2,86% auf aktuell 3,45%. Als Folge erhöhen sich die Refinanzierungskosten für Unternehmen. In Berlin belastet zusätzlich eine Vergesellschaftungsdebatte.

Die Aktienkursentwicklung der Immobilienaktien dürfte weiterhin sehr stark von der Zinsentwicklung abhängen. Sinken dort die Renditen, steigen Immobilienaktien und umgekehrt. Nach den starken Kursrückgängen bieten sich u.E. gerade Wohnimmobilienaktien für risikofreudige, mittelfristig orientierte Anleger als Depotbeimischung an.

US-Small & Mid-Caps

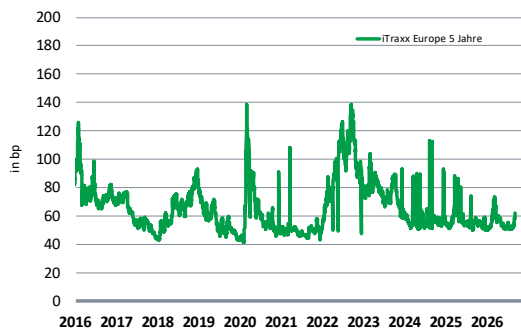
Amerikanische Mid & Small Caps hatten sich im bisherigen Jahresverlauf besser als ihre Bluechip-Pendants entwickelt, haben diese Outperformance aber nunmehr eingebüßt. Die Perspektiven sind aber weiterhin positiv, da kleine und mittelgroße US-Unternehmen Unterstützung von der Gewinnseite haben. So wird für das Jahr 2026 ein kräftiges zweistelliges Gewinnwachstum erwartet. In Europa ist die Performance von Aktien kleinerer Unternehmen ähnlich der von Bluechips. Hier belasten die schwache Binnenkonjunktur sowie Auswirkungen des Iran-Kriegs. Zusätzliche Ausgaben der europäischen NATO-Staaten in Verteidigung und Infrastruktur geben aber Auftrieb. Dies gilt besonders für Deutschland durch das Sondervermögen. 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

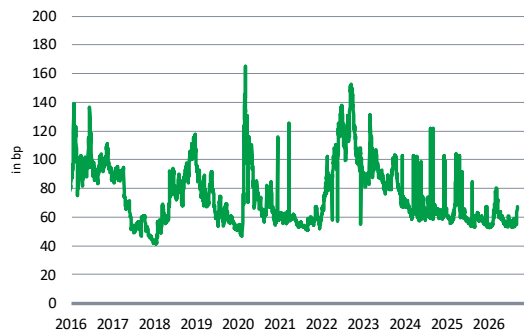
Rentenstrategie

Staatsanleihen

Die internationalen Rentenmärkte befinden sich im Herbst 2026 in einer Phase ungewöhnlich hoher geld- und fiskalpolitischer Unsicherheit. Ausgangspunkt des jüngsten globalen Renditeanstiegs war ein neuer Energiepreisschock infolge der abermals aufflammenden geopolitischen Spannungen im Nahen Osten. Hinzu kamen die zeitverzögerten Preiswirkungen der zuvor eingeführten US-Zölle. Maßgeblich ist jedoch ebenfalls, dass sich die Marktreaktion inzwischen von einem reinen Inflationsschock zu einer breiteren Neubewertung des langfristigen Zinsniveaus in Form eines starken Anstiegs der Risikoprämien für längere Laufzeiten ausgeweitet hat. Dies zeigt sich besonders deutlich am langen Ende der US-Treasury-Kurve, aber auch rund um den Globus. Auffällig ist dabei, dass diese Bewegung nicht ausschließlich aus dem „kurzen Ende“ der Kurve kam. Genau hier liegt der wichtigste analytische Befund: Der Markt verlangt inzwischen offenkundig eine - grundsätzlich - höhere Kompensation für das Halten langfristiger Staatsanleihen, Anleger erwarten zusätzlich eine Entschädigung für die herausziehende globale Unsicherheit, die bei der Inflation, der Konjunktur, der Geldpolitik und den zukünftigen Angebots-Nachfrage-Gleichgewichten zum Ausdruck kommt.

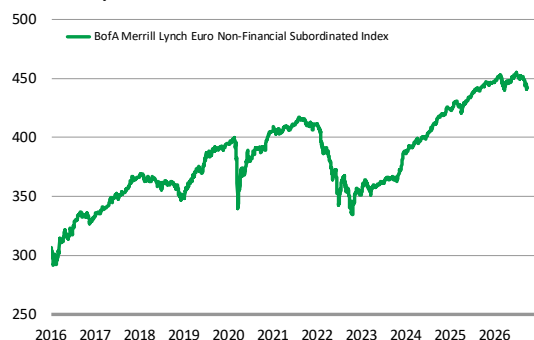
Die Notenbanken weltweit haben auf die abermaligen geopolitischen Eskalationen mit weiteren Zinserhöhungen reagiert: Die Fed begründete den Schritt mit weiterhin erhöhter Inflation, während sie gleichzeitig eine solide wirtschaftliche Aktivität, robuste Investitionen und ein weitgehend stabiles Beschäftigungsumfeld hervorhob. Derzeit kommt an den internationalen Rentenmärkten somit vermutlich ein neuer, eigenständiger Faktor zum Tragen: Materiell dürfte dieser eng mit dem Umstand zusammenhängen, dass die etablierte geopolitische und geoökonomische internationale Ordnung immer weiter erodiert - die Zukunft wird mit Blick auf die herausziehende multipolare Ordnung, die Effekte der KI oder aber auch des Klimawandels immer unsicherer. Insofern ist die Entwicklung der realen Risikoprämien insbesondere eine Funktion der Politik der Trump-Administration - in Wechselwirkung mit den Veränderungen der globalen geoökonomischen und geopolitischen Rahmenbedingungen: Nicht ohne Grund rangieren einige Stimmungsumfragen in der amerikanischen Bevölkerung auf historischen Tiefstständen, Maßzahlen für die politische Verunsicherung auf weit überdurchschnittlichen Niveaus. Eine Wegscheide für die Risikoprämien könnten hier neben dem Timing der

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

Disinflationsprozesse die für den November anstehenden Midterms sein, die das Störpotenzial der US-Administration möglicherweise signifikant reduzieren könnten. Kann Präsident Trump hingegen auch nach den Wahlen weiter Öl ins Feuer gießen, ist ein weiterer Anstieg der Risikoprämien naturgemäß nicht ausgeschlossen. Im Ergebnis halten wir zumindest eine Überkompensation der zinsenkenden Basiseffekte aus den Zoll- und Energiepreiseffekten aus heutiger Sicht für das wahrscheinlichere Szenario: Bei außergewöhnlich hohen Prognoserisiken sollten die zehnjährigen US-Renditen in einer diesbezüglich entsprechend wahrscheinlichkeitsgewichteten Projektion verschiedener wirtschaftspolitischer Szenarien bzw. der jeweiligen Entwicklung der maßgeblichen Zinsdeterminanten aus unserer Sicht auf Jahressicht bei Werten um 4,6% liegen. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen dürfte - ebenfalls Szenario basiert - auf Jahressicht bei Werten um 3,1% liegen.

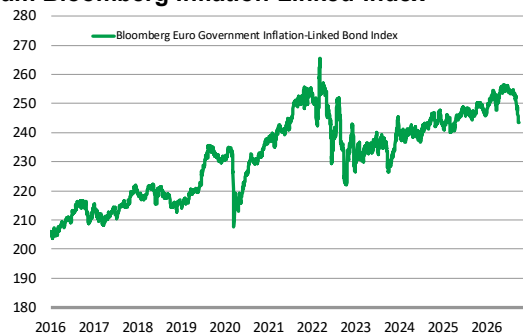
Investment Grade Corporates

Die erratische Wirtschaftspolitik der aktuellen US-Administration droht die Attraktivität US-amerikanischer Assets nunmehr auch an den internationalen Rentenmärkten spürbar zu untergraben: Der scharfe Zinsanstieg auf der US-Kurve ist sicherlich auch eine Funktion der immer größeren sowohl innen- als auch geopolitischen Risiken. Grundsätzlich halten wir die zuletzt erreichten Niveaus nunmehr für zu hoch, die Zinssätze sollten perspektivisch wieder deutlich tiefer liegen. Die gesamteuropäischen Risikoprämien sind mit aktuellen Werten um 65 Basispunkten wieder deutlich angestiegen. Bei weiterhin hoher Unsicherheit - wie oben erörtert - sehen wir die Spreads auf Basis unserer Simulationen derzeit doch spürbar oberhalb ihrer fairen Werte, die Risikoprämien dürften in der Tendenz also wieder sinken. Faire Werte sehen wir derzeit bei knapp 57 Basispunkten. 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.

Hybride

Das auch weiterhin zumindest strukturell ungebrochen 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:

Entwicklung von Inflationsanleihen gemessen am Bloomberg Inflation-Linked-Index



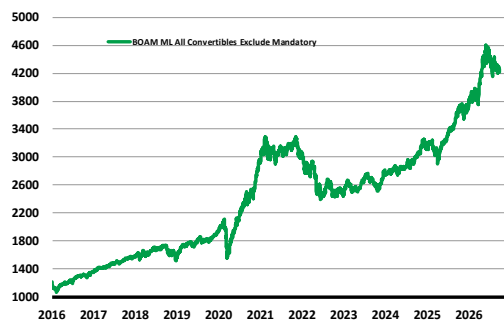
Quelle: Bloomberg, NATIONAL-BANK

Die Risikoprämien dürften mit Blick auf die Vielzahl der geopolitischen Konflikte zwar zunächst noch erhöht und volatil bleiben, weltweit sollte mit Blick auf die zukünftig expansive 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 Disinflationprozess beim unterliegenden Kernpreistrend ermöglicht, der im Saldo zinsenkend wirken dürfte. Gerade mit Blick auf die hohe Duration sollten Hybrid-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

Die Preisschocks durch die Zölle und die Energiepreise haben den globalen, post-coronären Disinflationstrend zwar überlagert, sie werden aber perspektivisch wieder abklingen: Das perspektivisch schwächere Wachstum dürfte insbesondere die (bereits wieder im Normalbereich befindliche) Lohndynamik und somit die maßgebliche Determinante für den unterliegenden US-Preistrend immer stärker dämpfen. Darauf verweist auch die Entwicklung der Ölterminmärkte, die ganz klar nicht auf eine dauerhafte Sperrung der Straße von Hormus verweisen. Grundsätzlich bleibt die Absicherung gegen Inflationsrisiken ein wichtiger Baustein für das Management von Portfolien. Grundsätzlich sind aktiv verwaltete Lösungen aufgrund der Zinssensitivität zu bevorzugen.

Entwicklung des Bank of America Merrill Lynch Wandelanleiheindex



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

Wandelanleihen

Wandelanleihen haben dieses Jahr aufgrund ihres „Aktiencharakters“ von steigenden Aktienmärkten profitiert. Ihr „Anleihecharakter“ begrenzt zugleich das Risiko umfangreicher Kursverluste, sollten Aktienmärkte deutlich fallen. Der Renditeanstieg an den Kapitalmärkten wirkt jedoch als Belastungsfaktor. Daher sollten Wandelanleihe-Positionen momentan gehalten werden. Die Emissionstätigkeit hatte sich im Jahresverlauf deutlich belebt. Allerdings enthebt auch das günstige asymmetrische Auszahlungsprofil von Wandelanleihen risikoaverse Anleger nicht der Pflicht, auch in diesem Marktsegment auf eine hinreichende Diversifikation zu achten.

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.