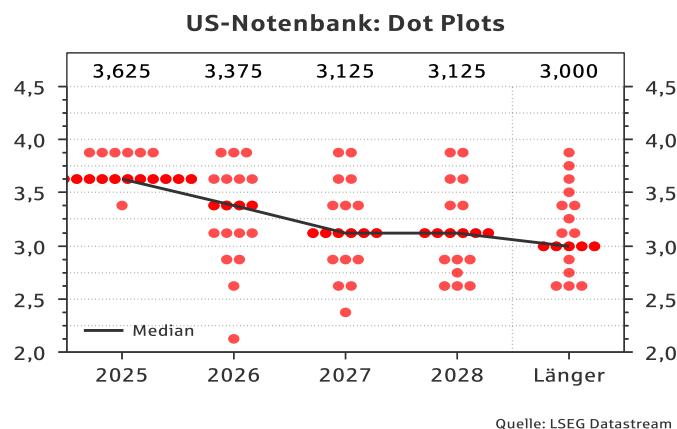


Notenbanksitzungen im Dezember

US-Notenbank: Senkung um 0,25 Prozentpunkte entsprach den Erwartungen

In den vergangenen Wochen ging der Markt zwischenzeitlich davon aus, dass die US-Notenbank (Fed) ihren Leitzins im Dezember unverändert lassen könnte. Nach der Veröffentlichung weiterer Konjunkturdaten und Äußerungen von Mitgliedern des Fed-Gremiums drehte die Erwartung am Markt jedoch eindeutig in Richtung einer Senkung. Ein wichtiger Grund war der Rückgang der Core PCE Rate, dem von der Fed bevorzugten Inflationsmaß, für September. Mit 2,8 % fiel diese etwas niedriger aus als im Vormonat August.

Die Entscheidung der Fed, ihren Leitzins (Fed Funds Rate) um 0,25 Prozentpunkte auf eine Spanne zwischen 3,50 und 3,75 Prozent zu senken, bot letztendlich wenig Überraschungspotenzial. Von besonderem Interesse waren vielmehr der Bericht und die anschließende Pressekonferenz von Fed-Präsident Jerome Powell.



Die Senkung erfolgte insbesondere mit Blick auf den sich weiter abkühlenden Arbeitsmarkt. Interessant war, dass es drei abweichende Stimmen gab. Neben einem Votum für eine Senkung um 50 Basispunkte gab es auch zwei Abweichler, die sich für unveränderte Zinsen aussprachen. Eine mehr als untypische Konstellation. Das Fed-Gremium ist somit weiterhin stark gespalten. Die Aussagen vom Notenbankchef deuten darauf hin, dass es zunächst zu einer Pause im aktuellen Zinssenkungszyklus kommen könnte. Darüber hinaus ist festzuhalten, dass die Dot Plots - eine Grafik, die die Vorausschau des Fed-Gremiums in Form von Punkten abbildet - lediglich eine weitere Senkung um 0,25 Prozentpunkte im Jahr 2026 erwarten lassen. Der eher vorsichtige Grundton des Fed-Präsidenten schlug sich auch in den Erwartungen am Markt nieder.

Waren es vor der Notenbanksitzung noch drei Zinssenkungen, die der Konsens an den Future-Märkten für 2026 eingepreist hatte, so reduzierte sich diese Zahl nun auf lediglich zwei weitere Ermäßigung. In der Tat scheint nach den Ausführungen von Jerome Powell die Hürde für weitere Senkungen hoch. Im Dezember wurden auch Änderungen in den Prognosen der Fed kommuniziert. So wurde die Wachstumsprognose für 2026 von 1,8 auf 2,3 Prozent angehoben und die Inflationsprojektion etwas gesenkt. Dennoch erwartet die Fed ihr Inflationsziel erst ab 2028 zu erreichen. Preisanstiege durch Zölle werden gegenwärtig überwiegend als Einmaleffekte gesehen. Die Fed betonte alles dafür tun zu wollen, einen dauerhaften Inflationsschub durch Zölle zu vermeiden. Darüber hinaus kündigte die US-Notenbank an, zur Bereitstellung ausreichender Liquidität im Geldsystem künftig kurzfristige Staatspapiere im Wert von 40 Mrd. US-Dollar pro Monat zu kaufen.

Nach der jüngsten Senkung halten wir eine weitere Zinssenkung um 25 Basispunkte im laufenden Zyklus für vertretbar. Allerdings ist dies aufgrund der vielen exogenen Faktoren mit relativ hoher Unsicherheit behaftet.

EZB: Dezembersitzung im Fokus

Im Vergleich zur US-Notenbank befindet sich die Europäische Zentralbank (EZB) in einer komfortableren Position. So liegt die Inflationsrate im Euroraum nah am 2-Prozent-Ziel, die Arbeitslosenquote ist gering, der Wechselkurs zum US-Dollar hat sich stabilisiert und die Konjunktur präsentiert sich vor dem Hintergrund der US-Zölle deutlich robuster als von vielen EZB-Ratsmitgliedern erwartet. Die Notenbank dürfte daher aktuell relativ wenig Druck verspüren, ihren gegenwärtigen Leitzins von 2 %, hier in Form des Zinssatzes für die Einlagenfazilität, anzupassen. Bislang scheinen die Ratsmitglieder relativ geschlossen hinter dem aktuellen geldpolitischen Kurs zu stehen. Die Dezembersitzung der EZB verspricht im Vergleich zu den letzten Sitzungen spannender zu werden. Denn dort wird die Zentralbank ihren Prognosezeitraum um das Jahr 2028 erweitern. Bereits seit einigen Monaten verweisen viele Ratsmitglieder darauf, dass sie ihre Lageeinschätzung vor dem Hintergrund des zusätzlichen Prognosejahres unter Umständen überdenken werden. Die Ausgestaltung der Geldpolitik ist nämlich üblicherweise längerfristig, sodass kurzfristige Abweichungen vom Inflationsziel toleriert werden können, ohne die Leitzinsen anzupassen. Sollte es jedoch zu deutlichen Abweichungen vom 2-Prozent-Ziel kommen, dürften die Stimmen für weitere

Zinsanpassungen unter den Ratsmitgliedern lauter werden. Im November ist die Inflationsrate im Euroraum um 0,1 Prozentpunkte auf 2,2 Prozent angestiegen und bewegt sich somit weiterhin nahe dem Zielwert der EZB. Dennoch weisen die Teuerungsraten in den einzelnen Euroländern eine deutliche Divergenz auf, die die geldpolitische Transmission gefährdet. So ist die HVPI-Inflationsrate (Berechnungsmethode der EZB) in Deutschland im November unerwartet stark von 2,3 auf 2,6 Prozent angestiegen, während die Inflationsrate nach nationaler Berechnungsmethode bei 2,3 Prozent stagnierte. Im Gegensatz dazu verharrte die französische Inflationsrate bei 0,8 Prozent.

Wir gehen weiterhin davon aus, dass die EZB die Zinsen zunächst unverändert lassen wird. Dabei sehen wir die Wahrscheinlichkeit nach wie vor Richtung Senkung als Richtung Anhebung geneigt. Insbesondere im Falle einer Wachstumsverlangsamung können wir uns eine Reduzierung der Leitzinsen zum Anfang 2027 vorstellen.

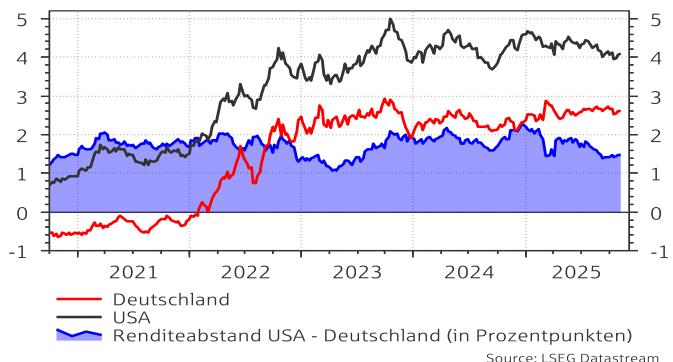
Langfristige Zinsen: Anstiege im Dezember

Aus unterschiedlichen Gründen kam es im Dezember zu einem Anstieg der Zinsen im Euroraum. Ein wichtiger Grund waren die relativ konkreten Aussagen von EZB-Ratsmitglied Isabel Schnabel, deren Stimme unter den Zentralbankern üblicherweise ein großes Gewicht hat. Sie sieht im gegenwärtigen Leitzins von 2 % einen Boden, der zwar zunächst beibehalten werden sollte. Perspektivisch erwarte sie jedoch eher Leitzinserhöhungen. Dies führte zu einem Auspreisen von latenten Erwartungen über weitere Zinssenkungen im Jahr 2026, was sich insbesondere auch an einem Anstieg der Rendite der 2-jährigen Bundesanleihe zeigte. Seit Anfang November legte diese fast 0,2 Prozentpunkte zu. Auch bei längeren Renditen machten sich die indirekten Folgen der Auspreisung der Zinssenkungen in Form von steigenden Renditen bemerkbar. Hinzu kamen globale Faktoren, die die längerfristigen europäischen Renditen mit nach oben zogen. Hier ist vor allem die gestiegene Wahrscheinlichkeit einer Leitzinserhöhung der japanischen Notenbank hervorzuheben. Ein weiterer renditetreibender Faktor bleiben die niederländischen Pensionskassen, die nach der Abkehr vom Prinzip der festen Leistungszusagen einen geringeren Anlagebedarf in langfristigen Staatsanleihen haben werden.

In den USA sorgte die Aussicht auf weniger Zinssenkungen durch die Fed nach der Dezembersitzung für einen leichten Anstieg der längerfristigen Renditen. Hinzu kommt nach wie vor die Ungewissheit über die Nachbesetzung der Position des Notenbankpräsidenten. Belastend wirken zudem nach wie vor fehlende Konjunkturdaten durch den Shutdown. Während schwächere Arbeitsmarkt- und BIP-Wachstumszahlen die Laufzeitprämien eher

senken dürften, könnten steigende Inflationsraten diese tendenziell erhöhen.

Rendite 10-jährige Staatsanleihen (in %)



Source: LSEG Datastream

Insgesamt bewegt sich die Rendite der zehnjährigen deutschen Bundesanleihe in der Nähe unserer Jahresendprognose. Für das nächste Jahr erwarten wir, dass die Rendite noch ein leichtes Aufwärtspotenzial Richtung drei Prozent aufweisen könnte.

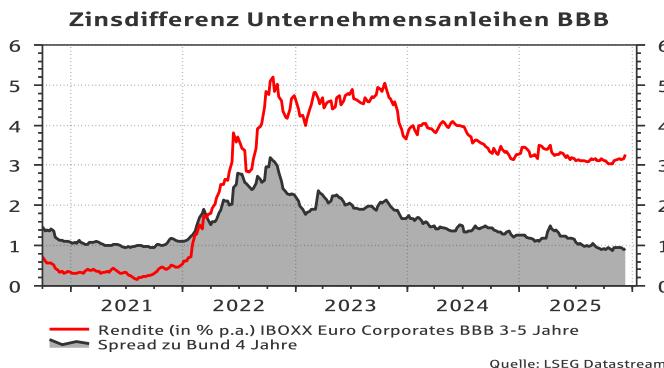
Kreditzinsen: Das lange Ende sichern?

In den vergangenen Wochen war bei den langfristigen Zinsen ein deutlicher Aufwärtstrend zu beobachten. Dies zeigt sich insbesondere an der deutschen Renditekurve, die sich ab einer Laufzeit von zwei Jahren signifikant nach oben verschoben hat. Gerade bei den längerfristigen Renditen hatten wir eine ähnliche Entwicklung erwartet und Kreditnehmern bereits vor mehreren Monaten empfohlen, sich das damalige Zinsniveau zu sichern. Mit Blick auf die Zukunft erwarten wir tendenziell leichte Renditeanstiege, sodass wir unsere Empfehlung zur Sicherung des gegenwärtigen Zinsniveaus auch nach den jüngsten Anstiegen bei den Renditen bekräftigen.

Unternehmensanleihen: Weiterhin attraktiv

Die Renditedifferenz zwischen europäischen Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) mit sehr guter (AAA) bis befriedigender (BBB) Bonität und einer Laufzeit von drei bis fünf Jahren und vierjährigen Bundesanleihen gab seit Mitte November von rund 97 Basispunkten im Dezember zwischenzeitlich auf 90 Basispunkte nach. Sie vergrößerte sich zuletzt wieder leicht. Während sowohl die Renditen von Unternehmens- als auch die der Bundesanleihe in diesem Zeitraum anzogen, war der Anstieg bei letzterer relativ gesehen höher. Damit bleibt die Renditedifferenz auch weiterhin auf einem unterdurchschnittlichen Niveau. Insgesamt blieb die Spread-Entwicklung in den vergangenen Monaten jedoch weitgehend stabil. Die gegenwärtigen Spreads von unter 100 Basispunkten für Unternehmensanleihen mittlerer und guter Qualität reflektieren angesichts solider Bilanzrelationen und zurückhaltender

Investitionspläne insgesamt jedoch ein angemessenes, wenn-
gleich niedriges Niveau.



Ein moderates Wirtschaftswachstum im Euroraum, eine Stabilisierung der Handelskonflikte und Seitwärtsbewegungen der Energiepreise dürften gute Chancen bieten, dass die Risikoaufschläge im kommenden Jahr 2026 stabil bleiben. Entsprechend liegt unsere Prognose für das nächste Jahr bei 95 Basispunkten. Doch auch auf diesem historisch gesehen unterdurchschnittlichen Niveau bleiben Unternehmensanleihen guter bis befriedigender Bonität in unseren Augen attraktiv.

Sonderthema: Abermalige Anleihekäufe der Fed

Im Jahr 2019 wurde das institutionelle Rahmenwerk der Fed offiziell zu einem „System ausreichender Reserven“ (Ample-Reserve-System) geändert. Dabei wird bewusst eine große Menge an Reserven im Bankensystem bereitgestellt. Ein großer Vorteil für die Stabilität des Bankensystems - insbesondere in Krisenzeiten - ist, dass Banken dadurch freiwillig ausreichend Liquidität bereithalten. Denn Reserven werden über den Fed-Zinssatz für Reserven (den IORB-Satz) verzinst, dessen Höhe nahe vergleichbarer Zinssätze auf dem Geldmarkt liegt. Dadurch werden die Geldmarktzinsen „gedeckelt“, da Banken nur wenig Anreiz haben, anderweitig auf dem Geldmarkt aktiv zu werden und ihre Reserven vorzugsweise bei der Fed „parken“. Um eine ausreichende Menge an Reserven sicherzustellen, setzt die Fed vor allem auf Anleihekäufe. Diese landen in der Zentralbankbilanz. Zur Finanzierung der Transaktion schafft die Fed neue Reserven, wodurch die Liquidität im System erhöht wird. Die groß angelegten Wertpapierkäufe in den vergangenen Krisen haben dazu geführt, dass die Reserven deutlich oberhalb von „reichlich“ lagen. Mit diesen Lockerungsmaßnahmen (Quantitative Easing) sollte die Wirtschaft durch den groß angelegten Kauf von Anleihen stimuliert werden. In der Folge gab es einen Überfluss (Abundance) an Reserven. Nicht nur zu wenige, sondern auch zu viele Reserven können problematisch für die Funktionsweise der Geldpolitik sein. Zur Wiederherstellung einer angemessenen Reservemenge hat die Fed in den vergangenen

Jahren daher ihre Zentralbankbilanz „geschrumpft“ (Quantitative Tightening), indem sie Anleihen auf ihrer Bilanz auslaufen ließ. Bereits auf ihrer letzten Sitzung hat die Fed beschlossen, ihre Politik des Abbaus der Bilanz ab Dezember zu beenden. Aus Sicht der Notenbank war der zentrale Grund der mittlerweile vollzogene Übergang von einem Abundance- zu einem Ample-Reserve-Regime. Der genaue Umfang der Zentralbankbilanz, der notwendig ist, um ein Ample-System zu gewährleisten, ist jedoch nicht eindeutig definierbar und unterliegt auch verschiedenen temporären Einflussgrößen wie beispielsweise anstehende Steuerzahlungen und Bilanzoptimierungen bei den Geschäftsbanken (insbesondere zum Jahres- bzw. Quartalsende). Vor diesem Hintergrund kündigte die Notenbank auf ihrer Dezembersitzung an, temporär wieder kurzfristige Staatspapiere im Wert von 40 Mrd. US-Dollar pro Monat zu kaufen. Denn zuletzt war es zeitweise zu leichten Liquiditätsengpässen am Geldmarkt gekommen. Mit Blick auf die Entscheidung der Fed, wieder Anleihen zu kaufen, ist es also wichtig, im Hinterkopf zu behalten, dass es sich hierbei nicht um eine Neuauflage des „außergewöhnlichen“ Quantitative Easing handelt, sondern um eine „normale“ Maßnahme im bestehenden institutionellen Rahmenwerk. Das heißt jedoch nicht, dass es durch das große Ausmaß der Käufe unter Umständen zu Bewegungen auf dem US-Anleihemarkt kommen könnte. Derartige Bewegungen sind jedoch eine zwangsläufig gewollte Konsequenz des definierten institutionellen Rahmenwerks der US-Notenbank.

Fazit

- Die EZB kann auf neutralem Kurs bleiben. Die Fed dürfte ihren Leitzins auf 3,25 - 3,5 Prozent senken, aber nicht mehr.
- Langfristige Renditen sind derzeit auf dem Niveau unserer Prognosen und bergen für 2026 etwas Aufwärtspotenzial – sie könnten also leicht steigen.
- Kreditnehmer sollten grundsätzlich mit dem aktuellen Zinsniveau planen.

Prognosetabelle

	31.12.2024	Aktuell	30.06.2026	31.12.2026
EZB-Hauptrefinanzierungssatz	3,15	2,15	2,15	2,15
EZB-Einlagesatz	3,00	2,00	2,00	2,00
3-Monats-Euribor	2,68	2,08	2,00	2,00
Bundesanleihe 10 Jahre	2,36	2,85	3,00	3,00
USA Fed Funds Rate	4,25 - 4,50	3,50 - 3,75	3,25 - 3,50	3,25 - 3,50
US-Treasuries 10 Jahre	4,16	4,18	4,50	4,25
BBB Bundspread (in Basispunkten)	127	91	95	95

Bitte beachten Sie: Die vergangene Wertentwicklung und Prognosen stellen keinen verlässlichen Indikator für die zukünftige Entwicklung dar.