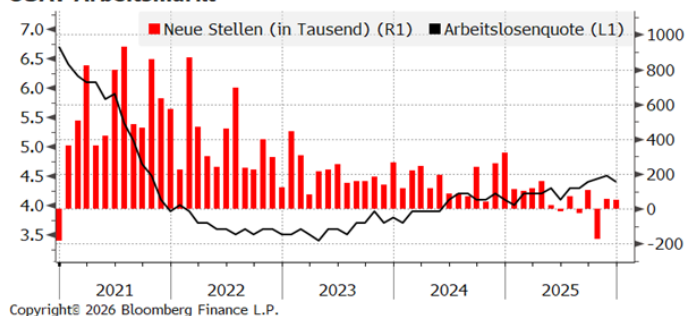


Gewöhnungseffekt an unsichere Geopolitik

US-Notenbank: Powell wehrt sich

Die Zinssenkung der US-Notenbank (Fed) im Dezember war im Grunde eine Absicherungsstrategie in Anbetracht einer äußerst dürrtigen Datenlage. Aufgrund des Shutdowns wurden einige Inflations- und Arbeitsmarktdaten gar nicht veröffentlicht; andere waren löchrig und entsprechend schwer zu interpretieren. Mit dem jüngsten Arbeitsmarktbericht (Berichtsmonat Dezember) gibt es nun wieder ein klareres Bild, wenngleich die kurzfristige Dynamik - aufgrund lückenhafter Vergleiche zum Vormonat - noch immer schwer zu deuten ist. Die Arbeitslosenquote sank auf 4,4 % und der Vormonatswert wurde auf 4,5 % herunterrevidiert, was für diesen Datenpunkt äußerst untypisch ist. Damit bleibt das Bild eines sich langsam abkühlenden Arbeitsmarktes bestehen. Die Zahl der neugeschaffenen Stellen lag mit 50 Tausend etwa auf dem erwarteten Wert. Allerdings wurden die beiden Vormonate um insgesamt 76 Tausend Stellen nach unten korrigiert. Damit festigt sich der Eindruck, dass nur noch 50 bis 100 Tausend Stellen notwendig sind, um den Arbeitsmarkt im Gleichgewicht zu halten. Zuvor waren es noch rund 100 Tausend Stellen mehr pro Monat. Grund dafür dürfte nicht zuletzt die niedrigere Zuwanderung sein. Zudem scheint das robuste Wachstum in den USA ohne Stellenaufbau stattzufinden. Womöglich sind dafür Produktivitätsgewinne aus der KI-Technologie verantwortlich.

USA: Arbeitsmarkt



Des Weiteren wurden nun auch wieder vollständige Inflationsdaten (inklusive Veränderungsrate zum Vormonat) veröffentlicht. So verharrte die Teuerungsrate, die den kompletten Warenkorb umfasst, im Dezember bei 2,7 %. Dies wurde so auch vom Markt erwartet. Die Energiepreise reduzierten sich und wirkten somit Inflationsdämpfend. Insbesondere Heizöl wurde um rechnerisch 1,5 % günstiger angeboten als im Vormonat. Die Kernrate lag mit 2,6 % zum Vorjahresmonat sogar leicht unter der

Konsensschätzung. Ausschlaggeben dafür waren vor allem die Autopreise. Gebrauchtwagen wurden im Dezember um durchschnittlich 1,1 % günstiger im Vergleich zum Vormonat, Neuwagenpreise verharrten auf dem gleichen Niveau. Nahrungsmittel legten im Monatsvergleich dagegen kräftig um 0,7 % zu. Auch die Wohnkosten (shelter) verteuern sich mit 0,4 % wieder stärker. Gerade die beiden letztgenannten Kategorien machen bei der ärmeren Bevölkerungsschicht einen überproportional großen Anteil der Ausgaben aus, so dass diese weiterhin stark mit der Bezahlbarkeit (affordability) alltäglicher Waren und Dienstleistungen zu kämpfen haben. Im Ausblick könnte sich die Inflation aufgrund von Basiseffekten zum Jahresanfang 2026 nun reduzieren und erst wieder zur zweiten Jahreshälfte signifikant zulegen.

Vordergründig würde der etwas nachlassende Inflationsdruck und der leicht abkühlende Arbeitsmarkt der Fed die Möglichkeit für weitere Zinssenkungen eröffnen. Doch stellt sich inzwischen zunehmend die Frage, ob damit tatsächlich das beabsichtigte Ziel erreicht wird. Denn zum einen verteuern sich Güter des täglichen Gebrauchs noch immer überdurchschnittlich. Zum anderen könnten Zinssenkungen in der aktuellen Situation eher Investitionen in KI begünstigen und damit womöglich sogar Jobs kosten statt sie zu schaffen. Unter Abwägung aller Faktoren gehen wir davon aus, dass es in den kommenden Notenbank-Sitzungen noch eine (maximal zwei) Zinssenkungen geben wird. Das Timing dürfte dabei von den Inflationsberichten abhängen, wobei eine Senkung im Januar recht unwahrscheinlich erscheint. Danach dürfte die Fed Funds Rate dann aber erst einmal in der Bandbreite von 3,25 – 3,50 % verharren.

Zuletzt gibt es ein neues Kapitel in der Auseinandersetzung zwischen der US-Administration und der Fed. So stellte das Justizministerium eine gerichtliche Vorladung gegenüber Jerome Powell aus, in der es um angebliche Falschaussagen im Rahmen der Kostenüberschreitung beim Bau bzw. der Renovierung des Notenbankgebäudes geht. Der Fed-Chef wendete sich daraufhin über Soziale Medien an die Öffentlichkeit und machte klar, dass er diese Vorwürfe für politisch motiviert hält. Der US-Regierung passe es nicht, dass die Zinsentscheidungen anhand von Daten und Fakten getroffen würden und sich nicht nach dem Willen des Präsidenten richteten. Dies stellt eine klare Abkehr von der bisherigen Strategie Powells dar, der sich bislang neutral verhielt. Insgesamt ist dies ein beispielloser Vorgang, der noch länger nachwirken könnte. Insgesamt schreitet damit die Politisierung der Geldpolitik und der

Angriff auf die Unabhängigkeit der Notenbank voran. Derweil bleibt ungewiss, wer im Mai als Nachfolger des scheidenden Fed-Chefs kommen wird und wie sich die Dynamik im Offenmarktausschuss entwickelt. Derzeit ist das Gremium tief gespalten und die Bandbreite des Ziel-Leitzinses für Ende 2026 beträgt gemäß Dot Plots fast 200 Basispunkte. Insofern ist die Prognose zur Fed Funds Rate mit relativ hoher Unsicherheit behaftet.

EZB: Neue Projektionen

Bei der Europäischen Zentralbank (EZB) gestaltet sich die Lage deutlich weniger komplex. Die Inflationsrate betrug im Durchschnitt der letzten acht Monate glatte 2,0 %, liegt also genau auf dem Zielniveau der Notenbank. Die Kernrate reduzierte sich leicht auf 2,3 % und zeigt damit den gewünschten Trend. Insofern kann die jüngste Geldpolitik als erfolgreich bewertet werden.

Ganz frei von Herausforderungen ist die Lage aber auch im Euro-Raum nicht. Ein besonderes Augenmerk ist auf die großen Inflationsunterschiede zwischen den Euroländern zu werfen. So lag die Teuerung in Spanien zuletzt bei rund 3 %. In Frankreich gibt es dagegen sogar eine Null vor dem Komma. Während die Geldpolitik für die Iberer entsprechend auch etwas restriktiver sein könnte, würde eine Diskussion über Zinsanhebungen in Frankreich eher auf Unverständnis stoßen. Insofern ist gut nachvollziehbar, dass der Markt derzeit für den Euroraum keine Leitzinsänderungen erwartet. Auch wir rechnen damit, dass die EZB den Einlagesatz in absehbarer Zeit unverändert lassen wird, sofern es keine externen Schocks gibt.

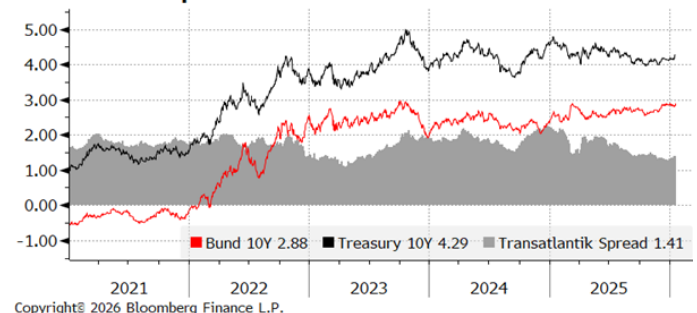
Was die längere Frist angeht, hat die Notenbank in der Dezember-Sitzung ihre neuen Projektionen veröffentlicht, die erstmals auch das Jahr 2028 umfasst. Die neuen Wachstumsprognosen sind nun etwas höher (2026: 1,2 %; 2027 & 2028: 1,4%). Die Inflation könnte demnach im laufenden und im nächsten Jahr das Ziel leicht unterschließen, aber in 2028 wieder genau darauf liegen. Die Absenkung des 2027er Werts und der Anstieg im Folgejahr ist auf das EU-Emissionshandelssystem für Gebäude und Straßenverkehr (ETS2) zurückzuführen. Die Einführung wurde um ein Jahr auf 2028 verschoben. Wenn für diese beiden Sektoren dann CO2-Zertifikate gekauft werden müssen, steigen die Preise für Energie. Der Inflationsseffekt daraus wird auf 0,2 Prozentpunkte geschätzt.

Langfristige Zinsen: auf prognostiziertem Niveau

Der Anleihemarkt scheint inzwischen gegenüber geopolitischen Ereignissen abgestumpft zu sein. Weder die US-Spezialoperation in Venezuela, noch die lauten Drohungen einer Annexion Grönlands oder die Aufstände im Iran führten zu nennenswerten Bewegungen. Statt in unsicheren Zeiten den sicheren Hafen in

Staatsanleihen zu suchen (was zu sinkenden Zinsen führen würde), ist der Kapitalmarkt offensichtlich der ganz nüchternen Meinung, dass diese Ereignisse keinen Einfluss auf die Wirtschaft haben werden. Überraschend ist auch, wie sehr die Videoansprache Jerome Powells den Rentenmarkt kalt ließ. Noch vor einem Jahr hätte es wohl zu Panik und einem Zinssprung geführt, wenn der Chef der wichtigsten Notenbank der Welt die US-Regierung der politischen Einflussnahme bezichtigt hätte. Stattdessen verharrte die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen im letzten Monat auf einem Niveau um 4,15 %. Erst sehr verzögert sprang diese in den letzten Handelstagen um gut 10 Basispunkte nach oben, als jüngst weitere „Strafzölle“ gegenüber sechs europäischen Ländern ins Spiel gebracht wurden und die Lage sich bezüglich Grönlands weiter spitzte. Wobei hier als (Mit-)Ursache auch der Zinsanstieg in Japan nicht auszuschließen ist. Wir gehen davon aus, dass es bis Mitte des Jahres durchaus zu einem weiteren Vertrauensverlust in die US-Staatsfinanzen kommen könnte. Nicht zuletzt steht noch das Urteil der Supreme Courts zur Rechtmäßigkeit der US-Importzölle aus. Insofern können wir uns zur Jahresmitte einen Zinsanstieg auf etwa 4,50 % vorstellen. Zum Jahresende dürfte sich die Lage nach den Mid-Term Elections aber wieder etwas legen und die 10-jährigen US-Treasuries um 4,25 % rentieren.

Transatlantik Spread

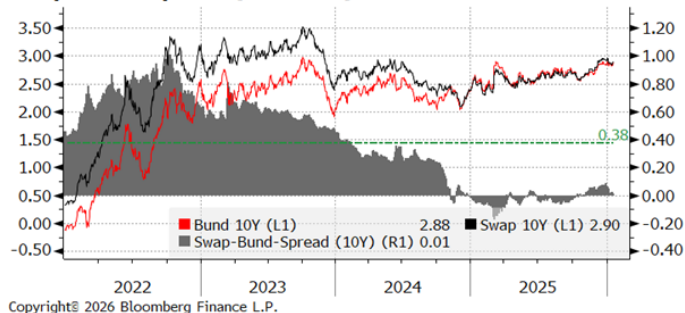


In Deutschland haben wir nach dem kräftigen Zinsanstieg Anfang Dezember nicht mehr allzu viel Bewegung gesehen. Die Bundrendite 10-jähriger Laufzeit oszillierte um 2,85 %. Dies entsprach ziemlich genau unserer Prognose für das Jahresende 2025. Für das laufende Jahr können wir uns noch einen leichten Anstieg auf 3,00 % vorstellen. Zwar reduzierte sich die Inflation zuletzt, doch zeigt sich die Konjunktur inzwischen wieder robuster. Nach zwei Rezessionsjahren gab es im vergangenen Jahr erstmals wieder ein Miniwachstum. Für 2026 rechnen wir, auch aufgrund des Kalendereffekts, mit einem BIP-Anstieg von 1,0 % in Deutschland. Allerdings halten wir Abweichungen auf der Unterseite für wahrscheinlicher als nach oben. Ein Zinsanstieg über 3,15 % ohne exogenen Schock wäre überraschend. Bei einer enttäuschenden Konjunktur wäre ein Rückgang der 10-jährigen Bundrendite um 25 Basispunkte dagegen jederzeit möglich.

Kreditzinsen: auf aktuelles Niveau einstellen

Kreditnehmer sollten mit dem aktuellen Zinsniveau planen. Zwar rechnen wir nicht mit extremen weiteren Steigerungen. Jedoch auch nicht mit stärkeren Rückgängen. Im Euroraum sehen wir die Zinskurve weitgehend am Ziel. Die Differenz zwischen der Swap-Zinskurve, die für die Refinanzierung und damit für die Kreditzinsen relevant ist, und der Bund-Kurve ist seit Herbst 2024 in eine neue Phase eingetreten. Früher war es üblich, dass die Zinssätze der Swaps für alle Laufzeiten oberhalb derer von deutschen Staatsanleihen liegen. In der Laufzeit von 10 Jahren lag dieser sogenannte Spread bei durchschnittlich 38 Basispunkten (Median der letzten 4 Jahre). Seit inzwischen über einem Jahr ist dies aber nicht mehr der Fall und der entsprechende Spread pendelte um 0 Basispunkte. Insbesondere in den Laufzeiten über 10 Jahren liegen die Swap-Zinssätze unter den entsprechenden Bundrenditen. Ursächlich dafür dürften vor allem Bedenken um Rückzahlungen der Staatsschulden in der fernerer Zukunft sein. Sollten die Bund-Zinsen also aufgrund besserer Rückzahlungsaussichten oder einer Flucht in sichere Staatsanleihen sinken, muss sich dies nicht zwangsläufig auch in den Swap-Zinsen - und damit auch nicht automatisch in den Kreditzinsen - widerspiegeln.

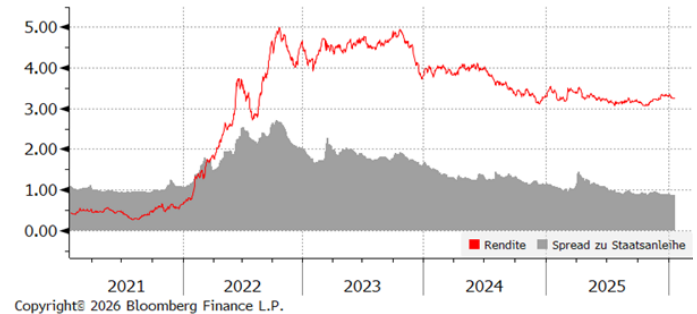
Swap-Bund-Spread (10 Jahre)



Unternehmensanleihen: mittel attraktiv

Aufgrund einer technisch bedingten Umstellung betrachten wir für die Bewertung der Attraktivität von Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) nicht mehr den iBoxx Euro Corporates BBB 3-5 Jahre, sondern von nun an den Bloomberg Index (Euro Aggregate Corporate BAA). An den Laufzeiten und am grundsätzlichen Bild ändert sich dadurch nichts. Allerdings wird bei der Ermittlung der Renditedifferenz dadurch nicht mehr die Bundesanleihe herangezogen, sondern ein gewichteter Zins der Euroländer. Damit liegt der Vergleichszins der Staatsanleihen etwas höher und die Renditedifferenz rund 5 Basispunkte tiefer als in unserer bisherigen Darstellung: zuletzt 87 statt 92 Basispunkte.

Zinsdifferenz Unternehmensanleihen



Grundsätzlich ist der Risikoaufschlag für Unternehmensanleihen mit knapp 90 Basispunkten vergleichsweise niedrig und daher vermeintlich unattraktiv. Allerdings reflektiert dies auch die soliden Bilanzrelationen und zurückhaltende Investitionspläne. Zudem bleibt festzuhalten, dass man bei Unternehmen mit durchschnittlicher Bonität (Baa3 bis Baa1) noch immer fast ein Prozentpunkt mehr Zinsen erhält als bei Staatsanleihen gleicher Laufzeit, was vergleichsweise attraktiv erscheint solange die Wirtschaft nicht in eine Schieflage gerät.

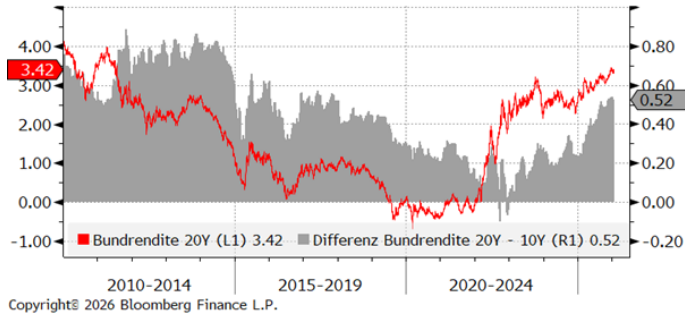
Die sich stabilisierende Konjunkturlage in Deutschland und zureichende Aussichten im Euroraum sprechen dafür, dass die Risikoaufschläge in diesem Jahr stabil bleiben dürften. Sofern es keine exogenen Schocks gibt, sehen wir keine großen Impulse in die eine oder andere Richtung. Entsprechend liegt unsere Prognose für das Jahresende bei 90 Basispunkten. Insofern bleiben Unternehmensanleihen ein fester Bestandteil der Renten-Anlage, ohne dass sie sich aufgrund erhöhter Attraktivität besonders hervortun würden.

Sonderthema: Niederländische Pensionskassenreform

Die Niederlande haben mit einem Volumen von rund 1,8 Bio. EUR das mit Abstand größte kapitalgedeckte Altersvorsorgesystem im Euroraum. Laut EZB macht es über die Hälfte des Gesamtvolumens aller Altersvorsorgegelder aus. Etwa 300 Mrd. EUR davon stecken in europäischen Staatsanleihen. Die Pensionskassenreform wurde über Jahre vorbereitet und nun befindet sich das Rentensystem in einer fundamentalen Restrukturierung. So basierte das System bisher auf festen Leistungszusagen. Um diese Zusagen garantieren zu können mussten langlaufende Anleihen und/oder langfristige Swap-Zinsabsicherungen gekauft werden. In Zukunft wird es ein beitragsorientiertes Modell geben, in dem die Rentenzahlung nicht mehr garantiert ist, sondern individuell aus dem aufgebauten Kapital abgeleitet wird. Dies gibt den Fonds deutlich mehr Freiheit in der Anlage. Was den Zeithorizont angeht erfolgt die Systemumstellung gestaffelt. Die ersten drei Pensionskassen machten bereits zum 1. Januar 2025 den Anfang. Die gesetzliche

Übergangsfrist läuft noch bis zum 1. Januar 2028. Ein erheblicher Teil der Vermögenswerte wird in den Jahren 2026 und 2027 überführt. Zum jetzigen Jahresbeginn sollen Vermögenswerte in Höhe von rund 550 Mrd. EUR überführt worden sein. Zum nächsten Jahreswechsel sind 900 Mrd. EUR vorgesehen.

Steilheit Bund-Zinskurve



Es ist zu erwarten, dass die Nachfrage nach (ultra-)langlaufenden Euro-Staatsanleihen sinken wird, da substantielle Anteile davon in risikoreichere Anlageklassen verschoben werden dürften. Dies hätte eine Versteilerung der Zinskurve zwischen 10 und 30 Jahren zur Folge. Es stellt sich jedoch die Frage, wann es zu einer größeren Bewegung kommt und wie viel davon vom Markt bereits antizipiert, also vorweggenommen wurde. Tatsächlich befanden sich die Zinsen 20- und 30-jähriger Bundesanleihen mit über 3,40 % bzw. 3,50 % zu Jahresbeginn bereits auf den höchsten Niveaus seit fast 15 Jahren. Auch ist nicht auszuschließen, dass Emittenten auf die veränderte Nachfrage reagieren und die Laufzeit angebotener Anleihen reduzieren. Diese Laufzeitverkürzung würde eine noch größere Verantwortung für die kurzfristigen Zinsen und damit für die Zentralbanken bedeuten. Für das laufende Jahr gehen wir davon aus, dass sich die Differenz zwischen 20- und 10-jährigen Bundrenditen bei rund 60 Basispunkten einpendeln dürften.

Fazit

- EZB bleibt bei neutraler Geldpolitik. Fed noch mit einer Zinssenkung, sofern Dynamik im Offenmarktausschuss nicht dreht und politischem Druck nicht nachgegeben wird.
- Langfristige Renditen derzeit auf Niveau unserer Prognosen. Nur noch leichtes Steigerungspotential für Zinsen in 2026.
- Kreditnehmer sollten grundsätzlich mit dem aktuellen Zinsniveau planen.

Prognosetabelle

	31.12.2025	Aktuell	30.06.2026	31.12.2026
EZB-Hauptrefinanzierungssatz	2,15	2,15	2,15	2,15
EZB-Einlagesatz	2,00	2,00	2,00	2,00
3-Monats-Euribor	2,02	2,08	2,00	2,00
Bundesanleihe 10 Jahre	2,86	2,85	3,00	3,00
USA Fed Funds Rate	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75	3,25 - 3,50	3,25 - 3,50
US-Treasuries 10 Jahre	4,15	4,22	4,50	4,25
BBB Eurospread (in Basispunkten)	89	87	90	90

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