

Notenbanken warten ab

US-Notenbank: Abwarten, Nachfolge geklärt

Wie erwartet hat die US-Notenbank die Leitzinsen bei ihrer Januar-Sitzung unverändert gelassen. Nach der Senkung im Dezember, die als eine Absicherungsstrategie in Anbetracht einer äußerst dürrftigen Datenlage interpretiert wurde, sprach viel für unveränderte Leitzinsen.

Die Wirtschaftsentwicklung in den USA verlief zuletzt recht robust. So überraschte zum Beispiel der Anfang Februar veröffentlichte Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe (ISM Manufacturing PMI) mit einem Januar-Wert von 52,6, deutlich über der Wachstumsschwelle von 50, die Marktteilnehmer. Auch der Arbeitsmarktbericht für Januar fiel mit einem erheblich stärkeren Beschäftigungsaufbau (+130.000 Nonfarm-Payrolls vs. 70.000 erwartet und 48.000 im Dezember) und einer erneut (auf 4,3 %) rückläufigen Arbeitslosenquote stärker aus.

Trotz dieser Dynamik fielen die Inflationsdaten moderat aus: Die Teuerungsrate für den kompletten Warenkorb lag im Januar mit 2,4 Prozent deutlich unter dem Dezember-Wert (2,7 %). Entlastend wirkten sich niedrigere Energiekosten aus. Die Kerninflationsrate verharrte trotz Belastungen durch die höheren Zölle bei 2,5 Prozent. Damit bleiben die Hoffnungen bestehen, dass die Inflationsrate sich auch in einem robusten Wirtschaftsumfeld dem Zielwert weiter annähern kann, so dass Leitzinssenkungen möglich werden.

Die ungeklärte Frage der Nachfolge von Notenbankpräsident Powell sorgte lange für Ungewissheit. Die bisherigen Versuche des US-Präsidenten, ungeachtet der Datenlage Druck auf die Notenbank mit dem Ziel niedrigerer Zinsen auszuüben, hatten zuletzt steigende Befürchtungen ausgelöst, die Notenbank könnte zukünftig faktisch die Kontrolle über die Geldpolitik verlieren. Zwischenzeitliche Notierungen oberhalb von 1,20 US-Dollar für einen Euro deuteten in diese Richtung.

Ende Januar nominierte Donald Trump Kevin Warsh als Wunschnachfolger. Dies scheint eine geschickte Wahl des US-Präsidenten zu sein, denn Kevin Warsh steht mit seinem Hintergrund (er war bereits von 2006 bis 2011 Fed Governor, hat Erfahrungen als Wirtschaftsberater von US-Präsident W. Bush, im Investmentbanking und in der Wissenschaft) für einen differenzierten Ansatz: So war er während der großen Finanzkrise 2008 maßgeblich an den Rettungsmaßnahmen beteiligt, propagiert aber andererseits auch eine Verkürzung der Bilanzsumme der Fed. Er hatte zuletzt aber auch erklärt, Zinssenkungen gegenüber offen zu sein. Kevin Warsh

scheint aber ausweislich der Marktreaktionen nicht als Verfechter einer grundsätzlich eher lockeren Geldpolitik („Geldpolitische Taube“) wahrgenommen zu werden.

Wir gehen weiter davon aus, dass der leicht nachlassende Inflationsdruck es der US-Notenbank ermöglichen wird, ihren Leitzins in diesem Jahr in zwei 0,25-Prozent-Schritte auf 2,75 - 3,00 Prozent zu senken. Ein erster Schritt sollte dabei im ersten Halbjahr erfolgen, der zweite dann erst gegen Jahresende.

EZB: Stabilität

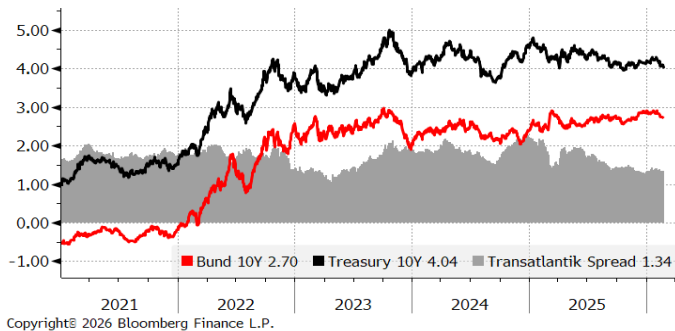
Bei der Europäischen Zentralbank (EZB) gestaltet sich die Lage weniger komplex. Die Inflationsrate lag im Januar beeinflusst von niedrigeren Energiekosten bei 1,7 Prozent. Im Durchschnitt der letzten neun Monate lag der Wert bei knapp 2,0 Prozent und somit genau auf dem Zielniveau der Notenbank. Die Kernrate lag im Januar 2026 mit 2,2 Prozent nicht mehr wesentlich über der Zielmarke. Im Vormonat hatte der Wert noch bei 2,3 Prozent gelegen. Damit kann die EZB ihren bisherigen geldpolitischen Kurs als Erfolg verbuchen. Veränderungen einer Politik der „ruhigen Hand“ drängen sich nicht auf. Die Entscheidung der EZB, die Leitzinsen Anfang Februar unverändert zu lassen, war daher wenig überraschend.

Wir gehen davon aus, dass aufgrund der hohen Unterschiede, der durch geopolitische Einflüsse geprägten ökonomischen Unsicherheiten sowie der Tatsache, dass die im Dezember 2025 veröffentlichten Prognosen der EZB ein leichtes Untertauchen unter den Zielwert markieren, die Diskussion um mögliche Zinsschritte nach unten erhalten bleibt. Auch wenn wir nicht ausschließen, dass es 2027 einen Zinsschritt nach unten geben könnte, gehen wir für 2026 nicht davon aus. Die jüngsten Spekulationen um eine vorzeitige Regelung der Amtsnachfolge von Christine Lagarde sprechen ebenfalls eher dafür, dass die EZB 2026 keine Veränderung der Leitzinsen vornimmt, um nicht noch mehr Unruhe zu verursachen.

Langfristige Zinsen: Auf prognostiziertem Niveau

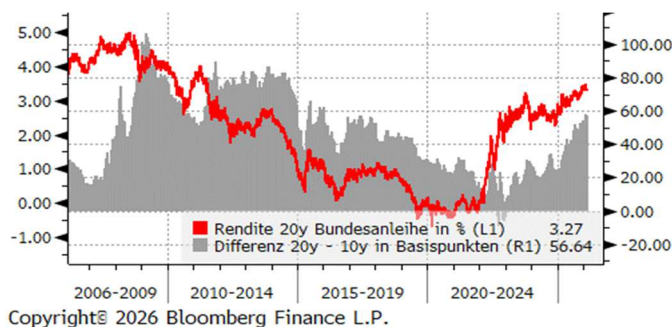
An den Anleihemärkten setzte sich die recht schwankungsarme Phase in den vergangenen Wochen fort, wobei die Renditen insgesamt leicht rückläufig waren. Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe gab gut 20 Basispunkte ab und lag zuletzt bei Werten um 4,04 Prozent. Mit zunehmenden Unsicherheiten insbesondere der Haushalts- und Zollpolitik, sowie dem Heranrücken an die wichtigen Mid-Term-Elections können wir uns im Jahresverlauf einen Zinsanstieg auf etwa 4,50 Prozent vorstellen.

Transatlantik Spread



Bei der Bund-Rendite hat es zuletzt ebenfalls eine leichte Abwärtsbewegung gegeben. Mit Werten knapp unter 2,75 Prozent liegt die Rendite noch etwas unter unserer Jahresendprognose von 3,00 Prozent. Wir erwarten im weiteren Jahresverlauf neben Ausstrahlungseffekten höherer US-Renditen auch etwas freundlichere Konjunkturaussichten. So haben sich wichtige Frühindikatoren deutlich belebt. Für 2026 rechnen wir, auch aufgrund des Kalendereffekts, mit einem BIP-Anstieg von 1,0 Prozent in Deutschland.

Steilheit Bund-Zinskurve



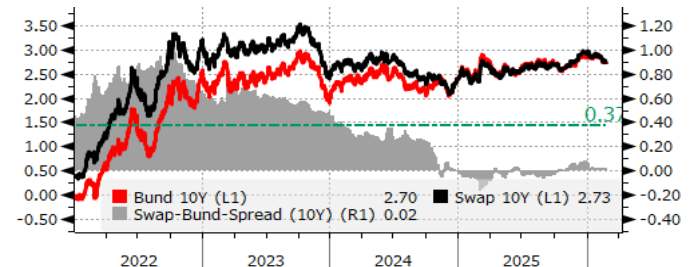
Auf der Oberseite sehen wir im Jahresverlauf einen Wert von 3,15 Prozent als Grenze an. Die Zinsstrukturkurve weist derzeit bereits eine recht starke Steilheit auf, was typisch für Aufschwungphasen ist. Eine solche Form der Zinsstrukturkurve steigert den Roll-down-Effekt und vermehrt damit den Gesamtertrag, macht Anleihen über den Kupon hinaus attraktiver.

Kreditzinsen: Auf aktuelles Niveau einstellen

Das derzeitige Zinsniveau dürfte für Kreditnehmer ein recht attraktives Einstiegsniveau sein, da wir bei längeren Laufzeiten mit einem - wenn auch sehr überschaubaren - leichten Anstieg rechnen. Zu beachten ist mit Blick auf die häufig als Vergleichsmaßstab genommenen Bund-Renditen, dass für Kreditkonditionen die Swap-Sätze die relevante Anknüpfungsgröße sind. Die Swap-Sätze lagen noch bis vor einiger Zeit immer deutlich über den Bund-Renditen. Zuletzt haben sich diese Aufschläge aber im Zuge wachsender Sorgen über die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen erheblich eingeeengt. Diese Entwicklung muss sich aber nicht unbedingt

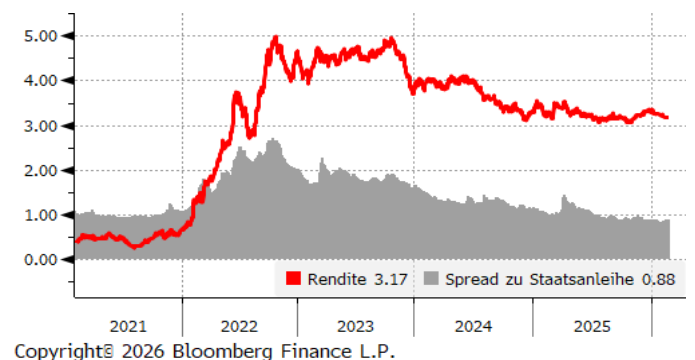
fortsetzen, so dass Kreditzinsen auch bei unveränderten Bund-Renditen steigen können. Dies könnte in einem Szenario passieren, in dem Staatsanleihen wieder stärker gefragt sind.

Swap-Bund-Spread (10 Jahre)



Bei den Risikoaufschlägen für Unternehmensanleihen hat sich wenig getan: Mit einem Wert von 88 Basispunkten lag der Bloomberg Index (Euro Aggregate Corporate BAA) auf einem fast identischen Niveau wie einen Monat zuvor. Eine robuste Konjunktur, gesunde Bilanzrelationen und eine hohe Nachfrage sorgen dafür, dass die Spreads auf moderatem Niveau verharren.

Zinsdifferenz Unternehmensanleihen



Auch wenn der Risikoaufschlag für Unternehmensanleihen mit knapp 90 Basispunkten aktuell vergleichsweise niedrig erscheint, darf nicht vergessen werden, dass mit befriedigender Qualität fast ein Prozent jährlicher Mehrertrag gegenüber Bundesanleihen möglich ist. Insgesamt ist absehbar, dass 2026 eher der Carry im Vordergrund stehen sollte und nicht die Hoffnung auf Kursgewinne.

Insgesamt bleiben Investmentgrade-Unternehmensanleihen ein essentieller Bestandteil eines diversifizierten Portfolios. Wir gehen vor dem Hintergrund einer sich belebender Konjunktur davon aus, dass die Risikoaufschläge in diesem Jahr stabil bleiben dürfen. Sofern es keine exogenen Schocks gibt, sehen wir keine größeren 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 Japan

Mit einem Volumen von 1.342 Billionen Yen, umgerechnet etwa 7,5 Billionen Euro, weist Japan einen enormen Schuldenberg auf, der rund 230 Prozent der jährlichen Wirtschaftsleistung (BIP) entspricht. Nachdem die japanische Notenbank das Prinzip der Kontrolle der Zinskurve im Zuge einer stärkeren Inflationsbekämpfung aufgegeben hat und auch die Notenbankzinsen aufwärts gerichtet sind, haben die Renditen langlaufender Staatsanleihen deutlich zugelegt. Mit 2,1 Prozent liegt die Rendite der zehnjährigen Staatsanleihe auf Niveaus, wie sie seit Ende der 1990er-Jahre nicht mehr gesehen wurden. 30- bis 40-jährige Papiere erreichten zuletzt Renditen zwischen 3,4 und 4,0 Prozent.

Die japanische Ministerpräsidentin Takaichi hatte die jüngsten Neuwahlen des Parlaments Anfang Februar, bei der ihre Partei signifikant zulegen konnte, zur Abstimmung über ihr Wirtschaftsprogramm deklariert. Trotz hoher Staatsschulden will die Wahlsiegerin die Staatsausgaben erheblich ausweiten und Steuern senken.

Eine derartige Politik könnte die Renditen langlaufender japanischer Staatsanleihen weiter nach oben treiben. Andererseits beginnt das absolute Niveau japanische Staatsanleihen wieder interessanter für internationale Investoren zu machen, insbesondere vor dem Hintergrund der derzeitigen Yen-Schwäche. Japanische Staatsanleihen werden ganz überwiegend (ca. 93 %) von Japanern selbst gehalten, rund die Hälfte des Bestandes liegt bei der Notenbank.

Auch japanische Privatanleger sind mit lediglich rund 2 Prozent des Volumens unterdurchschnittlich investiert. Insofern gibt es durchaus „neue“ Käufergruppen, so dass es nicht zu einem weiteren Anstieg der Renditen kommen muss. Ferner dürften traditionelle Auslandsanlagen für japanische Investoren aufgrund weniger attraktiver Rahmenbedingungen (Zinsrückgang im Ausland, perspektivisch wieder stärkerer Yen mit höheren Notenbankzinsen und belebtem Wirtschaftswachstum) weniger attraktiv wirken.

Fazit

- Beide großen Notenbanken haben zuletzt die Notenbankzinsen unverändert gelassen.
- Langfristige Renditen derzeit auf Niveau unserer Prognosen. Nur noch leichtes Steigerungspotenzial 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	2,04	2,00	2,00
Bundesanleihe 10 Jahre	2,86	2,70	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	4,03	4,50	4,25
BBB Eurospread (in Basispunkten)	89	88	90	90

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