

Sorgen um Frankreich

Inflationsentwicklung

Die Inflation in den Euroländern zog im September nochmal überraschend stark an. Der größte Sprung war mit 0,8 Prozentpunkten in Frankreich zu verzeichnen: von 2,6 % auf 3,4 % (erwartet wurden 3,1 %). Auch in Deutschland waren es 3,3 % statt der vom Konsens prognostizierten 3,0 % (Vormonatwert: 2,9 %). Im Euro-Raum als Ganzes wurde eine Inflationsrate von 3,8 % (Vormonatwert: 3,2 %) ermittelt. Damit droht die Teuerung im Gesamtjahr 2026 nun doch die 3-%-Marke zu knacken. Wichtig ist jedoch auch zu beachten, dass der jüngste Preisschub fast ausschließlich aus der Energiekomponente kam. Die Kerninflationsrate blieb in Deutschland mit 2,4 % unverändert und nahm im Euroraum nur um 0,1 Prozentpunkte auf 2,5 % zu. Der Energiepreisschock führt also nach wie vor noch nicht zu Zweitrundeneffekten.

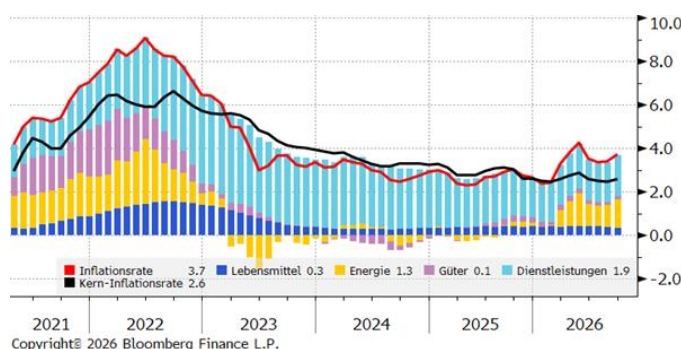
Die Entwicklungen im Persischen Golf spielen weiterhin die zentrale Rolle. Abhängig davon, ob sich gerade eine Annäherung zwischen Iran und USA abzeichnet, eine Verschärfung droht, die Ost-West-Pipeline beschädigt oder repariert wurde oder wie die Tanker-Durchfahrten durch die Straße von Hormus geschätzt werden, verändert sich der Rohölpreis teilweise binnen Stunden dramatisch. Dabei fungieren die Ölnotierungen inzwischen als Seismograph, der bei einem Preis unter 80 US-Dollar pro Barrel für Entspannung steht, bei einem Preis über 100 US-Dollar für akuten Stress und im Bereich dazwischen für eine Gratwanderung unter Verunsicherung. Außerdem muss berücksichtigt werden, dass aufgrund knapper Raffineriekapazitäten die Kosten für Diesel, Kerosin und sonstige Ölderivate überproportional gestiegen sind. Zudem sind die Gaspreise in Europa inzwischen auf höheren Niveaus als zu Beginn der Eskalation. Grund für die Diskrepanz zum signifikant niedrigeren Preis in den USA sind limitierte Verflüssigungs- und Exportkapazitäten jenseits des Atlantiks.

In den USA wurde die PCE-Teuerungsrate umfassend revidiert. So wurden die Werte rückwirkend bis Anfang 2021 angepasst, indem z.B. die Kosten für Portfolio-Management-Gebühren und Softwarepreise einer neuen Berechnungsmethode folgen. Die bisherige Ermittlung der Preise für Vermögensverwaltungsdienstleistungen war extrem anfällig für die Dynamik der Aktienmärkte, da höhere Kurse automatisch die „Assets under Management“ und damit die berechneten Gebühren nach oben trieben. Die neue Methode glättet diese Börsen-Volatilität rückwirkend aus. Tendenziell sind die Revisionen kleiner, je weiter man in die Vergangenheit geht – die Veränderungen verhalten sich also wie ein Keil. So

wurden die jüngsten Werte um 0,3 Prozentpunkte nach unten revidiert. Im Juli lag die Core-PCE-Rate nun bei 3,0 % statt 3,3 %. Entsprechend ist der jüngste Wert von 3,0 % im August (prognostiziert wurden 3,3 %) als Seitwärtsbewegung zu bewerten.

Die Inflation gemäß Verbraucherpreisindex (VPI) stieg in den USA im September auf 3,7 % an. Seit dem Beginn des Iran-Kriegs liegt der Durchschnitt bei etwa 3,6 %. Die Kernrate legte in den Frühlingsmonaten kräftig zu, zeigte danach aber einen rückläufigen Trend. Im August wurde mit 2,4 % ein Wert erreicht wie seit Beginn des Inflationsschubs im April 2021 nicht mehr. Selbst in der Vor-Corona-Phase erreichte sie teilweise diesen Wert, so zum Beispiel im September 2019 oder Juli 2018. In der jüngsten Publikation (für September 2026) kletterte die Kernrate auf 2,6 %. Insbesondere die Wohnkosten (shelter) stiegen wieder stärker als in den Vormonaten. Auch in den kommenden Berichten könnte es aufgrund von Basiseffekten nochmal ein Stück nach oben gehen. Insgesamt zeigt sich, dass die Teuerung aufgrund des Energiepreisschocks weiterhin deutlich über dem angepeilten Niveau von 2 % liegt. Abseits dessen ist die Zielverfehlung zwar ebenfalls vorhanden, aber nicht so enorm.

USA: VPI Inflationsrate mit Beitrag der Komponenten, in Prozent



Sollte sich die Lage um die Straße von Hormus und damit auf dem Ölmarkt entspannen, könnte die Gesamtinflation schnell abnehmen und im Frühjahr sogar unter die Zielmarke von 2 % fallen. Bisher gibt es jedoch keine Entspannungssignale vom Persischen Golf, weshalb wir uns solange auf erhöhte Teuerungsraten einstellen müssen.

Geldpolitik der Fed

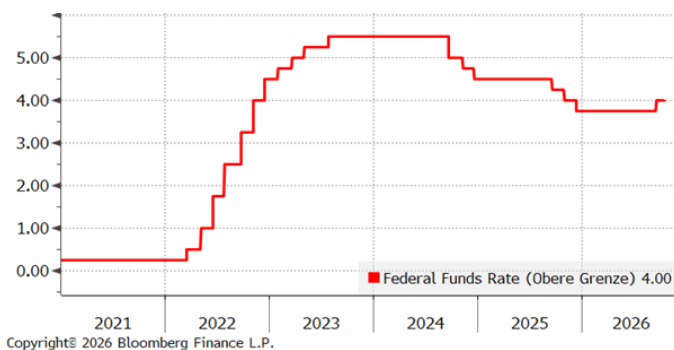
Der Chef der US-Notenbank Federal Reserve (Fed) Kevin Warsh hat seinen vielen Worten, in denen er die Preisstabilität als wichtigstes Ziel der Fed hervorgehoben hat, endlich auch Taten folgen

lassen. In der September-Sitzung entschied sich der Offenmarktausschuss einheitlich für eine Anhebung des Leitzinsbandes auf 3,75 bis 4,00 %. Aus unserer Sicht war dies primär ein „credibility hike“, also ein Zinsschritt zur Wiederherstellung der Glaubwürdigkeit. Es wurde das Zeichen gesendet, dass die Notenbank unabhängig ist und auch gegen den Willen des US-Präsidenten die Geldpolitik strafft. Zudem ist damit klar, dass es absehbar keine Senkungen geben wird - dies war noch bis Anfang Mai die implizite Markterwartung.

Zwischenzeitlich hatten sich die Annahmen so weit gedreht, dass bis Mitte 2027 sogar ein Leitzins von über 4,8 % erwartet wurde (was insgesamt 5 Zinsanhebungen binnen 10 Monaten entsprechen würde). Mit der Veröffentlichung des schwachen Arbeitsmarktberichts Anfang Oktober reduzierte sich dies aber auf 4,6 % (was aber nach wie vor 3 weiteren Zinsschritten entspricht). Zuletzt wurden nur 29 Tausend neue Stellen geschaffen, der Konsens lag bei 100 Tausend. Zusätzlich wurden die beiden Vormonate um insgesamt 60 Tausend nach unten revidiert und die Arbeitslosenquote stieg leicht auf 4,2 % an.

Für die Sitzung Ende Oktober erwarten wir keine Änderung des Leitzinses. So knapp vor den Midterm-Wahlen könnte dies als Affront und politische Einflussnahme gewertet werden. Zudem wären zwei Anhebungen in zwei direkt aufeinanderfolgenden Sitzungen im aktuellen ökonomischen Umfeld ungewöhnlich. Spannend wird daher vor allem die Entscheidung im Dezember. Für die Notenbank gilt es dann zu beurteilen, ob die Inflation weiterhin primär aus der Energiekomponente kommt und Zweitrundeneffekte gering ausfallen. Auch dürfte vortrefflich darüber gestritten werden, wie mit den revidierten PCE-Daten umzugehen ist. Einerseits hat sich an der defacto Situation und am Trend nichts geändert. Allerdings ist das Ausgangsniveau mit 0,3 Prozentpunkten weniger signifikant tiefer. Zu guter Letzt wird auch die Lage am Arbeitsmarkt zu bewerten sein.

Leitzins USA (Federal Funds Rate)



Bis Dezember kann sich die Datenlage noch deutlich verändern und die Situation im Nahen Osten verschärfen. Bleibt dagegen vorerst alles so wie jetzt, sehen wir jedoch nicht zwangsläufig die Notwendigkeit für weitere Zinsanhebungen – zumindest nicht für

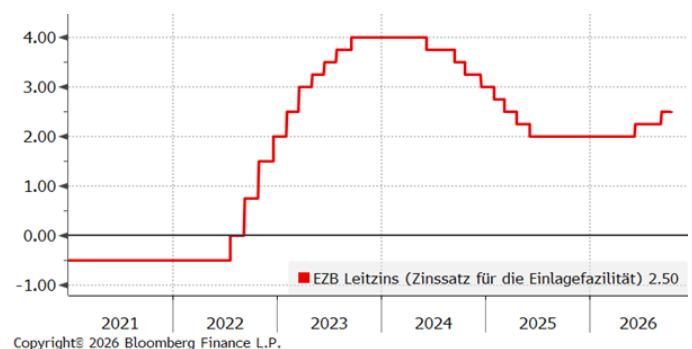
so viele, wie es der Markt derzeit erwartet. Die Kerninflation befindet sich auf einem erhöhten, aber erträglichen Niveau und eine restriktive Geldpolitik kann den Angebotsschock von den Energiemärkten nicht unmittelbar heilen. Das wichtigste Signal, nämlich die Unabhängigkeit der Notenbank zu demonstrieren, ist erfolgt.

Geldpolitik der EZB

Die Europäische Zentralbank (EZB) hat im September eine weitere Leitzinsanhebung beschlossen. Damit liegt der Einlagesatz nun bei 2,50 %. Begründet wurde dies mit dem anhaltenden Konflikt im Nahen Osten, der Inflationsdruck erzeugt und einer Teuerung die weiterhin deutlich über den Zielniveau liegt. Gleichzeitig wurden die neuen Projektionen veröffentlicht. Die Wachstumsprognosen für 2026 und 2027 wurden leicht nach oben genommen. Bei der Inflation blieb die Projektion für 2026 unverändert bei 3,0 % und für 2027 wurde sie auf 2,5 % angehoben (zuvor: 2,3 %). In der Pressekonferenz sagte Lagarde, dass derzeit noch keine Zweitrundeneffekte zu sehen seien, betonte aber auch, dass der Ausblick von hoher Unsicherheit geprägt sei.

In Anbetracht der stark gestiegenen Renditen seit Ende August betonte sowohl die EZB-Präsidentin als auch der EZB-Chefvolkswirt Lane, dass die hohen langfristigen Zinsen bremsend auf die Konjunktur wirken. Dies könnte bedeuten, dass weitere Leitzinsanhebungen nicht zwingend erforderlich sind. Dafür würde auch sprechen, dass die langfristigen Inflationserwartungen (5Y5Y) nach wie vor fest verankert sind. Die marktimpliziten Erwartungen an die Zinspolitik sind seit Ende September um rund 25 Basispunkte gefallen und stehen nun bei rund 2,5 weiteren Anhebungen bis Mitte 2027. Wir prognostizieren dagegen lediglich einen weiteren Zinsschritt und sehen bei einem Einlagesatz von 2,75 % dann das Ende des aktuellen Zyklus erreicht - sofern kein erneuter exogener Schock eintritt.

Leitzins EZB (Einlagesatz)



Für eine sanftere Gangart spricht neben den gestiegenen Langfrist-Renditen aus unserer Sicht auch der Fakt, dass es sich nach wie vor um einen Angebotsschock handelt. Die EZB kann kein Öl drucken um damit direkt die Preise zu reduzieren. Sie kann nur durch ein Abbremsen der Konjunktur die Ausweitung auf weitere

Preiskomponenten abfedern. Bislang sind solche Zweitrundeneffekte aber nicht sichtbar. Zudem hat die Notenbank die Herausforderung mit den gestiegenen Differenzen innerhalb des Euroraums umzugehen. So beträgt die Diskrepanz bei der Inflation der fünf größten Euroländer inzwischen 2 Prozentpunkte (Spanien 5,0 % und Niederlande 3,0 %). Dies macht die Arbeit für die Währungshüter nicht einfacher.

Längerfristige Renditen

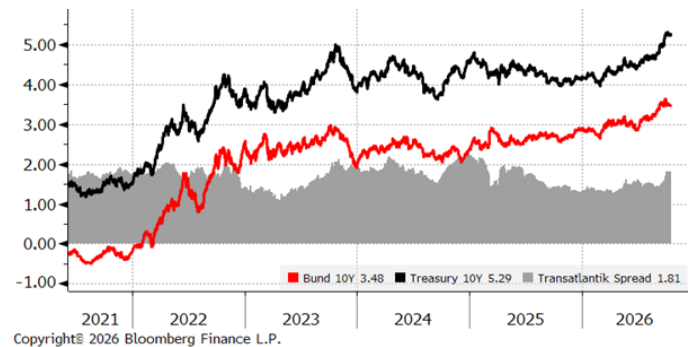
Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen ist von Ende Juni bis Ende September um 0,8 Prozentpunkte nach oben geschossen. Mit 3,65 % wurde in der Spitze ein Niveau erreicht, das man zuletzt 2009 gesehen hat. In den USA muss man bei der gleichen Laufzeit sogar bis 2002 zurückgehen, um den jüngsten Höchstwert von 5,36 % wiederzufinden. Zuletzt haben sich die Renditen wieder etwas reduziert, doch ist solch ein rascher und starker Anstieg schon außergewöhnlich. Wo liegen also die Ursachen dafür?

Aus der VWL gibt es mit der „ACM-Decomposition“ (Adrian-Crump-Moench) ein Modell, um den Renditeanstieg in zwei Komponenten zu zerlegen. Erstens, die Kurzfristkomponente, die den Durchschnitt der erwarteten zukünftigen kurzfristigen Zinssätze über die Laufzeit der Anleihe darstellt. Sie fasst also die Erwartungen an die Leitzinspolitik zusammen. Einflussfaktoren dafür sind insbesondere Konjunktur- und Inflationsindikatoren. Diese stellen ja letztlich die Grundlage für die Geldpolitik dar. Und zweitens, die Laufzeitprämie, die als Restgröße alles andere auffängt. Hierzu zählt vor allem die Kompensation für Risiken und Unsicherheit, aber auch der Einfluss durch Angebot und Nachfrage auf dem Anleihemarkt. Gemäß diesem Modell ist der Renditeanstieg bei 10-jähriger Laufzeit seit Ende Juni in Deutschland zu rund 3/4 auf die kurzfristige Komponente zurückzuführen und nur zu 1/4 auf die Laufzeitprämie. In den USA ist die Verteilung ähnlich.

Das heißt, die Verunsicherung durch die geopolitische Lage, durch das Gegenspiel zwischen Federal Reserve und US-Finanzministerium als auch durch die zunehmende Staatsverschuldung spielten die kleinere Rolle. Entscheidender waren dem Modell zufolge zuletzt die unmittelbaren Einflussfaktoren auf die Geldpolitik. Das heißt, die Inflations- und Konjunkturdaten. Erstere sind aktuell primär durch die Energiepreise geprägt, hier spielt der Irankonflikt also doch wieder eine Rolle - nur eben über die Inflation und nicht die Verunsicherung. Überraschender ist aber eher die Erkenntnis, dass auch das Wachstum eine zunehmende Rolle gespielt haben könnte. So konnte Deutschland zuletzt drei Quartale mit positiven BIP-Veränderungsraten verzeichnen und die Wachstumsprognosen für 2026 und 2027 wurden von fast allen Ökonomen auf über 1 % angehoben. In den USA wurde das zweite Quartal kräftig nach oben revidiert und das Prognosemodell der Atlanta Fed (GDPNow) sagt für das dritte Quartal einen Wert von annualisiert 3,6 % voraus. Damit dürfte das diesjährige Wachstum näher an 2,5 % als

2,0 % rücken. Insofern ist der jüngste Renditeanstieg nicht (nur) auf negative Ereignisse und einen „Abverkauf“ von Anleihen zurückzuführen [eine wichtige Ausnahme davon stellt Frankreich dar, dazu mehr im Sonderthema].

Transatlantik Spread



Aufgrund der geänderten Rahmenbedingungen heben wir unsere Prognose für die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen auf 3,35 % und für 10-jährige US-Staatsanleihen auf 4,90 % an. Warum bleiben wir damit unter den beobachteten Höchstwerten und unter dem aktuellen Niveau? Der einzige Grund dafür ist, dass wir die impliziten Markterwartungen an die Leitzinspolitik schlicht für überzogen halten. Die Renditen haben unserer Meinung nach also etwas überschossen. Sollte sich unsere Prognose für das kurze Ende bewahrheiten (nur noch eine Anhebung des EZB-Einlagesatzes und kein weiterer Schritt der Federal Reserve), würde dies auch auf das lange Ende der Zinskurve durchschlagen.

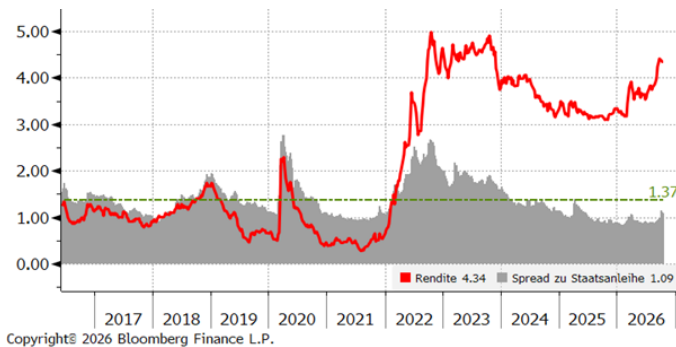
Unternehmensanleihen

Im Zuge des Renditeanstiegs sind auch die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen etwas angestiegen. Renditen von Unternehmensanleihen guter bis befriedigender Qualität (hier auf Basis des Bloomberg Euro Aggregate Corporate Baa TR Index) mit einer Laufzeit von 3 – 5 Jahren lagen Mitte August lediglich 0,88 Prozentpunkte über ihren Pendanten der Staatsanleihen. Anfang Oktober wurden zwischenzeitlich 1,15 Prozentpunkte erreicht, der höchste Aufschlag seit fast 1,5 Jahren. Inzwischen ist die Prämie wieder leicht auf 1,1 Prozentpunkte gesunken. Dies stellt wieder ein etwas attraktiveres Niveau dar als im bisherigen Jahresverlauf. Wir gehen davon aus, dass sie sich bis Jahresende auf rund 0,95 Prozentpunkte zurückbilden sollte, da wir von einer guten Berichtssaison ausgehen.

Insgesamt hat sich das Angebot von Unternehmensanleihen deutlich ausgeweitet. So nehmen derzeit nicht nur Hyperscaler vermehrt Fremdkapital auf, um den Auf- und Ausbau von KI-Rechenzentren zu finanzieren, sondern es ist ein Phänomen das sich im gesamten Tech-Sektor wiederfindet. In den USA machten „Tech-Bonds“ 2023 noch weniger als 10 % aller „Investment Grade Corporate Bonds“ aus, im laufenden Jahr ist der Anteil auf über 25 %

gestiegen. Gleichzeitig hat sich das Volumen von etwa 100 Mrd. (2023) auf rund 450 Mrd. US-Dollar (2026 bisheriger Jahresverlauf) mehr als vervierfacht. Es findet also ein Wandel vom humankapital- und forschungsintensiven Arbeiten hin zu einem kapitalintensiven Wirtschaften statt. Dies dürfte das Angebot an Unternehmensanleihen auch in Zukunft weiter steigen lassen.

Risikoaufschlag Unternehmensanleihen Euroraum (3-5y Baa)



Unternehmensanleihen mit guter Bonität stellen trotz der historisch gesehen geringen Spreads gegenüber Staatsanleihen nach wie vor eine wichtige Basisanlage im Anleihebereich dar. Im Bereich schwächerer Bonitäten bleiben wir dagegen vorsichtig. Sollten die Risikoaufschläge wieder steigen, können wir uns eine Aufstockung in diesem Segment vorstellen. Der Anleihemarkt bietet derzeit angesichts über unseren Zielwerten rentierender Bundrenditen einen attraktiven Einstiegspunkt. Wir bevorzugen derzeit eher längere Laufzeiten mit höherer Bonität gegenüber schwächeren Bonitäten mit höherem Risikoaufschlag.

Kreditzinsen

Der Renditeunterschied zwischen den für die Kreditkonditionen relevanten Swapsätzen und zehnjährigen Bundesanleihen (Swap-Bund-Spread) ist im Oktober 2024 abgeschmolzen und liegt seither um 0. Zuletzt hat er – aufgrund der Nachfrage nach dem sicheren Hafen Bundesanleihen – aber wieder etwas zugenommen und liegt gegenwärtig bei etwa 0,1 Prozentpunkten. Dieser Wert ist angesichts der absoluten Höhe des Renditeniveaus aber weiterhin kaum relevant. Daher kann unsere Prognose für die Bund-Rendite (zzgl. Risikoprämie, Kosten und Marge) als Approximation für die Bewegung bei Kreditkonditionen herangezogen werden.

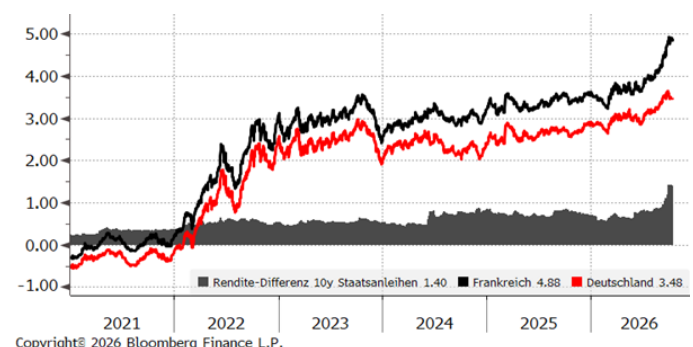
Für Privatpersonen ist es selten ratsam eine Kreditaufnahme auf Kante zu nähen und auf schwankende Zinsen und das perfekte Timing zu hoffen. Zumal beim Immobilienkauf häufig auch emotionale Faktoren eine Rolle spielen. Auf gewerblicher Ebene kann es jedoch durchaus dazu kommen, dass ein Projekt auf Basis eines Kreditzinssatzes durchkalkuliert wurde und sich das Vorhaben ab einem gewissen Punkt schlicht nicht mehr lohnt. Vor diesem Hintergrund sieht unsere Einschätzung folgendermaßen aus. Wir sind in einer neuen Normalität angekommen, in der 10-jährige

Bundesanleihen um 3 % rentieren und der Swap-Satz auf einem ähnlichen Niveau liegt. Die Zeiten der Niedrig- und Negativzinsen werden nicht mehr zurückkommen. Gleichzeitig wirken die ganz aktuellen Renditeniveaus etwas überzogen. Sollte sich unsere Prognose von nur noch einer Leitzinserhöhung der EZB bewahrheiten, würde dies auch das lange Ende der Zinskurve etwas nach unten bringen. Insofern könnten Kreditnehmer, die noch etwas zeitliche Flexibilität und die entsprechende Risikobereitschaft haben, abwarten und auf leicht niedrigere Konditionen warten. Eine Garantie dafür gibt es aber nie und im schlimmsten Fall können die Zinsen sogar noch weiter steigen.

Sonderthema: Frankreich

Der Rentenmarkt zeigt Frankreich die gelbe Karte. Der Spread zwischen deutschen und französischen 10-jährigen Staatsanleihen lag im Durchschnitt der letzten zehn Jahre bei rund 50 Basispunkten (0,5 Prozentpunkte). Am 2. Oktober ist er auf über 150 Basispunkte gesprungen, so hoch wie zuletzt 2011 zum Höhepunkt der Eurokrise. Aber: zur damaligen Krisenzeit lag der Spread deutscher Staatsanleihen zu spanischen und italienischen bei über 500 Basispunkten. Zu Griechenland, dem einzigen Land, wo es tatsächlich Abschreibungen gab, lag die Differenz zeitweise sogar bei 3000 Basispunkten. Außerdem gab es auch 2022 eine kurze Episode, in der der Spread zwischen Italien und Deutschland nochmal bei über 250 Basispunkten lag – und danach hat sich die Lage wieder beruhigt. Insofern ist es noch keine rote Karte mit einem klaren Schlussstrich, wohl aber eine klare Verwarnung, die keinen weiteren ernsthaften Fehltritt erlaubt.

Renditedifferenz französischer zu deutschen 10-jährigen Staatsanleihen



Akut wurde der rapide Abverkauf französischer Staatsanleihen durch die Präsentation des Haushaltsentwurfs 2027 am 1. Oktober ausgelöst. Es wurde angezweifelt, ob die schmerzhaften Einsparungen und Anpassungen von 43 Mrd. Euro von der Minderheitsregierung durchsetzbar wären. Angesichts der politischen Unsicherheit und dem Aufruf zu landesweiten Streiks und Schülerprotesten im Rahmen der Haushaltsdebatte in der Nationalversammlung sind die Zweifel an der „sozialen Toleranz“ nicht unbegründet.

Die eigentlichen Gründe liegen jedoch noch tiefer. Der französische Staat ist mit 120 % des BIP verschuldet und das jährliche Defizit liegt bei über 5 %. Im April und Mai 2027 finden die Präsidentschaftswahlen statt bei denen die extreme Linke und extreme Rechte sich unversöhnlich gegenüberstehen und die bürgerliche Mitte dazwischen zerrieben wird. Nach aktuellen Umfragen hat der rechtspopulistische bis rechtsextreme und EU-skeptischer Rassemblement National mit Frau Le Pen gute Aussichten auf den Wahlsieg. Insgesamt scheint ein politischer Kurs zur Haushaltsdisziplin angesichts der Polarisierung kaum durchsetzbar. Ein ernstzunehmendes Problem ist außerdem, dass das Nominalwachstum (Realwachstum + Inflation) schon seit zwei Jahren unter der 10-jährigen Rendite liegt. Damit würde die Verschuldung selbst bei einem ausgeglichenen Haushalt ansteigen.

Die Verwarnung durch den Kapitalmarkt kann jedoch auch etwas Positives haben. Angesichts stark gestiegener Renditen könnte die Verschuldungspolitik nun zu einem zentralen Thema im Wahlkampf werden und daher anders als bislang erwartet, doch angepackt werden. Die Erfahrungen der Peripherie-Staaten aus der Eurokrise zeigen zudem, dass durch strikte Reformen das Ruder noch herumgerissen werden kann (Spanien hat derzeit mit die höchsten Wachstumsraten in Europa). Zudem hat Frankreich zumindest noch etwas Zeit. Mit einer durchschnittlichen Restlaufzeit von 8,5 Jahren müssen anteilig nicht so viele Schulden kurzfristig refinanziert werden. Das Zinsänderungsrisiko ist im Vergleich zu anderen Ländern gering.

Worauf unser Nachbarland nicht setzen sollte, ist eine bedingungslose Rettung durch die EZB. Zwar gibt es mit dem TPI (Transmission Protection Instrument) die Möglichkeit Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt zu kaufen, um ungerechtfertigte Turbulenzen zu bekämpfen. Doch ist dies an strenge Kriterien zur Haushaltsdisziplin und Schuldentragfähigkeit gebunden. Frankreich qualifiziert sich derzeit nicht dafür. Da die aktuellen Marktbewegungen als gerechtfertigte Neubewertung des französischen Kreditrisikos und nicht als Marktstörung zu sehen sind, dürfte die EZB vorerst nicht reagieren. Ein Eingreifen könnte nur notwendig werden, wenn eine Ausweitung auf andere Euroländer droht. Die zweite Möglichkeit ist das OMT-Programm (das berühmte Versprechen „whatever it takes“). Dafür müsste sich Frankreich jedoch offiziell unter den europäischen Rettungsschirm begeben. Dies hätte einen strengen Reformkurs seitens des ESM (Europäischer Stabilitätsmechanismus) zur Folge. Die zweitgrößte Volkswirtschaft im Euroraum dürfte sich selbst noch weit davon entfernt sehen, politische Souveränität abzugeben.

Fazit: Eine schnelle Entspannung der Lage ist nicht in Sicht. Deshalb dürften französische Staatsanleihen wohl vorerst weiter unter Druck stehen. Ein noch deutlich weiter steigender Spread zwischen deutschen und französischen Staatsanleihen erscheint jedoch auch unwahrscheinlich. Damit könnten die Hängepartie und

Gratwanderung noch eine Weile anhalten ohne einen klaren Richtungsentscheid.

Fazit

- Wir erwarten eine weitere, aber dann vorerst letzte Leitzinserhöhung der EZB auf einen Einlagesatz von 2,75 % im Dezember.
- Die Fed hat mit der Zinsanhebung ihre Glaubwürdigkeit verteidigt, weitere Schritte erscheinen derzeit aber nicht zwingend.
- Die langfristigen Renditen dürften durch übertriebene Erwartungen an die Geldpolitik überschossen haben und sollten wieder ein Stück zurückkommen.
- Bei 10-jährigen Staatsanleihen erwarten wir in Deutschland eine Rendite von 3,35 % zum Jahresende und in den USA 4,90 %. Anleger könnten dies für Durationsverlängerungen nutzen.
- Die Risikoprämien bei Unternehmensanleihen sind wieder etwas gestiegen. Wir bevorzugen gute Bonitäten und längere Laufzeiten gegenüber riskanteren Segmenten und kurzen Laufzeiten.
- Kreditnehmer könnten sich bei längeren Laufzeiten überlegen auf günstigere Konditionen zu warten – jedoch nur, sofern es die Situation erlaubt und eine entsprechende Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit vorhanden sind.
- Der drastische Renditeanstieg französischer Anleihen ist eine ernste Warnung des Marktes. Dank langer Schuldenlaufzeit bleibt jedoch die Zeit und Chance, die Haushaltsdisziplin zum Wahlkampfthema zu machen.

Prognosetabelle

	31.12.2025	Aktuell	31.12.2026	30.06.2027
EZB-Hauptrefinanzierungssatz	2,15	2,65	2,90	2,90
EZB-Einlagesatz	2,00	2,50	2,75	2,75
3-Monats-Euribor	2,02	2,63	2,85	2,70
Bundesanleihe 10 Jahre	2,86	3,47	3,35	3,25
USA Fed Funds Rate	3,50 - 3,75	3,75 - 4,00	3,75 - 4,00	3,75 - 4,00
US-Treasuries 10 Jahre	4,15	5,19	4,90	4,75
BBB Eurospread (in Basispunkten)	89	108	95	90

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