

08. August 2025

## Notenbanken halten still

### EZB mit Zinspause

Ende Juli hatten sowohl die Europäische Zentralbank (EZB) als auch die US-Notenbank (Fed) Sitzungstermine, in denen Zinsentscheidungen anstanden. Beide Notenbanken entschieden sich dafür, für die Leitzinsen unangetastet zu lassen. Bei der EZB war zwar im Vorfeld auch erwartet worden, dass man sich für unveränderte Sätze (Einlagefazilität 2,0 %, Hauptrefinanzierungssatz 2,25 %) entscheidet. Allerdings gab es Erwartungen, dass sich die EZB in ihrer Kommunikation in Bezug auf die weitere Politik ab September (11.09.2025 ist die nächste Sitzung) Hinweise in Richtung einer weiteren Lockerung gibt. Die Äußerungen in der Pressekonferenz wurden jedoch eher etwas „falkenhafter“ interpretiert, da die EZB in ihrer Projektion eine Inflationsrate von nur noch 1,6 Prozent in 2026 annimmt und dieses temporäre Unterschreiten des Inflationsziels als unproblematisch ansieht. Da die Einigung im Zollstreit mit den USA zum Zeitpunkt des Zinsentscheids noch ausstand, konnte die EZB darauf noch nicht eingehen,

Zwar könnten wir uns auch vorstellen, dass es in diesem Jahr keine Zinssenkung mehr gibt, in unserer Kern-Prognose gehen wir jedoch von einer letzten Senkung um 0,25 Prozent bis zum Jahresende aus. So zeigte beispielsweise die letzte Umfrage der EZB zu der Kreditvergabepolitik der Banken im Euro-Raum (Bank Lending Survey), dass die vorangegangenen Lockerungen der Geldpolitik noch keine größeren Auswirkungen in der Kreditnachfrage zeigen. Auch die in den letzten Monaten beobachtete Abwertung des US-Dollars, bleibt - trotz zwischenzeitlicher Gegenbewegungen - ein Faktor der über niedrigere Preise von Importgütern inflationsdämpfend ist und damit eine Leitzinssenkung ermöglichen könnte. Insofern ist auch der Zusammenhang mit der US-Geldpolitik zu berücksichtigen: Senkt die US-Notenbank nicht wie bisher erwartet, dürfte es auch für die EZB schwierig werden mit einer Senkung, ohne zu groß in das Risiko zu gehen, das Inflationsziel zu verfehlen.

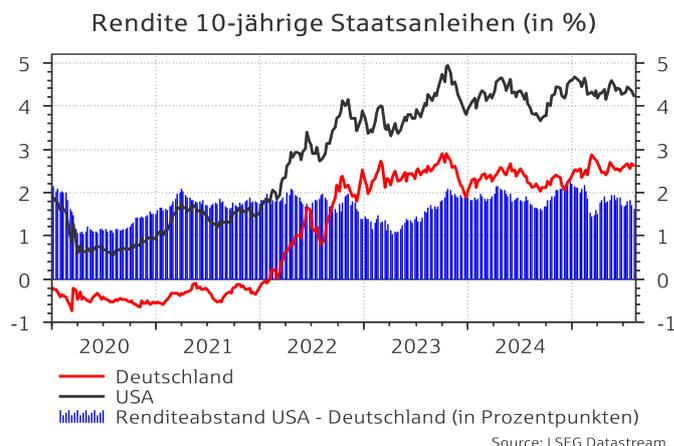
### US-Notenbank zeigt sich standhaft

US-Notenbankchef Jerome Powell sah sich in den vergangenen Monaten mit vielfältigen verbalen Angriffen des US-Präsidenten konfrontiert, der von der Fed Zinssenkungen fordert. Die US-Notenbank ist aber bei ihrer Sitzung am 30.07.2025 standhaft geblieben und hat die Leitzinsen unverändert in einer Spanne von 4,25 bis 4,5 Prozent unverändert belassen. Von den Daten her sprach

im Vorfeld auch vieles für diesen Kurs. So zeigt sich die Inflationsrate mit 2,7 Prozent im Juni nach wie vor deutlich oberhalb der Zielmarke von 2,0 Prozent. Eine preissteigernde Wirkung erwartet die Fed in den nächsten Monaten vor allem durch die Einfuhrzölle, die sich nach und nach auf die Verbraucherpreise niederschlagen sollten. Der jüngste Arbeitsmarktbericht erschien erst nach der Fed-Sitzung, weshalb die Notenbank von einem soliden Arbeitsmarkt ausging. Die jüngsten Daten zeigten für Juli jedoch einen deutlich unter den Erwartungen liegenden Beschäftigungsaufbau und eine negative Revision der Vormonate, weshalb der Markt nun von einer Zinssenkung in der nächsten Sitzung im September ausgeht. Allerdings stieg die Arbeitslosenquote nur leicht an, da auch das Angebot an Arbeitskräften - insbesondere von im Ausland geborenen Erwerbsfähigen - abflachte. Wir bleiben deshalb bei unserer Prognose, dass es in 2025 noch eine Leitzinssenkung in den USA geben sollte.

### Langfristige Zinsen: Erst rauf, dann runter

Bei den längerfristigen Zinsen war im Juli vor allem in den USA zunächst ein Anstieg zu beobachten, der dann ab Monatsmitte korrigiert wurde. Aufwärtstreiber bei den US-Staatsanleihen sind die Sorgen vor einer höheren Staatsverschuldung. So erwies sich der Anfang Juli beschlossene „One Big Beautiful Bill Act“, der zahlreichen Steuersenkungen enthält, als klarer Aufwärtstreiber für die US-Zinsen. Im weiteren Monatsverlauf sorgten dann Unsicherheiten wegen der Zolldebatte, höhere Inflationsdaten sowie schwache Konjunkturdaten für niedrigere Renditen.



Nach dem Arbeitsmarktbericht sank die Rendite für 10-jährige US-Staatsanleihen Anfang August auf Werte um 4,2 Prozent. Wir fühlen uns deshalb mit unserer Prognose von 4,4 Prozent für die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe zum Jahresende 2025 wohl.

Bei europäischen Staatsanleihen verlief die Entwicklung etwas ruhiger. Zinsdämpfend wirkte hier zuletzt die Einigung auf einen generellen US-Einfuhrzoll von 15 Prozent auf fast alle EU-Produkte, da dieser eine negative Wirkung auf die Wirtschaftsaktivität haben sollte.

Zinserhöhend dürften sich zuletzt vor allem die Änderung der Anlagepolitik niederländischer Pensionsfonds ausgewirkt haben: Durch die Umstellung von leistungs- auf beitragsorientierte Modelle sinkt der Bedarf an langlaufenden Staatsanleihen, da langfristige Kapitalgarantien an Bedeutung verlieren. Die geänderten Vorschriften im größten privaten Rentensystem in der EU sind seit Ende Juni 2025 in Kraft.

Für die zehnjährige deutsche Bundesanleihe bestätigen wir unsere Prognose einer Rendite von 2,8 Prozent zum Jahresende. Dies wäre eine leichte Steigerung zum derzeitigen Stand und erklärt sich aus der recht expansiven Finanzpolitik des deutschen Staates sowie dem Blick auf 2026, für das wir mehr Konjunkturoptimismus haben. Für das kurze Ende der Renditekurve (zwei Jahre) erwarten wir bei den deutschen Bundesanleihen jetzt Werte um 1,8 Prozent.

## Keine sinkenden Kreditzinsen zu erwarten

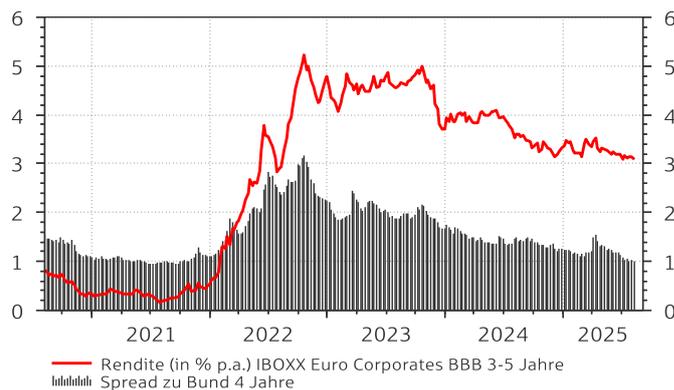
Die Zinsen für Kreditnehmer werden von Banken über die Swap-Zinsen hergeleitet, die ihre Refinanzierungskosten darstellen und als Einstandssätze bezeichnet werden. Diese hängen stark mit den Renditen von Bundesanleihen zusammen, können im Detail aber davon abweichen. In der aktuellen Marktphase prognostizieren wir die Kreditzinsen parallel zu denen der Bundesanleihen. Das heißt, dass wir davon ausgehen, dass die Zinsen für eine 10-jährige Zinsbindung bis zum Jahresende um etwa 0,20 Prozentpunkte steigen könnten.

## Unternehmensanleihen - weiter gefragt

Die Zinsdifferenz (Spreads) europäischer Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) mit sehr guter (AAA) bis befriedigender (BBB) Bonität - hier auf Basis des ICE BofA Index für Anleihen im Euro-Raum mit entsprechender Bonität - zu vierjährigen Bundesanleihen haben sich nach der Ausweitung infolge der US-Zollkündigung Anfang April wieder verringert und bewegen sich nun auf Niveaus leicht unter den Werten zu Jahresbeginn. Bei hochverzinslichen

Corporate Bonds hat sich der Spread nach einem zwischenzeitlichen Anstieg im Juni im Juli wieder deutlich eingeeignet. Erst zum Monatsende kam es mit schwächeren Wirtschaftsdaten zu einem erneuten Anstieg. Dennoch liegt der Risikoaufschlag mit rund 310 Punkten rund 30 Punkte über dem Niveau zu Jahresbeginn. Die Entwicklung von US-Unternehmensanleihen verlief seit Jahresbeginn ähnlich wie bei ihren Pendanten im Euroraum.

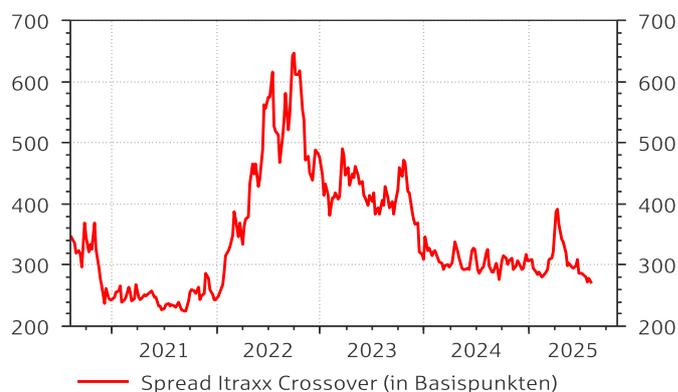
Zinsdifferenz Unternehmensanleihen BBB



Source: LSEG Datastream

Wichtige Gründe für den Rückgang der Risikoaufschläge dürften neben den zuletzt gesunkenen Rezessionsängsten und dem Rückgang der geopolitischen Unsicherheit auch die relativ guten Quartalszahlen der Unternehmen gewesen sein. Zudem wurden die Anleihen auch wegen ihrer höheren Verzinsung nachgefragt. So liegt die Realrendite von fünfjährigen Bundesobligationen nahe der 0-Prozent-Marke, während die Realrenditen von europäischen Corporate Bonds mit ähnlicher Laufzeit bei rund 1,3 Prozent liegen. Vergleicht man die Verzinsung europäischer Unternehmensanleihen befriedigender (BBB) Qualität mit der Dividendenrendite des DAX 40-Index, so schneiden Anleihen vorteilhaft ab.

Zinsdifferenz Unternehmensanleihen Crossover



Source: LSEG Datastream

Die Risikoaufschläge für Hochzinsanleihen sind relativ moderat ins Jahr 2025 gestartet. Lediglich in einem kurzen Zeitfenster nach dem Liberation Day im April überschritten sie ihre historischen Vergleichswerte, wie sie üblicherweise in Zeiten hoher Unsicherheit und schwachen Wachstums zu beobachten sind. Wir machen dies vor allem an der Notierung von Absicherungsinstrumenten für die entsprechenden Anleihen fest, beispielsweise dem iTraxx Crossover 5 Jahre. Die Risikoaufschläge für Hochzinsanleihen liegen nun wieder nahe ihrer moderaten Bewertung zum Jahresbeginn, sodass wir das Chancen-Risiko-Verhältnis nach wie vor als ungünstig einschätzen.

Aufgrund der gegenwärtigen Stärke des Euro, insbesondere gegenüber dem US-Dollar, haben Fremdwährungsanleihen, die in US-Dollar notiert sind, für Euro-Anleger an Attraktivität verloren. Wir erwarten, dass der Euro diese Stärke bis tief in das Jahr 2026 beibehalten bzw. leicht ausbauen wird. Angesichts der großen geopolitischen Unsicherheit und des schwer einschätzbaren Einflusses der noch immer ungewissen Ausgestaltung der US-Importzölle und deren Einfluss auf globale Wertschöpfungsketten ist es jedoch schwierig abzuschätzen, wie sich andere Währungen gegenüber dem Euro entwickeln werden. Auch wenn Fremdwährungsanleihen häufig eine höhere Verzinsung bieten, sind sie unserer Ansicht nach aufgrund des erhöhten Wechselkursrisikos und des generell starken Euros gegenüber in Euro notierten Anleihen eher zur Diversifikation geeignet statt als Renditetreiber.

## Sonderthema Schweiz: Der Nullzins ist zurück

Angesichts deflationärer Tendenzen hat die Schweizer Nationalbank im Juni ihren Leitzins auf 0 Prozent gesenkt und weitere Senkungen nicht ausgeschlossen. In den vergangenen Wochen waren die Renditen einiger Schweizer Anleihen erstmals seit 2022 wieder negativ.

Neben den gesunkenen Energiepreisen ist ein wichtiger Grund für diese Entwicklung in der hohen geopolitischen Unsicherheit zu finden. Denn Schweizer Anleihen und der Schweizer Franken haben ihre Rolle als „sicherer Hafen“ erfüllt und wurden besonders stark nachgefragt. Als kleine offene Volkswirtschaft ist die Schweiz in großem Umfang von Importen abhängig, deren Preise sich durch die Aufwertung der Währung verbilligt haben. Die Lage für die Schweizer Nationalbank wird dadurch erschwert, dass ein Eingriff auf dem Währungsmarkt (wie in der Vergangenheit häufig geschehen) die Handelsstreitigkeiten mit den USA verschärfen dürfte. Die US-Regierung wirft der Schweiz schon länger „Währungsmanipulation“ vor und hat vor einigen Tagen einen Zollsatz von 39 Prozent auf Importe aus der Schweiz verkündet.

## Fazit

- Die Zins- und Anleihemärkte befinden sich derzeit in einem stabilen Fahrwasser. Wir sind nahe der von uns für das Jahresende 2025 prognostizierten Marken.
- Das recht ausgeglichene Chancen-Risiko-Verhältnis bedeutet, dass es für Kapitalanleger ein guter Zeitpunkt ist, ihre Aufstellung zu überprüfen und gegebenenfalls umzubauen, wenn bestimmte Laufzeitsegmente noch nicht ausreichend Berücksichtigung gefunden haben sollten.
- Kreditnehmer sollten nicht auf sinkende Zinsen setzen, sondern sich auf das aktuelle Niveau einstellen.

## Prognosetabelle

In Prozent	31.12.2024	Aktuell	31.12.2025	30.06.2026
EZB-Hauptrefinanzierungssatz	3,15	2,15	1,90	1,90
EZB-Einlagesatz	3,00	2,00	1,75	1,75
3-Monats-Euribor	2,68	1,97	1,75	1,75
Bundesanleihe 10 Jahre	2,36	2,63	2,80	3,00
USA Fed Funds Rate	4,25 - 4,50	4,25 - 4,50	4,00 - 4,25	3,50 - 3,75
US-Treasuries 10 Jahre	4,16	4,23	4,40	4,50
BBB Bundspread (in Basispunkten)	103	116	110	100

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

Schweiz: Staatsanleihen

