

02. September 2025

Relevanz politischer Faktoren nimmt zu

EZB: Vermutlich bereits am Ende der Zinsreise

Die Anzeichen dafür, dass die Europäische Zentralbank (EZB) ihren Leitzins auf der nächsten Notenbanksitzung im September unverändert bei 2 Prozent belassen wird, haben sich in den vergangenen Wochen verhärtet. Tatsächlich kristallisiert sich angesichts der Datenlage, der aktuellen geopolitischen Entwicklungen und der jüngsten Aussagen vieler EZB-Ratsmitglieder, die am Entscheidungsprozess für die Festsetzung des Leitzinses beteiligt sind, immer mehr heraus, dass der aktuelle Senkungszyklus sein Ende erreicht haben dürfte. So haben sich die Inflationsraten um das 2-Prozent-Ziel der EZB eingependelt. Zwar erwartet die Notenbank, dass die Inflationsrate in den kommenden Monaten unter den Zielwert fallen wird, sie bewertet dies jedoch als temporär. Eine weitere Lockerung der Geldpolitik, um die Inflationsrate auf den Zielwert anzuheben, ist daher nicht zu erwarten. In Deutschland stieg die Teuerungsrate, gemessen am Verbraucherpreisindex, nach einer ersten Schätzung im August etwas stärker als vom Markt erwartet auf 2,2 Prozent an. Die Kerninflationsrate, die die schwankungsanfälligen Preise für Energie und Nahrungsmittel ausklammert, bleibt noch immer deutlich erhöht und liegt wie in den vergangenen zwei Monaten bei 2,7 Prozent. Auch mit Blick auf die jüngste Inflationsrate im gesamten Euroraum besteht aktuell wenig Grund für weitere Leitzinssenkungen. Zumindest vorerst scheint der negative Beitrag, den die US-Importzölle auf das BIP im Euroraum haben dürften, in einem Maße auszufallen, das wenig Grund für eine konjunkturelle Stimulierung über niedrigere Leitzinsen liefert. Darüber hinaus liegt der Leitzins mit 2 Prozent in der Mitte des Bereichs, in dem die EZB den neutralen Zinssatz verortet, d. h. den Zinssatz, der die Konjunktur weder bremst noch beschleunigt. Mit dem gegenwärtigen Leitzins dürfte die EZB in einer guten Position sein, um bei sich ändernden Rahmenbedingungen in die eine oder andere Richtung zu agieren. Vor dem Hintergrund der geänderten Datenlage haben wir unsere Kernprognose für den Leitzins in Form des Einlagesatzes zum Jahresende um 0,25 Prozentpunkte auf 2 Prozent erhöht.

US-Notenbank: Arbeitsmarkt im Fokus

Nach der überraschend starken Revision der neu geschaffenen Stellen am Arbeitsmarkt hat sich die Wahrscheinlichkeit einer Leitzinssenkung der US-Notenbank (Fed) im September deutlich erhöht. Diese Möglichkeit stellte der Präsident der US-Notenbank, Jerome Powell, in seiner Rede beim wichtigsten jährlichen

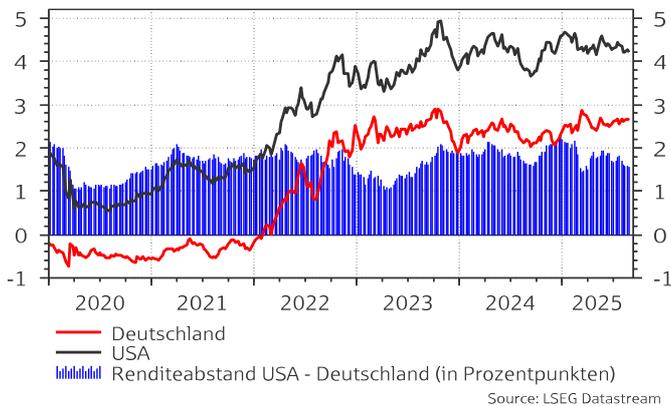
Notenbank-Symposium in Jackson Hole in Aussicht. Die Fed hat ein Doppelmandat, das sowohl Preisstabilität als auch Vollbeschäftigung sicherstellen soll. Mit Inflationsraten über dem Zielwert von 2 Prozent und der Sorge vor steigenden Preisen durch die US-Handelspolitik konnte die Fed aufgrund eines „vermeintlich“ robusten Arbeitsmarkts bislang eine abwartende Haltung einnehmen. Da der Arbeitsmarkt nun jedoch deutlichere Anzeichen einer Abkühlung aufweist, sieht sich die Fed einer Situation ausgesetzt, in der sich beide Teile des Doppelmandats von ihren Zielwerten entfernen. Dennoch stellte Powell in seiner Rede heraus, dass die Abkühlung am Arbeitsmarkt noch kein Maß überschritten habe, bei dem die Fed massiv intervenieren müsse. Daher sei ein vorsichtigeres Vorgehen mit Blick auf die ungewisse Inflationsentwicklung angebracht. Vor diesem Hintergrund scheint eine Senkung im September zwar gesetzt, das Timing und das Ausmaß weiterer Schritte sind jedoch weniger eindeutig und dürften vornehmlich von den weiteren Inflationsdaten und Arbeitsmarktzahlen abhängen.

Angesichts der geänderten Datenlage und der aktuellen Entwicklungen haben wir unseren erwarteten Zeitplan für die Zinssenkung etwas nach vorne gezogen. Wir erwarten nun bereits in diesem Jahr nicht nur eine, sondern zwei bis drei Senkungen.

Langfristige Zinsen: Viele politische Unbekannte

Insgesamt bleibt der europäische Rentenmarkt aufgrund der Zölle und steigender Defizitsorgen angespannt. Hinzu kommt nun eine Verschärfung der Regierungskrise in Frankreich, die zu einem deutlichen Kursrückgang bei längerfristigen französischen Staatsanleihen geführt hat. Grund hierfür ist erneut der politische Streit um den Haushalt und die für den 8. September angekündigte Vertrauensfrage. Die Sorge vor einer weiteren Verschärfung der Staatsschuldenproblematik in der zweitgrößten Volkswirtschaft des Euroraums dürfte auch von der EZB mit besonderer Aufmerksamkeit verfolgt werden. Sollte es nämlich zu einer handfesten Schuldenkrise kommen, die unter Umständen auch auf andere Länder des Euroraums mit hohen Schuldenständen übergreift, wäre es am Ende die EZB, die zur Hilfe eilen und zur Senkung stark steigender Renditen gezielt Staatsanleihen der betreffenden Länder kaufen würde. Die Renditedifferenz (Spread) von zehnjährigen französischen Anleihen gegenüber ihren deutschen Pendanten ist mit 80 Basispunkten (BP) bereits relativ hoch. Sollte das Vertrauensvotum scheitern, könnte dieser weiter in Richtung 100 Basispunkte steigen.

Rendite 10-jährige Staatsanleihen (in %)



Die kontinuierlichen Angriffe von Donald Trump auf die US-Notenbank bergen das Potenzial für sinkende Kurse von längerfristigen US-Staatsanleihen. Denn die Autonomie und Glaubwürdigkeit der Fed in Bezug auf ihr Mandat der Preisstabilität könnten durch die Einflussnahme des US-Präsidenten zunehmend infrage gestellt werden. Das könnte dazu führen, dass Finanzmarktteilnehmer eine höhere Kompensation für das Halten längerfristiger US-Staatsanleihen verlangen.

Dies dürfte sich insbesondere am langen Ende bemerkbar machen. Doch bereits jetzt liegen die längerfristigen Zinsen in den USA auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Gründe hierfür sind neben den erhöhten Inflationserwartungen, die insbesondere durch Zölle geschürt werden, vor allem die Erwartung einer deutlichen Zunahme des Emissionsvolumens neuer Anleihen aufgrund der steigenden Staatsverschuldung, des permanenten Haushaltsdefizits und der jüngst beschlossenen Steuersenkungen. Am kürzeren Ende gaben die Renditen aufgrund der nun ziemlich wahrscheinlich gewordenen Leitzinssenkungen nach, sodass die Renditenstrukturkurve deutlich steiler geworden ist.

Kreditzinsen: Weiterhin kein Sinken in Sicht

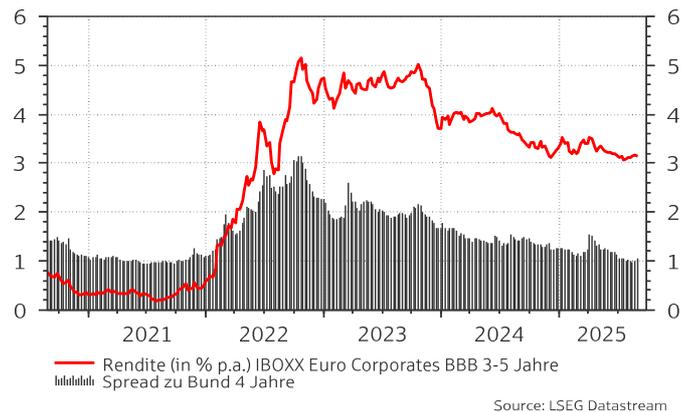
Banken leiten die Zinsen für Kreditnehmer über die Swap-Zinsen her. Diese stellen ihre Refinanzierungskosten dar und werden als Einstandssätze bezeichnet. Wir erwarten weiterhin, dass diese in der aktuellen Marktphase im weiteren Jahresverlauf vor allem von den Renditen von Bundesanleihen abhängen werden. Da wir bis Jahresende einen leichten Anstieg der Rendite der 10-jährigen Anleihe auf 2,8 Prozent erwarten, erwarten wir gegenwärtig einen eher leichten Anstieg der für Kreditnehmer wichtigen 10-jährigen Zinsbindung.

Unternehmensanleihen: Weiter gefragt

Auch im August wurde nur wenig Bewegung bei der Renditedifferenz europäischer Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) mit sehr guter (AAA) bis befriedigender (BBB) Bonität festgestellt. Dies zeigt sich beispielsweise am ICE BofA Index für Anleihen im Euro-Raum mit entsprechender Bonität. Die Renditedifferenz liegt nach wie vor leicht unter den Werten zum Jahresstart 2025. Jenseits des Atlantiks wurde zuletzt eine leichte Ausweitung der Spreads festgestellt, diese liegen jedoch ebenfalls noch unter den Werten zum Jahresbeginn.

Mit den vermeintlich kurz bevorstehenden Zinssenkungen der Fed, den relativ starken Unternehmenszahlen und der Zunahme von Zollabkommen ist es zu einem deutlichen Rückgang der Risikoprämien seit ihrem Aprilhoch nach den weitreichenden Zollankündigungen der USA gekommen. Die Nachfrage nach Unternehmensanleihen resultiert nach wie vor auch aus deren höherer Verzinsung.

Zinsdifferenz Unternehmensanleihen BBB



Die Bewertung der Risikoaufschläge von Hochzinsanleihen kann anhand der Notierung von Absicherungsinstrumenten für die entsprechenden Anleihen erfolgen. Betrachtet man beispielsweise den iTraxx Crossover 5 Jahre, so verzeichnete dieser Anfang August einen spürbaren Anstieg, der sich im Verlauf des Monats jedoch weitgehend abgebaut hat. Insgesamt bleiben die Renditen von Hochzinsanleihen nahe den moderaten Werten vom Jahresbeginn, sodass wir das Chancen-Risikoverhältnis weiterhin als ungünstig einschätzen. Unternehmensanleihen guter Bonität sehen wir aufgrund ihres Renditevorteils gegenüber Bundesanleihen nach wie vor als attraktiv an. Unsere Präferenz liegt, gerade mit Blick auf den Wechselkurs, bei in Euro notierten Unternehmensanleihen guter bis befriedigender Qualität.

Sonderthema: Federal Reserve

Das Federal Reserve System ist die Zentralbank der Vereinigten Staaten von Amerika. Zu seinen drei wesentlichen Institutionen zählen die zwölf regionalen Federal-Reserve-Banken, das Board of Governors und das Federal Open Market Committee (FOMC). Zinsentscheidungen werden vom FOMC getroffen. Dieses setzt sich aus 19 Teilnehmern zusammen, von denen 12 stimmberechtigt sind. Dies sind die sieben Mitglieder des Board of Governors, der Präsident der Federal Reserve Bank of New York und nach einem einmal jährlich rotierenden Prinzip vier Präsidenten der übrigen elf regionalen Notenbanken. Das Board of Governors ist als Exekutive das Hauptgremium des amerikanischen Notenbanksystems. Alle Teilnehmer werden vom US-Präsidenten ernannt und müssen durch den Senat bestätigt werden. Damit die sieben Teilnehmer dieses Gremiums weitgehend losgelöst von kurzfristiger politischer Einflussnahme agieren können, werden sie für einen Zeitraum von 14 Jahren eingestellt. Die Amtszeiten der Mitglieder starten und enden versetzt, sodass ein amtierender US-Präsident nicht viele Stellen auf einmal neu besetzen kann. Dies soll zu mehr Kontinuität und begrenzter Einflussnahme beitragen. Der Vorsitzende des Board of Governors ist der Notenbankpräsident, dessen Amtszeit vier Jahre beträgt. Dieser kann jedoch mehrere Amtszeiten hintereinander antreten. Donald Trump muss im Mai 2026 die Stelle des amtierenden Notenbankchefs Jerome Powell neu besetzen. Auch wenn Powell offiziell bis Januar 2028 im Board of Governors bleiben kann, verlassen ehemalige Präsidenten das Gremium traditionell. Aktuell hat das Gremium lediglich sechs feste Mitglieder. Das siebte Mitglied, Adriana Kugler, ist im August, rund sechs Monate vor Ablauf ihrer Amtszeit, zurückgetreten. Als Interimskandidat soll der enge Trump-Vertraute Stephen Miran die vakante Stelle füllen, der hierzu jedoch noch vom Senat bestätigt werden muss. Donald Trump kann somit im kommenden Jahr zwei Mitglieder nominieren. Die Entlassung der Fed-Gouverneurin Lisa Cook durch Donald Trump unter dem Vorwurf des Hypothekenbetrugs kann als weiterer Versuch gedeutet werden, mehr Kontrolle über die US-Notenbank zu erlangen. Dies ist der erste Fall in der Geschichte. Lisa Cook geht bereits gerichtlich gegen die Entlassung vor und strebt zunächst eine vorübergehende Wiedereinstellung an. Der Gerichtsprozess dürfte die Grenzen der präsidentialen Macht aufzeigen und könnte bei einer Niederlage Cooks die Unabhängigkeit der Notenbank deutlich untergraben. Ihre Amtszeit endet planmäßig im Januar 2038.

Sollte Lisa Cook vor Gericht scheitern, könnte Donald Trump somit insgesamt drei neue Mitglieder nominieren. Viele Marktteilnehmer befürchten, dass der US-Präsident die offenen Positionen mit ihm hörigen „Loyalisten“ besetzen könnte, die seine Wünsche und Forderungen bedingungslos umsetzen.

Das Board of Governors hat zudem Einfluss auf die Ernennung und Bestätigung der zwölf regionalen Notenbankpräsidenten, die, wie oben beschrieben, insgesamt fünf Stimmen im FOMC haben. Die Amtszeiten dieser Positionen enden alle fünf Jahre zeitgleich und müssen dann neu besetzt oder bestätigt werden. Der nächste Fünfjahreszyklus steht im Februar kommenden Jahres an. Das Board of Governors kann zwar keine eigenen Vorschläge unterbreiten, muss vorgeschlagene Kandidaten jedoch bestätigen und verfügt über ein Veto-Recht. Im Grunde könnten somit alle zwölf Präsidenten der regionalen Notenbanken zeitgleich abgesetzt werden.

Die von den Angriffen der amtierenden US-Regierung auf die Fed ausgehenden Gefahren sind enorm und dürfen nicht unterschätzt werden - gerade vor dem Hintergrund der großen Unberechenbarkeit Donald Trumps und seines häufigen Handelns gegen besseres ökonomisches Wissen. In welche Richtung sich die Dinge entwickeln werden, lässt sich nicht seriös prognostizieren. Entscheidend dürfte der Ausgang des Gerichtsverfahrens gegen Lisa Cook sowie die Besetzung der offenen Fed-Positionen sein. Sollte der Markt das Ergebnis als unbefriedigend bewerten, dürfte er seiner Rolle als Korrektiv gerecht werden und schnell und deutlich reagieren.

Fazit

- Die EZB dürfte ihren Zinssenkungszyklus bereits beendet haben. Die Fed dürfte nun vorsichtig mit Senkungen voranschreiten.
- Politische Faktoren könnten in den kommenden Monaten Aufwärtsdruck auf längerfristige Renditen ausüben. Neben den USA ist hier vor allem Frankreich zu nennen.
- Kreditnehmer sollten weiterhin nicht auf sinkende Zinsen bauen, sondern sich mit dem gegenwärtigen Zinsniveau arrangieren.

Prognosetabelle

	31.12.2024	Aktuell	31.12.2025	30.06.2026
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	1,97	2,00	2,00
Bundesanleihe 10 Jahre	2,36	2,75	2,80	3,00
USA Fed Funds Rate	4,25 - 4,50	4,25 - 4,50	3,75 - 4,00	3,50 - 3,75
US-Treasuries 10 Jahre	4,16	4,23	4,40	4,50
BBB Bundspread (in Basispunkten)	127	98	110	100

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