

Fed setzt Zinssenkungen fort

EZB: Zinssenkungszyklus vorerst beendet

In den vergangenen beiden Sitzungen ließ das Gremium der Europäischen Zentralbank (EZB) die Leitzinsen unverändert. Sofern es keine starken externen Impulse oder exogene Schocks gibt, deutet alles darauf hin, dass die Notenbank den Einlagesatz auf vorerst absehbare Zeit unangetastet lässt.

Die Inflation im Euroraum stieg im September auf 2,2 Prozent und damit über das Zielniveau hinaus. Dies war jedoch einem Basiseffekt geschuldet. Letztes Jahr im gleichen Monat war die Rate nämlich um 0,5 Prozentpunkte auf 1,7 Prozent gefallen, also war der Vergleichswert aus dem Vorjahr recht niedrig. Entsprechend war diese Entwicklung von Ökonomen auch so prognostiziert worden. Im Euroländervergleich zeigt sich, dass die Teuerung in Deutschland und Spanien höher liegt während sie in Frankreich und Italien unter dem Durchschnitt liegt. In der Bundesrepublik zogen insbesondere die Preise für Dienstleistungen an. Diese verteuerten sich auf Jahressicht um 3,4 Prozent. Auch die Preissteigerung von Waren zog in den letzten vier Monaten an, wirkt mit 1,4 Prozent aber weiterhin inflationsdämpfend.

Mit Blick nach vorne wurde zuletzt diskutiert, ob die von den USA eingeführten Zölle zu einer Warenschwemme in Europa führen. Güter die in Europa, aber auch im Rest der Welt, für den Export in die USA bestimmt waren, könnten umgeleitet und vermehrt in der EU abgesetzt werden. Das größere Angebot würde die Preise drücken. Bisher ließ sich dieses Phänomen jedoch nicht in großem Umfang beobachten, weshalb wir inzwischen von einem überschaubaren Effekt ausgehen. Ein wichtiger Faktor für die Inflationsprognose sind die Erwartungen zu den Energiepreisen. Beim Ölpreis erwarten wir, dass dieser in den nächsten Monaten zwischen 60 und 70 US-Dollar schwankt. Damit würde die deflationierende Wirkung allmählich nachlassen, aber sich nicht ins Gegenteil verkehren. Da die Gasspeicher etwas weniger gefüllt sind als im letzten Jahr, könnten die Preise über die Wintermonate etwas steigen, eine extreme Inflationswirkung erwarten wir jedoch nicht. Unter Abwägung der verschiedenen Wirkkräfte gehen wir für die Inflation im Euroraum von 2,2 Prozent im Gesamtjahr 2025 und 2,1 Prozent im nächsten Jahr aus. Die Kernrate dürfte in den nächsten zwei Jahren leicht darüber liegen. Somit würde sich für die EZB weder ein Handlungsdruck für eine expansivere, noch für eine restriktivere Geldpolitik ergeben. Darin begründet sich unsere Annahme, dass sie ihren aktuell neutralen Kurs vorerst beibehalten wird.

US-Notenbank: hält politischem Druck (noch) stand

Die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) ist in einer deutlich unkomfortableren Situation als ihr europäisches Pendant. Einerseits kühlt der Arbeitsmarkt ab, andererseits scheint die Inflation wie festgetackert bei knapp 3 Prozent. Damit stehen beide ihrer Ziele, Preisstabilität und Vollbeschäftigung, unter Druck.

Im zweiten Halbjahr 2024 reduzierte die Fed den Leitzins um insgesamt 100 Basispunkte, setzte danach aber eine Pause ein und ließ die Fed Funds Rate neun Monate lang unverändert bei 4,25 bis 4,50 Prozent. Der noch immer restriktive geldpolitische Kurs zog den Unmut der neuen US-Administration auf sich, die den Zinssatz gerne deutlich niedriger sehen würde, um die Konjunktur anzukurbeln und die Zinslast des Staates zu reduzieren. Der politische Druck ging dabei weit über das übliche Maß hinaus. Neben Diskreditierungen des Notenbankchefs als „always too late“ Powell gab es den Versuch die Fed-Gouverneurin Lisa Cook zu entlassen, was aber vorerst vom Obersten Gericht gestoppt wurde. Hinzu kommt die Ernennung Stephen Mirans, dem geistigen Vater des „Mar-a-Lago Accords“ (ein Konzept zur gezielten Abwertung des US-Dollars) und engen Trump-Vertrauten, als Fed-Gouverneur. Bislang konnte die Zentralbank jedoch ihre Unabhängigkeit wahren und die Geldpolitik an fundamentalen Daten ausrichten.

Nachdem die jüngsten Zahlen einen deutlichen Rückgang der neu geschaffenen Jobs anzeigten setzte die Fed ihren Zinssenkungszyklus im September fort und reduzierte den Leitzins um 25 Basispunkte. Ob ihr bis zur nächsten Sitzung Ende Oktober neue Arbeitsmarktdaten vorliegen ist noch nicht klar. Aufgrund des Shutdowns befinden sich die Staatsbediensteten des Bureau of Labor Statistics (BLS, Statistikbehörde) im Zwangsurlaub und es wurden seitdem keine Zahlen mehr veröffentlicht. Üblicherweise stellt der Arbeitsmarktbericht aber sehr wichtige Datenpunkte für die Gestaltung der Geldpolitik zur Verfügung. Gerade in der aktuellen Phase, mit einem stark datengetriebenen Ansatz und einer erhöhten Sensibilität dem Vollbeschäftigungs-Mandat gegenüber, stellt dies eine zusätzliche Herausforderung für die Fed dar. Wir gehen davon aus, dass sich der Arbeitsmarkt weiter moderat abkühlen wird. Allerdings scheint sich auch das Angebot von Arbeitskräften zu reduzieren. So sank die Zahl der im Ausland geborenen Erwerbsfähigen seit März um 1,5 Millionen, während sie in den drei Jahren zuvor noch um 4,5 Millionen gestiegen war. Angesichts des

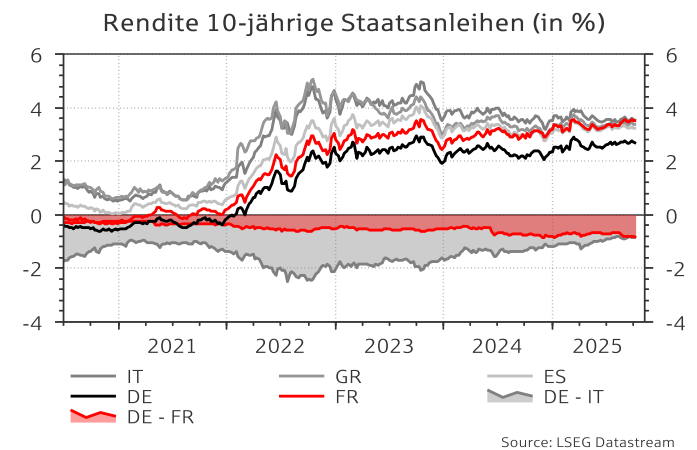
harten Migrationskurses ist diese Entwicklung wenig überraschend. Bezüglich der Inflation lässt sich festhalten, dass diese noch immer etwas zu hoch ist und sich daran wenig zu ändern scheint. Egal welches Teuerungsmaß man heranzieht, es fehlt jeglicher Trend zur Reduktion auf das Zielniveau von 2 Prozent. Allerdings blieb auch ein Preisschock durch die Einführung der Zölle aus. Vielmehr scheinen diese Kosten nach und nach an die Verbraucher weitergegeben zu werden. Deshalb erwarten wir, dass die US-Inflation auch in den kommenden Monaten um die 3 Prozent pendeln wird. Aus der Gesamtsituation halten wir daher maximal drei weitere Zinssenkungen à 25 Basispunkte im aktuellen Turnus für vertretbar. Entsprechend teilen wir die Markterwartung bis zum zweiten Quartal nächstes Jahr, halten Zinssenkungshoffnungen darüber hinaus (auf unter 3,25 - 3,50 Prozent) aber für übertrieben. Insgesamt ist der weitere Zinspfad aber äußerst unsicher, da das Fed-Gremium so gespalten ist, wie das Land selbst. Die Bewertung des voraussichtlich angemessenen Leitzinses bis Ende 2027 (Fed dot plot) geht von unter 2,5 bis fast 4,0 Prozent.

Langfristige Zinsen: Im Prognoseband angekommen

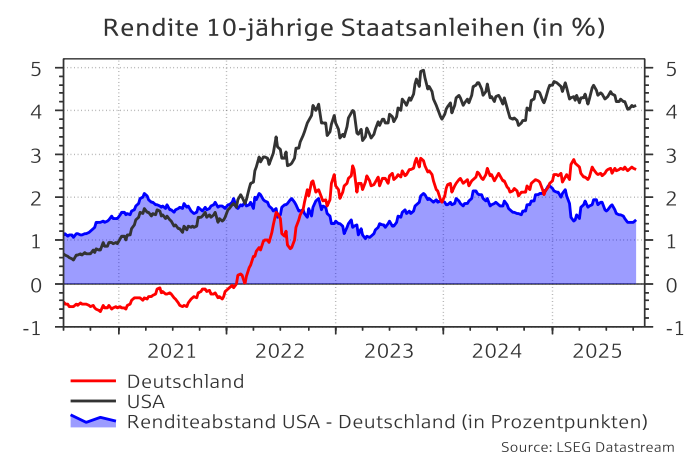
Insgesamt bleiben die Renditen am europäischen Rentenmarkt schwankungsintensiv. Sorgen vor steigenden Staatsdefiziten üben Aufwärtsdruck aus. Während das deutsche Fiskalpaket anfangs noch hauptsächlich positiv gesehen wurde und eher mit steigenden Wachstumsaussichten verbunden war, steigen inzwischen die Befürchtungen, dass durch eine Verschiebung hin zu konsumtiven Ausgaben der Impuls lediglich kurzfristiger Natur sein könnte und letztlich nur eine höhere Staatsverschuldung nach sich zieht. Hinzu kommt die schwierige Situation in Frankreich. Die Rücktritte von inzwischen vier Premierministern binnen 13 Monaten zeigt wie schwer Konsolidierungsvorhaben durchzusetzen sind. Koalitionen sind in unserem Nachbarland unüblich und die Fragmentierung des Parlaments führt zu einer politischen Lähmung. Der Spread zwischen 10-jährigen französischen und deutschen Staatsanleihen sprang im Juni 2024 aufgrund der überraschend ausgerufenen Neuwahlen von etwa 50 auf rund 75 Basispunkte. In den letzten Wochen erhöhte er sich kontinuierlich auf derzeit 85 Basispunkte.

Auf der anderen Seite ist das Wachstum im Euroraum und insbesondere in Deutschland gedämpft und die Inflation hat sich normalisiert. Die jüngsten ökonomischen Indikatoren fielen schwach aus und deuteten eine konjunkturelle Abkühlung an. Allen voran die deutsche Industrieproduktion im August enttäuschte. Sie reduzierte sich um 4,3 Prozent zum Vormonat, obwohl nur ein Rückgang um 1,0 Prozent erwartet worden war. Auch der Auftragseingang sank um 0,8 Prozent obwohl vom Konsens ein Anstieg um 1,1

Prozent prognostiziert wurde. Dies übt Abwärtsdruck auf die Renditen aus. Insgesamt erwarten wir eine Fortsetzung des bisherigen Bildes. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen dürfte zwischen 2,6 und 2,8 Prozent schwanken und zum Jahresende am oberen Ende liegen. Im nächsten Jahr könnte sie, nicht zuletzt aufgrund der niederländischen Pensionskassenreform, bis auf 3,0 Prozent steigen. Diese sieht die Umstellung von einem leistungsorientierten auf ein beitragsorientiertes System vor, wodurch im Ergebnis der Bedarf an langfristiger Absicherung abnehmen dürfte.



Für Europa gibt es aber auch gute Nachrichten: Die Zinsspreads für den gesamten Euroraum reduzierten sich in den vergangenen Jahren kontinuierlich. So tragen die Reformen in den zur Eurokrise viel gescholtenen PIIGS-Staaten (Portugal, Irland, Italien, Griechenland, Spanien) inzwischen Früchte. Die Länder weisen überdurchschnittlich hohe Wachstumsraten aus. Griechenland hat nicht mehr die höchsten Zinsen. Der Spread innerhalb der Euroländer hat sich bei 10-jähriger Laufzeit von 240 Basispunkten im September 2022 auf zuletzt 85 Basispunkte reduziert.



In den USA sehen wir ebenfalls sich entgegenwirkende Kräfte. Die Erwartungen an Leitzinssenkungen, gespeist aus der

Arbeitsmarktabkühlung, ziehen nach unten. Die Sorge vor einer entankernden Inflation, steigenden Staatsschulden und möglichen Einnahmeausfällen, falls die Zölle von der Judikative als rechtswidrig erklärt werden, ziehen nach oben. Im Ergebnis erwarten wir die 10-jährige US-Treasury Rendite bei 4,25 Prozent zum Jahresende und 4,50 Prozent im nächsten Jahr.

Kreditzinsen: Mit aktuellem Niveau planen

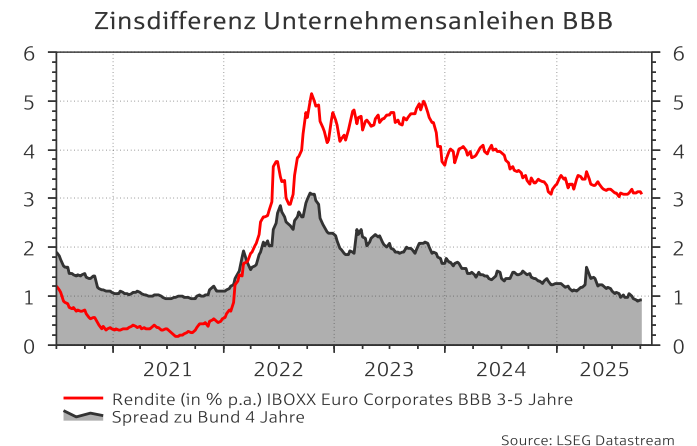
Banken leiten ihre Kreditzinsen von den am Interbankenmarkt gehandelten Swap-Zinsen ab. Diese stellen ihre Refinanzierungskosten bzw. Opportunitätskosten dar, zu denen sie das Geld (weitgehend) risikolos verzinst bekommen würden. Bei 10-jähriger Laufzeit liegen die Swap-Zinsen derzeit minimal unter denen von Bundesanleihen. Wir erwarten, dass diese Situation anhalten wird, weshalb sich unsere Prognose für die Bund-Rendite nahezu 1-zu-1 auf Kreditzinsen anwenden lässt. Wir gehen davon aus, dass die Zinskurve nun weitgehend „am Ziel“ ist. Bewegungen erwarten wir am ehesten in den längeren Laufzeiten, wo die Zinsen leicht steigen könnten. Im Ergebnis empfehlen wir Kreditnehmern sich auf das aktuelle Zinsniveau einzustellen, damit zu planen und nicht auf günstigere Konditionen zu warten.

Unternehmensanleihen: teilweise „besser“ als Staatsanleihen?

Die Renditedifferenz europäischer Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) mit sehr guter (AAA) bis befriedigender (BBB) Bonität und 3-5-jähriger Laufzeit zu 4-jährigen Bundesanleihen reduzierte sich weiter. Von zwischenzeitlich über 150 Basispunkten im Zuge der Wirrungen nach dem „Liberation Day“ sind die Risikoprämien inzwischen auf 95 Basispunkte zusammengeschmolzen. Angesichts immer schwindelerregender Höhen bei Staatsschulden und nur zögerlich funktionierender Korrekturmechanismen wird inzwischen diskutiert, ob nicht manche Unternehmensanleihe sicherer sein könnte als eine Staatsanleihe. Argumentiert wird, dass der private Sektor mit dem Insolvenzrecht besser reguliert sei als der öffentliche. Auch wenn einzelne, besonders bonitätsstarke Unternehmen teilweise günstigere Refinanzierungskonditionen als Staaten hatten, sehen wir dies nicht als Phänomen in der Breite. Sollten Staatsfinanzen wirklich einmal ernsthaft wackeln, würde dies in den gesamten Finanzmarkt hineinwirken. Dies wäre dann wohl auch ein Umfeld mit einer Rezession. Die Erfahrung zeigt: wenn die Unsicherheit steigt, werden am Ende doch wieder Staatsanleihen nachgefragt.

Abseits dieser theoretischen Überlegungen gehen wir davon aus, dass die Spread-Einengung abgeschlossen sein dürfte und die Risikoprämie auf dem aktuellen Niveau verharren dürfte. Entsprechend liegt unsere Prognose sowohl zum Jahresende als auch für

das nächste Jahr bei 95 Basispunkten. Auch wenn der Renditevorteil geschmolzen ist, sehen wir Unternehmensanleihen guter Bonität weiterhin als attraktiv an. Unsere Präferenz liegt, gerade mit Blick auf Wechselkursrisiken, bei in Euro notierten Unternehmensanleihen guter bis befriedigender Qualität.



Sonderthema: US-Dollar

Dem Wechselkurs zwischen Euro und US-Dollar kam im ersten Halbjahr 2025 eine wichtige Rolle zu. Viele Entscheidungen der neuen Trump-Administration ließen das Vertrauen in den Greenback erodieren. Obwohl gemäß Lehrbuch die Währung eines Landes als Ausgleichsmechanismus aufwerten sollte, wenn es Importzölle einführt, passierte nach dem „Liberation Day“ genau das Gegenteil. Auch die permanenten Angriffe auf die Notenbank kosteten der US-Währung Ansehen. Auf fundamentaler Seite führten die sinkende Wachstumsschere und reduzierte Zinsdifferenz zwischen Europa und den USA zu einer relativen Erstarkung des Euros. Im dritten Quartal hielt sich der Wechselkurs dann recht stabil bei 1,17 US-Dollar pro Euro und zuletzt litt die Gemeinschaftswährung unter der politischen Instabilität in Frankreich.

In den kommenden Monaten dürfte weiterhin die Frage um die Unabhängigkeit der Federal Reserve für den Wert des US-Dollars entscheidend sein. Der extreme Anstieg des Goldpreises (+20 Prozent in 7 Wochen) zeigt, dass es an nachhaltigen Alternativen für eine globale Reserve- und Handelswährung mangelt. In Europa scheint die politische Ebene schlicht zu unsicher. Andererseits gibt es aber auch die Sorge, dass die US-Leitzinsen unter politischem Druck zu stark gesenkt werden, die Inflationserwartungen entankern und damit die reale Kaufkraft des Greenback erodiert.

Derzeit befindet sich der Wechselkurs mit 1,16 in der unteren Hälfte unseres Prognosebandes von 1,14 bis 1,22 US-Dollar pro Euro. Die fundamentalen Faktoren, mit einer höheren US-Inflation

und weiteren anstehenden Zinsschritten der Fed, dürften weitgehend eingepreist sein. Zum Jahresende rechnen wir mit einem eher moderaten Anstieg auf bis zu 1,20 US-Dollar pro Euro. Allerdings schwebt darüber das Damoklesschwert in Form des Restrisikos, dass das Vertrauen in den US-Dollar plötzlich erschüttert werden könnte. Zum Beispiel durch die Ernennung eines unseriösen Nachfolgers für den im Mai 2026 scheidenden Fed-Chef Powell oder durch die teilweise Umsetzung des „Mar-a-Lago-Accords“ und die damit verbundene Benachteiligung ausländischer Investoren. Vor diesem Hintergrund erscheinen uns auf US-Dollar lautende Rentenpapiere weniger attraktiv, da diese Anlageklasse im Portfolio vornehmlich Stabilität bringen soll. (Andererseits raten wir z. B. bei Aktien aber auch nicht zu einer Währungsabsicherung, da diese langfristig Performance kostet und die kurzfristig verbleibende fundamental begründete Schwankung begrenzt bleiben sollte.)

Fazit

- Die EZB ist vorerst am Ziel angekommen. Die Fed dürfte ihren Leitzins auf 3,25 - 3,5 Prozent senken, aber nicht mehr.
- Langfristige Renditen sind derzeit am unteren Ende unseres Prognosebandes, weshalb sie tendenziell leicht steigen könnten.
- Kreditnehmer sollten mit dem aktuellen Zinsniveau planen, da wir die Zinskurve grundsätzlich nahe am Ziel sehen.

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	2,02	2,00	2,00
Bundesanleihe 10 Jahre	2,36	2,68	2,80	3,00
USA Fed Funds Rate	4,25 - 4,50	4,00 - 4,25	3,50 - 3,75	3,25 - 3,50
US-Treasuries 10 Jahre	4,16	4,12	4,25	4,50
BBB Bundspread (in Basispunkten)	127	95	95	95

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