

Notenbanken agieren erwartungsgemäß

US-Notenbank: Senkung um 0,25 Prozentpunkte entsprach den Erwartungen

Die US-Notenbank (Fed) hat die Leitzinsen Ende Oktober erwartungsgemäß gesenkt, indem sie das Zielband für das Tagesgeld (Fed Funds Target Range) auf 3,75 Prozent bis 4,00 Prozent zurücknahm. Interessant war, dass es zwei abweichende Voten gab: Neben einem Votum für eine Senkung um 50 Basispunkte gab es auch ein Votum für unveränderte Zinsen. Die Fed beschloss ferner, ihre Politik des Abbaus der Fed-Bilanz zum 01.12.2025 auslaufen zu lassen.

In der begleitenden Pressekonferenz machte der Notenbankchef klar, dass es für die nächste Sitzung am 11. Dezember keine Festlegung auf eine weitere Senkung gäbe. Dies hat die Erwartungen des Marktes, die bisher neben einer Senkung im Dezember noch zwei weitere Schritte bis zum Ende des 1. Quartals 2026 vorsahen, etwas gedämpft.

Für die Fed kommt derzeit der Regierungs-Shutdown als Belastung hinzu: Wegen des Stillstandes werden wichtige Daten, z. B. auch Inflationsdaten nicht erhoben. Auch gibt es derzeit keinen monatlichen Arbeitsmarktbericht. Damit fehlen wichtige marktbreite Orientierungspunkte für die Geldpolitik. Die Fed hatte jedoch auf zunehmende Risiken am Arbeitsmarkt hingewiesen.

Publizierte Daten hatten ein gemischtes Bild geboten: Die Inflationsrate lag zuletzt (September) bei 3,0 zum Vorjahr, ein Anstieg gegenüber den 2,9 Prozent aus dem August. Der Wert lag allerdings leicht unterhalb der Konsensschätzung von 3,1 Prozent und die Kernrate ging um 0,1 Prozent auf 3,0 Prozent zurück.

Nach der jüngsten Senkung halten wir zwei weitere Zinssenkungen à 25 Basispunkte im laufenden Zyklus für vertretbar. Alleine schon die Zölle sollten dazu führen, dass die Inflationsrate erst langsam zurück geht, oder je nach dem Verhalten der US-Unternehmen, sogar wieder ansteigt.

EZB: Genau auf Kurs, keine Fragezeichen

Wie schon bei den Sitzungen im Juli und September ließ die Europäische Zentralbank auch im Oktober die Leitzinsen unverändert. Dies war so erwartet worden und passt auch gut zu der nahe der Zielmarke liegenden Inflationsrate im Euroraum. Diese sank im Oktober auf 2,1 Prozent nach 2,2 Prozent im September. Die

Kerninflationsrate lag dagegen getrieben durch eine im zweiten Monat in Folge auf 3,4 Prozent beschleunigte Dienstleistungspreisinfation mit 2,4 Prozent auf Vormonatsniveau, leicht oberhalb der Konsensschätzung von 2,3 Prozent.

Nach wie vor sind keine größeren preisdämpfenden Effekte von Gütern zu beobachten, die wegen der von den USA eingeführten Zölle von China nach Europa umgeleitet werden könnten. Wir gehen nach wie vor von einem überschaubaren Effekt aus. Andererseits sehen wir auch keine größeren Preissteigerungen durch die vom US-Präsidenten verfügten neuen Sanktionen gegen die zwei großen Ölkonzerne Rosneft und Lukoil. Die Sanktionen hatten bisher nur einen sehr kurzfristigen Einfluss auf den Ölpreis. Grundsätzlich dürfte der Rohölmarkt auch mit Sicht auf 2026 deutliche Überkapazitäten auf der Angebotsseite aufweisen. Wir gehen weiter von einem Preis um die 65 US-Dollar für das Fass Brent zum Jahresende 2025 und rund 70 US-Dollar im nächsten Jahr aus. Dies würde keine bzw. nur sehr begrenzte inflationsfördernde Wirkungen entfachen.

Das Wirtschaftswachstum im Euro-Raum lag mit 0,2 Prozent im Sommerquartal etwas über dem prognostizierten Niveau.

Insgesamt ergibt sich damit für die EZB auch weiter kein Handlungsbedarf, sie dürfen ihren neutralen Kurs beibehalten.

Langfristige Zinsen: Fest im Prognoseband verankert

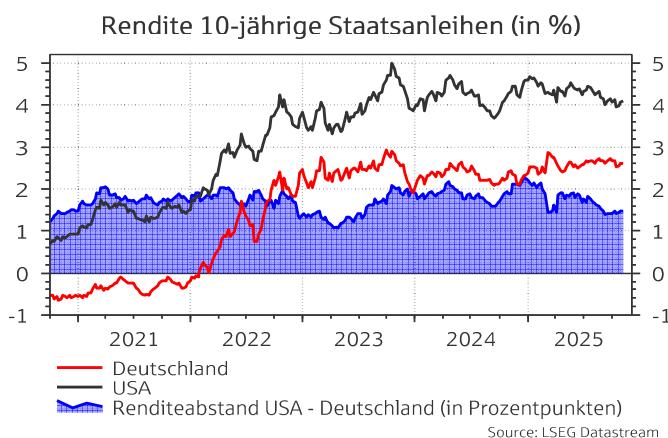
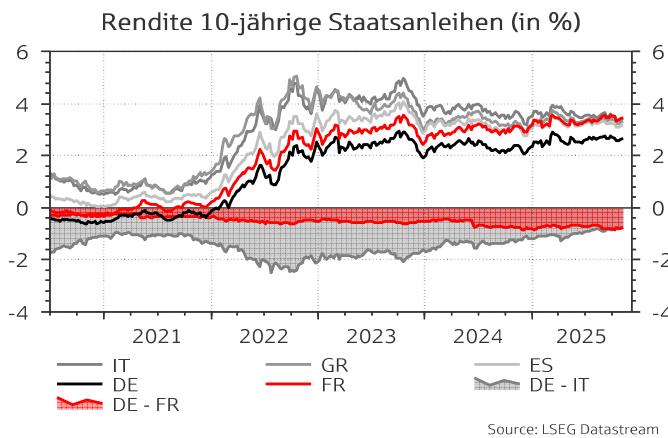
Die Renditen am europäischen Staatsanleihemarkt wiesen im vergangenen Monat wenig Schwankungen auf. Ähnlich wie bei den kurzfristigen Zinsen gibt es auch am langen Ende ein stabiles Gleichgewicht: Inflationsraten fast im Zielbereich sowie recht verhaltene Wachstumsperspektiven stehen einer Fiskalpolitik gegenüber, die Sorgen vor steigender Staatsverschuldung und damit einem sich ausweitenden Anleiheangebot auslöst. Mittlerweile hat sich der Markt auch an die schwierige politische Situation in Frankreich gewöhnt. Der Risikoaufschlag der zehnjährigen französischen Staatsanleihe hat sich bei 85 Basispunkten eingependelt.

Wir bestätigen unsere bisherige Prognose: Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen dürfte zwischen 2,6 und 2,8 Prozent schwanken und zum Jahresende am oberen Ende liegen. 2026 könnte sie dann bis auf 3,0 Prozent steigen. Ein Faktor dabei könnte die niederländische Pensionskassenreform sein: Es ist zu erwarten, dass

Haspa ZinsForum

11. November 2025

diese, immerhin das mit einem Volumen von knapp 2 Billionen Euro das zweitgrößte derartige System in Europa, nach der Abkehr vom Prinzip fester Leistungszusagen weniger Anlagebedarf in langfristigen Staatsanleihen haben werden.



In den USA liegt die Rendite der 10-jährigen Staatsanleihe derzeit bei rund 4,1 Prozent. Bis zum Jahresende 2025 können wir uns einen leichten Anstieg auf 4,25 Prozent vorstellen, 2026 dürfte die Rendite dann ebenfalls leicht oberhalb des aktuellen Niveaus liegen. Treiber sind dabei die Unsicherheit über eine möglicherweise auf politischen Druck hin entankernde Inflation. Außerdem besteht eine gestiegene Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Staatsfinanzierung. Der Rechtstreit über die Rechtmäßigkeit großer Teile der zusätzlichen Zolleinnahmen ist hier nur ein Element.

Kreditzinsen: Das lange Ende sichern?

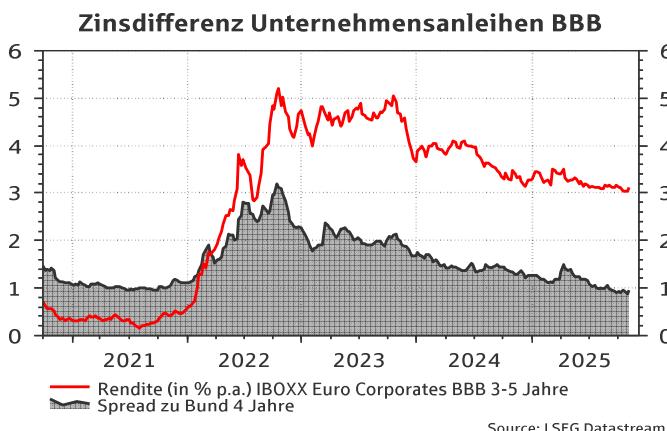
Die Entwicklung bei den langfristigen Zinsen verlief in den vergangenen Wochen recht stabil. Bei genauem Blick auf die längerfristigen Zinskurven fällt auf, dass bei den sehr langfristigen Laufzeiten, gemessen an der 20-jährigen Bundesanleihe ein Zinsanstieg um 10 Basispunkte zu beobachten war. Mit Blick nach vorne können

wir uns eine Verstärkung dieser Entwicklung vorstellen: Insbesondere der ultra-lange Laufzeitenbereich dürfte, wie das Beispiel mit der niederländischen Pensionskassenreform zeigt, darunter leiden, dass sich die Angebots-Nachfrageverhältnisse verschlechtern, d. h. es zu höheren Aufschlägen kommt. Während wir im kürzeren und mittleren Laufzeitenbereich eher wenig Bewegung erwarten, sollten Kreditnehmer, die Interesse an sehr langen Festzinsvereinbarungen haben, daher daran denken, sich das aktuelle Niveau zu sichern.

Unternehmensanleihen: Solide durch die Berichtssaison

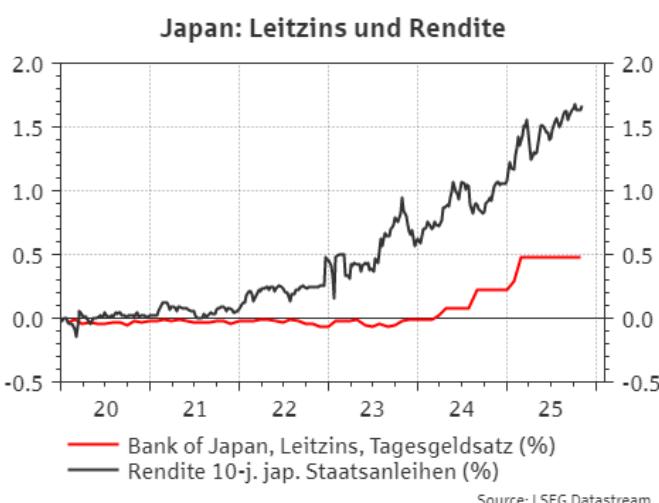
Die Renditedifferenz europäischer Unternehmensanleihen (Corporate Bonds) mit sehr guter (AAA) bis befriedigender (BBB) Bonität und 3-5-jähriger Laufzeit zu 4-jährigen Bundesanleihen ist im vergangenen Monat stabil geblieben und lag zuletzt bei 97 Basispunkten. Dies ist im langfristigen Vergleich ein unterdurchschnittliches Niveau. Allerdings bekamen die Unternehmen auch Unterstützung durch die Berichterstattungssaison, die trotz Gegenwind von der Währungsseite und den Zöllen recht erfreulich verlief. Zwar gab es bei unter Druck stehenden Branchen wie der Automobil- oder Chemieindustrie weitere Belastungen der Gewinne, jedoch fielen diese Einbußen nicht so stark aus, wie vielfach befürchtet. Andere Branchen, beispielsweise Banken, überraschten vielfach mit besser als erwarteten Gewinnanstiegen.

Wir gehen weiterhin 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 auf diesem reduzierten Niveau sehen wir Unternehmensanleihen guter Bonität weiterhin als attraktiv an. Unsere Präferenz liegt unverändert, gerade mit Blick auf Wechselkursrisiken, bei in Euro notierten Unternehmensanleihen guter bis befriedigender Qualität.



Sonderthema: Japan

Stehen die Zeichen in den USA und im Vereinigten Königreich eher in Richtung weiterer Leitzinssenkungen, scheinen sie im Euroraum auf einem stabilen neutralen Niveau angekommen zu sein. Anders sieht es in Japan aus: Dort beließ die Bank of Japan zwar am 30.10. den Leitzins bei 0,5 Prozent. Es gab aber bereits zwei Gegenstimmen, die für 0,75 Prozent votierten. Das inzwischen veröffentlichte Protokoll machte zudem deutlich, dass die Notenbank - auch wenn sie aktuell keinen sofortigen Handlungsdruck sieht - kurzfristig auf den richtigen Zeitpunkt für eine Anhebung des Leitzinses wartet. Ein möglicher Zeitpunkt könnte die Dezember-Sitzung (16./17.) sein. Eine kürzlich veröffentlichte LSEG-Umfrage ergab, dass knapp 96 Prozent der Befragten eine Zinsanhebung bis März 2026 erwarten.



Die Notenbank steht seit der Wahl von Sanae Takaichi zunächst zur LDP-Vorsitzenden und dann zur Ministerpräsidentin unter besonderem Druck. Frau Takaichi ist als Verfechterin einer explizit

expansiven Fiskalpolitik und lockeren Geldpolitik bekannt. Bereits in den vergangenen Jahren hatte sich abgezeichnet, dass es Japan gelingt, das Inflationsziel von 2,0 Prozent zu erreichen, nachdem eine jahrzehntelange Phase des Unterschießens/der Zielverfehlung aufgrund der Deflation zu Ende gegangen war. Aktuell beobachtet die Notenbank insbesondere die Auswirkungen der Lohn erhöhungen der Unternehmen. Im Unternehmenssektor zeichnet sich eine Phase ab, in der auch wegen Arbeitskräftemangel, die Lohnzurückhaltung aufgegeben wird.

Damit wird es in den nächsten Monaten spannend, wie die Notenbank mit dem Druck der Regierung, eine lockere Geldpolitik zu verfolgen und dem Ziel, die Geldwertstabilität zu erhalten, umgehen wird.

Fazit

- Die EZB kann auf neutralem Kurs bleiben. 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 grundsätzlich mit dem aktuellen Zinsniveau planen, im ultra-langen Laufzeitenbereich können wir uns jedoch einen stärkeren Anstieg vorstellen.

Prognosetabelle

	31.12.2024	Aktuell	31.12.2025	30.06.2026
EZB-Hauptrefinanzierungssatz	3,15	2,15	2,15	2,15
EZB-Einlagenatz	3,00	2,00	2,00	2,00
3-Monats-Euribor	2,68	2,01	2,00	2,00
Bundesanleihe 10 Jahre	2,36	2,67	2,80	3,00
USA Fed Funds Rate	4,25 - 4,50	3,75 - 4,00	3,50 - 3,75	3,25 - 3,50
US-Treasuries 10 Jahre	4,16	4,13	4,25	4,25
BBB Bundspread (in Basispunkten)	127	97	95	95

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