Helaba

Im Fokus: Zinsen
24. März 2025

Bundesanleihen: Schwenk in schwieriges Fahrwasser

Mit der Lockerung der Schuldenbremse fällt ein stabilisierendes Element am Anleihemarkt weg. Damit steigen die Finanzierungskosten tendenziell, wenn auch in überschaubarem Umfang. Langfristig ist mit Bund-Renditen im Gravitationsbereich von 3 % zu rechnen.

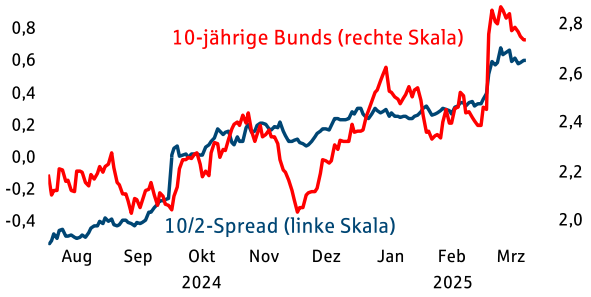


Ulf Krauss
EZB und Anleihemärkte
Tel. 069/91 32-47 28

Die geplante massive Ausweitung der Militärausgaben in Europa als Reaktion auf den brüchig gewordenen Nordatlantikpakt verändert auch das **Zinsumfeld** im Euroraum. Die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen stieg nach der Ankündigung Deutschlands, die **Schuldenbremse** durch eine Grundgesetzänderung anzupassen, zeitweise bis in den Bereich von 2,9 %. Im Wochenvergleich war dies der stärkste Anstieg seit rund fünf Jahren. Die **Zinsstrukturkurve** wurde steiler. Der Abstand zwischen 10-jährigen und zweijährigen Bundesanleihen kletterte auf den höchsten Stand seit fast drei Jahren.

Renditen rauf – Zinskurve steiler

Bundesanleihen, %-Pkt. Rendite, %

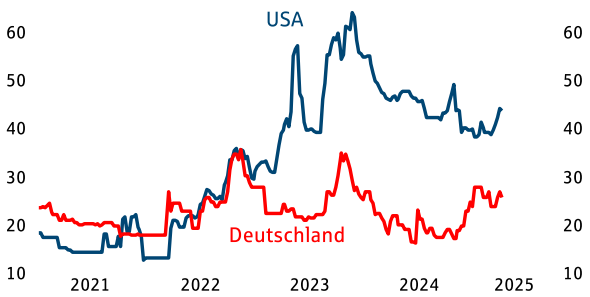


Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Deutschland genießt bei Investoren höchstes **Vertrauen**. Die Ratingagenturen bewerten Bundesanleihen bisher mit Bestnoten – besser u.a. als US-Treasuries. Ist diese Einschätzung in Gefahr? Kurzfristig eher nicht. Darauf deuten nach wie vor niedrige **Kreditausfallprämien** hin. Zwar waren die Absicherungskosten zuletzt etwas höher als im vergangenen Jahr, das Niveau der Credit Default Swaps (CDS) liegt aber immer noch auf dem Durchschnittsniveau der letzte zehn Jahre. Die **Ratingagenturen** stehen daher nach der Grundgesetzänderung nicht unter Druck. Die Verschuldung Deutschlands ist unter den großen Industrienationen nach wie vor recht niedrig und liegt nur moderat über dem Maastricht-Kriterium von 60 %.

Internationale Anleger bleiben relativ gelassen

CDS, Prämien für 10-jährige Staatsanleihen in Basispunkten



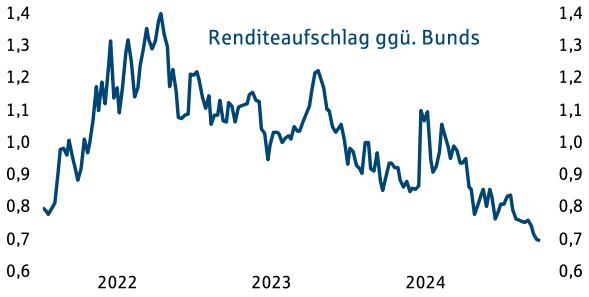
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Allerdings hängt nun viel vom weiteren Vorgehen der künftigen Regierung ab, wobei ein rascher Abschluss eines **Koalitionsvertrages** von Vorteil wäre. Entscheidend dürfte vor allem sein, ob sich eine Koalition aus Union und SPD auf umfassende **Strukturreformen** einigen kann. Ziel muss es sein, der überbordenden Regulierung Einhalt zu gebieten und private Investitionen zu fördern. Inwieweit es dabei zu schmerzhaften und unpopulären Einschnitten in den Sozialstaat kommen wird, bleibt abzuwarten. Nach der deutlichen Ausweitung der **Verschuldungsspielräume** sind die Anreize hierfür jedoch gesunken.

Am Anleihemarkt liegt die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen mit rund 2,8 % immer noch am unteren Ende des **Renditespektrums** der Euroländer. Allerdings hat sich der Abstand zu den anderen großen und viel höher **verschuldeten Euroländern** Frankreich, Italien und Spanien seit dem letzten Höchststand im Oktober 2022 von 1,4 auf 0,7 Prozentpunkte halbiert – Tendenz weiter fallend. Der Abstand zu portugiesischen Staatsanleihen beträgt nur noch 40 Basispunkte. Gegenüber dem 10-jährigen **Swapsatz** notierten Bundesanleihen sogar bereits 10 Basispunkte höher.

Euro-Spreads. Man kommt sich wieder näher

Spread 10-j. Staatspapiere* (Frankreich, Italien, Spanien), %-Pkt.



*gemittelt
Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

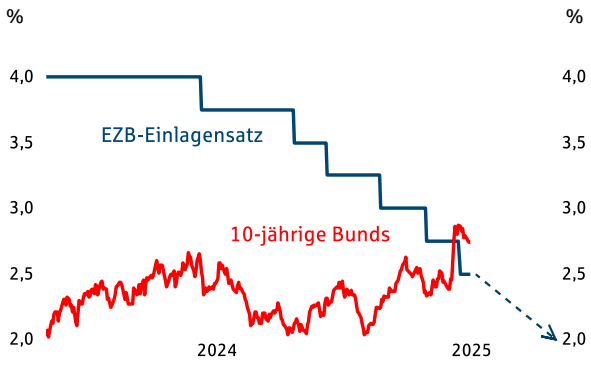
In den kommenden Jahren dürfte Deutschland deutlich mehr **Schuldtitel** emittieren. Damit wird der internationale Anleihemarkt, der sich in den letzten Jahren ohnehin deutlich ausgeweitet hat, noch stärker unter **Druck** geraten. In den letzten fünf Jahren hat sich das Volumen der **US-Treasuries**, getrieben durch die stark gestiegene Verschuldung der USA, um fast 70 % erhöht. Im gleichen Zeitraum stieg das Volumen ausstehender **Euro-Staatsanleihen** um rund 40 %. Gleichzeitig reduzieren die europäischen Zentralbanken und die Fed ihre Anleihebestände.

Wie verhält sich die Geldpolitik in diesem komplexen Umfeld?

Wie erwartet hat die **EZB** den Einlagensatz im März auf 2,5 % gesenkt. Dies dürfte noch nicht der Tiefpunkt des Zinssenkungszyklus sein, auch wenn die jüngsten Ankündigungen großer Fiskalpakete in Deutschland und auf EU-Ebene die **Erwartungen** diesbezüglich gedämpft haben. Die EZB beschreibt ihre Geldpolitik als spürbar weniger restriktiv. Diese Formulierung unterstellt aber, dass sie aus Sicht der Währungshüter **immer noch leicht restriktiv** ist. Die EZB vermeidet damit auch die Diskussion um den neutralen Leitzins, der nicht eindeutig zuzuordnen ist und auch vom Gesamtumfeld abhängt.

Die kritische Weltlage, in der die Währungsunion vielfachen **Bedrohungen** ausgesetzt ist, dürfte aber auch die Währungshüter umtreiben. „Das vorrangige Ziel des Europäischen Systems der Zentralbanken ist es, die **Preisstabilität** zu gewährleisten“, so steht es in den Verträgen der Europäischen Union. Doch in der aktuellen Situation stellt sich die Frage, wie stabil die Gemeinschaft ist. Die Kräfte, die die EU als Machtblock **spalten** wollen, um mehr Einfluss in Europa zu gewinnen, nehmen von allen Seiten zu. Es bleibt zu hoffen, dass die EU unter diesem Druck letztlich stärker zusammenwächst. Der Wandel von einer Wirtschafts- und Währungsunion zu einer Wirtschafts-, Währungs- und **Verteidigungsunion** wird gerade massiv vorangetrieben.

EZB bleibt auf Kurs



Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

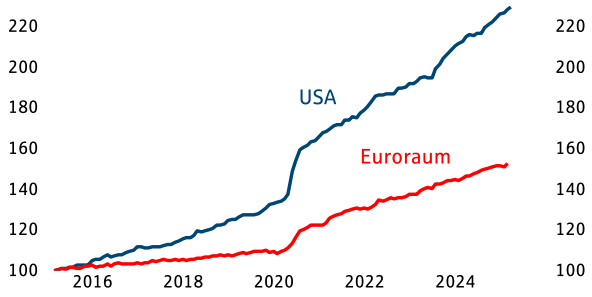
Dazu bedarf es wirtschaftlicher **Stabilität**, für die auch die EZB mitverantwortlich ist. Steigende **Inflationserwartungen** und eine höhere Inflation können dabei ebenso schädlich sein wie eine deutliche konjunkturelle Abschwächung, etwa als Folge eines **Handelskrieges**. Die angekündigten großen **Ausgabenprogramme** in Deutschland für Verteidigung und Infrastruktur dürften allerdings für konjunkturelle Impulse sorgen und erhöhen tendenziell die Inflationsrisiken. Die EZB wird gleichwohl versuchen, die Grenzen der Zinspolitik auszuloten. Dabei dürfte sie noch stärker als sonst auf Finanzmarktinformationen und Umfragen bei Unternehmen und Verbrauchern achten. Wir sehen weiterhin **Spielraum** für eine Senkung des Einlagensatzes bis auf rund **2 %**.

Auf welchem Renditeniveau pendeln sich Bundesanleihen langfristig ein?

Kurzfristig könnten die Renditen wieder sinken. Wir erwarten, dass die 10-jährige Bundesanleihe zur Jahresmitte bei etwa **2,5 %** liegt. Dabei spielen auch die Erfahrungen der letzten beiden Jahre eine Rolle, als die Renditeentwicklung einer **Achterbahnfahrt** mit Höhen und Tiefen glich. Für Rückenwind dürfte die weitere **Lockerung** der Geldpolitik sorgen. Allerdings ist die **Unsicherheit** groß, da derzeit niemand sagen kann, ob es tatsächlich zu einem **Handelskrieg** zwischen der EU und den USA kommen wird. Die EZB hat ausgerechnet, dass ein US-Zoll von 25 % auf Importe aus Europa das **Wirtschaftswachstum** im Euroraum im ersten Jahr um etwa 0,3 Prozentpunkte reduzieren könnte. Sollte Europa mit höheren Zöllen auf US-Importe reagieren, würde dieser Wert auf rund 0,5 Prozentpunkte steigen. Vergeltungsmaßnahmen der EU und ein schwächerer Euro-Kurs könnten die **Inflation** kurzfristig um etwa einen halben Prozentpunkt erhöhen. Mittelfristig würde sich dieser Effekt jedoch aufgrund des niedrigeren Wachstums abschwächen.

Steilerer Anstiegswinkel zu erwarten

Volumen umlaufender Staatsanleihen, indexiert 1.1.2015 = 100



Quellen: LSEG, Helaba Research & Advisory

Auch in der langen Frist deutet wenig darauf hin, dass sich 10-jährige Bundesanleihen wieder auf einem deutlich niedrigeren Renditeniveau bewegen werden. Ein nachhaltig durch **fiskalische Impulse** gestütztes Wirtschaftswachstum spricht sogar für wieder etwas **höhere Leitzinsen** im Euroraum. Die Renditen dürften sich daher längerfristig eher im **Bereich von 3 %** als bei 2 % einpendeln. Das Risiko, dass diese Marke überschritten wird, ist auf dabei höher einzuschätzen als die Wahrscheinlichkeit tendenziell niedrigerer Renditen. Man denke nur an die zunehmenden **demografischen Belastungen** im gesamten Euroraum, die über die jetzt beschlossenen **fiskalischen Maßnahmen** hinaus die Verschuldung und damit das **Angebot an Staatsanleihen** weiter nach oben treiben könnten.

Die Schuldenbremse ist zwar mehr oder weniger wirkungslos geworden, aber es wäre ein Trugschluss zu glauben, dass damit alle **Fesseln der Finanzpolitik** gelockert wurden. Wer auch immer neuer Bundesfinanzminister wird, dürfte den **kalten Atem der Kapitalmärkte** stärker als bisher im Nacken spüren. Aber noch sind die Spielräume in Deutschland – auch im Vergleich zu anderen Ländern – vergleichsweise groß.



Hier können Sie sich für unsere Newsletter anmelden:

https://news.helaba.de/research/

Herausgeber und Redaktion

Helaba Research & Advisory

Redaktion:
Dr. Stefan Mitropoulos

Verantwortlich:
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirtin /
Head of Research & Advisory

Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt am Main
Tel. 069/91 32-20 24
Internet: **http://www.helaba.de**

Disclaimer

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.