

# Indikatoren zur Risikolage im Finanzsystem

Dezember 2025

Themengruppe Volkswirtschaft | Stand: 04.12.2025



# Allgemeine Lage

**Weltwirtschaft:  
Geopolitische Konflikte belasten,  
Unsicherheit geht leicht zurück**

**Leitzinsen im Eurauraum  
voraussichtlich für eine längere  
Zeit konstant**

**Euro-Dollar-Kurs stabilisiert sich**

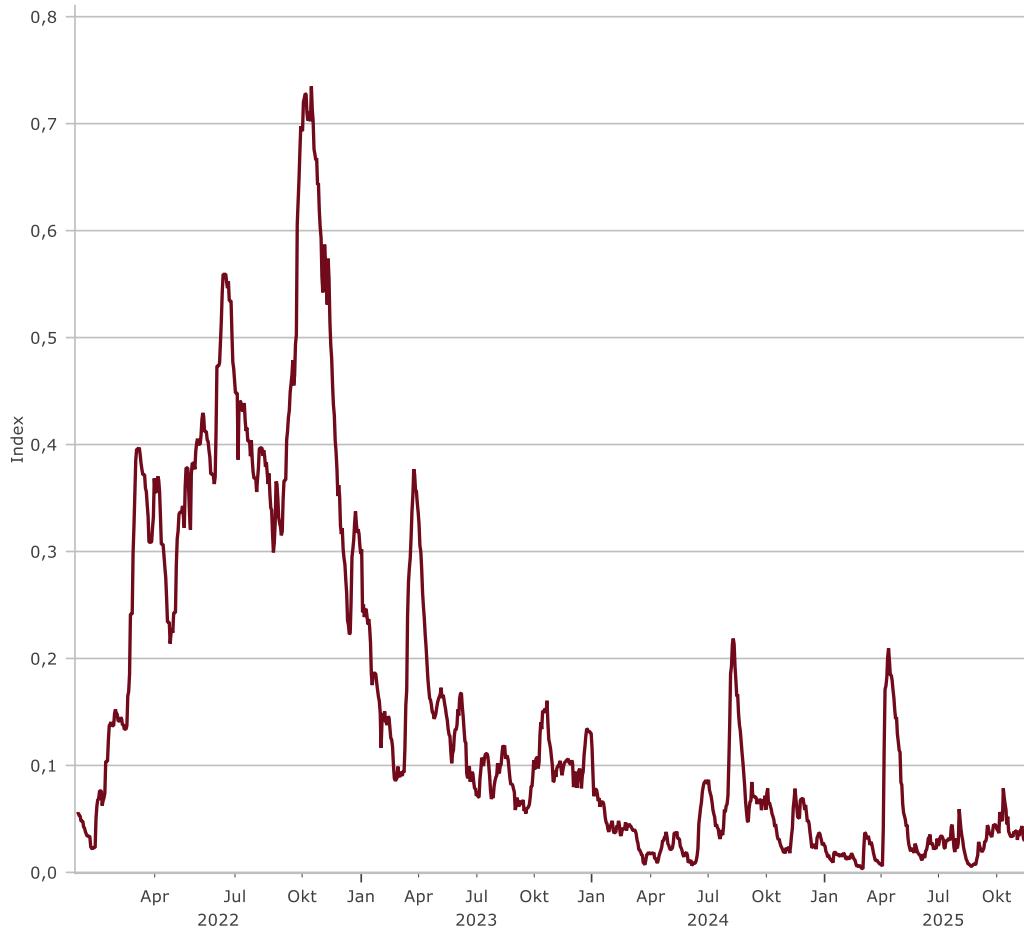
- Die globale Wirtschaftsentwicklung in diesem Jahr wurde entscheidend von den Folgen der US-Zollpolitik geprägt. Exportorientierte Länder - wie Deutschland - sind in besonderem Maße beeinträchtigt. Die deutschen Exporte in die USA sind im September 2025 kalenderbereinigt im Vergleich zum Vormonat erstmals wieder gestiegen – nach fünf Rückgängen in Folge. Gegenüber dem Vorjahresmonat waren die Exporte in die USA im September 2025 jedoch um 14 % geringer.
- Der Internationale Währungsfonds (IWF) hat seine Prognose für das Jahr 2025 im Oktober erneut angehoben. Er rechnet mit einem globalen Wirtschaftswachstum von 3,2 %, das im kommenden Jahr marginal auf 3,1 % sinken soll. Handelspolitische Vereinbarungen haben einige Zollankündigungen wieder etwas abgeschwächt.

- Die Europäische Zentralbank (EZB) hat ihre Leitzinsen zuletzt konstant gehalten. Für die kommenden Ratssitzungen werden am Markt mehrheitlich keine Zinsänderungen erwartet. Der Zinssatz für die Einlagefazilität sollte somit für eine längere Zeit auf dem derzeitigen Niveau von 2 % verbleiben.
- Die US-Notenbank (Fed) hat ihren Leitzins im September und Oktober, wie vom Markt erwartet, um jeweils 25 Basispunkte gesenkt. Die Erwartungen für eine weitere Zinssenkung im Dezember sind zuletzt gestiegen.

- Der Euro hat im Verlauf dieses Jahres gegenüber dem Dollar deutlich aufgewertet – in der Spitze um rund 16 % (13. Jan. bis 1. Juli 2025).
- Das Vertrauen der Investoren in US-Anlagen – wie Aktien und Staatsanleihen – ist durch die erratische Politik der US-Regierung gesunken, was zu einem Kapitalabfluss führte. Die europäischen Finanzmärkte konnten davon profitiert.
- Zuletzt konnte der US-Dollar allerdings wieder etwas an Boden gewinnen. Auch dies unterstreicht, dass die im Sommer bisweilen vorgetragene Sorge über eine zu starke Euro-Aufwertung etwas überzogen war.

# Systematischer Stress auf niedrigem Niveau

New Composite Indicator of Systemic Stress (CISS), Index



Quelle: Macrobond.

## New Composite Indicator of Systemic Stress (CISS)

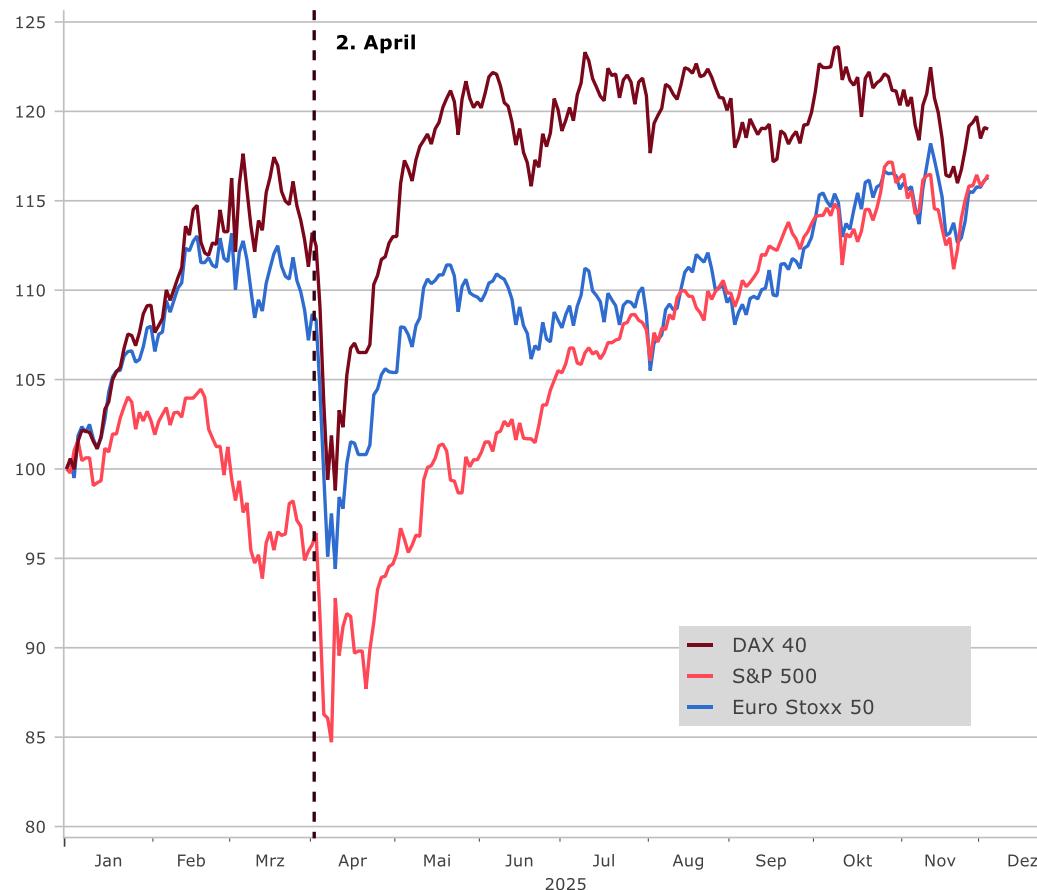
- Der CISS ist ein, aus verschiedenen Einzelindikatoren zusammengesetzter, Indikator für den systemischen Stress im Euroraum.
- Er wird von der EZB täglich berechnet.

- Der sprunghafte Anstieg des systemischen Stressindikators Anfang April infolge der umfangreichen Zollankündigungen der US-Regierung und der folgenden Turbulenzen an den Finanzmärkten hat sich insbesondere nach verschiedenen Zollverständigungen wieder korrigiert.
- Auch der vorübergehende, starke Anstieg der Renditen für 30-jährige Staatsanleihen im Spätsommer dieses Jahres in Frankreich, Deutschland, den USA und Großbritannien hat den Stress-Index kurzzeitig leicht steigen lassen.
- Trotz der moderaten Entwicklung des Risikoindikators am aktuellen Rand stellen hohe Bewertungen an den Aktienmärkten sowie möglicherweise weiter steigende langfristige Zinsen Risiken für die Entwicklung des systemischen Stresses dar. Zudem besteht nach wie vor eine erhöhte Unsicherheit bezüglich geopolitischer Entwicklungen.

# Europas Börsen in der Konsolidierung

## Aktienmärkte - internationaler Vergleich

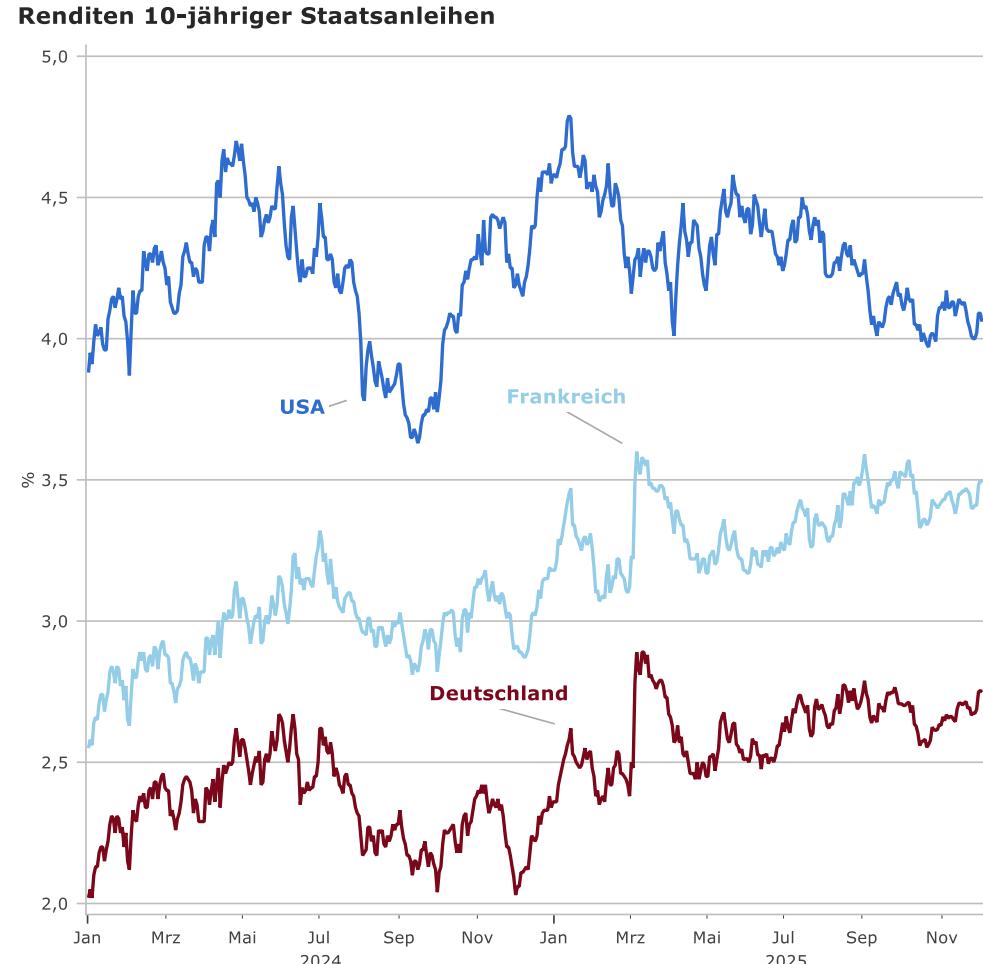
Veränderung der Aktienkurse seit dem 1. Januar 2025 in Prozent



Quelle: Macrobond

- Im ersten Halbjahr 2025 haben sich die Aktienmärkte in Europa – unter Schwankungen – deutlich besser entwickelt als die Märkte in den USA.
- Seit dem Sommer ist der Dax jedoch in eine Seitwärtsbewegung übergegangen. Der S&P 500 hat in den letzten Monaten hingegen weiter zugelegt.
- Aktuell liegt der DAX rund 19 % über dem Niveau zum Jahresbeginn; der S&P 500 hat seit Anfang 2025 rund 16 % zugelegt.
- Starke Treiber des US-Aktienmarktes waren vor allem die großen IT-Konzerne, sowie Aktien aus dem Bereich der Künstlichen Intelligenz. Die hohen Bewertungen sind jedoch mit Unsicherheiten über die zukünftige Anwendung von KI verbunden.
- Nicht zuletzt diese Unsicherheiten hatten Mitte November zu einem vorübergehend sehr deutlichen Rückgang der Aktienkurse geführt.
- Unter anderem die inzwischen wieder gestiegenen Erwartungen einer erneuten Leitzinssenkung der Fed im Dezember haben den Aktienmärkten zuletzt wieder Auftrieb gegeben.
- Die Zinssenkungserwartungen im Euroraum sind unter den Finanzmarktakteuren zuletzt hingegen weiter gesunken. Viele Analysten erwarten mittlerweile, dass die EZB den Zinssatz für die Einlagefazilität für eine längere Zeit auf dem derzeitigen Niveau von 2 % halten wird, sofern es zu keinen unerwarteten Schocks kommt.

# Kapitalmarktzinsen im Zeichen höherer Staatsverschuldung



- Die Ankündigung zusätzlicher staatlicher Verteidigungsausgaben in vielen EU-Staaten sowie umfangreicher Infrastrukturausgaben in Deutschland hatten die europäischen Kapitalmarktzinsen im Frühjahr sprunghaft steigen lassen.
- Nach diesem Zinssprung im Frühjahr kam es im Gefolge der Zollankündigungen Anfang April zu einer Beruhigung bei den deutschen und europäischen Kapitalmarktzinsen. Doch der zwischenzeitlich erwartete zusätzliche Zinssenkungsspielraum der EZB hat sich nicht bestätigt.
- Die Inflationsrate im Euroraum hat sich über den Sommer hinweg um die Zielmarke von 2 % eingependelt. Auch dies hat die Erwartungen für weitere Zinssenkungen der EZB reduziert und die Kapitalmarktzinsen etwas angehoben.
- Auch die innenpolitische Situation in Frankreich und die höheren Haushaltsdefizite in Deutschland treiben grundsätzlich die Renditen langlaufender Staatsanleihen.
- Die EZB weist in ihrem aktuellen Finanzstabilitätsbericht darauf hin, dass der durchschnittliche Zinsaufschlag (Spread) bei Staatsanleihen im Euroraum gegenüber der Rendite von Bundesanleihen im Trend sinkt. Dieser Trend gilt allerdings nicht für französische Anleihen.
- Trotz des hohen Schuldenstands und möglicher Refinanzierungsrisiken sind die Renditen der 10-jährigen US-Anleihen in den letzten Monaten im Trend gesunken. Hierzu dürften auch die Zinssenkungen in den USA beigetragen haben.

# Euro-Dollar-Kurs stabilisiert sich

## Euro-Dollar-Wechselkurs

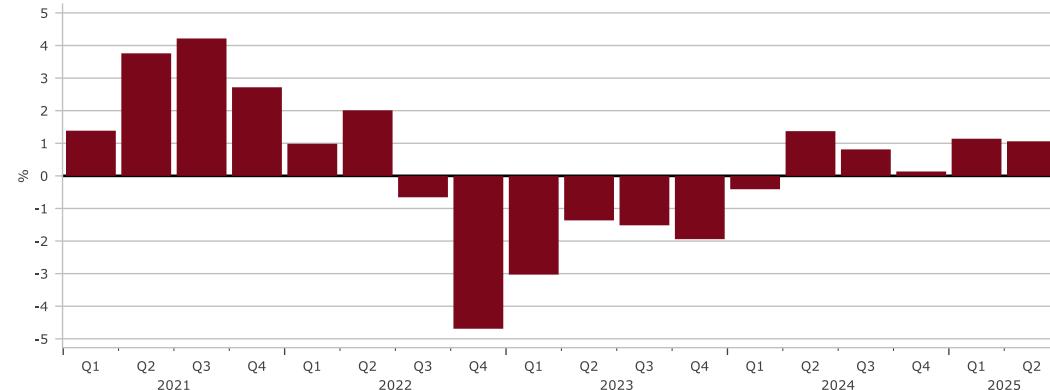


- Nach der Zollverständigung zwischen den USA und der EU Anfang August hatte der US-Dollar vorübergehend an Wert gewonnen. Auf dem Devisenmarkt hatte sich die Entwicklung jedoch bald wieder gedreht: Unter anderem schwache Arbeitsmarktzahlen in den USA und die damit verbundene Erwartung einer Zinssenkung drückten den Außenwert des Dollar.
- Die starke Nachfrage nach US-Dollar-Stablecoins dürfte zurzeit ein Grund für einen wieder leicht steigenden Dollarkurs sein. Viele andere Maßnahmen der US-Regierung sprechen hingegen eher für einen schwächeren Dollar.
- Zuletzt konnte der Dollar wieder etwas an Boden gewinnen. Die im Sommer bisweilen vorgetragene Sorge über eine zu starke Euro-Aufwertung war aus heutiger Sicht überzogen. Hinzu kommt, dass der Euro – gemessen an den Leistungsbilanzsalden und den Inflationsunterschieden – gegenüber dem US-Dollar über die gesamten letzten zehn Jahre unterbewertet war. Ein Grund dafür war die jahrelange Negativzinspolitik im Euroraum.
- In Anbetracht der hohen US-Staatsverschuldung, möglicher Refinanzierungsrisiken und des gewissen Vertrauensverlustes der Investoren ist derzeit keine generelle Trendwende beim Außenwert der US-Währung in Sicht. Seine Rolle als globale Leitwährung dürfte der Dollar aus heutiger Sicht aber nicht verlieren, insbesondere aufgrund der Breite und Tiefe des US-amerikanischen Finanzmarktes.

# Erholungssignale am Wohnimmobilienmarkt

## Entwicklung der Preise für Wohnimmobilien in Deutschland

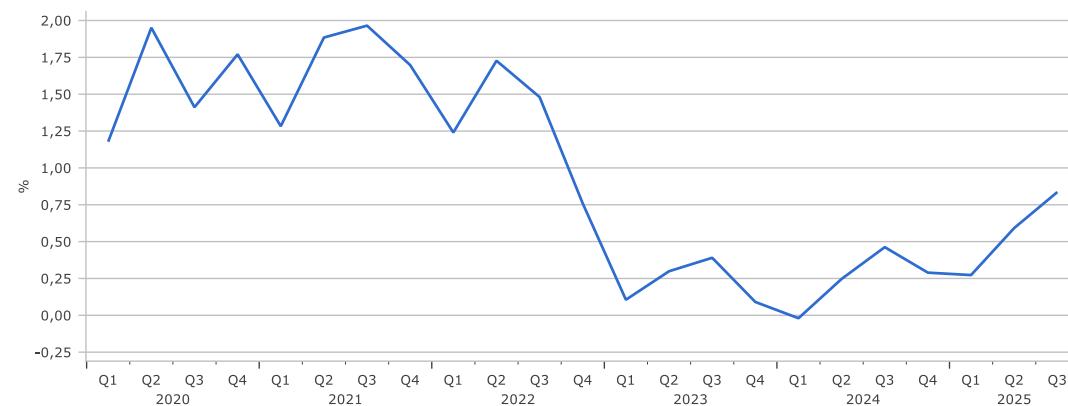
Veränderungen in Prozent ggü. Vorquartal



Quelle: Macrobond

## Wohnungsbaukredite an inländische wirtschaftlich unselbständige und sonstige Privatpersonen

Veränderung ggü. Vorquartal



Quelle: Macrobond

- Die Preise für Wohnimmobilien in Deutschland sind im 2. Quartal 2025 um 1,1 % gegenüber dem Vorquartal gestiegen. Das war der fünfte Anstieg im Quartalsvergleich in Folge.
- Die Preisanstiege gehen mit einer erhöhten Nachfrage nach Immobilienkrediten einher. Wohnungsbaukredite an Privatpersonen haben im 3. Quartal 2025 erneut zugenommen. Dem von der EZB durchgeführten „Bank Lending Survey“ zufolge, erwarten die Banken in Deutschland auch für das 4. Quartal 2025 einen Anstieg der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten.
- Laut „Bank Lending Survey“ gibt es vor allem zwei Gründe für die gestiegene Kreditnachfrage: Erstens haben sich die Aussichten der privaten Haushalte am Wohnimmobilienmarkt verbessert, zweitens ist das Zinsniveau im Vergleich zum Zeitraum 2023 bis Mitte 2024 gesunken.
- Auch die Preise für Gewerbeimmobilien sind in den vergangenen Quartalen gestiegen. Die EZB weist im aktuellen Finanzstabilitätsbericht darauf hin, dass sich die Stimmung der Investoren gegenüber Gewerbeimmobilien verbessert hat, was auf eine Stabilisierung des Marktes hindeutet, obwohl weiterhin Risiken bestehen.

# Non-Performing-Loans verzeichnen leichten Anstieg

## Non-Performing-Loans

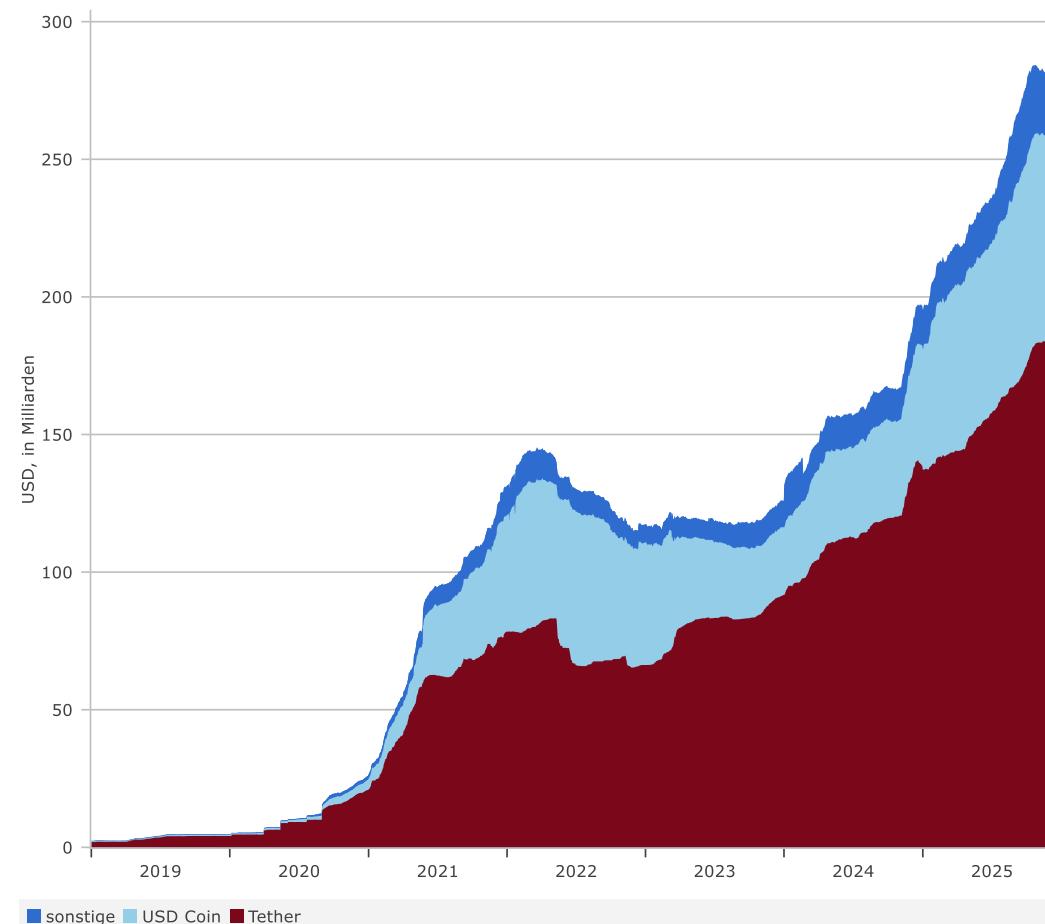
in Prozent der Gesamtforderungen



- Die Non-Performing-Loans (NPL; in Prozent der Gesamtforderungen) sind im 2. Quartal 2025 in Deutschland leicht angestiegen, während sie im Euroraum stagnierten.
- Das weiterhin moderate Niveau der NPL-Quote weist sowohl für die Banken im Euroraum als auch für die deutschen Banken auf ein grundsätzlich solides Kreditportfolio hin.
- Die Schuldentragfähigkeit der privaten Haushalte hat sich laut dem Finanzstabilitätsbericht der Bundesbank (Nov. 2025) insgesamt verbessert, während das Zinsänderungsrisiko aufgrund überwiegend langfristiger Zinsbindung eher gering bleibt.
- Die Bundesbank weist darauf hin, dass sich die anhaltende konjunkturelle Schwäche auf die Fundamentaldaten deutscher Unternehmen auswirkt. Zudem dürften die im Vergleich zur Niedrigzinsphase höheren Zinsen die Unternehmen auch in Zukunft belasten.
- Für das gesamte Jahr 2025 rechnen Experten mit einer Zunahme der Unternehmensinsolvenzen auf bis zu 26.000 Fälle. Zur Einordnung: Während des Höhepunktes der Finanzkrise (2009) betrug die Insolvenzzahl in Deutschland 32.687.

# Starkes Wachstum von Stablecoins

Marktkapitalisierung der zehn größten Stablecoins (in US-Dollar)



- Die Ausgabe von Stablecoins ist zuletzt stark gewachsen. Die Marktkapitalisierung von Stablecoins, die mit dem US-Dollar gedeckt sind, liegt derzeit bei über 300 Milliarden US-Dollar. US-Dollar-Stablecoins machen etwa 99 % des globalen Stablecoin-Marktes aus.
- An den Euro gekoppelte Stablecoins erreichen aktuell lediglich einen Marktwert von ca. 600 Millionen Euro.
- Laut des Finanzstabilitätsberichts der EZB ist der Handel mit Kryptowährungen derzeit der mit Abstand wichtigste Anwendungsfall für Stablecoins.
- Eine weiterhin kräftige Zunahme von Stablecoins könnte das Volumen von Kundeneinlagen bei Geschäftsbanken reduzieren („Disintermediation“). Für sich genommen könnten dadurch die Refinanzierungsmöglichkeiten der Geschäftsbanken teurer werden.
- Da Stablecoin-Emittenten innerhalb der EU durch die Regulierung dazu verpflichtet sind, mindestens 30 % des Deckungsstocks in Bankeinlagen zu halten (eine höhere Quote wird diskutiert), ist das Risiko einer Disintermediation in Europa grundsätzlich geringer als in den USA. In den USA müssen Stablecoin-Emittenten die eingetauschten Finanzmittel fast vollständig in sehr kurzlaufenden amerikanischen Staatsanleihen (Treasury Bills) halten.
- Ein weiteres Risiko für die Finanzstabilität könnte durch einen sogenannten Coin-Run entstehen. In diesem Fall müssten Stablecoin-Emittenten im großen Umfang ihre Coins zurücknehmen und im Gegenzug den Deckungsstock auflösen. Im Falle von US-Dollar-Stablecoins müssten die Emittenten im großen Umfang Treasury Bills verkaufen. Dies könnte zu Verspannungen in diesem Marktsegment führen und den Zins für US-Staatsanleihen insgesamt in die Höhe treiben.