

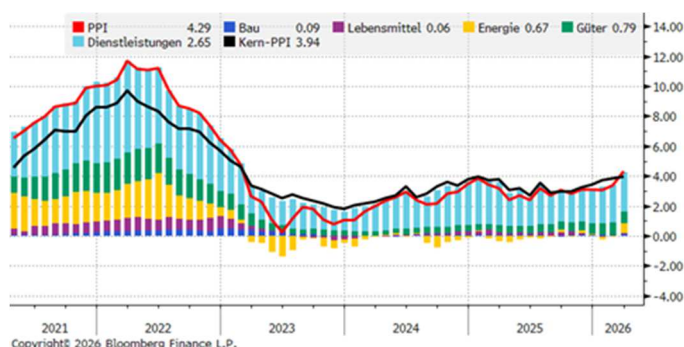
Attraktives Einstiegsniveau

Inflationsentwicklung

Ein wichtiger Treiber der Inflationsraten sowohl in den USA als auch in Europa blieben in den vergangenen Monaten die Energiepreise. Deshalb kommt der Entwicklung im Iran-Konflikt eine hohe Bedeutung zu. Geringe Durchfahrtsmengen durch die Straße von Hormus sorgen für hohe Ölnotierungen. Noch deutlich vehementer sieht die Lage bei verarbeiteten Ölprodukten wie Diesel und Kerosin aus. Bei Erdgas, das in den USA üppig vorhanden ist und bei dem die Transportkosten einen höheren Preisanteil ausmachen, sind die Inflationseffekte vor allem auf Europa konzentriert, das einen großen Importbedarf hat und wo Erdgas aufgrund des weitgehenden Kohleausstiegs den maßgeblichen Einflussfaktor für den Strompreis darstellt.

Die Inflationsrate in den USA ist im Juli auch aufgrund vorübergehend nachgebender Treibstoffpreise zwar auf 3,4 % (von 3,5 % im Juni und 4,25 % im Mai) zurückgegangen. Allerdings lag die Kernrate der persönlichen Konsumausgaben (Core-PCE-Rate), das von der Fed bevorzugte Inflationsmaß, im Juli mit einem Wert von 3,32 % weiterhin deutlich oberhalb des Zielwertes von 2,0 %.

USA: VPI Inflationsrate mit Beitrag der Komponenten, in %



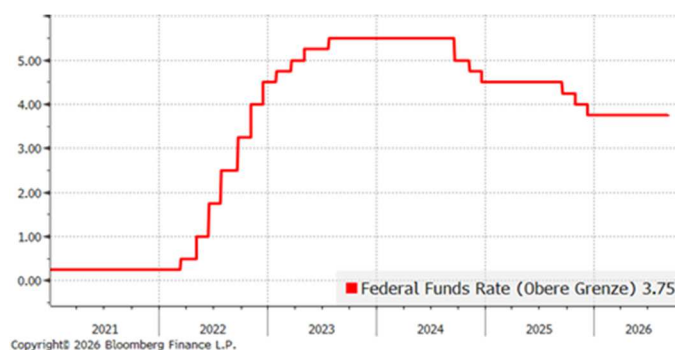
Im Gegensatz zum Euroraum ist der zugrunde liegende Inflationsdruck in den USA jedoch deutlich breiter verteilt. Neben dem Dienstleistungssektor sorgen hier auch Zölle auf Importgüter und die Kosten für Wohnen für Aufwärtsdruck. Neben gestiegenen Baukosten spielen hier auch höhere Hypothekenzinsen eine Rolle.

Geldpolitik der Fed

Die US-Notenbank (Fed) hatte auf ihrer Juli-Sitzung das Tagesgeldzielband trotz einer deutlich über den Zielwerten liegenden Teuerung unverändert in einer Spanne von 3,5 bis 3,75

Prozent belassen. Die Entscheidung fiel jedoch nicht einheitlich aus. Drei regionale Fed-Direktoren votierten für eine Anhebung. Im Laufe des vergangenen Monats kam es insbesondere im längeren Laufzeitbereich des Anleihemarktes zu einem Zinsanstieg. 30-jährige US-Staatsanleihen kletterten bis auf 5,34 % und markierten damit seit 2007 nicht mehr beobachtete Werte. Neben einer unverändert expansiven Finanzpolitik der US-Regierung und einer starken Inanspruchnahme der Kreditmärkte durch Investitionen der Privatwirtschaft (KI-getriebene Investitionen der Hyperscaler) dürften Investoren eine höhere Inflationsrisikoprämie verlangt haben. Die Ankündigung von US-Finanzminister Bessent, das monatliche Rückkaufvolumen langlaufender Staatsanleihen auf 4 Mrd. USD zu verdoppeln, zeigte nur kurz Wirkung. Der neue US-Notenbankpräsident Warsh stand deshalb auf dem jährlichen internationalen Treffen von Jackson Hole unter besonderer Beobachtung. Ein gewisser „falkenhafter“ Ausblick war deshalb erwartet worden. Mit seinen Aussagen auf der Konferenz konnte er die Erwartungen offenbar erfüllen: Die Wahrscheinlichkeit für einen Zinsschritt nach oben auf der nächsten planmäßigen Sitzung der Fed am 15. und 16.09.26 zog von unter 40 % auf rund 2/3 an.

Leitzins USA (Federal Funds Rate)



Auf der anderen Seite bleiben wichtige Konjunkturdaten aus den USA durchwachsen. Zwar fiel der letzte Arbeitsmarktbericht besser aus als erwartet, jedoch zeigten sich viele andere Bereiche der Konjunktur zuletzt schwächer. Die US-Notenbank hätte also auch genügend Gründe, darauf zu verweisen, dass sich die Inflationsraten relativ zügig wieder in Richtung des offiziellen Zielwertes entwickeln könnten.

Zinserhöhung der EZB am 10.09. festgenagelt?

Bei der Europäischen Zentralbank (EZB) sieht die Situation dagegen relativ eindeutig aus: Nachdem der Leitzins auf der Sitzung vor der Sommerpause im Juli unverändert gelassen wurde, und sich die Verbraucherpreisentwicklung wieder beschleunigt hat, dürfte der Handlungsdruck gestiegen sein. So lag die Inflationsrate im August im Vergleich zum Vorjahr nach vorläufigen Daten bei 3,3 Prozent und somit 0,4 Prozentpunkte oberhalb der Rate im Juli. Wesentlicher Treiber waren die Energiepreise. Der Anstieg bei der Kernrate ging allerdings von 2,5 % auf 2,4 % zurück. Ursächlich war der Dienstleistungsbereich, worunter aber auch die in der Vergangenheit volatilen Zahlen aus dem Touristik-Bereich zählen. Für die EZB dürfte es insbesondere entscheidend sein, ob die längerfristige Inflationserwartungen fest verankert bleiben und inwieweit es zu Zweitunden Effekten kommt. Auch sind indirekte Effekte zu berücksichtigen, die erst mit Verzögerungen zu Preisanstiegen bei den Verbraucherpreisen führen. Darüber hinaus dürfte auch der Energiepreis-Schock als solcher nicht vollständig bei den Verbrauchern angekommen sein, da Gas- und Strompreise aufgrund fester Vertragsbindungen üblicherweise ebenfalls zeitverzögert ansteigen.

Bisher hatte die EZB eher eine abwartende Haltung eingenommen, auch wenn mehrere einflussreiche Stimmen nach der letzten Sitzung auf steigenden Inflationsdruck hingewiesen haben. In diese Richtung deuten auch die leicht günstiger als erwartet ausgefallenen Konjunkturdaten aus Europa.

Wir gehen deshalb davon aus, dass die EZB die Leitzinsen auf ihrer September-Sitzung um 0,25 Prozentpunkte (auf einen Einlagesatz von 2,50 %) anhebt.

Leitzins EZB (Einlagesatz)



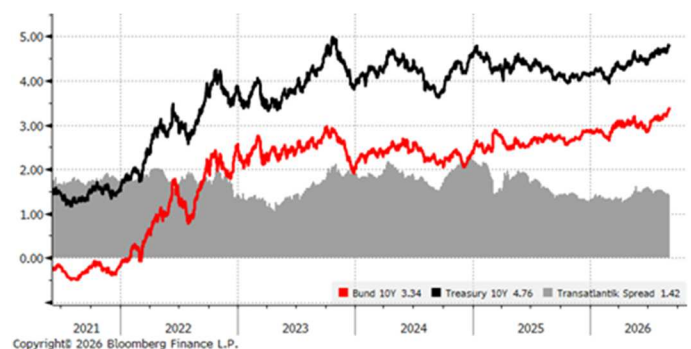
Längerfristige Renditen

An den Anleihemärkten war in den vergangenen Wochen ein deutlicher Renditeanstieg zu beobachten. 10-Jährige Bundesanleihen rentierten mit 3,38 % auf einem Niveau, wie seit 2011 nicht mehr beobachtet. Neben Erwartungen auf eine

geldpolitische Straffung dürften ein hohes Angebot an Anleihen durch Staaten und Unternehmen sowie geopolitische Unsicherheiten und Inflationsrisiken eine Rolle gespielt haben. Bei den geopolitischen Unsicherheiten war in den vergangenen Monaten ein klares Muster zu erkennen: Kommt es zur Deeskalation im Iran-Konflikt, sinken die Renditen. Kommt es zu einer Verschärfung, ziehen die Renditen an. Treiber des Renditeanstiegs ist aber auch die zunehmende Inanspruchnahme der Anleihemärkte durch staatliche Verschuldung: Während die USA 2026 ein Haushaltsdefizit von rund 7,5 % des Bruttoinlandsproduktes (BIP) zusätzlich finanzieren müssen, sind es in Frankreich rund 5 %, in Deutschland und dem Vereinigten Königreich knapp 4 % und in Japan immerhin rund 2,0 %.

Auch Unternehmen beanspruchen die Anleihemärkte stärker als 2025. So wird für den US-Investmentgrade-Markt mit einem Emissionsvolumen von rund 2,5 Billionen USD gerechnet, nachdem es 2025 lediglich 2,2 Billionen USD waren. Weltweit wurden 2026 nach Erhebungen von Reuters bis Anfang September 2026 4,9 Billionen USD an Unternehmensanleihen begeben, rund 14 % mehr als zum vergleichbaren Vorjahreszeitpunkt. Davon entfielen rund 220 Mrd. USD (4,5 % des globalen Volumens) auf die fünf großen US-Hyperscaler Alphabet, Amazon, Meta, Microsoft und Oracle. Bezogen auf den US Markt (Anteil von rund 15 %) waren die Emissionen der Hyperscaler, die insbesondere zur Finanzierung des Ausbaus der KI-Infrastruktur dienen, bereits ein wesentlicher Treiber.

Transatlantik Spread



Derzeit notiert die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe mit 3,36 % oberhalb unserer im Juli aktualisierten Prognose für das Jahresende von 3,15 %. Was veranlasst uns, die Prognose derzeit nicht anzupassen?

Wir gehen nach wie vor davon aus, dass die Inflationseffekte aus dem aus der weitgehenden Sperre der Straße von Hormus resultierenden Energiepreisanstieg nur vorübergehender Natur sind und Zweitundeneffekte in Europa weitgehend ausbleiben dürften. Verglichen mit der Situation in 2022 gibt es deutliche Unterschiede. Der Arbeitsmarkt hat sich zuletzt verschlechtert: Konnte die deutsche Automobilindustrie 2022 im Nachgang der

Lieferengpässe während der COVID19-Epidemie noch hohe Margen aufweisen, was entsprechende Gewerkschaftsforderungen rechtfertigte, geht es derzeit eher darum, wie viele Arbeitsplätze überhaupt erhalten werden können. Mit der Einführung von KI ist zudem ein weiterer potenzieller Dämpfer für hohe Lohnforderungen aufgetaucht. Gerade für Verwaltungstätigkeiten könnte die Arbeitskräftenachfrage zukünftig deutlich niedriger ausfallen. Auch im Bereich noch schwer durch KI ersetzbarer Arbeitsplätze gibt es eine dämpfende Entwicklung: Durch den demografischen Wandel (weniger Geburten) ist die Nachfrage nach Kinderbetreuung bereits spürbar niedriger als 2022, was ebenfalls Auswirkungen auf die Durchsetzungsfähigkeit höherer Lohnforderungen in wichtigen Bereichen wie dem öffentlichen Dienst haben dürfte. In anderen Bereichen gab es 2022 zudem eine hohe pandemiebedingte aufgestaute Nachfrage (Unterhaltung, Gastronomie, Tourismus), die es damals attraktiv machte, Kapazitäten auch mit deutlich teurerem Arbeitskräfteangebot (wieder) auszuweiten, da sich höhere Preise fast mühelos durchsetzen ließen. Insgesamt gab es damals eine hohe aufgestaute private Ersparnis aus der Pandemie, die allgemein stark preistreibend wirkte. Dies ist jetzt nicht der Fall. Anders als in den USA fehlen in den meisten europäischen Ländern zudem Reichtumseffekte aus gestiegenen Vermögenspreisen, da der Aktienbesitz deutlich weniger verbreitet ist als in den USA.

Wir gehen deshalb davon aus, dass es der EZB, anders als 2022, gelingen wird, die Inflationsraten auch ohne einen größeren Zinserhöhungszyklus wieder in den Zielbereich zu bringen und es ihr dabei gelingt eine Entankerung der längerfristigen Inflationserwartungen zu unterbinden.

Die Rendite einer längerfristigen Anleihe lässt sich vereinfacht als die erwartete Rendite einer fortlaufenden Anlage zu kurzfristigen Zinsen über die Laufzeit der Anleihe zuzüglich einer Laufzeitprämie verstehen. Dadurch können sich die Erwartungen über die Leitzinsen auch auf das lange Ende der Zinskurve übertragen

Die Wahrscheinlichkeit zu einem weiteren Zinsschritt dürfte eher wieder abnehmen, wenn sich zeigt, dass Zweitrundeneffekte unter Kontrolle bleiben. Die zuletzt schwächere Dienstleistungsinflation, die lange eine Herausforderung in der Eurozone war, deutet unseres Erachtens darauf hin.

Damit lässt sich zusammenfassen: Es gibt gute Gründe anzunehmen, dass die längerfristigen Bund-Renditen wieder in den Bereich unseres Zielwertes von 3,15 % laufen dürften, auch wenn die Unsicherheiten kurzfristig hoch bleiben dürften.

Im Laufe des vergangenen Monats kam es insbesondere in den USA im längeren Laufzeitbereich des Anleihemarktes zu einem

Renditeanstieg. Bei 30-jährigen US-Staatsanleihen kletterte die Rendite bis auf 5,34 % und markierten damit seit 2007 nicht mehr beobachtete Marken. Wichtige Auslöser waren neben einer unverändert expansiven Finanzpolitik der US-Regierung auch eine starke Inanspruchnahme der Kreditmärkte durch Investitionen der Privatwirtschaft (insbesondere durch KI-getriebene Investitionen). Ein weiterer Faktor sind die Aktionen des US-Treasury. Der Leiter des Treasury, Scott Bessent, wollte die Anleihemärkte in den vergangenen Wochen mit unterschiedlichen Maßnahmen beruhigen, erreichte dabei jedoch genau das Gegenteil. Die Märkte nahmen wahr, dass sich das Treasury besorgt über die Höhe der Renditen zeigte. Allein davon ging eine starke Signalwirkung aus. So sollte beispielsweise eine Intervention am Devisenmarkt den Yen stützen um zu verhindern, dass Japan großumfänglich US-Anleihen verkauft zum Kauf der eigenen Währung „versilbern“ muss. Eine weitere Maßnahme des Treasury war der Kauf längerfristiger Anleihen bei gleichzeitiger Ausgabe kurzfristiger Anleihen. Das Ziel von Bessent dürfte darin bestanden haben, die Renditen am langen Ende nach unten zu bringen. Beide Maßnahmen zeigten nur kurzfristig Wirkung. Der US-Notenbank, steht prinzipiell ein effektiveres Instrumentarium zur Beeinflussung von längerfristigen Renditen zur Verfügung. Auf seiner Rede in Jackson Hole erweckte Kevin Warsh jedoch den Eindruck, dass die Fed den Anleihemärkten nicht zur Hilfe eilen wird.

Unternehmensanleihen

Bei den Risikoaufschlägen für Unternehmensanleihen gab es wenig Neuigkeiten. Unternehmensanleihen guter bis befriedigender Qualität (hier auf Basis des *Bloomberg Euro Aggregate Corporate Baa TR Index*) weisen nach wie vor sehr moderate Risikoaufschläge auf. Mit 0,92 Prozentpunkten liegt der Wert nach wie vor auf langfristig unterdurchschnittlichem Niveau. Anzumerken ist hier aber auch, dass gerade europäische Unternehmen eine sehr gute Berichtssaison präsentiert haben. Dies erhöht die Attraktivität ihrer Anleihen.

Risikoaufschlag bei Unternehmensanleihen im Euroraum



Im Zuge der verschlechterten Stimmung für Staatsanleihen gibt es zudem vermehrt Investoren, die beispielsweise gute Unter-

nehmensanleihen Staatsanleihen vorziehen. Auch dies dämpft die Risikoaufschläge bei Unternehmensanleihen. Interessant ist jedoch die Entwicklung der Ausweitung der Spreads bei den US-Hyperscalern, insbesondere bei Oracle. Hier scheint der Markt mit stark steigenden Emissionsvolumina eine Normalisierung einzupreisen, nachdem diese Unternehmen anfangs auf eine ungewohnt begeisterte Aufnahme am Anleihemarkt trafen.

Unternehmensanleihen mit guter Bonität stellen trotz der historisch gesehen geringen Spreads gegenüber Staatsanleihen nach wie vor eine wichtige Basisanlage im Anleihebereich dar. Unsere Erwartung bezüglich des Spreads im Euroraum zum Jahresende 2026 hatten wir im Juli, insbesondere aufgrund der guten Fundamentaldaten der Unternehmen und einem damit einhergehenden verbesserten Risikoprofil, um 10 Basispunkte auf 90 Basispunkte herabgesetzt. Mit den im August etwas besser als erwarteten volkswirtschaftlichen Daten aus der Eurozone bestätigen wir diesen Ausblick.

Im Bereich schwächerer Bonitäten bleiben wir dagegen vorsichtig. Sollten die Risikoaufschläge wieder steigen, können wir uns eine Aufstockung in diesem Segment vorstellen. Bei diesen erscheinen uns die Risikoaufschläge derzeit allerdings vergleichsweise gering und damit relativ unattraktiv.

Der Anleihemarkt bietet derzeit angesichts über unseren Zielwerten rentierender Bundrenditen einen attraktiven Einstiegspunkt. Wir bevorzugen derzeit eher längere Laufzeiten mit höherer Bonität gegenüber schwächeren Bonitäten mit höherem Risikoaufschlag.

Kreditzinsen: Differenziertes Vorgehen

Die Renditeunterschiede zwischen der zehnjährigen deutschen Bundesanleihe und den für die Kreditkonditionen relevanten Swapsätzen sind nach wie vor marginal. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihen liegt gegenwärtig spürbar über unserer im Juli angehobenen Jahresendprognose von 3,15 Prozent. Für Kreditnehmer, die noch länger Zeit haben, eine langfristige Zinsbindung abzuschließen (etwa erst in einem Jahr), könnte es sich lohnen abzuwarten, wenn eine entsprechende Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit vorhanden sind. Bei kürzeren Laufzeiten sehen wir diese Chance dagegen nicht.

Sonderthema: Frankreich

Mit einem für 2026 geschätzten Haushaltsdefizit von rund 5 % und einem Schuldenstand von 117,5 % des BIP (am Ende des ersten Quartals 2026) gehört Frankreich zu den am stärksten verschuldeten Euro-Ländern. Zwar weist Italien mit rund 139 % des BIP einen höheren Schuldenstand auf, dank kleinerer Defizite ist die Dynamik jedoch deutlich günstiger. Als Folge muss Frankreich trotz formal besserer Ratings derzeit rund

5 Basispunkte mehr bei seinen 10-jährigen Staatsanleihen als Italien zahlen. Zu Deutschland liegt der Renditeaufschlag derzeit bei 85 Basispunkten:

Renditedifferenz französischer Staatsanleihen zu deutschen Bundesanleihen



Der Grund für die skeptische Haltung der Märkte in Bezug auf Frankreich liegt an der schwierigen politischen Situation: Die Regierung des noch amtierenden Präsidenten verfügt im Parlament nicht über eine eigene Mehrheit, sondern ist auf die Zustimmung gemäßigter Sozialisten angewiesen. Dies hat 2025 dazu geführt, dass ursprünglich geplante Sparvorhaben deutlich zusammengestrichen werden mussten. Die in den nächsten Wochen startenden Haushaltsberatungen für 2027 stehen nun unter dem Eindruck der im April (18., erste Runde) und Mai (02., Stichwahl) anstehenden Präsidentschaftswahlen. Der Zeitplan beginnt mit der Vorlage des Haushaltsentwurfs am 30. September. Die Agenda für die parlamentarischen Beratungen umfasst eine Frist von insgesamt 70 Tagen und geht gegebenenfalls mit Vermittlungsverfahren bis in den Dezember hinein.

Besondere Brisanz hat der Wahlkampf durch die Stärke radikaler Präsidentschaftskandidaten. In den Umfragen (zur ersten Runde) führt derzeit die Kandidatin des RN, Marine LePen, (33 %), die bei der letzten Präsidentschaftswahl u. a. wegen zu radikaler (Wirtschafts-)Positionen gescheitert war. Problematisch wird von den Märkten gesehen, dass der extrem linksradikale Kandidat Mélançon mit rund 16 % an zweiter Stelle, ganz knapp vor dem ersten Kandidaten des Mitte-Lagers, Eduard Philippe, liegt. Mélançon hätte damit realistische Chancen in die Stichwahl gegen Le Pen zu kommen. Bei einer vielbeachteten Veranstaltung des französischen Unternehmerverbandes in der vergangenen Woche bekräftigten bis auf Mélançon alle Kandidaten die Absicht, das Haushaltsdefizit deutlich zu senken. Negativ wurde jedoch beobachtet, dass Frau Le Pen ihren Wirtschaftsberater vor Kurzem entlassen hat und ihr Sparprogramm als wenig glaubwürdig angesehen wird, da es auf massiven Einsparungen beim EU-Beitrag basiert und dem außerdem erhebliche Mehrausgaben bei Renten gegenüberstehen sollen.

Fazit: Kurzfristig dürften französische Staatsanleihen weiter unter Druck stehen. Interessant könnte insbesondere der 23.10.26 werden, an diesem Tag überprüft Moody's das Frankreich-Rating. Bei Standard & Poor's steht voraussichtlich Ende November eine Überprüfung an. Dann dürften auch mehr Erkenntnisse aus den Haushaltberatungen vorliegen.

Ein weitreichendes Sparprogramm vor der Präsidentschaftswahl scheint uns wenig wahrscheinlich und dürfte gegenwärtig auch nicht von den Märkten erwartet werden. Somit dürften sich schon viele der möglichen negativen Entwicklungen für französische Staatsanleihen in Form von gestiegenen Risikoprämien gegenwärtig bereits in den Renditen widerspiegeln.

Fazit

- Die jüngsten Daten und Aussagen der EZB sprechen für eine Erhöhung des Leitzinses auf 2,50 Prozent im September.
- Die längerfristigen Renditen liegen bezogen auf Deutschland derzeit oberhalb unserer im Juli angehobenen Prognosen für das Jahresende. Dies sollten Anleger zu einer Durationsverlängerung nutzen.
- Für 10-jährige US-Staatsanleihen heben wir die Renditeprognose auf 4,75% zum Jahresende an.
- Die beobachteten engen Spreads bei Unternehmensanleihen hoher Qualität erscheinen aufgrund guter Fundamentaldaten gerechtfertigt. Wir rechnen bei europäischen Unternehmensanleihen im Investment Grade Bereich zum Jahresende unverändert mit einem Aufschlag von 90 Basispunkten.
- Für Kreditnehmer könnte es sich bei längeren Laufzeiten lohnen, mit einem Abschluss zu warten, wenn eine entsprechende Risikobereitschaft und Risikotragfähigkeit vorhanden sind.
- Bei französischen Staatsanleihen dürfte bereits ein Großteil der Unsicherheiten in den Risikoaufschlägen Niederschlag gefunden haben.

Prognosetabelle

	31.12.2025	Aktuell	31.12.2026	30.06.2027
EZB-Hauptrefinanzierungssatz	2,15	2,40	2,65	2,65
EZB-Einlagesatz	2,00	2,25	2,50	2,50
3-Monats-Euribor	2,02	2,67	2,55	2,55
Bundesanleihe 10 Jahre	2,86	3,36	3,15	3,15
USA Fed Funds Rate	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75
US-Treasuries 10 Jahre	4,15	4,78	4,75	4,75
BBB Eurospread (in Basispunkten)	89	92	90	90

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