

18.09.2026

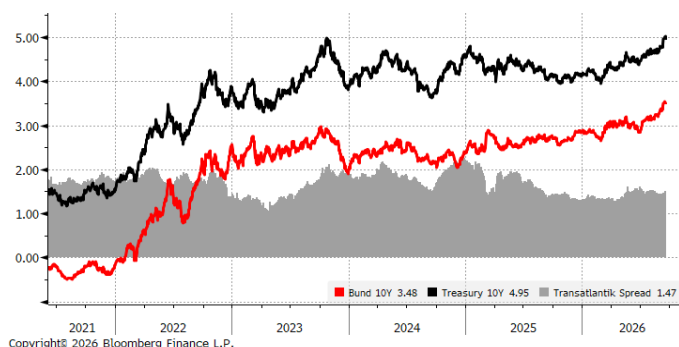
## Aktuelle Entwicklungen der globalen Renditen und daraus erfolgte Prognoseanpassungen

### Der Ausverkauf an den Anleihemärkten – was steckt hinter dem Renditeanstieg?

Der Ende August an Fahrt aufgenommene Ausverkauf an den Anleihemärkten hat die Anleiherenditen auf globaler Ebene, insbesondere die längerfristigen, deutlich nach oben getrieben. In einigen Fällen wurden Renditen erreicht, die seit mehreren Jahrzehnten nicht mehr beobachtet wurden.

Die Ursache für die globalen Renditeanstiege ist nicht zwangsläufig in einem einzelnen Ereignis zu suchen. Vielmehr handelt es sich um eine Kombination verschiedener Faktoren, die sich zum Teil gegenseitig verstärken. Neben globalen Faktoren spielen bei einigen Staatsanleihen auch länderspezifische Rendite-treiber eine Rolle. Im Zentrum stehen insbesondere die US-Anleihemärkte, die aufgrund ihrer Liquidität, Größe und Bedeutung starke Ausstrahleffekte auf das globale Renditeniveau ausüben.

#### Transatlantik Spread

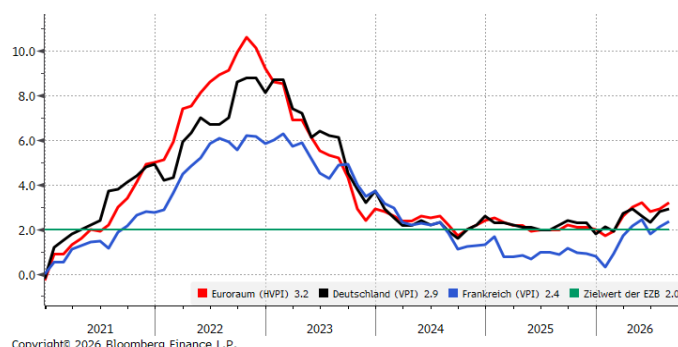


### Inflation und Notenbanken

Ein wichtiger Faktor für die Renditeanstiege ist die erneute Eskalation im Iran-Konflikt. Dies hat sowohl die kurzfristigen Inflations-erwartungen als auch die Inflationsprämien – also die Vergütung für die mit den Inflationserwartungen einhergehende Unsicherheit – wieder erhöht. Gerade im Euroraum haben die jüngsten, zum Teil höher als erwarteten Inflationsanstiege zusammen mit den steigenden Gaspreisen die Leitzinserwartungen nach oben getrieben. Zu den wichtigsten Gründen zählen die zum Teil stärker als erwartet ausgefallenen Inflationsdaten im August, die Aussagen und Prognosen der Notenbanken, die erneute Eskalation im

Iran-Konflikt (samt steigender Öl- und Gaspreise) und die sinkende Erwartung, dass die US-Administration bis zu den Wahlen im November alles dafür unternehmen werde, eine belastbare Öffnung der Straße von Hormus herbeizuführen. Auffällig sind vor allem die Leitzinserwartungen an den Terminmärkten. Für die großen Zentralbanken implizieren diese einen anhaltenden Zinserhöhungszyklus mit teilweise mehr als drei weiteren Erhöhungen bis Mitte nächsten Jahres.

#### Euroraum: Inflationsraten



Und genau in dieser Zunahme der tatsächlichen und erwarteten Leitzinserhöhungen liegt einer der Hauptgründe für die Renditeanstiege bei längerfristigen Staatsanleihen. Um den Renditeanstieg und den Einfluss der Leitzinsen zu verstehen, ist eine mögliche Herangehensweise, sich die Rendite einer längerfristigen Anleihe vereinfacht als die erwartete Rendite einer fortlaufenden Anlage zu kurzfristigen Zinsen über die Laufzeit der Anleihe zuzüglich einer Laufzeitprämie vorzustellen. Dadurch können sich die Erwartungen bezüglich der Leitzinsen auch auf das lange Ende der Zinskurve übertragen. Der Einfluss ergibt sich demnach aus der Bewertung des allgemeinen Zinsumfelds durch die Märkte in den kommenden Jahren. Da die Dauer entscheidend ist, übertragen sich Leitzinserhöhungen in der Regel nicht 1:1 auf das längere Ende. Standardmodelle zur Aufschlüsselung der Rendite in die Laufzeit- und die kürzerfristige Komponente deuten darauf hin, dass seit Ende August der Anteil der Laufzeitprämien am Anstieg der nominalen Rendite in Deutschland bei ca. 30 Prozent und in den USA ausschließlich die kurzfristige Komponente verantwortlich gewesen ist.

## EZB-Sitzung

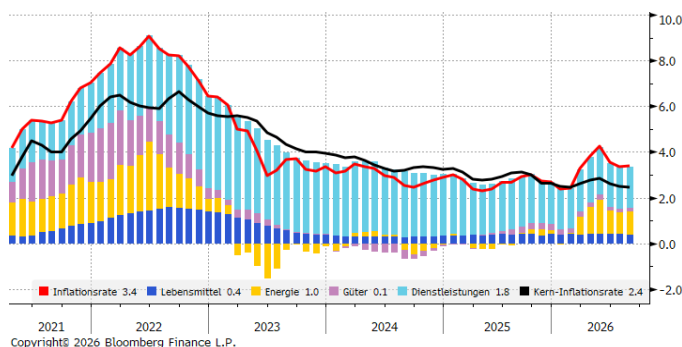
Wie erwartet, erhöhte die EZB im September den Leitzins (in Form des Einlagesatzes) um 0,25 Prozentpunkte auf 2,50 Prozent. Dies war die zweite Erhöhung seit Ausbruch des Iran-Konflikts. Auf der Sitzung veröffentlichten die Währungshüter zudem ihre überarbeiteten Prognosen. So wurden sowohl die Inflations- als auch die Wachstumsprognosen leicht nach oben angepasst. Obwohl es Notenbankpräsidentin Christine Lagarde gelang, wenige direkte Hinweise auf den weiteren möglichen Zinspfad der EZB zu geben, präsentierte sie sich auf der Pressekonferenz als Falke. Die Märkte erhöhten daraufhin ihre Leitzinserwartungen. Die EZB betonte, dass sie auch weiterhin datengetrieben agieren werde. Überraschung wurde seitens der Notenbank über die Resilienz der europäischen Konjunktur angesichts des geopolitischen Gegenwinds zum Ausdruck gebracht.

Die Anhebung der Inflationsprognose der EZB auf ihrer September-Sitzung war primär auf stärker erwartete Energiepreisanstiege in den kommenden Monaten zurückzuführen. Zudem wurde auch die Prognose für die Kerninflationsrate angehoben, die ohne die schwankungsanfälligen Preise für Energie und Lebensmittel berechnet wird. Grund dafür ist die Erwartung der Währungshüter, dass sich die Energiepreise nun stärker als bislang angenommen auf weitere Preise auswirken werden.

## Fed Sitzung

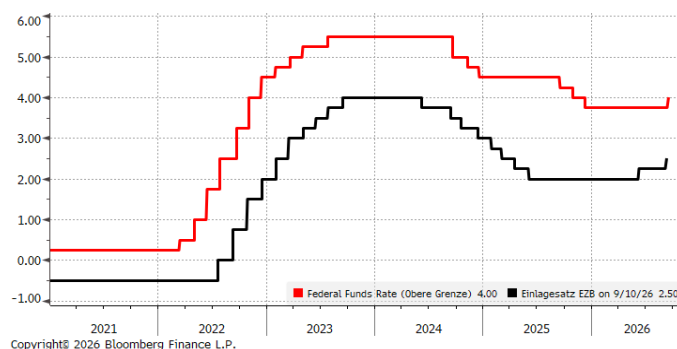
Entsprechend den Markterwartungen hat die US-Notenbank auf ihrer September-Sitzung ihren Leitzins um 0,25 Prozentpunkte auf eine Spanne von 3,75 bis 4,00 Prozent erhöht. Auf seiner dritten Sitzung als Fed-Präsident konnte Kevin Warsh nun mit einem einstimmigen Ergebnis seinen Worten Taten folgen lassen. In den vergangenen Monaten hatten sich Marktteilnehmer zunehmend daran gestört, dass er zwar seit seiner Amtseinführung für eine harte Gangart bei der Inflationsbekämpfung geworben, diese jedoch nicht im Fed-Gremium durchgesetzt hatte. Zudem hatte er zum Teil widersprüchliche Aussagen bezüglich seiner Ansichten über die zukünftige Ausgestaltung der US-Geldpolitik unter seiner Präsidentschaft gemacht.

## USA: VPI-Inflationsrate mit Komponenten



Die Fed begründete die Erhöhung des Leitzinses damit, dass sie so das Tempo, mit dem das Inflationsziel erreicht werden soll, beschleunigen könne. Die Währungshüter prognostizieren für dieses und nächstes Jahr ein leicht nach oben korrigiertes Wirtschaftswachstum von 2,3 bzw. 2,4 Prozent. Zudem wurde die Prognose für die Arbeitslosenquote auf 4,1 Prozent reduziert, während die Inflationsprognosen für das laufende Jahr nach oben angepasst wurden. Die Fed erwartet somit nur geringe Bremswirkungen der Leitzinserhöhung auf das Wirtschaftswachstum.

## Leitzinsen EZB und Fed



Nach der Sitzung haben die Inflationserwartungen und Sorgen um die Unabhängigkeit abgenommen, während die Leitzinserwartungen am Markt zugenommen haben. Im Nettoeffekt hat die Notenbanksitzung unmittelbar zu keiner größeren Bewegung bei den zehnjährigen Anleihen geführt.

## Das hintere Ende der Renditenstrukturkurve

Eine Neubewertung der Inflationserwartungen und des künftigen Zinsniveaus ist jedoch nicht der einzige Faktor, der gegenwärtig Aufwärtsdruck auf die längerfristigen Renditen ausübt. Wie sowohl Kevin Warsh als auch Christine Lagarde auf ihren letzten Notenbanksitzungen betonten, wirken sich die Renditeanstiege in den USA auf die globalen Renditen aus. Die höheren US-Zinsen übertragen sich auf andere Länder. Denn die Rendite der zehnjährigen US-Staatsanleihe ist direkt oder indirekt eine globale Referenzgröße für sämtliche Vermögenswerte. Eine wichtige Rolle nimmt sie in der Funktion als risikoloser Zinssatz ein. Die Anstiege dürften sich auch in den europäischen Renditen widerspiegeln. So führte die EZB die globalen Renditeanstiege insbesondere auf die Entwicklungen an den US-Anleihemärkten zurück und sah Europa-spezifische Gründe eher als nachgelagerte Faktoren.

## US-Fiskalpolitik

Ein weiter Grund für die Renditeanstiege gehen auf wachsende Zweifel an der Glaubwürdigkeit der US-Geld- und Fiskalpolitik zurück. Zwar profitierte erstere von der Notenbanksitzung, doch die jüngsten Aussagen und Maßnahmen des US-Schatzamts (Treasury) haben für größeres Unverständnis und Besorgnis gesorgt. Scott Bessent wollte die Anleihemärkte mit unterschiedlichen

Maßnahmen beruhigen, erreichte dabei jedoch das genaue Gegenteil. Die Märkte nahmen die Besorgnis über die Höhe der Renditen wahr. Eine bedeutende Maßnahme des Treasury war im August der Verkauf von Euro gegen Yen, um die japanische Währung zu stützen. Dadurch sollte verhindert werden, dass Japan alleine am Devisenmarkt tätig werden würde und zur Bereitstellung der nötigen finanziellen Mittel großumfänglich US-Anleihen verkauft. Die direkten Auswirkungen der Maßnahme hielten jedoch nicht lange an. Ein weiteres Instrument, das das US-Treasury anwandte, war ein „Laufzeiten-Tausch“. Dabei wurden längerfristige Anleihen gekauft und gleichzeitig kurzfristigere Anleihen ausgegeben, um die Liquidität am Anleihemarkt sicherzustellen, was nicht ungewöhnlich ist, aber auch nicht das eigentliche Ziel von Bessent war, die Rendite am langen Ende nach unten zu bringen. Auch diese Maßnahme blieb ohne Erfolg. Hinzu kommt das teilweise widersprüchliche Vorgehen von Notenbank und Treasury. So sagte Scott Bessent, die Anleihemärkte lägen mit Blick auf die deutlichen Renditeanstiege falsch. Dies steht jedoch im Widerspruch zur Position von Notenbankpräsident Warsh, der betont, dass die Anleihemärkte frei agieren sollen und dass höhere Renditen Leitzinsanhebungen überflüssig machen könnten, da sich die Finanzierungsbedingungen bereits verschärfen. Somit steht diese Argumentation im Kontrast zu Bessents Versuchen, die längerfristigen Renditen nach unten zu drücken.

## Schuldenthematik

Ein weiterer Grund für die Renditeanstiege ist in der aktuellen Diskussion um die Schuldenproblematik der USA zu finden. Die entscheidende Frage lautet jedoch: Warum ausgerechnet jetzt?

Ein Faktor ist das Überschreiten der Schuldenmarke von 40 Billionen US-Dollar. Größere Sorgen bereiten jedoch weniger die Höhe der Gesamtschulden als die unerwartet großen Defizite sowie die schnelle Beschleunigung der Neuverschuldung in den vergangenen Monaten. Bei dem aktuellen Tempo kommen etwa alle fünf Monate eine Billion US-Dollar Schulden hinzu. Höhere Renditen erhöhen gleichzeitig die Zinslast für die USA. Der Posten „Zinsaufwendungen“ liegt mit inzwischen 19 Prozent höher als die Militärausgaben.

Gegenwärtig scheint keine der großen US-Parteien bereit zu sein, großflächige Sparmaßnahmen und Defizitreduzierungen umzusetzen. Im Gegenteil: Der amtierende Präsident stellte Einmalzahlungen von 5.000 US-Dollar für jeden erwachsenen US-Bürger in Aussicht, sofern die Republikaner bei den Midterm-Wahlen im November die Mehrheit in beiden Kammern des Kongresses behalten.

Doch auch in Japan und im Euroraum rückte das Thema Schulden wieder vermehrt in den Fokus. Im Euroraum betrifft dies insbesondere die französischen Staatsfinanzen. Sollte es hier zu größeren Problemen kommen, dürfte dies nicht spurlos an den anderen

Eurostaaten vorübergehen. Unter Umständen könnte die EZB dann zu einem Eingriff am französischen Staatsanleihenmarkt gezwungen werden. Zweifel an der Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen und die scheinbare Reformunwilligkeit der französischen Regierung haben dazu beigetragen, dass der Spread zwischen französischen und deutschen Staatsanleihen deutlich gestiegen ist und zwischenzeitlich den höchsten Stand seit der Eurokrise markierte. Auch die Kreditausfallprämien zogen zuletzt deutlich an.

Der Renditeanstieg bei Bundesanleihen lässt sich zum Teil auch durch die höhere Neuverschuldung im Zuge des Fiskalpakets und das höhere Wachstum erklären. Im Gegensatz zu Frankreich sind die Kreditausfallprämien jedoch historisch gering und stabil. Dies steht nicht im Widerspruch zu einem schuldenbedingten Renditeauftrieb in Deutschland, sondern ist ein Indiz dafür, dass vor allem die Aussicht auf eine erhöhte Anleiheemission Käufer finden muss.

## Die Rolle von Japan

Auch Japan trägt zur Entwicklung der globalen Anleihemärkte bei. Vor dem Hintergrund einer höheren Inflation und einer expansiven Fiskalpolitik steigen auch die japanischen Renditen deutlich an. Mit Renditen von über drei Prozent werden japanische Anleihen nicht nur für inländische Anleger zunehmend attraktiver. Das trägt ebenfalls zu einer sinkenden Nachfrage nach US-Anleihen bei. Sollte sich der Yen wieder abschwächen, könnte dies die japanische Zentralbank dazu bewegen, erneut am Devisenmarkt aktiv zu werden. Um die dafür notwendigen Mittel aufzubringen, dürfte die Bank of Japan insbesondere US-Anleihen veräußern, um Yen in großem Umfang zu kaufen. Dies könnte zusätzlichen Aufwärtssdruck auf die US-Renditen ausüben. Durch die jüngste Aussage der japanischen Regierung, die Militärausgaben deutlich zu erhöhen, haben sich die Sorgen über die japanischen Staatsfinanzen verstärkt.

## Eine allgemeine „Anleiheschwemme“

Der Markt sieht sich derzeit und auch mit Blick nach vorne einer enormen Menge neu auszugebender Anleihen gegenüber, die von Investoren absorbiert werden müssen. Das Angebot an Staatsanleihen steigt deutlich – nicht zuletzt aufgrund anziehender Ausgaben für Rüstung und Infrastruktur.

Als zusätzlicher Faktor kommen die umfangreichen Kapitalbeschaffungsmaßnahmen der großen KI-Unternehmen hinzu. Diese gehen zunehmend dazu über, großumfänglich Anleihen zu emittieren. Damit konkurrieren sie insbesondere mit längerfristigen Staatsanleihen um Investoren. In der Folge werden höhere Laufzeitprämien für Anleihen gefordert. Bei Anleihen aus dem KI-Sektor lautet die Sorge: „Zu viel, zu schnell.“ Für das Jahr 2026 geht es um rund 540 Milliarden US-Dollar, davon entfallen 200 Milliarden US-Dollar auf Hyperscaler. Sowohl die Fed als auch die EZB hoben die Konkurrenz um Kapital, insbesondere zwischen Staaten

und Unternehmen im Technologiebereich, als zentrale Gründe für den Renditeanstieg bei längeren Laufzeiten hervor. Das zusätzliche Anleiheangebot muss nun Käufer finden. Dies gelingt zumindest gegenwärtig nur über eine höhere Vergütung.

## Einschätzung und Anpassungen der Prognosen

Kriegsverläufe sind nicht wirklich vorhersehbar, sodass Prognosen in dieser dynamischen Zeit häufigerer Anpassungen bedürfen als in ruhigeren Zeiten. Die Gretchenfrage bleibt vornehmlich, wie sich die Energiepreise entwickeln werden. Und wie sich diese auf die Inflationsraten und die Geldpolitik auswirken. In der zweiten Ableitung stellt sich die Frage wie sich diese Entwicklungen letztlich auf das Wirtschaftswachstum niederschlagen. Den Preis der Rohölsorte Brent sehen wir nun zum Jahresende bei 90 US-Dollar je Barrel (zuvor 80 US-Dollar).

Angesichts der anhaltenden Situation im Nahen Osten, fehlender Deeskalationstendenzen sowie der jüngsten Konjunkturdaten und der Kommunikation der Notenbank haben wir unsere Leitzinserwartungen für die EZB nach oben angepasst. Wir erwarten nun eine weitere Anhebung des Leitzinses im Dezember um 0,25 Prozentpunkte auf 2,75 Prozent. Insgesamt lassen sich weiterhin keine Anzeichen für Zweitrundeneffekte (Anstieg der längerfristigen Inflationserwartungen mit einer Übertragung auf Löhne und das allgemeine Preisverhalten von Unternehmen) erkennen. Indirekte Effekte dürften sich jedoch nach und nach in den Lebensmittelpreisen und den ohne Energie und Lebensmittel berechneten Kerninflationen niederschlagen. Je nach Länge und Ausprägung der Energiepreisanstiege nimmt die Gefahr von anhaltenden inflationären Effekten zu. Selbst bei einem milderem Verlauf der Energiepreise dürften die Inflationsdaten im Euroraum bis zum Einsetzen von Basiseffekten im März nächsten Jahres deutlich oberhalb des 2-Prozent-Zielwerts der EZB liegen. Bis dahin liegt somit eine längere „Durststrecke“ vor, die die Notenbank vor allem hinsichtlich einer Stabilisierung der mittel- bis längerfristigen Inflationserwartungen mit einer weiteren Erhöhung überbrücken dürfte. Eine Anhebung des Einlagesatzes auf 2,75 Prozent würde diesen Bereich der milden Konjunkturbremmung noch immer nicht überschreiten.

In der Regel kommt ein Leitzinsschritt selten allein. Im Falle der Fed sind die Inflationstreiber allerdings vor allem angebotsseitig in Form von zollbedingten Preissteigerungen und hohen Energiepreisen zu finden. Das sind Faktoren, die mit Leitzinserhöhungen nicht direkt adressierbar sind. Wir sehen den Zinsschritt der Fed daher vor allem als beabsichtigten Signal-Effekt, dem nicht zwangsläufig eine weitere Anhebung folgen muss. Der Schritt hat die Glaubwürdigkeit von Warsh und die Unabhängigkeit der Fed gestärkt und Erwartungen über zeitnahe Zinssenkungen schwinden lassen. Zudem war die Entscheidung eine wichtige Botschaft an die Anleihemärkte, dass die Fed das Thema Inflationsbekämpfung ernst nimmt. Bei der Fed erwarten wir daher aktuell keine

weitere Leitzinserhöhung. Diese Prognose steht allerdings auf weniger festem Fundament, da die ökonomischen Daten unterschiedliche Implikationen liefern und das Offenmarktgrremium der Fed in wichtigen Punkten gespalten zu sein scheint. Die Dot-Plots implizieren noch eine zusätzliche Erhöhung der US-Notenbank im weiteren Jahresverlauf.

Wir halten die derzeit an den Terminmärkten erwarteten drei weiteren Erhöhungen der EZB und der Fed bis Mitte nächsten Jahres für überzogen. Sollten diese Erwartungen vom Markt wieder in Teilen zurückgenommen werden, dürfte dies Abwärtsdruck auf die Renditen ausüben und das lange Ende der Zinskurve wieder etwas nach unten drücken.

Für US-Treasuries sehen wir die Rendite am Jahresende 2026 nun bei 4,90 Prozent. Damit läge sie zwar unter dem aktuellen Niveau, aber über unserer vorherigen Prognose von 4,75 Prozent. Neben der Leitzinserhöhung im September sind in den USA im Gegensatz zum Euroraum eher die vorherigen beschriebenen strukturellen Faktoren am Werk, die uns zur Anhebung bewegt haben.

Unsere Prognose für die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe haben wir von 3,15 Prozent auf 3,35 Prozent zum Jahresende erhöht. Die Renditeanstiege im Euroraum erscheinen uns vorwiegend zyklischer Natur und eng mit den Erwartungen über die Inflationsentwicklung verbunden zu sein. Da wir erwarten, dass die US-Renditen am langen Ende der Zinskurve zum Jahresende unterhalb des aktuellen Niveaus liegen, dürfte auch dies ebenfalls Abwärtsdruck auf die Renditen ausüben und diese wieder in Richtung unserer angepassten Prognose bewegen.

## Prognosetabelle

|                        | 31.12.2025  | Aktuell     | 31.12.2026  |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|
| EZB-Einlagesatz        | 2,00        | 2,50        | 2,75        |
| Bundesanleihe 10 Jahre | 2,86        | 3,50        | 3,35        |
| USA Fed Funds Rate     | 3,50 - 3,75 | 3,75 - 4,00 | 3,75 - 4,00 |
| US-Treasuries 10 Jahre | 4,15        | 5,00        | 4,90        |

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