

ECONOMIC RESEARCH

Die Konjunktur trotzt dem Gegenwind, die Staatsanleihen nicht

OKTOBER 2026
Economics & Finance
Perspectives

Autor

Dr. Kay Seemann
k.seemann@gdv.de

Executive Summary

Der militärische Konflikt zwischen den USA und Iran bleibt derzeit der wichtigste Preistreiber. Nach der erneuten Eskalation Anfang September stieg Brent zeitweise auf knapp 110 US-Dollar je Barrel, gab zum Monatsende mit steigenden Lieferungen aus der Golfregion aber wieder etwas nach. In den USA tragen KI-Investitionen einen großen Teil des Wachstums, während die neuen Arbeitsplätze vor allem in anderen Branchen entstehen. Das weckt Zweifel, wie lange dieses Wachstum trägt. Deutschland wächst wieder etwas schneller, doch die Erholung könnte vorübergehend sein. Sie stützt sich vor allem auf Staatsausgaben und Exporte statt auf den privaten Konsum, und die Gemeinschaftsdiagnose erwartet ab 2028 wieder eine deutlich schwächere Dynamik.

Fed und EZB hoben ihre Leitzinsen an, und der Markt preist weitere Zinserhöhungen ein. Den Renditeanstieg bei Bundesanleihen tragen nicht nur höhere Inflationserwartungen, sondern auch steigende Realrenditen. Die Aktienmärkte zeigen sich bislang unbeeindruckt, und die Risikobereitschaft bleibt robust, aber selektiv. Inflation, steigende Zinsen und die Fiskalpolitik sorgen aber zunehmend für Spannungen an den Märkten.

Entsprechend angespannt bleibt der Ölmarkt. Brent stieg nach der Eskalation zeitweise auf knapp 110 US-Dollar je Barrel und hielt sich bis zum 28. September über 105 US-Dollar. Zusätzlichen Aufwärtsdruck brachte die Ablehnung eines iranischen Vorschlags zur Öffnung der Straße von Hormus durch US-Präsident Trump. In den letzten Septembertagen fiel der Preis dann auf rund 98 US-Dollar, nachdem Schätzungen auf wieder deutlich mehr Öltransporte durch die Straße von Hormus hindeuteten und Saudi-Arabien die Hälfte der Kapazität seiner Ost-West-Pipeline wiederhergestellt hatte.

Die erneute Ölpreisdynamik zeigt, dass der Konflikt kein abgeschlossenes Ereignis aus dem Frühjahr ist, sondern ein wiederkehrender Preistreiber bleibt. Derselbe Schock trifft die Weltwirtschaft dabei ungleich, Energieimporteure spüren vor allem höhere Kosten, während Wettbewerber der Golfregion in einzelnen Branchen von den Lieferausfällen profitieren können.

Solange sich Eskalations- und Deeskalationsphasen abwechseln, dürfte der Ölpreis stark schwanken, statt sich auf einem stabilen Niveau einzupendeln. Der kräftige Rückgang Ende September zeigt, wie schnell sich die Lage drehen kann. Die Angebotspuffer, die den ersten Preisschock im Frühjahr gedämpft haben, waren nach Einschätzung des IWF bereits im Juli weitgehend aufgebraucht. Bei einer erneuten Eskalation an der Straße von Hormus halten wir daher einen Anstieg über das Kriegshoch von 110 US-Dollar für möglich.

GESAMTWIRTSCHAFT

Der Iran-Konflikt bleibt ein wiederkehrender Preistreiber am Ölmarkt

Der militärische Konflikt zwischen den USA und Iran dauert seit sieben Monaten an. Eine im Juni geschlossene Absichtserklärung hat daran bislang wenig geändert. Die Straße von Hormus bleibt nur teilweise passierbar, da der Iran weiterhin Handelsschiffe angreift, um eigene Routen und Gebühren durchzusetzen. Nach rund einem Monat relativer Ruhe eskalierte der Konflikt Anfang September erneut.

Am Ölmarkt blieb die Reaktion nicht aus. Die Rohölversorgung aus der Golfregion hat sich zuletzt zwar etwas erholt, bleibt aber deutlich eingeschränkt. Im September erreichten die Ausfuhren der großen Förderländer am Persischen Golf knapp 13 Millionen Barrel täglich. Das war der höchste Wert seit Ausbruch des Irankonflikts Ende Februar, lag aber noch immer rund sechs Millionen Barrel unter dem Vorkriegsniveau.

Die USA wachsen dank KI-Investitionen

Das Wachstum der US-Wirtschaft hängt derzeit stark an Investitionen in Computerinfrastruktur und Rechenzentren. Sie erreichten im ersten Quartal rund 1,5% des Bruttoinlandsprodukts, gut doppelt so viel wie im Durchschnitt der Jahre 2015 bis 2022, und trugen nach Schätzungen wesentlich zum Wachstum bei. Die neun größten Cloud-Anbieter wollen ihre Investitionen in diesem Jahr nochmals um fast 80% ausweiten. Das Gesamtwachstum schwächte sich im zweiten Quartal nach revidierten Zahlen dennoch leicht ab, von annualisierten 2,5% auf 2,2%.

Der US-Arbeitsmarkt kühlte im September deutlich ab. Die Beschäftigung nahm nur um 29.000 Stellen zu, während die Arbeitslosenquote auf 4,2% stieg. Zudem wurde der Beschäftigungszuwachs im August von 162.000 auf 133.000 Stellen revidiert. Die Beschäftigung änderte sich in den meisten Branchen nur wenig, während sie im öffentlichen Sektor leicht zurückging.

Dass Rechenzentren viel Kapital, aber wenig dauerhaftes Personal binden, ist wenig überraschend, steht aber im Kontrast zu Trumps Versprechen, dass in diesem Bereich viele neue Arbeitsplätze entstehen würden.

Die Stimmung bleibt gespalten. Die Industrie meldet seit neun Monaten Wachstum, die Verbraucher werden dagegen immer pessimistischer. Das Verbraucher-vertrauen des Conference Board fiel im September auf den tiefsten Stand seit 2014, und auch die Haushaltsbefragung der University of Michigan gab erneut nach. Belastend wirken vor allem die gestiegenen Kraftstoff- und Lebenshaltungskosten.

Bei der Inflationsrate bleibt das Bild uneinheitlich. Die Verbraucherpreise lagen im August um 3,4 % über dem Vorjahr, im Monatsvergleich zog der Anstieg wieder an, während die Kernrate leicht nachgab. Die von der Fed bevorzugte Kernrate des Preisindex der privaten Konsumausgaben (PCE) ging im August stärker als erwartet auf 3,0 % zurück, liegt aber weiterhin deutlich über dem Inflationsziel von 2 %.

Noch deutlicher zeigt sich der Preisdruck auf der Erzeugerstufe. Die Erzeugerpreise lagen im August um 5,4 % über dem Vorjahr, getrieben vor allem von kräftig gestiegenen Dieselpreisen, in denen sich der Wiederanstieg des Ölpreises bis Ende August spiegeln dürfte. Auch die Preise für Vorprodukte zogen spürbar an. Ein Teil des Kostendrucks aus der Energiekette dürfte die Verbraucherpreise daher erst noch erreichen.

Für den weiteren Verlauf stellt sich vor allem die Frage, wie tragfähig der Wachstumsbeitrag der Investitionswelle ist. Nach Konsensschätzungen dürften die Investitionen der großen Cloud- und Plattformkonzerne bis 2027 auf rund 3 % des Bruttoinlandsprodukts steigen, gut doppelt so viel wie 2025. Die Erträge halten damit bislang nicht Schritt. So sind bei OpenAI die Kosten je nach Schätzung mehr als doppelt so hoch wie der Umsatz.

Kurzfristig dürften die KI-Investitionen das US-Wachstum weiter stützen, zumal die neun größten Cloud-Anbieter ihre Budgets für 2026 nochmals kräftig ausgeweitet haben. Mittelfristig sehen wir dagegen das Risiko, dass die Ausgaben gekürzt werden könnten, wenn die Erträge weiter hinter den Investitionen zurückbleiben. Da der Stellenaufbau ohnehin überwiegend außerhalb des Technologiesektors stattfindet, träfe ein solcher Rückschlag vor allem die Investitionen und weniger den Arbeitsmarkt.

Innerhalb des Euroraums bleibt die Lage insgesamt uneinheitlich

Die Wirtschaft im Euroraum wuchs im zweiten Quartal nach revidierten Zahlen um 0,6 % gegenüber dem Vorquartal und damit so stark wie seit vier Jahren nicht mehr, der Arbeitsmarkt blieb stabil. Innerhalb des Euroraums bleibt die Lage jedoch uneinheitlich. Spanien wuchs kräftig, Italien nur verhalten, und Frankreich stagnierte und entging nach dem Rückgang im ersten Quartal nur knapp einer technischen Rezession.

Die nachträgliche Abwärtskorrektur für Frankreich begründete die französische Statistikbehörde vor allem mit einer dürrebedingt schwächeren Agrarproduktion und einem stärkeren Preisauftrieb bei Dienstleistungen. Die Arbeitslosenquote in Frankreich stieg zum sechsten Mal in Folge auf 8,3 %, den höchsten Stand seit Herbst 2020.

Hinzu kommt die angespannte Haushaltslage. Die Regierung rechnet für 2026 inzwischen mit einem Defizit von 5,4 % und einer Schuldenquote von 119,3 %. Die Ratingagentur Scope stufte Frankreich am 18. September von AA- auf A+ herab, Morningstar DBRS senkte am selben Tag den Ausblick auf negativ und bestätigte das Rating AA.

Die Stimmung in der Wirtschaft hellte sich zuletzt weiter auf, inzwischen auch bei den Dienstleistern. Der Einkaufsmanagerindex für den Euroraum stieg im September auf 53,1 Punkte und signalisiert damit das stärkste Wachstum seit fast dreieinhalb Jahren. Anders als im Sommer kam der Schub vor allem von den Dienstleistern, während die Industrie auf ihrem Niveau verharrte. Auch Frankreich meldete erstmals seit zehn Monaten wieder Wachstum.

Bei den Preisen treibt vor allem die Energie. Die Inflationsrate stieg im September energiebedingt auf 3,8 %, den höchsten Stand seit drei Jahren, und auch die Kernrate zog leicht auf 2,5 % an. Zwischen den Mitgliedstaaten bleiben die Unterschiede groß, Spanien liegt mit 5,0 % deutlich darüber, Frankreich mit 3,4 % darunter.

Für den weiteren Jahresverlauf ergibt sich daraus ein gemischtes Bild. Die bessere Stimmung bei Industrie und Dienstleistern spricht eher für eine allmähliche Stabilisierung der Konjunktur, die wieder anziehende Kernrate dagegen für anhaltenden Preisdruck. Die OECD hob ihre Wachstumsprognose für den Euroraum für dieses Jahr leicht an, senkte sie für 2027 aber (Tabelle 2). Für Frankreich kürzte sie ihre Prognose deutlich, für Deutschland hob sie sie an, ein weiteres

Zeichen dafür, dass sich die Länder des Euroraums konjunkturell auseinanderentwickeln.

Frankreich dürfte auf absehbare Zeit das Sorgenkind im Euroraum bleiben, da sich Wachstumschwäche und Haushaltsprobleme gegenseitig verstärken. Ein schwaches Wachstum erschwert die Konsolidierung, und jede Sparrunde dürfte das Wachstum zusätzlich dämpfen.

Deutschland zeigt Zeichen einer Erholung, aber haben die auch Bestand?

Die deutsche Wirtschaft wuchs im zweiten Quartal um 0,3 % und damit stärker als zunächst gemeldet. Getragen wurde das Wachstum vor allem von den Exporten, die im Juni einen Höchststand erreichten, sowie von staatlichen Investitionen. Der private Konsum stagnierte nahezu, und die Einzelhandelsumsätze machten ihren kräftigen Rückgang vom Juli im August nur teilweise wett. Am Arbeitsmarkt kommt die Erholung noch nicht an. Die Arbeitslosenquote sank im September zwar saisonüblich auf 6,4 %, bereinigt um jahreszeitliche Effekte stieg die Zahl der Arbeitslosen aber erneut.

Bei den Investitionen zeigt sich dieselbe Schieflage. Die Ausrüstungsinvestitionen sanken um 1,4 % gegenüber dem Vorquartal. Ihr Anstieg gegenüber dem Vorjahr geht laut Statistischem Bundesamt vor allem auf staatliche Investitionen einschließlich Verteidigungsausgaben zurück.

Auch in der Industrieproduktion zeigt sich noch keine Trendwende. Sie fiel im Juli um 1,1 % gegenüber dem Vormonat, vor allem wegen einer mehrwöchigen Produktionspause in der Automobilindustrie, im Dreimonatsvergleich ist das Bild etwas stabiler. Zusätzlich könnte das Niedrigwasser am Rhein die Produktion gedämpft haben, Binnenschiffe konnten zeitweise nur noch etwa ein Drittel ihrer üblichen Ladung transportieren. Die Hitze im Sommer hinterlässt damit zunehmend auch konjunkturelle Spuren.¹

Die Stimmung zeichnet dagegen ein deutlich freundlicheres Bild. Das ifo-Geschäftsklima stieg im September zum fünften Mal in Folge und erreichte den höchsten Stand seit über drei Jahren, getragen von einer besseren Lage und höheren Erwartungen. Im verarbeitenden Gewerbe signalisiert der Einkaufsmanagerindex mit 53,8 Punkten weiterhin kräftiges Wachstum bei robusten Aufträgen, auch wenn er im September leicht unter das Vierjahreshoch vom August fiel.

Auch die Dienstleister melden wieder Wachstum. Ihr Einkaufsmanagerindex stieg im September auf 52,9 Punkte und lag damit erstmals seit fünf Monaten wieder über der Wachstumsschwelle, bei spürbar mehr Neuaufträgen, aber auch stärkeren Preiserhöhungen.

Nur die Verbraucher bleiben trotz leichter Besserung ausgesprochen pessimistisch. Die Erholung zeigt sich damit bislang vor allem in den Erwartungen und Aufträgen der Unternehmen, noch nicht in der gemessenen Produktion und im Konsum.

Auch in Deutschland treiben die Energiepreise die Teuerung, während der Preisauftrieb ohne Energie und Nahrungsmittel moderat bleibt. Die deutsche Inflationsrate nach VPI stieg im September auf 3,3 %, nach 2,9 % im August. Energie verteuerte sich gegenüber dem Vorjahr um fast 15 %, vor allem wegen deutlich höherer Kraftstoffpreise infolge des Iran-Kriegs und des ausgelaufenen Tankrabatts. Die Kernrate blieb dagegen mit 2,4 % unverändert, und die Teuerung bei Dienstleistungen ließ leicht nach.

Die Wirtschaftsforschungsinstitute haben ihre Wachstumserwartung für 2026 im September nahezu verdoppelt, auf durchschnittlich 1,0 % (Tabelle 2). Die Gemeinschaftsdiagnose vom 24. September bestätigte diesen Wert, die OECD liegt mit 1,1 % am oberen Rand. Deutschland würde damit im Euroraum nach längerer Zeit wieder zu den stärker wachsenden Ländern zählen. Für die Inflationsrate rechnet die Gemeinschaftsdiagnose im kommenden Jahr mit einem Anstieg auf über 3 % (Tabelle 3).

Für Euphorie ist es dennoch zu früh, denn die Anhebung der Institute geht vor allem auf die revidierten Daten für das erste Halbjahr zurück und weniger auf eine stärkere Dynamik in der zweiten Jahreshälfte.

Mittelfristig dämpft die Gemeinschaftsdiagnose die Erwartungen wieder. Für 2028 rechnet sie nur noch mit einer Wachstumsrate von 0,6 %. Dann dürfte das schwache Potenzialwachstum durchschlagen, das die Institute für 2025 bis 2031 auf durchschnittlich 0,3 % pro Jahr schätzen, rund einen Prozentpunkt weniger als für den übrigen Euroraum. Zusätzlich drohen ab 2029 schärfere Anpassungen an die EU-Fiskalregeln, wenn Ausnahmeregelungen auslaufen.

Ein Teil der jüngsten Exportstärke dürfte zudem ein Sondereffekt sein, denn die unsichere Lage an der Straße von Hormus verschafft der deutschen Chemieindustrie Vorteile, weil Lieferungen aus der Golfregion

¹ [Economics & Finance Flash 2026/02](#)

unzuverlässiger geworden sind und Chemie- und Mineralöllexporte teilweise vorgezogen wurden.

Hitze und Trockenheit dürften die Wirtschaft auch mittelfristig belasten, eine [Studie der Allianz Research](#) beziffert die kumulierten Wachstumsverluste durch Hitzewellen zwischen 2026 und 2030 für Deutschland auf rund 131 Mrd. US-Dollar. Rückenwind kommt dagegen vom weltweiten KI-Investitionsboom, von dem inzwischen auch einzelne deutsche Anbieter von Elektronik, elektrischen Ausrüstungen und chemischen Vorprodukten profitieren.

Wir erwarten, dass die Erholung 2026 hält, sehen für die Inflationsrate aber ein Aufwärtsrisiko gegenüber den Prognosen der Gemeinschaftsdiagnose. Der Anstieg der Inflationsrate im September stützt diese Einschätzung. Auch nach dem Rückgang zum Monatsende notiert Brent noch rund 50 % über dem Vorjahresniveau. Deshalb dürften Kraftstoff- und Heizkosten die Kaufkraft der Haushalte weiter schmälern und damit gerade den privaten Konsum belasten, der die Erholung bislang noch nicht trägt. Hinzu kommt die sich weiter verschärfende Lage bei Diesel. Hier könnte die Entspannung länger auf sich warten lassen. Zusätzliche Risiken für das europäische Angebot entstehen durch mögliche US-Exportbeschränkungen, über die derzeit in Washington beraten wird. Eine spürbare Entlastung dürfte daher vor allem davon abhängen, wann die beschädigten Raffineriekapazitäten wieder verfügbar sind. Deren Wiederaufbau kann deutlich mehr Zeit in Anspruch nehmen als eine mögliche Erholung der Energiemärkte im Falle einer Deeskalation des Konflikts.

Für die Inflation ist das besonders relevant, weil höhere Dieselpreise unmittelbar auf Transportkosten und die Landwirtschaft durchschlagen. Der Preisdruck könnte sich dadurch hartnäckiger erweisen als bei einem reinen Anstieg der Rohölpreise.

FINANZMÄRKTE

Die Finanzmärkte standen im September im Zeichen steigender Renditen, Zinsanhebungen von Fed und EZB und einer wachsenden Differenzierung zwischen einzelnen Ländern und Marktsegmenten. Beide Notenbanken hoben ihre Leitzinsen an, während der Ölpreis nach der erneuten Eskalation im Iran-Konflikt zunächst kräftig stieg und erst zum Monatsende wieder nachgab. Die Aktienmärkte zeigen sich davon bislang wenig beeindruckt. Gleichzeitig verlagern sich die Risiken hin zu steigender

Staatsverschuldung und neu eingestuften Cyberrisiken durch Künstliche Intelligenz.

Geldpolitik: Zentralbanken reagieren auf Ölpreisschock

Die Fed hob ihren Leitzins am 16. September einstimmig um 25 Basispunkte auf 3,75 bis 4,00 % an, die erste Anhebung seit Juli 2023. Notenbankchef Warsh hatte in Jackson Hole am 28. August Vorabsignale zum künftigen Zinspfad ausdrücklich abgelehnt. Die fünf Arbeitsgruppen, die er seit seinem Amtsantritt im Mai zu Kommunikation, Bilanzpolitik, Daten, Produktivität und Inflationsrahmen eingesetzt hat, sollen ihre Empfehlungen erst später vorlegen und spielen für die Septemberentscheidung keine Rolle.

Warsh hebt die Zinsen an und weicht Trumps Forderung aus

Warsh begründete die Zinsanhebung damit, dass die Inflationsdaten des Sommers keine nachhaltige Verbesserung gezeigt hätten. Auf einzelne Preise wie den Ölpreis könne die Fed keinen Einfluss nehmen, weshalb er die Entscheidung auf die Inflationsentwicklung insgesamt stützte. Produktivität und Investitionen hielt er für robust genug, um höhere Zinsen zu verkraften. Zu den öffentlichen Forderungen von Präsident Trump nach Zinssenkungen äußerte er sich nicht direkt und verwies stattdessen auf die getrennten Zuständigkeiten von Notenbank und Regierung.

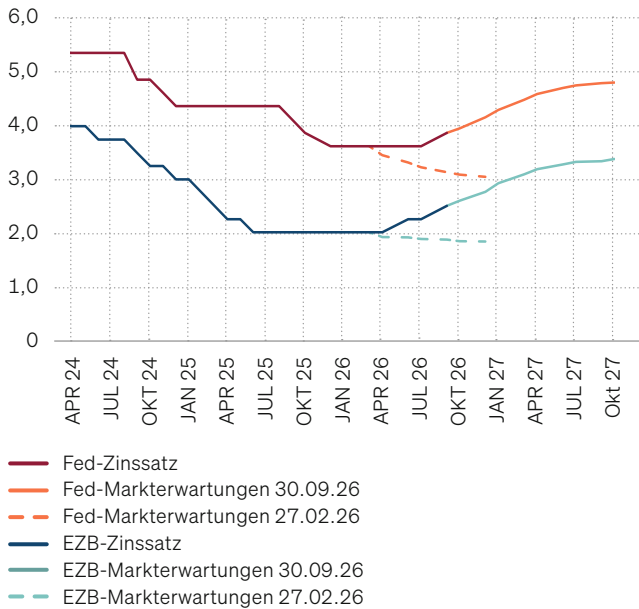
Die Projektionen der Notenbankmitglieder sehen bis Jahresende nur noch einen weiteren Schritt auf 4,1 % vor und danach bis Ende 2027 keine Veränderung, auch wenn fast alle Teilnehmer mit mindestens einer weiteren Anhebung rechnen. Warsh selbst reichte, wie schon im Juni, keine eigene Projektion ein. Die Projektionen könnten damit auf eine begrenzte Straffung hindeuten, nicht auf einen längeren Zinserhöhungszyklus.

Der Markt rechnet mit einem deutlich restriktiveren Kurs, als die Fed selbst signalisiert. Eingepreist sind knapp zwei weitere Zinserhöhungen bis Januar und zusätzliche Schritte im Laufe des Jahres 2027, sodass der Leitzins auf rund 4,8 % stiege (Abb. 1). Gemessen daran erscheint die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen von zuletzt knapp 5,3 % weniger außergewöhnlich.

Die EZB war am 10. September vorausgegangen und hatte alle drei Leitzinsen um 25 Basispunkte angehoben, der Einlagesatz liegt jetzt bei 2,50 %. Sie begründete den Schritt mit der zuletzt wieder gestiegenen Inflationsrate, die im August vor allem energiebedingt

Markt erwartet weitere Zinsschritte bei EZB und Fed bis 2027

Abb. 1 · Leitzinsen und marktplatzimplizite Zinserwartung, basierend auf €STR-Forward-Swaps und Fed Funds Futures, in %



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

zugelegt hatte. Ihre Stabsprojektion erwartet für 2027 eine Inflationsrate von 2,5 % und liegt damit unter den Erwartungen von OECD und Gemeinschaftsdiagnose.

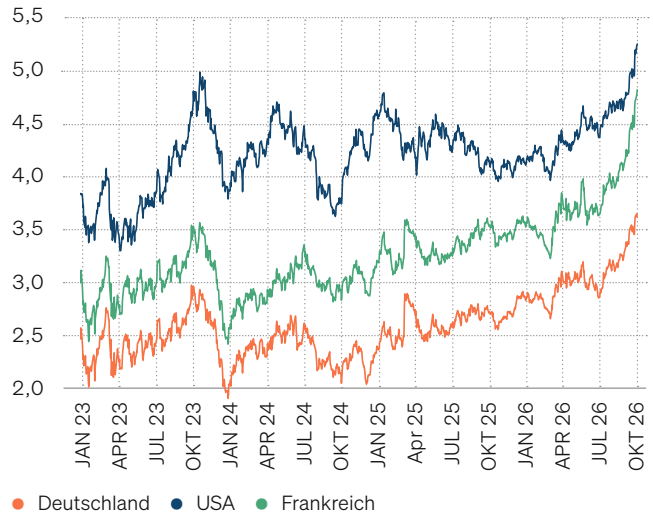
Auch für den Euroraum preist der Markt deutlich höhere Zinsen ein. Bis Oktober 2027 sind drei bis vier weitere Schritte eingepreist, womit der Einlagesatz auf knapp 3,4 % stiege.

Die OECD erwartet dagegen deutlich weniger. Sie rechnet in ihrem Interim Economic Outlook vom 23. September mit einem weiteren Zinsschritt auf rund 2,75 %, der bis Ende 2027 wieder auf 2 % zurückgenommen würde. Das liegt deutlich unter den aktuellen Markterwartungen.

Fed und EZB erhöhen ihre Leitzinsen gegen einen Ölpreisschock, den sie selbst nicht beeinflussen können. Wir sehen die Zinserhöhung der Fed in erster Linie als Reaktion auf eine Inflationsrate, die sich im Sommer nicht weiter zurückgebildet hat, das Signal der Unabhängigkeit gegenüber dem Weißen Haus ist ein Nebeneffekt, der die Glaubwürdigkeit stärken dürfte. Für die EZB halten wir einen weiteren Schritt auf einen Einlagesatz von 2,75 % für wahrscheinlich, die vom Markt eingepreisten knapp 3,4 % setzen dagegen eine länger anhaltende Eskalation am Ölmarkt voraus. Wie lange der Iran-Konflikt andauert, dürfte damit maßgeblich über den weiteren Zinspfad beider Notenbanken

Renditen erklimmen nach kurzer Pause neue Höchststände

Abb. 2 · Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, in %



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

entscheiden. Die Empfehlungen von Warshs Arbeitsgruppen könnten die Strategie der Fed zudem im kommenden Jahr spürbar verändern.

Anleihemärkte stehen im Fokus

Der deutliche Renditeanstieg bei Staatsanleihen ist ein globales Phänomen, das erst mit Kriegsbeginn Ende Februar einsetzte (Abb. 2). Bis dahin waren die Renditen überwiegend leicht gesunken, seither stiegen sie in allen betrachteten Ländern kräftig. Am stärksten fiel der Anstieg seit Jahresbeginn in Frankreich mit fast 130 Basispunkten aus, gefolgt von den USA und Italien mit jeweils gut 110 Basispunkten. In Deutschland waren es bis Ende September 72 Basispunkte (Abb. 3).

Das Rollover-Risiko treibt Bessent zu ungewöhnlichen Mitteln

In den kommenden zwölf Monaten werden schätzungsweise 8 bis 10 Bio. US-Dollar an US-Staatsanleihen fällig. Ein großer Teil davon wurde vor mindestens zwei Jahren zu niedrigeren Zinsen begeben. Der durchschnittliche Zins auf die Schulden lag nach letztem verfügbarem Stand vom Mai bei 3,34 %, zweijährige US-Staatsanleihen rentierten Ende September dagegen bei 4,93 %. Die Refinanzierung dürfte die Zinslast des US-Bundeshaushalts daher spürbar erhöhen.

Das US-Finanzministerium kündigte im August an, seine Rückkäufe langlaufender Anleihen bis Anfang November auf 4 Mrd. US-Dollar je Operation zu verdoppeln, und Finanzminister Bessent signalisierte Bereitschaft zu noch größeren Volumina. Gemessen an den fälligen Anleihen bleibt das Volumen klein, auch wenn der Vergleich nur grob ist, da diese überwiegend kurze Laufzeiten haben. Eine spürbare Entlastung am langen Ende ist bislang nicht zu erkennen.

Damit entsteht ein Zielkonflikt zwischen der Fed und dem US-Finanzministerium. Bessent strebt niedrigere Finanzierungskosten an und setzt dafür auf den Rückkauf langlaufender Anleihen. Warsh hat dagegen die Inflationsbekämpfung als vorrangiges Ziel bekräftigt und die Leitzinsen angehoben.

Wir erwarten, dass sich dieser Zielkonflikt verschärft, je länger die Inflationsrate über dem Ziel der Notenbank liegt. Die steigende Zinslast dürfte den fiskalischen Spielraum der US-Regierung unabhängig davon einengen, wie sich der Kurs der Notenbank entwickelt.

Zusätzliche Konkurrenz um Kapital kommt von der Unternehmensseite. US-Unternehmensanleihen erreichten von Januar bis August 2026 eines der höchsten Neuemissionsvolumina seit mindestens 2011, getragen unter anderem von großen KI-Konzernen, die ihre Investitionsausgaben für Rechenzentren zunehmend über Fremdkapital finanzieren. Diese Anleihen bieten bei vergleichbarer Bonität eine höhere Rendite als Staatsanleihen und könnten damit Nachfrage von

Staatsanleihen abziehen. Dass die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen trotz des hohen Angebots niedrig bleiben, zeigt, dass der Markt die Emissionen bislang ohne große Mühe aufnimmt.

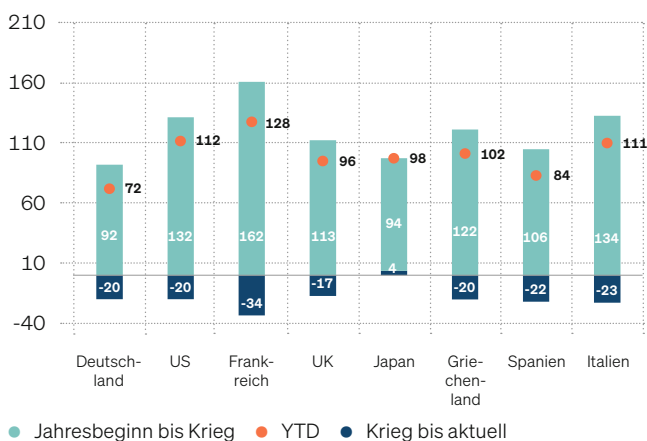
Im Euroraum rücken Länderrisiken wieder in den Fokus

Die Risikoaufschläge gegenüber Bundesanleihen weiteten sich bis Anfang September überwiegend moderat aus. Seither ziehen sie in Frankreich und Italien deutlich an. Der Risikoaufschlag französischer Staatsanleihen stieg bis Ende September auf rund 126 Basispunkte, gut 50 Basispunkte mehr als zu Jahresbeginn. Auch der italienische Aufschlag erhöhte sich zuletzt spürbar auf rund 104 Basispunkte, Frankreich zahlt am Kapitalmarkt aber weiterhin einen höheren Risikoaufschlag als Italien und Griechenland (Abb. 4). Dass sich die Aufschläge gerade in den letzten Septembertagen ausweiteten, als die Bundrendite mit dem Ölpreis nachgab, spricht dafür, dass Anleger wieder stärker zwischen den Ländern unterscheiden.

Neben den Ratings, Moody's Aa3 mit negativem Ausblick sowie A+ bei S&P und Fitch, dürfte der Markt damit auch ein politisches Risiko einpreisen. Für 2027 strebt Premierminister Lecornu ein Defizit von 5,0 % an und plant dafür ein Konsolidierungspaket von 54 Mrd. Euro, dessen Umsetzung jedoch schwierig bleibt. Das linke Lager um Mélenchon strebt den Sturz der Regierung an, während der Rassemblement National vor der Präsidentschaftswahl

Irakrise lässt global Anleiherenditen steigen

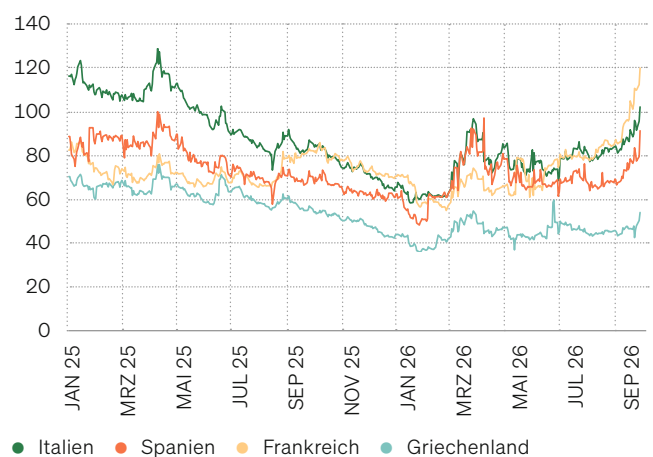
Abb. 3 · Veränderung der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen seit Jahresbeginn (YTD), vor und seit Kriegsbeginn am 27. Februar 2026, in Basispunkten



Quelle: LSEG Datenstream, eigene Berechnungen

Frankreich zieht beim Risikoaufschlag deutlich an Italien vorbei

Abb. 4 · Risikoaufschläge zehnjähriger Staatsanleihen gegenüber Bundesanleihen, in Basispunkten



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

im April 2027 wenig Anreiz hat, eine unpopuläre Sparpolitik mitzutragen.

Mit der Überprüfung durch Moody's Ende Oktober und den Haushaltsberatungen für 2027 stehen zwei Termine an, die den Risikoaufschlag weiter erhöhen könnten. Eine Rückkehr unter das italienische Niveau erwarten wir erst, wenn ein vernünftiges Konsolidierungspaket eine parlamentarische Mehrheit findet.

Inflationserwartungen und Realrendite treiben die Bundrendite gemeinsam

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen stieg von 2,85 % zu Jahresbeginn bis zum 28. September auf 3,64 %, den höchsten Stand seit rund 15 Jahren, und lag nach dem Rückgang des Ölpreises Ende September bei 3,58 %. Eine Zerlegung in Realrendite und marktimplizite Inflationskomponente zeigt, dass beide Komponenten diesen Anstieg von rund 72 Basispunkten tragen (Abb. 5). Seit Jahresbeginn stieg die Inflationskomponente um knapp 40 und die Realrendite um gut 30 Basispunkte.

Das Gewicht der beiden Treiber wechselte dabei. Zwischen Januar und Mai trug fast ausschließlich die Inflationskomponente den Anstieg, ausgelöst durch den Iran-Krieg und den Ölpreisschock. Von Mitte Mai bis Anfang Juli gab sie wieder nach, während die Realrendite zu steigen begann. Seit Anfang Juli legt die Realrendite mit rund 40 Basispunkten deutlich stärker zu als die Inflationskomponente mit gut 20

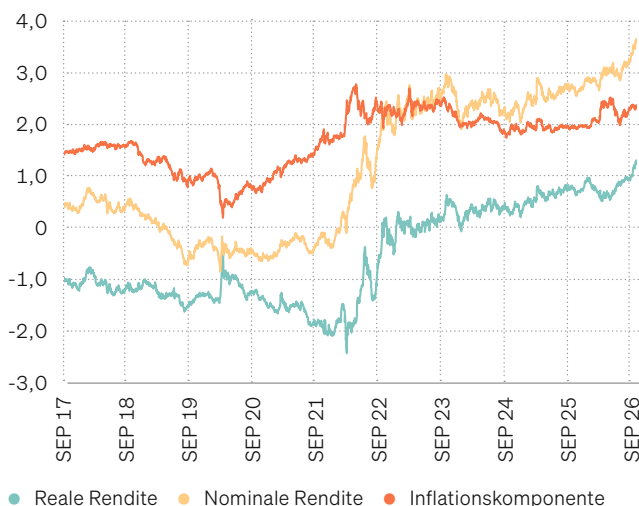
Basispunkten. In diese Phase fallen die erneute Eskalation am Golf, Warshs Rede in Jackson Hole am 28. August sowie die Zinserhöhungen der EZB am 10. September. Im September ging der Anstieg sogar fast vollständig auf die Realrendite zurück, während die Inflationskomponente trotz des zeitweise höheren Ölpreises auf der Stelle trat.

Die langfristigen Inflationserwartungen bleiben verankert, gestiegen sind vor allem die mittelfristigen. Der zweijährige Inflationsswap in zwei Jahren stieg mit Kriegsbeginn wieder über 2% und hält sich seit Anfang Juli oberhalb dieser Marke, während der fünfjährige in fünf Jahren seit Anfang 2025 in einer engen Spanne knapp darüber verharrt (Abb. 6). Der Markt rechnet damit nicht mit einer dauerhaft höheren Inflation, wohl aber mit einer Teuerung, die über mehrere Jahre leicht über dem Ziel der EZB liegt.

Auch die Zinsstrukturkurve spiegelt beide Treiber. Zwischen Ende Januar und Ende September stieg die Rendite zweijähriger Bundesanleihen um rund 110 Basispunkte, die der 30-jährigen dagegen nur um gut 40 Basispunkte (Abb. 7). Die Verflachung zeigt, dass der Markt auf die höheren Inflationserwartungen vor allem mit höheren Leitzinserwartungen reagiert, die wiederum die Realrendite anheben. Eine höhere Laufzeitprämie am langen Ende ist in der Kurve dagegen nur in Ansätzen zu erkennen, auch wenn dort eine sich verändernde Investorenbasis mit mehr renditegetriebenen Investoren zusätzlich wirken könnte.

Realrendite gewinnt als Renditetreiber an Gewicht

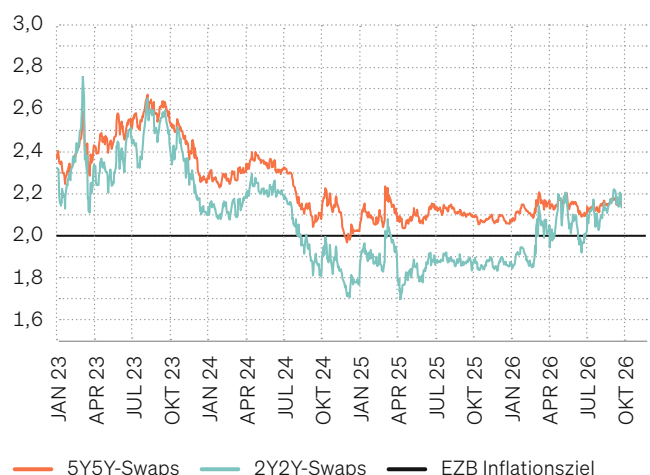
Abb. 5 · Zerlegung der Rendite zehnjähriger Bundesanleihen, Realrendite anhand inflationsindexierter Bundesanleihen, in %



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Mittelfristige Inflationserwartungen steigen über 2%, langfristige bleiben stabil

Abb. 6 · Marktimplizite Inflationserwartungen im Euroraum anhand von Inflationsswaps (fünf Jahre in fünf Jahren und zwei Jahre in zwei Jahren), in %



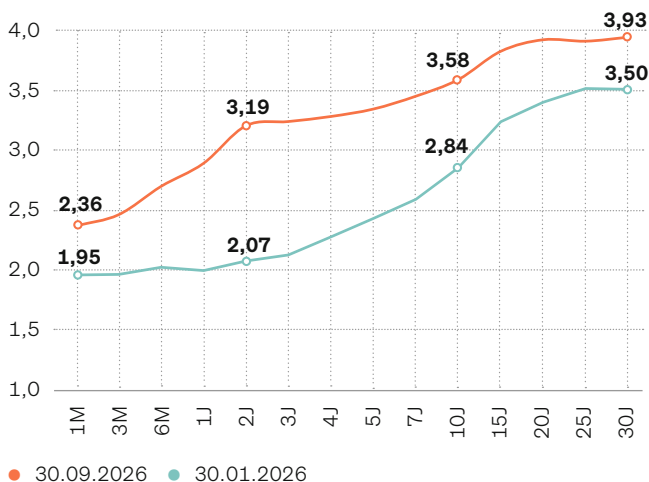
Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Nach der Fed-Entscheidung vom 16. September gab die Bundrendite bis zum Folgetag nur um rund zwei bis drei Basispunkte nach, obwohl der Ölpreis leicht sank. Die Zinserhöhung selbst war weitgehend erwartet worden, zugleich hob die Fed ihre Wachstumsprognosen leicht an und senkte die erwartete Arbeitslosenquote. Die Fed wirkt dabei über mehrere Kanäle auch auf die Bundrendite. Steigende Renditen US-amerikanischer Staatsanleihen ziehen internationales Kapital an, sodass Anleger auch für Bundesanleihen höhere Renditen verlangen. Zudem werten die Märkte eine entschlossene Fed als Hinweis, dass auch die EZB gegen denselben Ölpreisschock weiter anheben dürfte, was die Leitzinserwartungen im Euroraum und damit vor allem das kurze Ende nach oben zieht. Der bessere US-Wachstumsausblick stützt über diese Kanäle auch die Realrendite in Europa, während der hohe Ölpreis verhindert, dass die Inflationserwartungen nachgeben.

Dass Inflationserwartungen und Realrendite die Bundrendite gemeinsam treiben, macht die Lage für die EZB schwierig. Steigende Inflationserwartungen sprechen für weitere Zinsschritte, doch jede Anhebung dürfte die Realrendite weiter erhöhen und die Finanzierung für Unternehmen und hoch verschuldete Staaten verteuern. Bleibt die EZB dagegen zurückhaltend, könnte sich die Teuerung auf mittlere Sicht festsetzen. Solange der Ölpreis hoch bleibt, dürfte die Bundrendite daher von beiden Seiten gestützt werden, während eine Entspannung am Ölmarkt zuerst die Inflationskomponente und über die Leitzinserwartungen auch das kurze Ende entlasten würde.

Der kurze Rand der Zinskurve zieht am stärksten an

Abb. 7 · Renditen deutscher Bundesanleihen unterschiedlicher Laufzeit in %



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Kursgewinne an den Aktienmärkten trotz Zinsanstieg

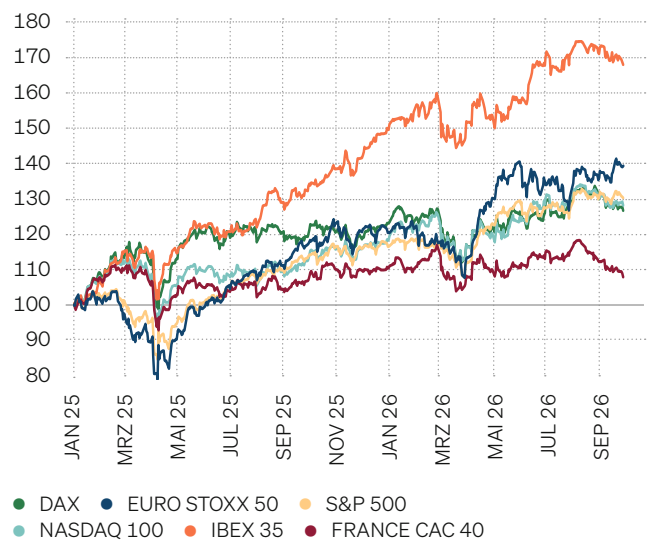
Die Aktienmärkte haben sich vom Anstieg der Anleiherenditen bislang kaum beeindruckend lassen. Die US-Börsen und die Märkte Spaniens und Italiens legten seit Jahresbeginn bis Ende September zweistellig zu, der DAX dagegen nur knapp 3%. Der französische CAC 40 notiert als einziger der beobachteten Indizes im Minus (Abb. 8), das passt zur Haushaltslage und zum schwachen Wachstum Frankreichs.

Die Aktienmärkte dürften vom Zinsanstieg vor allem dann belastet werden, wenn höhere Zinsen die Finanzierung der Unternehmen spürbar verteuern. In den USA ist das bislang nicht zu erkennen. Die Risikoaufschläge auf Unternehmensanleihen liegen nahe ihren historischen Tiefständen, und das hohe Emissionsvolumen zeigt, dass sich die Unternehmen weiterhin zu tragbaren Konditionen finanzieren können. Im Euroraum mehren sich dagegen Hinweise auf eine nachlassende Kreditnachfrage, zu der die Zinsschritte der EZB und die hohen Energiepreise beitragen dürften.

Solange sich die Finanzierungsbedingungen in den USA nicht spürbar verschlechtern, dürfte der Zinsanstieg die Aktienmärkte dort wenig belasten. Für Europa sehen wir weniger Spielraum, weil die Kreditnachfrage bereits nachlässt und die höheren Energiepreise die Margen drücken dürften.

Paris bleibt hinter den übrigen Märkten zurück

Abb. 8 · Ausgewählte Aktienindizes, Januar 2025 = 100



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

Der Euro gibt gegenüber dem Dollar nach

Der Euro hat seit seinem Zwischenhoch im Februar rund 5 % verloren und liegt damit deutlich unterhalb seines 200-Tages-Durchschnitts (Abb. 9). Der KI-Investitionsboom, der sich auf die USA konzentriert, und zunehmende Sorgen über die Schuldenfähigkeit einiger Länder im Euroraum, dürften Grund für die Nachfrage nach Dollar-Anlagen und einen schwachen Euro sein.

Zwei weitere Kanäle dürften den Euro belasten. Der Ölpreisschock trifft den importabhängigen Euroraum stärker als die USA und verschlechtert sein reales Austauschverhältnis. Hinzu kommt ein Wachstumsvorsprung der USA, der Anlagekapital eher in die USA lenken dürfte. Der schwächere Euro verteuert zugleich die in Dollar abgerechneten Energieimporte, stützt aber die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der Exporteure.

Ein kleineres, aber schnell wachsendes Segment der Nachfrage nach Dollar-Anlagen bilden Stablecoins. Ihre Emittenten verdoppelten ihre Bestände an kurzlaufenden US-Staatsanleihen 2025 nahezu auf rund 140 Mrd. US-Dollar, und mehr als 70 % der Mittel, die seit 2021 in Dollar-Stablecoins flossen, stammen aus anderen Währungen, darunter dem Euro. Ein spürbarer Effekt auf das Zinsniveau dürfte nach Schätzungen erst bei einem deutlich größeren Marktvolumen eintreten.²

Dem steht eine fiskalische Gegenthese gegenüber, auf die auch Goldman Sachs und Deutsche Bank mit einer Jahresendprognose von 1,25 US-Dollar für EUR/USD setzen. Die hohe amerikanische Staatsverschuldung und der Druck der Regierung auf die Notenbank könnten das Vertrauen in den Dollar mittelfristig schwächen.

Mittelfristig könnten sich die Gewichte allerdings verschieben. Im Euroraum stützen höhere Staatsinvestitionen und Verteidigungsausgaben, vor allem in Deutschland, die Wachstumsaussichten, und Gemeinschaftsdiagnose und OECD haben ihre Prognosen für Deutschland zuletzt angehoben. In den USA ist der Konjunkturzyklus dagegen bereits weit fortgeschritten. Die Inflationsrate liegt bei 3,4 %, und die Atlanta Fed schätzt das Wachstum im dritten Quartal auf annualisiert rund 3,7 %, deutlich mehr als die 2,3 %, die die Fed für das Gesamtjahr erwartet. Zugleich verliert der Arbeitsmarkt spürbar an Schwung. Je weiter der Konjunkturzyklus in den USA fortgeschritten ist, desto

geringer dürften dort die mittelfristigen Ertragschancen sein, was Kapital eher nach Europa lenken und den Euro stützen könnte.

Kurzfristig dürften für uns die Kanäle überwiegen, die den Dollar stützen. Mittelfristig sehen wir dagegen Aufwertungspotenzial für den Euro, wenn sich das Wachstumsgefälle zugunsten Europas verringert und die fiskalischen Risiken in den USA stärker in den Vordergrund rücken.

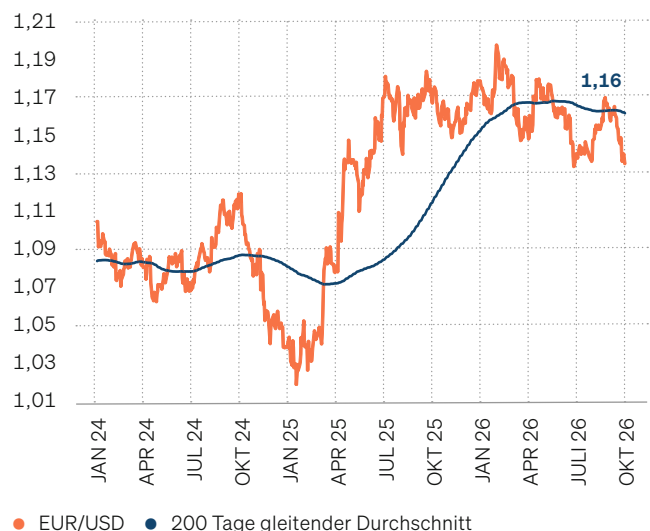
Yen-Intervention mit ungleicher Lastenverteilung

Am 31. Juli intervenierten die USA erstmals seit Juni 1998 gemeinsam mit Japan am Devisenmarkt, um den Yen zu stützen. Technisch lief dies über die New Yorker Fed, die Euro verkaufte, um Yen zu kaufen, ergänzt durch die Repo-Fazilität der Fed für ausländische Zentralbanken. Die Lastenverteilung fiel dabei sehr ungleich aus. Japan setzte an den beiden letzten Julitagen schätzungsweise 85 bis 87 Mrd. US-Dollar an Devisenreserven ein, während der amerikanische Anteil nur grob auf 5 bis 10 Mrd. US-Dollar geschätzt wird.

Die Wirkung ist inzwischen weitgehend verpufft. Unmittelbar nach der Intervention wertete der Yen von knapp 164 auf rund 155 Yen je US-Dollar auf, bis Mitte August hatte er einen Großteil dieser Gewinne aber wieder abgegeben. Solange der Zinsabstand zu den USA hoch bleibt, dürfte der Anreiz bestehen bleiben, Yen zu verkaufen, und die japanischen Behörden haben bereits signalisiert, bei weiterer Schwäche erneut einzugreifen.

Der Euro bleibt in seiner Spanne seit Mitte 2025

Abb. 9 · Wechselkurs EUR/USD und gleitender 200-Tage-Durchschnitt, in US-Dollar je Euro



Quelle: LSEG, eigene Berechnungen

² Economics & Finance Flash 2026/01

FINANZSTABILITÄT: DAS FINANZSYSTEM BLEIBT STABIL, DIE RISIKEN VERLAGERN SICH

Das deutsche Finanzsystem ist trotz des anspruchsvollen Umfelds weiterhin stabil. Der im Juni erstellte 13. Bericht des Ausschusses für Finanzstabilität (AFS) an den Bundestag bewertet den Bankensektor als widerstandsfähig und schätzt auch die Finanzintermediäre außerhalb des Bankensektors bislang als robust ein. Gleichzeitig haben sich die Risiken stärker in das makrofinanzielle und operationelle Umfeld verlagert. Im Fokus stehen geopolitische Risiken, eine hohe öffentliche Verschuldung, hohe Bewertungen an den Finanzmärkten sowie Cyber- und KI-Risiken.

Der Anstieg der Staatsanleiherenditen verstärkt vor allem die Risiken aus der hohen Staatsverschuldung. Höhere Renditen erhöhen nach und nach die Finanzierungskosten der Staaten und verringern den fiskalischen Spielraum für künftige wirtschaftliche oder geopolitische Schocks. In Ländern mit bereits hohen Schuldenständen können Zweifel an der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen zusätzliche Risikoauflagen auslösen. Eine stärkere Neubewertung staatlicher Risiken könnte sich über höhere Finanzierungskosten und Bewertungsverluste auf Finanzinstitute und Unternehmen übertragen. Der AFS zählt die hohe öffentliche Verschuldung ausdrücklich zu den derzeit relevanten makroprudenziellen Risikofeldern.

Die allgemeine Risikobereitschaft an den Märkten bleibt laut dem [BIS Quarterly Review](#) vom September 2026 trotz geopolitischer Unsicherheit, fiskalischer Sorgen und gestiegener langfristiger Renditen robust. Die Risikoauflagen auf Unternehmensanleihen liegen weiterhin nahe historischer Tiefstände. Darunter zeigt sich jedoch eine wachsende Selektivität, Anleger ziehen sich nicht pauschal aus Risiken zurück, sondern unterscheiden zunehmend genauer zwischen einzelnen Risikofeldern.

Diese selektive Neubewertung lässt sich zweifach lesen. Verwerfungen beginnen häufig in einzelnen Marktsegmenten, bevor sie sich in breiten Indikatoren zeigen, und könnten daher ein frühes Warnsignal sein. Die Differenzierung kann aber auch stabilisierend wirken, wenn Anleger Schwachstellen früh erkennen und gezielt höhere Aufschläge verlangen. Ein Beispiel ist Frankreich, dessen Risikoauflage auf über 120 Basispunkte stieg, während die Aufschläge auf Unternehmensanleihen nahe ihren Tiefständen blieben. Niedrige Risikoauflagen im Durchschnitt dürften daher nicht bedeuten, dass der Markt Risiken übersieht, sondern dass er sie gezielt bepreist.

Deutlich an Bedeutung gewonnen haben systemische Cyberrisiken durch die leistungsfähigsten KI-Modelle. Sie können Schwachstellen in komplexen IT-Systemen zunehmend autonom und in hoher Geschwindigkeit erkennen und potenziell ausnutzen, wodurch sich die Zeit für rechtzeitige Sicherheitsupdates erheblich verkürzt. Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken hat systemische Cyberrisiken im Juni 2026 deshalb von „erhöht“ auf „schwerwiegend“ hochgestuft. Bedeutende Banken unter EZB-Aufsicht müssen bis Ende Oktober eigene Aktionspläne gegen diese Risiken vorlegen.³

³ Für eine ausführlichere Darstellung der aktuellen Risiken, auch durch KI-Frontier-Modelle, siehe: GDV-Publikation [Financial Stability Perspectives 2026/Q3](#)

Anhang

Die wirtschaftliche Situation im Euroraum

Tabelle 1 · Gesamtwirtschaftliche Kennzahlen

	Inflation, % ggü. Vorjahresmonat		BIP, % ggü. Vorquartal	
	Sept 2026	Aug 2026	Q2 2026	Q1 2026
USA	n. v.	3,4	2,2 *	2,5 *
Euroraum	3,8	3,2	0,6	0,0
Deutschland	3,3	2,9	0,3	0,4
Frankreich	3,4	2,6	0,0	-0,2
Italien	4,1	3,2	0,2	0,3
Spanien	5,0	4,6	0,7	0,6

Anmerkung: Inflation bezieht sich auf den harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI), für die USA wird der CPI verwendet. BIP-Zahlen sind preis-, kalender- und saisonbereinigt. * BIP-Werte für die USA sind annualisiert.

Quelle: LSEG

Prognosen

Tabelle 2 · BIP-Wachstumsrate, in Prozent

	Deutschland			Euroraum			USA		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Gemeinschaftsdiagnose, 24. September	1,0	1,0	0,6	1,0	1,3	1,2	2,1	2,0	2,0
OECD, 23. September	1,1	1,1		1,0	1,0		2,2	2,1	
DIW, 4. September	0,9	0,9	0,9	0,9	1,2	1,2	2,1	1,9	2,2
ifo Institut, 3. September	1,1	1,1	1,1	0,9	1,3	1,3	2,1	2,2	2,4
IfW Kiel, 3. September	1,0	0,9	0,7	0,8	1,2	1,2	2,0	2,0	2,1
IWH, 3. September	1,1	0,7	0,4	0,9	1,2	1,1	2,1	2,2	2,2
RWI, 3. September	1,0	1,0	0,7	0,9	1,4	1,2	2,0	1,8	1,9

Anmerkung: Alle Daten zur besseren Vergleichbarkeit kalenderbereinigt. Die OECD veröffentlicht keine Prognose für 2028.

Quelle: die gelisteten Institutionen

Tabelle 3 · Inflationsrate, in Prozent

	Deutschland			Euroraum			USA		
	2026	2027	2028	2026	2027	2028	2026	2027	2028
Gemeinschaftsdiagnose, 24. September	2,8	3,2	2,0	2,9	2,8	2,0	3,4	2,5	2,2
OECD, 23. September	2,9	3,3		3,0	2,9		3,6	2,6	
DIW, 4. September	2,7	2,6	2,0	2,8	2,2	2,3	3,2	1,9	1,8
ifo Institut, 3. September	2,8	3,0	2,3	3,0	2,8	2,2	3,2	2,5	2,5
IfW Kiel, 3. September	2,7	2,7	1,9	2,7	2,5	2,0	3,2	2,4	2,3
IWH, 3. September	2,6	2,5	2,0	2,8	2,4	1,7	3,3	2,3	2,2
RWI, 3. September	2,7	2,6	2,0	2,7	2,3	2,1	3,5	2,9	2,2

Anmerkung: Bei deutschen Instituten basiert die deutsche Inflationsrate auf dem VPI, bei internationalen Organisationen auf dem HVPI.

Quelle: die gelisteten Institutionen



Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft e. V.

Wilhelmstraße 43 / 43 G, 10117 Berlin
Besuchereingang: Leipziger Straße 121
Postfach 08 02 64, 10002 Berlin
Tel.: +49 30 2020 – 5000, Fax: +49 30 2020 – 6000
www.gdv.de, berlin@gdv.de

Verantwortlich

Dr. Paul Berenberg-Gossler
Leiter Volkswirtschaft und Finanzmärkte
Tel.: +49 30 2020 – 5130
E-Mail: p.berenberg-gossler@gdv.de

Redaktionsschluss

01.10.2026

Publikationsassistenz

Nadine Luther, Heike Borchardt

Autor

Dr. Kay Seemann

Bildnachweis

Unsplash | [ricardo-gomez-angel-sk-OYXfrrJA-unsplash.jpg](#)

Alle Ausgaben

auf GDV.DE

Disclaimer

Die Inhalte wurden mit der erforderlichen Sorgfalt erstellt. Gleichwohl besteht keine Gewährleistung auf Vollständigkeit, Richtigkeit, Aktualität oder Angemessenheit der darin enthaltenen Angaben oder Einschätzungen.

© GDV 2026