

Abwarten bleibt die Devise der Notenbanken

US-Notenbank: Keine Senkungen mehr, aber auch keine Anhebungen

Durch den Iran-Konflikt hat sich die Ausgangslage der Notenbanken geändert: Da die Energiepreise ein direkter Bestandteil des zur Berechnung der Inflationsraten zugrunde liegenden Warenkorbs sind, ist es im März auf globaler Ebene zu einem deutlichen Anstieg der Teuerung gekommen. Wesentliche Abschnitte dieser Publikation, die diesen Themenkreis berühren, insbesondere die Ableitung für die Leitzinsen, haben wir unserer Frühjahrsprognose vom vergangenen Freitag entnommen.

Auch die US-Notenbank sieht sich aufgrund der gestiegenen Energiepreise einem erhöhten Inflationsdruck ausgesetzt. Im Gegensatz zur EZB startet die Fed mit Inflationsraten in den Iran-Konflikt, die seit Jahren persistent oberhalb des 2-Prozent-Inflationsziels der Fed liegen. Ein wichtiger Grund hierfür sind die nach wie vor preissteigernden Effekte der geänderten Zollpolitik der US-Administration. Das Ausschleichen dieser Zoll-Effekte aus den Inflationsraten geschieht laut der Notenbank langsamer als erwartet.

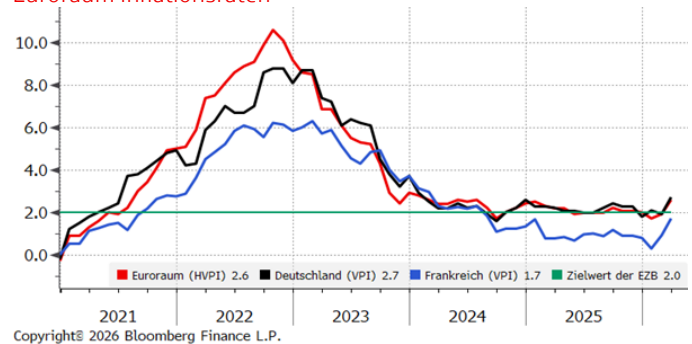
Erste Einblicke in die Auswirkungen des Iran-Konflikts auf die US-Teuerungsraten gewährte der Verbraucherpreisindex (VPI) für den Monat März. Dieser stieg gegenüber dem Vormonat um 0,9 Prozent, der größte Anstieg seit 2022, und lag damit im März bei einer jährlichen Inflationsrate von 3,3 Prozent. Die VPI-Kernrate erhöhte sich leicht auf 2,6 Prozent. Weitere Einblicke in die Konjunktur und die Preisentwicklung lieferte das im April veröffentlichte „Beige Book“ der US-Notenbank. Demnach hat die Wirtschaftstätigkeit in den USA in den meisten Regionen weiterhin in einem leichten bis mäßigen Tempo zugenommen. Der Iran-Konflikt habe jedoch große Unsicherheit und höhere Energiekosten ausgelöst, was von Unternehmen als deutliche Belastung gesehen wird.

Nach der Corona-Pandemie und der weitreichenden Einführung von Zöllen sieht sich die US-Notenbank mit dem Iran-Konflikt dem dritten Schock in Folge ausgesetzt. In den ersten beiden Monaten des Jahres gingen die Terminmärkte noch von bis zu drei Leitzinssenkungen der Fed aus. Der Iran-Konflikt hat jedoch dazu geführt, dass gegenwärtig keine weitere Senkung des Leitzinses durch die Fed im Jahr 2026 erwartet wird. In unserem Jahresausblick hatten wir eine Senkung in der späteren Jahreshälfte prognostiziert. Aufgrund des robusten US-Arbeitsmarkts und des inflationären Drucks durch gestiegene Energiepreise erwarten wir ebenso keine Leitzinsanpassung der US-Notenbank im Jahr 2026.

EZB: Sollte stillhalten, aber...

Aufgrund der angezogenen Energiepreise sind die Inflationsraten in Deutschland und im Euroraum im März wie erwartet deutlich angestiegen. Ersten vorläufigen Schätzungen zufolge lag die jährliche Inflationsrate in Deutschland im März bei 2,7 Prozent und damit 0,8 Prozentpunkte höher als im Februar. Gegenüber dem Vorjahresmonat stiegen die Energiepreise um 7,2 Prozent. Die Kerninflationsrate, die ohne die schwankungsanfälligen Preise für Energie und Lebensmittel berechnet wird, verharrte im März mit 2,5 Prozent auf dem gleichen Stand wie in den Monaten Januar und Februar dieses Jahres.

Euroraum Inflationsraten



Während sich die Inflationsrate im Euroraum in den vergangenen Monaten weiterhin stabil um das von Zentralbanken üblicherweise verfolgte mittelfristige Inflationsziel von zwei Prozent bewegte, schnellte die jährliche Inflationsrate von 1,9 Prozent im Februar auf 2,6 Prozent im März hoch. Wenig überraschend zogen die am Markt gehandelten kurzfristigen Inflationserwartungen seit Beginn der Angriffe auf den Iran stark an. Die längerfristigen Inflationserwartungen sind jedoch nach wie vor nahe der 2-Prozent-Marke verankert. Dies dürfte die EZB zuversichtlich stimmen, denn Notenbanken orientieren sich bei der Ausrichtung ihrer Geldpolitik üblicherweise stark an den mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen.

Energiepreis-Schocks sind für Zentralbanken in der Regel äußerst ungünstig. Sie können weder Öl „drücken“ noch auf eine eigene strategische Ölreserve zurückgreifen, mit der sie direkt auf das Angebot Einfluss nehmen könnten. Überspitzt gesagt, bleibt den Zentralbanken bei der Bekämpfung von durch Energiepreise ausgelöster Inflation nur die Option, die Zinsen erheblich zu erhöhen, um die Konjunktur abzuwürgen und den (nachfrageseitigen) Inflationsdruck zu mildern. Gemäß Lehrbuch ist die beste Reaktion einer Zentralbank auf einen kurzfristigen Energiepreisanstieg, der

relativ zeitnah in Form von fallenden Preisen wieder abklingt, zunächst nichts zu unternehmen und abzuwarten. Denn die Zinspolitik wirkt in der Regel erst zeitlich verzögert auf Inflationsraten, sodass die Episode höherer Energiepreis-Inflation schon abgeklungen sein kann, bevor die dämpfende Wirkung der Leitzinserhöhung wirksam wird. In der Praxis lässt sich jedoch nicht mit Gewissheit sagen, mit welcher Geschwindigkeit und in welchem Ausmaß sich die Öl- und Gaspreise verändern werden. Mit zunehmender Dauer der Energiepreisanstiege nimmt die Gefahr von sogenannten „Zweitundeneffekten“ zu, die sich aus den reinen Preiserhöhungen ergeben und sich in einer Vielzahl von Ausprägungen zeigen können. Hervorzuheben sind hier insbesondere die Forderung nach höheren Löhnen (Lohn-Preis-Spirale) sowie das Weiterreichen von gestiegenen Kosten (z. B. für Energie und Transport) entlang der nachgelagerten Wertschöpfungskette.

Mit Blick auf das weitere geldpolitische Vorgehen der EZB erwarten wir gegenwärtig, dass die Notenbank an ihrem datengetriebenen Entscheidungsprozess festhalten wird. Dies gilt insbesondere, da die Dauer des Konflikts nach wie vor unbekannt ist, die längerfristigen Inflationserwartungen verankert sind und starke Ölpreisanstiege vornehmlich bei Terminkontrakten mit kürzeren Auslieferungszeitpunkten zu beobachten sind. Hinzu kommt, dass der Iran-Konflikt die ohnehin niedrigen Wachstumserwartungen für den Euroraum zusätzlich belastet hat. Die Hürde für Leitzinserhöhungen scheint uns derzeit hoch. Doch nachdem die EZB nach den Inflationsanstiegen infolge des russischen Angriffskrieges auf die Ukraine gut ein Jahr gewartet hatte, bevor sie ihre Zinsen erhöhte, lastet durchaus ein hoher politischer Druck auf den europäischen Währungshütern. Daher könnte die „Schmerzgrenze“ der EZB mit Blick auf kommende Preisanstiege geringer sein als ökonomisch gerechtfertigt. Entgegen der Markterwartung gehen wir aktuell von keiner Leitzinserhöhung der EZB aus. Sollte sich die Inflationsaussicht in den kommenden Wochen jedoch verschlechtern oder der politische Druck auf die Notenbank zu groß werden, sind Leitzinserhöhungen nicht auszuschließen. In diesem Fall bedürfte es jedoch mindestens einer Anhebung um 0,5 Prozentpunkte, damit diese Maßnahme wirksam wird.

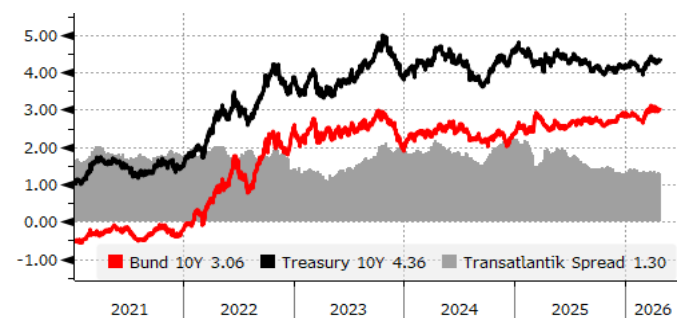
Langfristige Zinsen: Auf prognostiziertem Niveau

In den vergangenen Wochen ist die Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe vorübergehend bis an den oberen Rand (3,15 Prozent) unseres Prognosebandes für 2026 gestiegen, hat dann aber wieder nachgegeben. Wir gehen davon aus, dass in einem Umfeld von verhaltenen wirtschaftlichen Wachstumsraten und perspektivisch wieder rückläufigen Inflationsraten unsere bisherige Jahresendprognose von 3,0 Prozent weiterhin eine solide Basis haben dürfte. Am kurzen Ende hat der Markt mit Renditen um 2,5 Prozent bei der zweijährigen Bundesanleihe zwei Zinsschritte (von 0,25 Prozentpunkten) der EZB nach oben vorweggenommen, für die wir gegenwärtig - wie im vorherigen Abschnitt gezeigt - keine Notwendigkeit sehen. In einem Zurückbilden dieser

Markterwartungen sehen wir hier die Chance auf Kursgewinne, die eine Anlage in festverzinslichen Wertpapieren neben dem Stabilitätseffekt attraktiv machen.

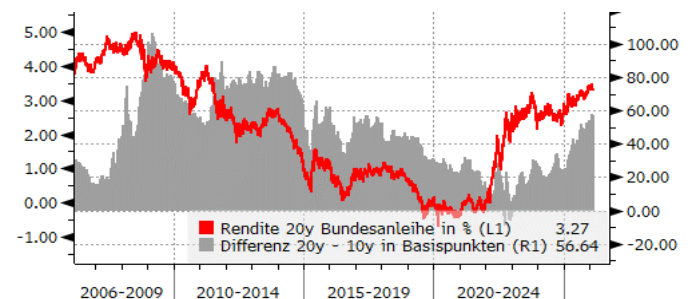
Die Rendite der 10-jährigen US-Staatsanleihe sprang im Zuge der Iran-Krise im März bis an den von uns für das Jahresende prognostizierten Wert von 4,50 Prozent. Die langfristigen US-Renditen dürften auch in den nächsten Monaten mit dem Heranrücken an die US-Kongresswahlen und den damit ausgelösten Einfluss auf die Haushalts- und Zollpolitik beeinflusst werden. Einem stärkeren Anstieg dürfte die erwartete nachlassende wirtschaftliche Dynamik entgegenwirken.

Transatlantik Spread



Copyright© 2026 Bloomberg Finance L.P.

Steilheit Bund-Zinskurve

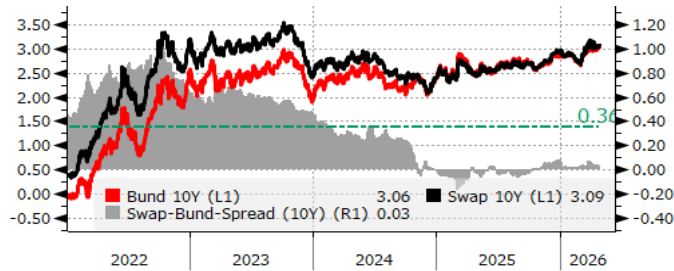


Copyright© 2026 Bloomberg Finance L.P.

Kreditzinsen: Kaum Veränderung in Sicht

Die häufig als Vergleich für Kreditkonditionen genommen Bund-Renditen haben im März zulegt und liegen im längeren Bereich auf dem Zielniveau für das Jahresende 2026, im kürzeren Bereich sogar leicht darüber. Zu beachten ist, dass für Kreditkonditionen die Swap-Sätze die relevante Anknüpfungsgröße sind. Mit einem stärkeren Vertrauen in sichere Staatsanleihen im Zuge einer wirtschaftlichen Abschwächung könnten sich diese möglicherweise wieder ausweiten. Dies könnte Zinsrückgänge bei Bundesanleihen, insbesondere im kürzeren Bereich, kompensieren.

Swap-Bund-Spread (10 Jahre)

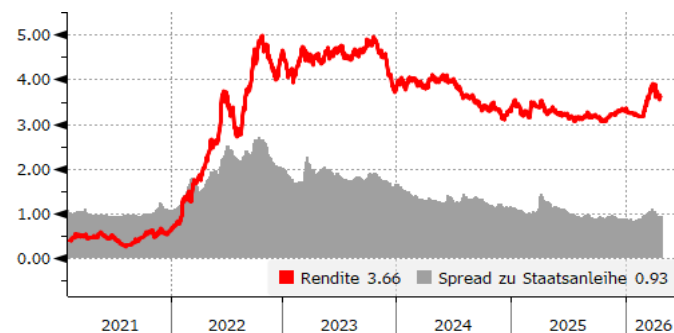


Copyright© 2026 Bloomberg Finance L.P.

Unternehmensanleihen: Die Aktienmärkte geben die Richtung vor

Bei den Risikoaufschlägen für Unternehmensanleihen hat sich trotz der teilweise dramatisch klingenden geopolitischen Einflüsse wenig getan: Mit einem Wert von 93 Basispunkten lag der Bloomberg Index (Euro Aggregate Corporate Baa) nur minimal auf einem fast identischen Niveau wie einen Monat zuvor. Dies mag auf den ersten Blick erstaunen, aber die Aktienmärkte geben die Richtung vor. Solange die unseres Erachtens berechnete Annahme aufrechterhalten werden kann, dass die für die Weltwirtschaft wichtige Straße von Hormus bald wieder geöffnet wird, sollten sich die Folgen für die Unternehmen in Grenzen halten, da Lagerbestände und finanzielle Absicherungen für eine begrenzte Zeit Schutz gewähren. Auch darf nicht vergessen werden, dass auch eine hohe Nachfrage dafür sorgt, dass die Spreads auf moderatem Niveau verharren.

Zinsdifferenz Unternehmensanleihen (3 - 5 Jahre Baa)



Copyright© 2026 Bloomberg Finance L.P.

Vor dem Hintergrund der aus dem Iran-Konflikt einhergehenden konjunkturellen Belastungen gehen wir allerdings davon aus, dass sich die Risikoaufschläge von BBB-Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen leicht ausweiten dürften. Nachdem wir bisher mit 90 Basispunkten Renditeaufschlag zum Jahresende 2026 gerechnet haben, kalkulieren wir nun mit 105 Basispunkten. Potenzielle Kursverluste aus dieser Richtung dürften sich damit in Grenzen halten und könnten bei kurzen Laufzeiten über Kursgewinne der Basis kompensiert werden, wenn die vom Markt

erwarteten Leitzinserhöhungen der Europäischen Zentralbank - wie von uns erwartet - nicht kommen.

Mit befriedigender Schuldner-Qualität ist damit weiterhin fast ein Prozent jährlicher Mehrertrag gegenüber Bundesanleihen möglich. Insgesamt bleibt absehbar, dass 2026 eher der laufende Ertrag im Vordergrund stehen sollte und nicht die Hoffnung auf Kursgewinne.

Sollte es am Gesamtmarkt noch größere Turbulenzen geben, könnten wir uns auch eine Aufstockung in riskanteren Segmenten des Anleihemarktes (Unternehmensanleihen mit schwächerer Bonität) vorstellen, bei denen uns die Risikoaufschläge derzeit vergleichsweise gering erscheinen.

Fazit

- Beide großen Notenbanken sollten die Leitzinsen im Zwiespalt zwischen wirtschaftlicher Abschwächung und Inflations Sorgen zunächst unverändert lassen.
- Langfristige Renditen derzeit auf Niveau unserer Prognosen. Nur noch leichtes Steigerungspotenzial für Zinsen in 2026.
- Die Spreads für Unternehmensanleihen sollten bis zum Jahresende leicht (von 90 Basispunkte auf 105 Basispunkte) zulegen, wenn die Folgen der temporären Sperrung der Straße von Hormus deutlicher werden.
- Auch Kreditnehmer sollten berücksichtigen, dass eine vorsichtiger Haltung der Geldgeber auch bei gleichbleibenden Bund-Renditen leicht zinssteigernd wirken kann.

Prognosetabelle

	31.12.2025	Aktuell	30.06.2026	31.12.2026
EZB-Hauptrefinanzierungssatz	2,15	2,15EU	2,15	2,15
EZB-Einlagesatz	2,00	2,00	2,00	2,00
3-Monats-Euribor	2,02	2,17	2,00	2,00
Bundesanleihe 10 Jahre	2,86	3,03	3,00	3,00
USA Fed Funds Rate	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75	3,25 - 3,50
US-Treasuries 10 Jahre	4,15	4,33	4,50	4,50
BBB Eurospread (in Basispunkten)	89	93	97	105

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