

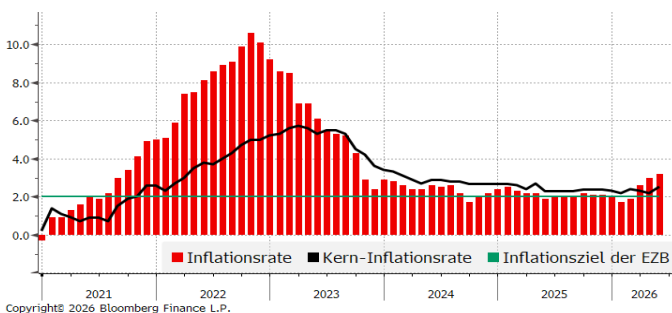
## Die EZB muss den Worten nun Taten folgen lassen

### EZB: Von der Forward Guidance zur Zinserhöhung

Der Konflikt im Iran - sowie damit verbunden die Schließung der Straße von Hormus und der Ölpreisschock - halten nun schon seit über drei Monaten an. Damit wurde eine kritische Länge erreicht, die uns dazu bewegt, unsere Prognose für die Leitzinsen der EZB anzupassen. Wir erwarten nun, dass der Einlagesatz noch vor der Sommerpause um 25 Basispunkte angehoben wird. Einen weiteren Zinsschritt sehen wir im September. Dies gilt aber nur, sofern es nicht vorher eine belastbare Einigung zwischen den USA und dem Iran bezüglich der Meerenge gibt.

Getrieben von einem Angebotsüberhang fiel der Ölpreis seit der Energiekrise 2022 kontinuierlich und erreichte Ende letzten Jahres ein Niveau von gut 60 US-Dollar pro Barrel. Mit dem Kriegsbeginn schoss er in die Höhe und schwankte seit März etwa zwischen 90 und 120 US-Dollar pro Barrel - abhängig davon, ob am Markt gerade die Deeskalationshoffnung oder das Akronym „Nacho“ („not a chance Hormus opens“ = „keine Chance, dass Hormus öffnet“) überwog. Die Headline-Inflation (inklusive Energiepreise) im Euroraum ist deutlich angestiegen. Nach zwölf Monaten, in denen sie um das 2-Prozentziel oszillierte, sprang sie im März auf 2,6 Prozent und erhöhte sich im Mai auf 3,2 Prozent. Zum Jahresende könnte sie auf knapp 4 Prozent steigen, so dass in der Jahresrate rund 3 Prozent stehen dürften.

### Euroraum Inflationsraten - Headline & Kernrate

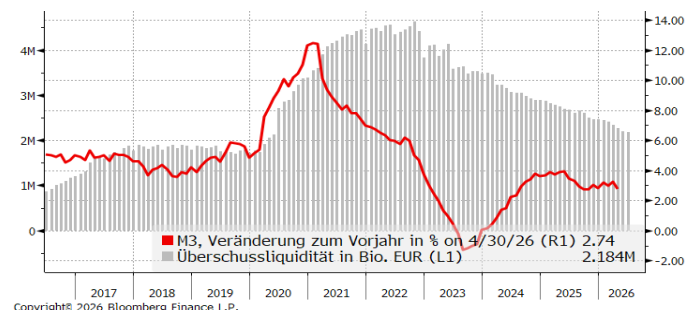


Die entscheidende Frage ist nun, ob der Ölpreisschock auf die breite Inflationsentwicklung durchschlägt und inwieweit es zu indirekten Nachwirkungen sowie Zweitrundeneffekten kommen wird. Zwar reagiert die Kernrate, die ohne Energie- und Lebensmittelpreise ermittelt wird, deutlich träger als die Gesamtinflation. So bewegte sie sich in den letzten Monaten um 2,3 Prozent und stieg im Mai „nur“ auf 2,5 Prozent. Doch zeigte die darin enthaltene Dienstleistungsinflation einen kräftigen Sprung auf 3,5

Prozent (von 3,0 Prozent). Außerdem ziehen die Verkaufspreiserwartungen der Unternehmen an, die Erzeugerpreise sind um 4,9 Prozent zum Vorjahresmonat gestiegen und die kurz- und mittelfristigen Inflationserwartungen liegen höher. Verschiedene Studien gehen davon aus, dass es nach 1-2 Quartalen eine moderate Übertragung gibt und ab einem Jahr deutliche Zweitrundeneffekte durch einen Ölpreisschock zu erwarten sind.

Es gibt jedoch auch Gründe, die dagegen sprechen, dass es zu einer Wiederholung von 2022 kommt. Im Jahr 2021 kam die Konjunktur nach dem Corona-Schock gerade in eine kräftige Erholung und die Wachstumsraten waren hoch. Geld- und Fiskalpolitik waren sehr locker. Durch die Negativzinsen und durch die staatlichen Hilfsprogramme kam es zu einer Geldschwemme und die Überschussliquidität erreichte Rekordhöhen. Dies ist heute anders: Die Konjunktur ist bereits eher gebremst, die Geldpolitik ist neutral und die Überschussliquidität hat sich mehr als halbiert. Auch die Gefahr für eine Preis-Lohn-Preis-Spirale dürfte diesmal kleiner sein. Lag die Arbeitslosenquote 2022 in Deutschland nur bei 5,0 Prozent und die Zahl der Arbeitslosen bei rund 2,3 Millionen, sind diese Zahlen in der Zwischenzeit auf 6,4 Prozent bzw. 3,0 Millionen gestiegen. Das bedeutet, dass die Verhandlungsmacht für Gehalts- und Lohnerhöhungen, z. B. in Tarifverhandlungen, heute weniger stark ist. Aufgrund dessen erwarten wir von der EZB auch nicht mehr als zwei Zinsschritte in diesem Jahr. Auch dies gilt nur unter der Prämisse, dass es nicht zu einer Verschärfung der Eskalation kommt (z. B. in Form eines Angriffs des Irans auf die Ost-West-Pipeline in Saudi-Arabien).

### EZB Geldmengenwachstum M3 und Überschussliquidität



Insgesamt ist die Geldpolitik in einer schwierigen Lage. Mit ihrem Werkzeugkasten kann sie keinen Angebotsschock bekämpfen, weil sie kein Öl drucken kann. Sie kann lediglich versuchen, Zweitrundeneffekte zu vermeiden. In der unmittelbaren Wirkungsweise geht dies allerdings nur über ein herbeigeführtes Abkühlen der

Konjunktur. Das heißt, höhere Leitzinsen sollen die Wirtschaftstätigkeit abbremsen, was wiederum zu weniger Nachfrage und niedrigeren Verbraucherpreisen führen soll. Mittelbar hat sie jedoch noch ein weiteres Instrument: Das „Signaling“ bzw. „Forward Guidance“. Das bedeutet, dass sie über eine sehr restriktive Kommunikation die Bereitschaft signalisiert, die Leitzinsen anzuhäben. Damit versucht sie am Markt die Erwartung für Zinserhöhungen zu schüren, was wiederum zu niedrigeren Preissetzungen führen kann, bevor überhaupt tatsächlich etwas passiert ist. Preissetzer und Gehaltsverhandler sollen gar nicht erst auf die Idee kommen, zu hohe Steigerungen zu beschließen. Dieses Kommunikationsinstrument der EZB können wir derzeit in den Medien gut beobachten. Allerdings hat es auch Grenzen. Wenn den Ankündigungen nämlich keine Taten folgen, kann die Glaubwürdigkeit leiden. Sollte es jedoch bald zu einer Entspannung im Nahen Osten kommen, könnte die EZB von Leitzinserhöhungen absehen und hätte trotzdem Zweitrundeneffekte bekämpft.

## US-Notenbank: Anhebung eher unwahrscheinlich

Auch die US-Notenbank (Fed) sieht sich aufgrund des Ölpreisschocks einem erhöhten Inflationsdruck ausgesetzt. Im Vergleich zur EZB ist die Fed mit einem Leitzins von 3,50 bis 3,75 Prozent aber noch im Bereich der restriktiven Geldpolitik. Andererseits ist sie jedoch auch mit einer höheren Inflation in den aktuellen Schock gestartet. Die Kernrate der privaten Konsumausgaben (Core PCE), das bevorzugte Inflationsmaß der Fed, lag in den letzten Monaten bei durchschnittlich knapp 3 Prozent. Bis April stieg sie dann auf 3,3 Prozent. Die Gesamtrate des Verbraucherpreisindex (VPI) lag in den zwölf Monaten vor Kriegsbeginn bei durchschnittlich 2,6 Prozent. Aufgrund des Sprungs bei den Energiepreisen legte sie auf zuletzt 3,8 Prozent im April zu.

Zu Jahresbeginn sind die Terminmärkte noch von bis zu drei Leitzinssenkungen durch die Federal Reserve ausgegangen. Diese sind inzwischen vom Tisch. Aktuell wird eine Wahrscheinlichkeit von rund 70 Prozent für eine Anhebung bis Jahresende gehandelt. Der weitere geldpolitische Kurs ist also noch ziemlich unklar. Hinzu kommt, dass Kevin Warsh seit Mai neuer Fed-Chef ist. Zwar kann er nicht alleine über die Leitzinsen entscheiden, doch wird seine Kommunikation großes Gehör am Markt finden. Er gilt einerseits aufgrund seiner Äußerungen in der Vergangenheit als geldpolitischer Falke, also als jemand, der für einen restriktiven Kurs steht. Andererseits steht seine Familie der Familie Trump sehr nahe und er wurde vom Präsidenten zum neuen Fed-Chef auserkoren. Vor diesem Hintergrund wäre es nicht überraschend, wenn er für Zinssenkungen argumentiert. Die erste Pressekonferenz als Notenbankchef zur Erläuterung der Zinspolitik am 17. Juni könnte daher spannend werden, um zu sehen wie er sich offiziell positionieren wird. Wir gehen davon aus, dass er sich nicht gegen seinen Unterstützer Trump stellen wird und halten Zinsanhebungen in

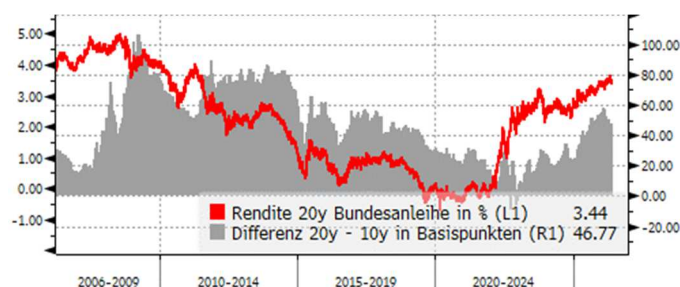
diesem Jahr daher für unwahrscheinlich. Senkungen dürften dagegen im Offenmarktausschuss ebenfalls kaum durchsetzbar sein.

## Langfristige Zinsen: Auf prognostiziertem Niveau

Mitte Mai besuchte Donald Trump den chinesischen Staatspräsidenten Xi Jinping in Peking. Viele Beobachter hatten die Hoffnung, dass die Gespräche Bewegung in den festgefahrenen Irankonflikt bringen könnten. Letztlich gab es jedoch keine handfesten Ergebnisse und die Enttäuschung zeigte sich in Form eines Ölpreises von über 110 US-Dollar pro Barrel Brent. Mit den damit verbundenen Inflations Sorgen und Erwartungen von Leitzinserhöhungen kletterte die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen am 19. Mai auf fast 3,20 Prozent - den höchsten Wert seit 15 Jahren. Diese Reaktion schien jedoch etwas übertrieben, denn neben der Inflation wird auch die Konjunktur beeinträchtigt und mit einem schwächeren Wachstum geht ein niedrigerer Zins einher. Deshalb wunderte es nicht, dass die Bundrendite binnen einer Woche wieder auf knapp 3,00 Prozent gefallen ist.

Relativ unabhängig von den kurzfristigen Leitzinsentscheidungen halten wir an unserer Prognose von 3,0 Prozent Rendite bei der 10-jährigen Bundesanleihe fest. Als grobe volkswirtschaftliche Faustregel gilt: Nominalrendite einer langfristigen Staatsanleihe = reales Trendwachstum der Wirtschaft + Inflation. Sollte die Inflation weiter steigen und die EZB mit einer restriktiven Geldpolitik dagegenhalten, würde das Wachstum gebremst. Somit dürfte die Summe gleichbleiben und sich nur die Verteilung zwischen den beiden Komponenten verschieben. Allerdings würde sich die Zinskurve durch höhere Leitzinsen am kurzen Ende verflachen. Am langen Ende (über 10 Jahre Laufzeit) sehen wir durch die aktuellen Ereignisse dagegen wenig Grund für Veränderung.

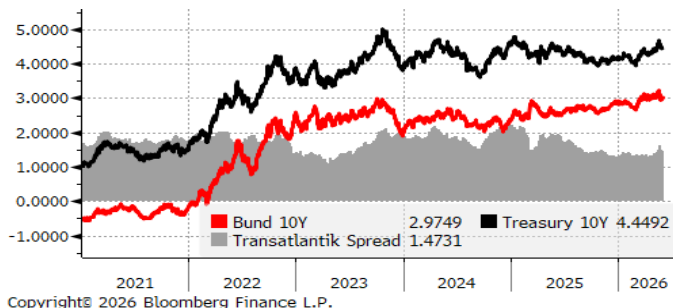
## Steilheit Bund-Zinskurve



Deutlich schwieriger ist die Lage für die US-Zinsen einzuschätzen. Neben einer ohnehin erhöhten Inflation und einem robusten Wachstum gibt es auch steigende Bedenken hinsichtlich der Staatsfinanzen. Nach dem „Liberation Day“ spülten die Zölle rund 250 Mrd. US-Dollar Mehreinnahmen in die Haushaltskasse. Diese müssen nach dem Urteil des Obersten Gerichtshof teilweise zurückgezahlt werden und die Gültigkeit des neuen Weges bleibt für die Zukunft von Unsicherheit behaftet, sodass mit diesen

Einnahmen nicht mehr fest kalkuliert werden kann. Hinzu kommt, dass in diesem Jahr auch die „Big Beautiful Bill“ voll in Kraft getreten ist, was den Fiskus zusätzlich belastet. Das Haushaltsdefizit lag in den letzten Jahren bei rund 6 Prozent und wird auch für die kommenden Jahre in ähnlicher Höhe prognostiziert (zum Vergleich: in Deutschland und im Euroraum liegt der Wert bei jeweils etwa 3 Prozent). Bei einem Nominalwachstum von 6 Prozent (3 Prozent Realwachstum + 3 Prozent Inflation) ist dies verkräftbar. Doch sollte in wirtschaftlich starken Zeiten eigentlich die Verschuldung zurückgefahren werden, um Reserven für konjunkturelle Schwächephasen zu schaffen. Sollte das Wachstum einmal auf 1 Prozent abkühlen und die Inflation ihr Zielniveau von 2 Prozent erreichen, würde sich die Haushaltslage dramatisch verschärfen.

## Transatlantik Spread

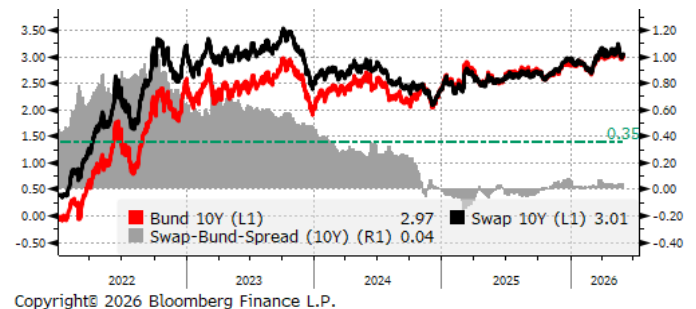


Für die 10-jährigen US-Treasuries halten wir an unserer Prognose von 4,50 Prozent zum Jahresende fest. Allerdings rechnen wir mit einer äußerst volatilen zweiten Jahreshälfte, in der bei akuten Fiskal-Sorgen durchaus auch an der 5-Prozentmarke gekratzt werden könnte - zumal wir diese Werte schon im Herbst 2023 sehen konnten. Entsprechend verbreitern wir das Prognoseband auf 4,25 bis 5,00 Prozent, was auch die erhöhte Unsicherheit und den Ausblick auf eher höhere Zinsen in den USA widerspiegeln soll. Mit 150 Basispunkten wäre der Transatlantik Spread (US-Zinsniveau - deutsches Zinsniveau) dabei eher gering. Im Durchschnitt der letzten 5 Jahre lag der Spread bei 167 Basispunkten, im Durchschnitt der letzten 10 Jahre sogar bei über 182 Basispunkten. Das spricht ebenfalls dafür, dass die US-Zinsen eher steigen als fallen könnten.

## Kreditzinsen: Wieder auf Kurs der Prognosen

Die für die Kreditkonditionen relevanten Swap-Sätze haben sich bei 10-jähriger Laufzeit inzwischen fest auf Höhe der Bundrenditen etabliert. In den 10 Jahren vor 2024 schwankte der Spread noch recht konstant um 40 Basispunkte. Entsprechend kann seit 1,5 Jahren also theoretisch auch direkt die Bund-Prognose herangezogen werden, um eine Einschätzung zu künftigen Kreditzinsen zu erhalten.

## Swap-Bund-Spread (10 Jahre)

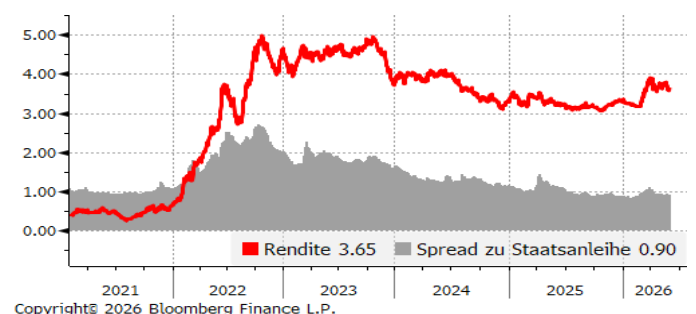


Nach dem Unterschießen im Februar (unter 2,80 Prozent) und dem Überschießen im März bis in den Mai hinein (über 3,00 Prozent), sehen wir den 10-jährigen Zinssatz aktuell wieder auf Zielkurs. Wir halten 3,00 Prozent für ein angemessenes Niveau. In den kürzeren Laufzeiten sind bereits 2 - 3 Leitzinserhöhungen durch die EZB eingepreist. Hier könnten wir uns Überraschungen eher nach unten als nach oben vorstellen, denn bislang scheint uns zwar das Inflationsrisiko berücksichtigt, aber das Konjunkturrisiko unterschätzt zu sein. Allerdings würde eine wirtschaftliche Abschwächung wohl auch mit einer Ausweitung des Swap-Bund-Spreads einhergehen, so dass Kreditnehmern nicht ratsam ist, auf bessere Konditionen zu warten.

## Unternehmensanleihen: Nur mit kleiner Risikoprämie

So sehr die geopolitischen Ereignisse den Ölpreis, die Inflation und die Leitzinserwartungen beeinflusst haben, so gering war die Auswirkung auf die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen. Die Zinsdifferenz des Bloomberg Index (Euro Aggregate Corporate Baa) zu deutschen Staatsanleihen stieg von 83 Basispunkten Ende Januar auf vergleichsweise geringe 111 Punkte in der Spitze Ende März. Im Vergleich dazu brachten andere Ereignisse mit Sorgen für die Konjunktur, wie der Ausbruch der Corona-Pandemie 2020 und der Zinsanstieg 2022, jeweils einen Sprung auf rund 270 Basispunkte mit sich. Die Durchschnitte der letzten 5 als auch der letzten 10 Jahre liegen bei etwa 140 Basispunkten. Der aktuelle Wert von rund 90 Basispunkte ist im Vergleich also äußerst gering.

## Zinsdifferenz Unternehmensanleihen (3 - 5 Jahre Baa)



Die Straße von Hormus ist nach über einem Quartal noch immer nicht frei befahrbar und die Ölreserven werden im Rekordtempo abgebaut. Von der IEA (International Energy Agency) wurde prognostiziert, dass im Juni ein operationelles Stresslevel und im September das operationelle Mindestniveau der Öl-Reserven erreicht würde, das notwendig sei, um Pipelines und Raffinerien funktionsfähig zu halten. Es wird Monate benötigen, um alleine die Reserven wieder aufzufüllen, die bisher abgebaut wurden.

Nicht zuletzt deshalb halten wir das Konjunkturrisiko aktuell für unterschätzt. Wir erwarten zwar keine Rezession, haben aber unsere Wachstumsprognose für Deutschland und den Euroraum von 1,0 Prozent auf etwa 0,5 Prozent halbiert. In dieser Konstellation halten wir den aktuellen Risikoaufschlag von BBB-Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen für zu gering. Wir gehen davon aus, dass sich dieser ausweiten dürfte und zum Jahresende bei 105 Basispunkten liegen sollte. Potenzielle Kursverluste aus dieser Richtung sollten sich damit in Grenzen halten. Gleichzeitig sind aber auch zwischenzeitliche Anstiege über dieses Niveau nicht auszuschließen, was dann attraktive Einstiegszeitpunkte darstellen würde. Insgesamt sollten am Rentenmarkt aktuell eher „bessere“ Bonitäten gewählt werden und höhere Risiken erst bei entsprechend höheren Prämien eingegangen werden. Es bleibt absehbar, dass 2026 der laufende Ertrag im Vordergrund steht und nicht die Hoffnung auf Kursgewinne.

## Sonderthema: Szenarien

Aufgrund der dynamischen Lage im Nahen Osten sind die Prognosen derzeit mit erhöhter Unsicherheit behaftet. Was wir bis hierher beschrieben haben, stellt das Basis-Szenario dar. Darin gehen wir davon aus, dass es bis Herbst (September / Oktober) eine Öffnung der Straße von Hormus gibt und sich der Ölpreis auf 80 US-Dollar pro Barrel beruhigt. Damit könnte sich Donald Trump zu den Mid-term Elections in den USA am 3. November als Feuerwehrmann feiern lassen, der das selbst gelegte Feuer gelöscht hat. Nicht zuletzt aufgrund der inzwischen auf über 4,50 US-Dollar pro Gallone gestiegenen Benzinpreise verliert der US-Präsident derzeit zunehmend an Zustimmung. Somit könnte seine Bereitschaft für Zugeständnisse an den Iran (und ggf. an China) bis zu den Wahlen steigen.

Sollte es dagegen zu einem zügigen Friedensabkommen (Positives Szenario) kommen und die Meerenge noch vor Ende Juli wieder uneingeschränkt passierbar sein, sollte es kaum anhaltende Zweitrundeneffekte geben. Der Ölpreis könnte sich schnell auf rund 70 US-Dollar pro Barrel reduzieren und die EZB wäre wohl nicht zu einem weiteren Zinsschritt gezwungen.

Es ist aber auch nicht ausgeschlossen, dass es zu einem langanhaltenden Konflikt (Negatives Szenario) kommt, bei dem die Straße von Hormus bis ins nächste Jahr hinein geschlossen

bleiben könnte und ggf. sogar Angriffe auf Umgehungspipelines und/oder Förderkapazitäten (Insel Kharg) stattfinden. In einem solchen Szenario würde der Ölpreis wohl trotz einer langsam nachlassenden Nachfrage bei über 110 US-Dollar pro Barrel liegen und punktuell sogar weit darüber. Auch eine Fragmentierung des Ölmarktes wäre nicht auszuschließen, bei dem der Preis für Arab Light (der Referenz für Öl aus dem Nahen Osten) sich zeitweise deutlich vom Preis für WTI und Brent abhebt. Die Inflation im Euroraum würde dann wohl die 5-Prozentmarke überschreiten. Die EZB und auch die Fed wären zu einer deutlich restriktiveren Geldpolitik gezwungen. Eine Rezession wäre kaum vermeidbar. Die langfristigen Zinsen könnten zwischen Inflations- und Konjunktursorgen hin- und hergerissen sein im Ergebnis aber vergleichsweise stabil bleiben.

## Fazit

- Die EZB kommt aufgrund ihrer bisherigen Kommunikation kaum mehr an einer Leitzinserhöhung vorbei. Der neue Fed Chef wird sich nicht sofort gegen seinen Unterstützer Trump stellen, weshalb die Fed Funds Rate vorerst unverändert bleiben dürfte.
- Die langfristigen Renditen sind wieder auf dem Niveau unserer Prognosen. Vor allem in den USA könnte es im zweiten Halbjahr zum Antesten der 5-Prozentmarke kommen, zum Jahresende aber wieder das aktuelle Niveau erreicht werden.
- Die Spreads für Unternehmensanleihen scheinen aktuell das Konjunkturrisiko nicht ausreichend widerzuspiegeln. Bei akuten Sorgen um einen Ölengpass könnte die Risikoprämie ansteigen, zum Jahresende rechnen wir mit einem Wert von 105 Basispunkten.
- Kreditnehmer sollten nicht auf sinkende kurzfristige Zinsen setzen, denn ausbleibende Leitzinserhöhungen würden wohl mit Konjunktursorgen einhergehen, die eine vorsichtiger Haltung der Geldgeber zur Folge hätte und unterm Strich keinen Zinsvorteil bringen würde.

## Prognosetabelle

	31.12.2025	Aktuell	30.06.2026	31.12.2026
EZB-Hauptrefinanzierungssatz	2,15	2,15	2,40	2,65
EZB-Einlagesatz	2,00	2,00	2,25	2,50
3-Monats-Euribor	2,02	2,30	2,30	2,50
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	3,50 - 3,75
US-Treasuries 10 Jahre	4,15	4,47	4,50	4,50
BBB Eurospread (in Basispunkten)	89	90	100	105

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