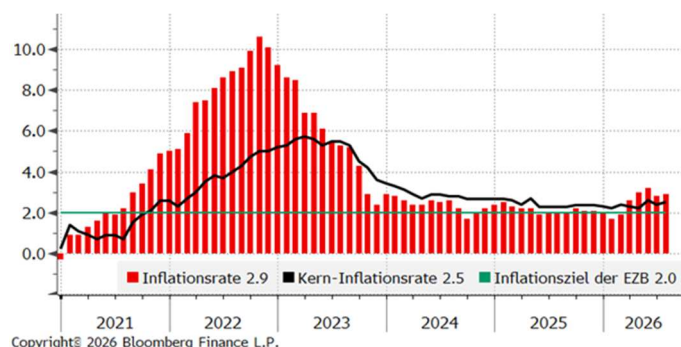


Lagebestimmung der Zentralbanken: Datenflut in der Sommerpause

Inflationsentwicklung im Euroraum und den USA

Seit Ausbruch des Iran-Konflikts wurden die Bewegungen der Inflationsraten im Euroraum und in den USA vor allem von der Entwicklung der Energiepreise bestimmt. So folgte auf die Energiepreiserückgänge im Zuge der Deeskalation des Iran-Konflikts im Juni ein deutlicher Rückgang der Inflationsraten. Nach dem Scheitern des Abkommens und dem daraus resultierenden Anstieg der Energiepreise zogen die Inflationsraten im Juli sowohl diesseits als auch jenseits des Atlantiks wieder deutlich an.

Euroraum Inflationsraten

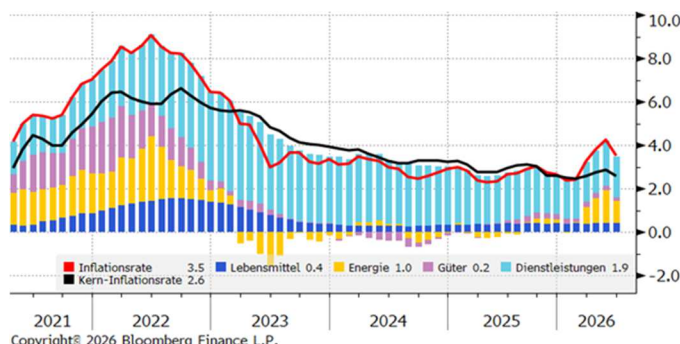


In den vergangenen drei Monaten kam es dadurch zu einer V-förmigen Entwicklung. Aufgrund von Unterschieden im Energiemix und staatlichen Unterstützungsprogrammen war die Entwicklung der Energiepreiskomponente in den nationalen Warenkörben, die zur Berechnung der Inflationsraten verwendet werden, innerhalb des Euroraums unterschiedlich. So lag die Inflationsrate in Deutschland im Juni im Jahresvergleich bei 2,3 Prozent und im Juli bei 2,8 Prozent (größere Veränderung aufgrund des auslaufenden Tankrabatts). Im gesamten Euroraum lag sie jeweils bei 2,8 bzw. 2,9 Prozent. Die Kerninflationsrate im Euroraum war im Juli jedoch mit 2,5 Prozent um 0,1 Prozentpunkte höher als im Vormonat. Gerade mit Blick auf die Preisanstiege bei Dienstleistungen und Gütern gibt dies Anhaltspunkte für eine Zunahme von indirekten inflationären Effekten, die durch den Energiepreisschock ausgelöst wurden (siehe Sonderthema). In Deutschland lag die Kerninflationsrate im Juli, gemessen am nationalen Preisindex, 0,1 Prozentpunkte tiefer und, gemessen am harmonisierten europäischen Verbraucherpreisindex, 0,1 Prozentpunkte höher als im Juni. Dies erschwert Rückschlüsse auf eine Verbreiterung der Inflation. Zudem könnten sowohl in Deutschland als auch im

Euroraum Basiseffekte eine Rolle gespielt haben. Genauere und fundiertere Anhaltspunkte über das tatsächliche Ausmaß indirekter Effekte werden im weiteren Monatsverlauf im Zuge der finalen Schätzungen der Inflationsraten verfügbar sein. Denn dann werden Listen mit den Juli Preisänderungen aller einzelner Bestandteile des Warenkorbs veröffentlicht.

Aufgrund der stark gestiegenen Energiepreise erreichte die Inflationsrate in den USA im Mai mit 4,2 Prozent den höchsten Stand seit drei Jahren. Auch die Kernrate der persönlichen Konsumausgaben (Core-PCE-Rate), das von der Fed bevorzugte Inflationsmaß, stieg in diesem Monat auf 3,4 Prozent an. Ähnlich wie im Euroraum führten die Preiserückgänge bei Energie im Juni auch in den USA zu einer geringeren Headline-Inflationsrate von 3,5 Prozent.

USA: VPI Inflationsrate mit Beitrag der Komponenten



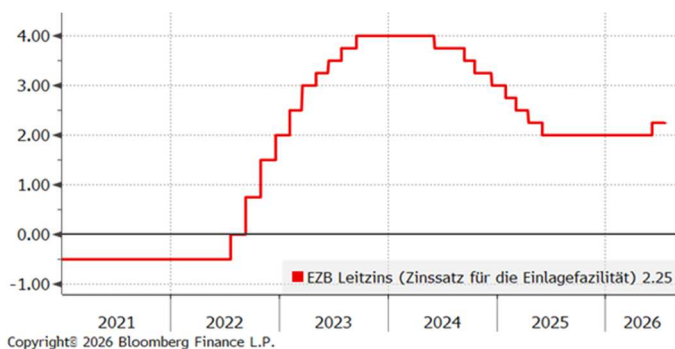
Im Gegensatz zum Euroraum ist der zugrunde liegende Inflationsdruck in den USA jedoch deutlich breiter verteilt. Wie im Euroraum bleibt der Dienstleistungssektor einer der Haupttreiber für die erhöhten Inflationsraten. Ein weiterer wichtiger Grund sind Zolleffekte, die sich durch eine verzögerte Weitergabe an die Verbraucher hartnäckig in den Teuerungsdaten halten. Der Preisdruck durch die Importzölle dürfte jedoch sein Maximum überschritten haben und im weiteren Jahresverlauf nachlassen. Die zuletzt eingeführten Zölle könnten hier jedoch wieder Preisdruck aufbauen. Den mit Abstand größten Posten in der VPI-Inflationsrate machen die Kosten für Wohnen aus (ca. 36 %). Hatte der Preisdruck in diesem Bereich im Verlauf des Jahres 2025 noch spürbar nachgelassen, beschleunigte sich die Teuerungsrate seit Dezember wieder deutlich. Im Jahresvergleich stieg sie von 2,8 auf zuletzt 3,4 Prozent. Hervorzuheben sind hierfür vor allem eine strukturelle

Verknappung des Wohnungsangebots, hohe Hypothekenzinsen sowie gestiegene Baukosten und Materialpreise (insbesondere durch Zölle und Energiepreise), die den desinflationären Trend aus dem Jahr 2025 unterbrochen haben.

Notenbanksitzungen der EZB

Nachdem die Europäische Zentralbank (EZB) auf ihrer Sitzung im Juni aufgrund des im Zuge des Iran-Konflikts entstandenen Inflationsdrucks eine Zinserhöhung vorgenommen hatte, kam es im Juli zu keiner weiteren Anpassung. Der Leitzins (in diesem Fall in Form des Einlagesatzes) liegt somit weiterhin bei 2,25 Prozent.

Leitzins EZB (Einlagesatz)



Dies entsprach den Erwartungen am Markt. Der Tenor der Sitzung deutete jedoch darauf hin, dass die Entscheidung lediglich eine Zinspause darstellt und in den kommenden Monaten mit einer weiteren Erhöhung zu rechnen ist. So hob EZB-Präsidentin Christine Lagarde auf der im Anschluss an die Notenbanksitzung erfolgten Pressekonferenz hervor, dass sich der volle inflationäre Effekt aus den starken Energiepreisanstiegen noch nicht vollständig entfaltet habe. Die Inflationsrate dürfte daher in den Augen der EZB erst in der zweiten Jahreshälfte 2027 wieder deutlich zurückgehen. Verantwortlich für den Rückgang wären dann Basiseffekte aus dann erwarteten günstigeren Energiepreisen und einer Verlangsamung der anderen inflationären Preistreiber.

Mit Blick auf die Inflationsrate sind direkte Effekte (insbesondere gestiegene Preise für Brennstoffe) bereits ohne Zweifel aufgetreten. Indirekte Effekte, also die Weitergabe von höheren Energiekosten entlang der Produktionskette, sind ebenfalls bereits teilweise aufgetreten. Gegeben der Dauer und des Ausmaßes der erhöhten Energiepreise sind auf Grundlage historischer Erfahrungen in den kommenden Monaten insbesondere höhere Lebensmittelpreise zu erwarten.

Gegenwärtig sieht die EZB jedoch noch keine Anzeichen für Zweit-rundeneffekte. Für die Notenbank stehen neben der Kerninflation-rate vor allem die Inflationserwartungen, der Arbeitsmarkt und das Preissetzungsverhalten von Unternehmen im Zentrum der Aufmerksamkeit. Mit Blick auf den Arbeitsmarkt geht es

insbesondere um Lohnforderungen. Denn höhere Löhne, die auf den energiepreisinduzierten Preisanstiegen zurückzuführen sind, würden abermals Kostendruck für Unternehmen aufbauen. Dadurch nimmt die Gefahr einer Lohn-Preis-Lohn-Spirale (Löhne steigen, Verbraucherpreise steigen, weitere Lohnforderungen, da die Inflation gestiegen ist, die Preise steigen, ...) zu. Diese Gefahr ist zwar real, scheint gegenwärtig jedoch begrenzt. Ein wichtiger Grund hierfür ist aus Sicht der EZB, dass sich der Arbeitsmarkt im Euroraum tendenziell eher abkühlen wird und es dadurch zu einem geringeren Lohnwachstum kommt. Tatsächlich liegt der „EZB Wage Tracker“ für die kommenden Quartale unter 2,7 Prozent. Als Faustregel gilt, dass Werte über 3 Prozent nicht mit dem mittelfristigen Inflationsziel der EZB vereinbar sind. Gerade die Kombination aus aktuell eher geringem Lohndruck bei gleichzeitig fest verankerten langfristigen Inflationserwartungen dürfte die EZB im Juli dazu bewogen haben, zunächst keine weitere Zinserhöhung vorzunehmen. Dies passt auch zu der Aussage der Notenbankpräsidentin, dass ein maßvolles und kein aggressives geldpolitisches Vorgehen angebracht sei.

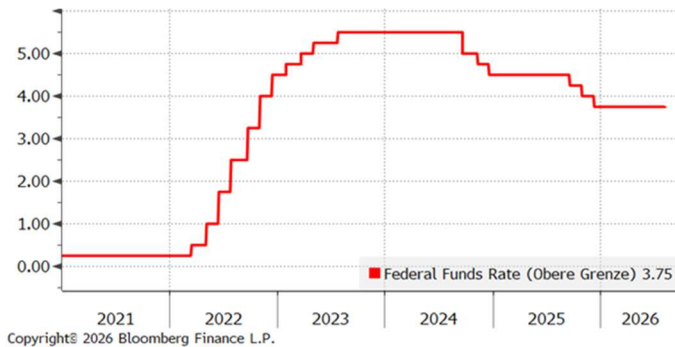
Die Wachstumszahlen für den Euroraum waren im zweiten Quartal zwar nicht überbordend, aber deutlich besser als erwartet. Auch Stimmungsindikatoren und die Einkaufsmanagerindizes waren zuletzt stärker, deuteten aber auf einen gestiegenen Kostendruck bei den Unternehmen hin. Die resiliente Konjunktur dürfte der EZB mehr Spielraum geben, sich ihrem primären Ziel der Preisstabilität zuzuwenden.

Auch ohne erkennbare Zweit-rundeneffekte ist der inflationäre Druck im Euroraum aktuell nicht von der Hand zu weisen. Die Kombination aus robuster Konjunktur, wieder angestiegenen (Kern-)Inflationsraten und zu erwartenden indirekten inflationären Effekten bekräftigt unsere Erwartung, dass die EZB im September den Leitzins auf 2,50 Prozent erhöhen wird. Eine darüber hinausgehende Straffung der Geldpolitik scheint uns aktuell unwahrscheinlich.

Notenbanksitzungen der Fed

In der Pressekonferenz im Anschluss an die erste Notenbanksitzung unter seiner Präsidentschaft setzte Fed-Präsident Kevin Warsh im Juni ein großes Ausrufezeichen, indem er seine Vision für die künftige Geldpolitik beschrieb, weitreichende fundamentale Änderungen der Notenbank in Aussicht stellte und eine harte Gangart bei der Inflationsbekämpfung ankündigte. Auf seiner zweiten Pressekonferenz im Juli kamen hingegen eher Fragezeichen auf. Die Entscheidung der Fed, den Leitzins im Juli unverändert in der Spanne von 3,50 bis 3,75 Prozent zu belassen, war wenig überraschend, da dies mit großer Wahrscheinlichkeit an den Märkten erwartet wurde.

Leitzins USA (Federal Funds Rate)



Die Ausführungen zu dieser Entscheidung kamen vor allem an den Anleihenmärkten weniger gut an und befeuerten die Sorge, dass die Fed die Inflationsgefahren möglicherweise unterschätzt und nicht „vor die Kurve“ kommt. Das heißt, dass sie die Inflationsbekämpfung schleifen lässt und unter Umständen zu spät ihren Leitzins erhöht, sodass die Inflationsraten höher ausfallen und die Notenbank letztendlich mehr Erhöhungen vornehmen muss, als dies bei einem früheren Eingreifen nötig gewesen wäre. Die Aussicht auf eine (zu) lockere Gangart bei der Inflationsbekämpfung führte zu einer Rücknahme der Leitzins- und einer Zunahme der Inflationserwartungen. So gingen die kurzfristigen Renditen (die üblicherweise stark vom Leitzins beeinflusst werden) zurück, während die längerfristigen Renditen (die insbesondere von Erwartungen bezüglich Verschuldung, Wachstum und Inflation beeinflusst werden) deutlich stiegen. So erreichte die Rendite 30-jähriger Staatsanleihen den höchsten Stand seit 2007.

Bei der Notenbanksitzung fiel vor allem die hohe Zahl der Mitglieder des Offenmarktgremiums der Fed auf, die sich offen gegen die Entscheidung, am Leitzins festzuhalten, ausgesprochen und sich stattdessen für eine Erhöhung starkgemacht haben. Damit gab es bei den 12 stimmberechtigten Mitgliedern erstmals seit 10 Jahren drei Abweichler. Warsh begrüßte die interne Diskussion, die sich vor allem um unterschiedliche Ansichten darüber drehte, wie die Inflation bekämpft werden sollte. Es ist Warsh jedoch nicht gelungen, zu verhindern, dass diese „Familienstreitigkeiten“ nach außen getragen wurden. Eine Begründung dafür, warum der überwiegende Teil des Gremiums (seine Person eingeschlossen) gegen eine Zinsanhebung gewesen ist, nannte Warsh dabei nicht. Gemäß seiner Ausführungen auf der Pressekonferenz müsse sich das „neue“ Gremium erst finden. Hierbei ist jedoch anzumerken, dass sich die Konstellation der dauerhaften Teilnehmer im Offenmarktgremium, dem sogenannten Board of Governors, mit Ausnahme des Austausches von Kevin Warsh mit dem umstrittenen Stephen Miran, nicht verändert hat. Während Warshs Aussagen bezüglich der Findungsphase des Gremiums wenig überzeugend waren, muss jedoch konstatiert werden, dass die Stimmlager, die sich gegen Änderungen oder Erhöhungen aussprachen, bereits vor seinem Amtsantritt in etwa ausgeglichen waren. Auffällig war

zudem die scheinbare Diskrepanz zwischen dem starken verbalen Bekenntnis zur Inflationsbekämpfung von Warsh und seinem Votum gegen eine Zinserhöhung. Seine Aussage, dass die Fed ihr 2-Prozent-Ziel, das nach seinen Worten punktgenau bei 2 Prozent und nicht darüber liegt, mit allen Mitteln erreichen werde, konnte die Marktreaktion nicht ändern. Vor allem, da Warsh den Märkten eine Erklärung, wie dies erreicht werden solle, schuldig blieb.

Generell hob Warsh abermals hervor, dass es unter seiner Führung kein Forward Guidance, also keine Hinweise oder direkten Versprechen über die weitere Zinspolitik, geben wird. Ein Blick auf den vergleichsweisen kurzen Pressebericht, seine bedachten Worte auf der ersten Pressekonferenz und die geringe Kommunikation mit der Öffentlichkeit unterstreichen dieses Vorgehen. Der geänderte Kommunikationsstil ist jedoch vornehmlich auf seine Person begrenzt. Denn andere Mitglieder des Offenmarktgremiums haben seit seinem Amtsantritt im Mai weiterhin Aussagen über die Zinspolitik der Fed gemacht und ihre Ansichten kundgetan. So bleibt die Aussage von Warsh, dass das Fehlen von Forward Guidance der Fed eine elementare Rolle beim Anstieg der Anleiherenditen in den letzten Wochen gespielt habe, fragwürdig. Schließlich sind diese, genauso wie im Euroraum, insbesondere durch zugenommene Inflationserwartungen aus höheren Energiepreisen angestiegen. Prinzipiell begrüßte Warsh die Renditeanstiege und hob hervor, dass diese einen bremsenden Effekt auf die Inflationsentwicklung hätten, ohne dass dafür die Leitzinsen erhöht werden müssten. Auch diese Ausführungen trugen zur Rücknahme von Leitzinserhöhungserwartungen bei und verstärkten die Sorge, die Inflationsbekämpfung könnte schleifen gelassen werden.

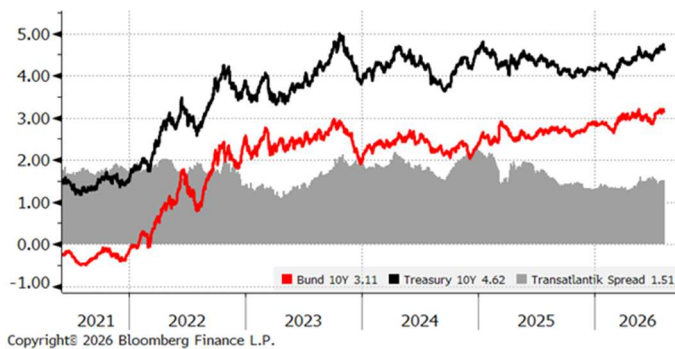
Die Reaktion an den Devisenmärkten spiegelte die der Anleihenmärkte wider. Steigende Inflationserwartungen und die Erwartung geringer Zinsunterschiede zwischen der Fed und den anderen großen Notenbanken führten während der Pressekonferenz zu einer Abwertung des US-Dollars. Der Wechselkurs zwischen dem Euro und dem US-Dollar liegt seit der Notenbanksitzung wieder bei über 1,15.

Alles in allem dürfte Warsh einen Teil der großen Vorschusslorbeeren, die er seit seiner Ernennung zum Fed-Präsidenten im Januar erhalten hat, auf der letzten Pressekonferenz verloren haben. Eine handfeste Beurteilung seiner Fähigkeiten als Präsident der für die Finanzmärkte wichtigsten Notenbank ist nach zwei Sitzungen allerdings nur bedingt möglich. Die hohen Erwartungen an Warsh haben sich dennoch relativiert. Insbesondere aufgrund des nach wie vor gespaltenen Fed-Gremiums und eines gegenwärtig bereits restriktiven Leitzinses erwarten wir weiterhin keine Zinserhöhung der Fed. Sollten die neuen US-Zölle jedoch stärker ausfallen und/oder die Energiepreise über einen längeren Zeitraum erhöht bleiben, könnte die Haltung des Gremiums im weiteren Jahresverlauf zugunsten einer Leitzinserhöhung kippen.

Längerfristige Renditen

An den Anleihemärkten bleibt die Entwicklung der Energiepreise der primäre Einflussfaktor. Diese fließen vornehmlich über Änderungen der Inflations-, Leitzins- und Wachstumserwartungen in die Renditen ein.

Transatlantik Spread



Die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen ist im Zuge des Optimismus über die Deeskalation im Iran-Konflikt, der zu fallenden Inflationserwartungen und aus Sicht der Märkte einer gesunkenen Wahrscheinlichkeit für Leitzinserhöhungen führte, Ende Juni zwischenzeitlich auf 2,85 Prozent zurückgegangen. Allerdings stieg die Rendite vor dem Hintergrund des Wiederaufflammens des Konflikts Ende Juli in der Spitze auf 3,21 Prozent an. Dies war der höchste Wert seit 15 Jahren. Mit der Aussicht auf eine erneute Deeskalation im Konflikt gab die Rendite Anfang August um fast 0,1 Prozentpunkte nach. Die Renditeentwicklung der zweijährigen Bundesanleihe folgte dabei weitgehend der marktimplizierten Erwartung über den weiteren Pfad der Zinspolitik der EZB. Die längerfristigen Renditen europäischer Staatsanleihen erfuhren zudem durch die Renditeanstiege in den USA Aufwärtsdruck. Bei deutschen Staatsanleihen führen zudem strukturelle Faktoren – hier vor allem das Fiskalpaket und erhöhte Verteidigungsausgaben – weiterhin zu einer erhöhten Anleiheemission, die von den Märkten absorbiert werden muss und den Renditen ebenfalls Auftrieb verleiht.

Aufgrund der Gemengelage aus einer restriktiveren Geldpolitik, einem etwas höher veranschlagten Wachstum und den strukturell renditetreibenden Faktoren haben wir unsere Jahresendwert-Prognose für die zehnjährige Bundesanleihe um 0,15 Prozentpunkte auf 3,15 Prozent erhöht. Dennoch dürfte die Rendite weiterhin stark auf die Entwicklungen bei den Energiepreisen sowie auf die tatsächliche und die erwartete Zinspolitik der Zentralbanken reagieren.

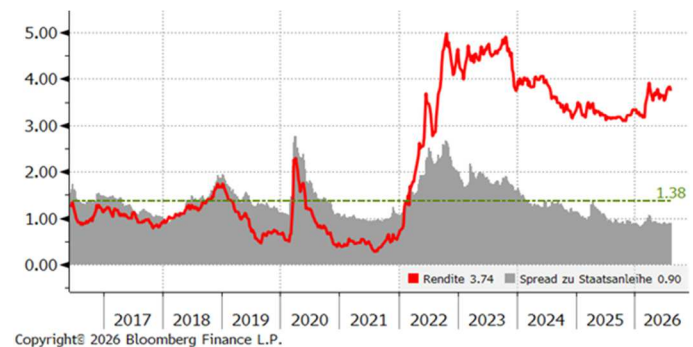
In den USA ist es nach wie vor der Iran-Konflikt, der den Anleihemarkt maßgeblich beeinflusst. Wie im Euroraum reagieren auch die zweijährigen US-Anleihen vor allem auf die erwartete Zinspolitik der Notenbank. Zusätzlicher Aufwärtsdruck entstand nach den

Ausführungen von Kevin Warsh zum Zinsentscheid der Fed, da er den Eindruck erweckte, das Inflationsziel werde möglicherweise weniger streng verfolgt. Insgesamt ist festzuhalten, dass die Laufzeitprämien in den USA in den vergangenen Monaten angestiegen sind. Neben der Fed spielen hierbei insbesondere die Sorgen um die hohen strukturellen Defizite, die hohen Militärausgaben und die Nachhaltigkeit der US-Schulden eine wichtige Rolle. Wir erwarten weiterhin eine volatile zweite Jahreshälfte, in der die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen durchaus an der psychologisch wichtigen Marke von 5 Prozent kratzen könnte. Unsere Punktprognose für die Rendite zum Jahresende liegt jedoch weiterhin bei 4,5 Prozent.

Unternehmensanleihen

Die Risikoaufschläge für Unternehmensanleihen guter bis befriedigender Qualität (hier auf Basis des *Bloomberg Euro Aggregate Corporate Baa TR Index*) sind an den Anleihemärkten in den USA und im Euroraum mittlerweile geringer als vor Ausbruch des Konflikts. Dies ist vor allem auf die insgesamt starken Fundamentaldaten und die soliden Bilanzen der Unternehmen zurückzuführen. Eine anhaltende Ausweitung von Risikoprämien (z. B. für Kreditrisiken) ist nicht erkennbar. Die Renditen von Unternehmensanleihen sind jedoch seit Ausbruch des Iran-Konflikts deutlich angestiegen.

Risikoaufschlag bei Unternehmensanleihen im Euroraum



Dabei ist zu betonen, dass dies vor allem auf ein höheres allgemeines Zinsniveau zurückzuführen ist. Unternehmensanleihen mit guter Bonität stellen trotz der historisch gesehen geringen Spreads gegenüber Staatsanleihen nach wie vor eine wichtige Basisanlage im Anleihebereich dar. Unsere Erwartung bezüglich des Spreads im Euroraum zum Jahresende 2026, haben wir insbesondere aufgrund der guten Fundamentaldaten der Unternehmen und einem damit einhergehenden verbesserten Risikoprofil, um 10 Basispunkte auf 90 Basispunkte herabgesetzt. Sollten die Risikoaufschläge wieder steigen, können wir uns eine Aufstockung in riskanteren Segmenten des Anleihemarktes, also in den Bereichen mit schwächerer Bonität, vorstellen. Bei diesen erscheinen uns die Risikoaufschläge derzeit allerdings vergleichsweise gering und damit relativ unattraktiv. Insgesamt sollten am Rentenmarkt

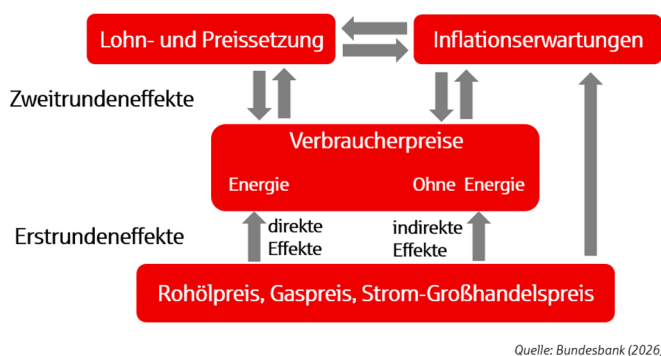
aktuell eher „bessere“ Bonitäten gewählt werden und höhere Risiken sollten erst bei entsprechend höheren Prämien eingegangen werden. Wie auch bei Staatsanleihen dürfte in der zweiten Jahreshälfte der laufende Ertrag und nicht die Hoffnung auf Kursgewinne im Vordergrund stehen.

Kreditzinsen: Wieder auf Kurs der Prognosen

Die Renditeunterschiede zwischen der zehnjährigen deutschen Bundesanleihe und den für die Kreditkonditionen relevanten Swapsätzen sind nach wie vor marginal. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe liegt gegenwärtig über unserer ursprünglichen Jahresendprognose von 3,00 Prozent. Nach unserer Anhebung der Prognose auf 3,15 Prozent befindet sich die für die Kreditzinsen wichtige Referenzrendite derzeit jedoch in unserem angehobenen Zielbereich. Tendenziell sehen wir noch leichtes Steigerungspotenzial. Für Kreditnehmer scheint es daher aktuell nicht ratsam, auf bessere Konditionen zu warten, sondern sich mit dem vorherrschenden Zinsumfeld zu arrangieren.

Sonderthema: Inflationäre Folgeeffekte

Inflationäre Effekte, die typischerweise durch einen Energiepreisschock ausgelöst werden, lassen sich in die drei Typen „direkte Effekte“, „indirekte Effekte“ und „Zweitrundeneffekte“ unterteilen. Vor allem die beiden letztgenannten Effektarten werden in der medialen Berichterstattung oft unsauber voneinander abgegrenzt. Zur Auswertung der Aussagen der Zentralbanken ist es jedoch von großer Bedeutung, die genauen Definitionen der Währungshüter zu kennen und zu verstehen.



Die direkten und indirekten Effekte werden als Erstrundeneffekte bezeichnet. Ein Energiepreisschock wirkt sich direkt und indirekt auf die Inflationsrate aus und hat grundsätzlich das Potenzial, Zweitrundeneffekte zu erzeugen. Bei den direkten Effekten handelt es sich um den direkten Einfluss der gestiegenen Energiepreise auf die entsprechenden Komponenten im zur Berechnung der Inflationsrate herangezogenen Warenkorb. Hierzu zählen insbesondere Preisanstiege von Benzin und Diesel. Gas- und Strompreise steigen üblicherweise - vor allem aufgrund fester Vertragsbindungen und langfristiger Absicherungen der Energieversorger

an den Terminmärkten - zeitverzögert. Die Auswirkungen des Energiepreisschocks über die Vertriebs- und Produktionskette hinweg werden als indirekte Effekte bezeichnet. Hierbei geht es um die Auswirkungen des Energieschocks auf alle Bestandteile des Warenkorbs, die nicht der übergeordneten Komponente Energie zugeordnet werden. Hierzu zählen beispielsweise steigende Kosten für Transport und Lagerung sowie steigende Kosten bei der Verwendung von Energieträgern für die Herstellung von Düngemitteln oder Plastik. Die Ausbreitung indirekter Effekte ist schwieriger nachzuvollziehen als die der direkten Effekte. Denn sie treten üblicherweise zum Teil zeitlich verzögert auf und können mit unterschiedlichen Intensitäten in den einzelnen Gütern und Dienstleistungen des Warenkorbs sichtbar werden. Für die Weitergabe der gestiegenen Kosten an die Verbraucher sind dabei vor allem die Wettbewerbssituation und das konjunkturelle Umfeld entscheidende Faktoren. Denn diese bestimmen maßgeblich, ob und inwieweit die gestiegenen Produktionskosten an die Verbraucher weitergegeben werden können. Auch die Dauer der Preisanstiege spielt eine wichtige Rolle, ebenso wie die Bereitschaft, temporär höhere Produktionskosten in Kauf zu nehmen und auf Marge zu verzichten. In einem ersten Schritt sind die durch den Energiepreisschock ausgelösten indirekten Effekte in der Regel zunächst in den Erzeuger- und Importpreisen erkennbar. Daher sind Anstiege in den entsprechenden Preisindizes für Zentralbanken von besonderem Interesse. Im Euroraum sind die Produzentenpreisindizes noch immer deutlich erhöht und halten somit potenzielle inflationäre Staumasse für die Verbraucherpreise bereit. In letzteren schlagen sich indirekte Effekte letztendlich in Form einer steigenden Kerninflationsrate nieder. Bleiben Zweitrundeneffekte aus, normalisieren sich die Inflationsraten nach der Weiterreichung der Erstrundeneffekte entlang aller Bestandteile des Warenkorbs wieder.

Das größte Schreckgespenst für Zentralbanken sind jedoch Zweitrundeneffekte. Eine große Gefahr geht dabei von einer steigenden Inflationserwartung aufgrund des Energiepreisschocks und der damit einhergehenden tatsächlichen und erwarteten Erstrundeneffekte aus. Denn steigende Inflationserwartungen können sich auf die Preisgestaltung von Unternehmen auswirken und auf Arbeitnehmerseite zu Lohnforderungen führen. Dabei können sich die genannten Kanäle wechselseitig beeinflussen und verstärken. Es ist wichtig hervorzuheben, dass Erst- und Zweitrundeneffekte nicht nur zeitlich verzögert, sondern auch zeitgleich auftreten können. Generell gilt, dass die Wahrscheinlichkeit für das Aufkommen von Zweitrundeneffekten mit der Stärke und Dauer eines Energiepreisschocks steigt.

Während sich die Erstrundeneffekte bereits in den Inflationsraten im Euroraum niederschlagen, haben sich die Zweitrundeneffekte bislang nicht materialisiert. Das derzeit lediglich moderate Wirtschaftswachstum und die erwartete Abkühlung am Arbeitsmarkt

sprechen gegen weitreichende Zweitrundeneffekte. Dies gilt umso mehr, als die längerfristigen Inflationserwartungen gegenwärtig fest verankert sind.

Fazit

- Die jüngsten Daten und Aussagen der EZB sprechen für eine finale Erhöhung des Leitzinses auf 2,50 im September.
- Die längerfristigen Renditen sind auf Zielniveau unserer leicht angehobenen Prognosen. Doch Inflationserwartungen und Geldpolitik könnten für volatile Bewegungen sorgen.
- Die beobachtete Einengung führt zu historisch gesehen geringen Spreads zwischen Unternehmens- und Staatsanleihen, erfährt jedoch durch stärkeres Wirtschaftswachstum sowie guten Fundamentaldaten und soliden Bilanzen eine Rechtfertigung. Wir rechnen bei europäischen Unternehmensanleihen im Investment Grade Bereich zum Jahresende mit einem leicht herabgesetzten Wert von 90 Basispunkten.
- Für Kreditnehmer scheint es gegenwärtig weiterhin nicht ratsam, auf bessere Konditionen zu warten, sondern sich mit dem vorherrschenden Zinsumfeld zu arrangieren.

Prognosetabelle

	31.12.2025	Aktuell	31.12.2026	31.06.2027
EZB-Hauptrefinanzierungssatz	2,15	2,40	2,65	2,65
EZB-Einlagesatz	2,00	2,25	2,50	2,50
3-Monats-Euribor	2,02	2,49	2,55	2,55
Bundesanleihe 10 Jahre	2,86	3,11	3,15	3,15
USA Fed Funds Rate	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75	3,50 - 3,75
US-Treasuries 10 Jahre	4,15	4,62	4,50	4,50
BBB Eurospread (in Basispunkten)	89	90	90	90

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