



**Dr. Daniel Hartmann**  
Chefvolkswirt

Analyse

## EZB: Zeit der Gelassenheit ist vorbei

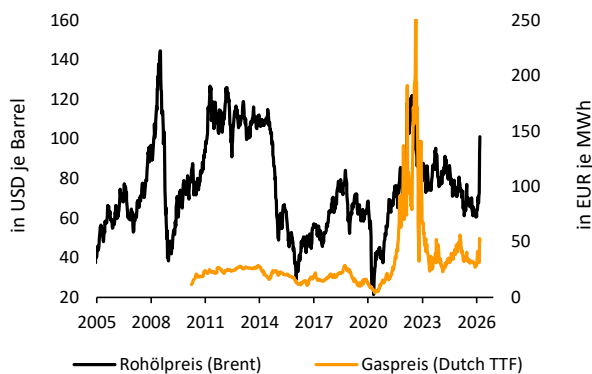
13. März 2026

[www.bantleon.com](http://www.bantleon.com)

### Ölpreisschock verändert geldpolitische Rahmenbedingungen

Der Irankrieg holt auch die Notenbanken aus der Komfortzone heraus. Noch Ende Februar schien es so, als ob die EZB ihre Geldpolitik der ruhigen Hand bedenkenlos fortführen könnte. Geradezu mantraartig wiederholte Notenbankpräsidentin *Christine Lagarde* ihr Credo: »We are in a good position«. Und die Eurozone scheint sich in der Tat seit einigen Monaten in einem ökonomischen Gleichgewicht zu befinden: Das Wachstum beträgt derzeit 1,0% bis 1,5% und die Inflation schwankt um 2,0% – Herz, was willst du mehr.

**Abb. 1: Schock oder Schöckchen?**



Quellen: Bloomberg, BANTLEON

Operation »Epische Wut« hat das Umfeld jedoch mit einem Schlag verändert. Seit Anfang März schwankt der Rohölpreis (Brent) zwischen 80 und 120 USD pro Barrel. Zuletzt waren es um 100 USD und damit fast 50% mehr als Mitte Februar (68 USD). Gleichzeitig hat sich der Gaspreis um über 70% verteuert (Anstieg von 30 auf gut 50 Euro pro MWh). Wie Abb. 1 zeigt, ist dieser Preissprung vor allem bei Gas noch nicht mit dem Ukraine-Schock vergleichbar. Dennoch steht schon jetzt fest, dass die jüngste Entwicklung sich in der Inflationsrate vom März namhaft niederschlagen wird. So liegen etwa die deutschen Kraftstoffpreise im laufenden Monat bereits 15% über dem

Durchschnitt von Februar. Allein dies dürfte die deutsche Teuerungsrate um 0,6%-Punkte nach oben befördern.

In Anbetracht dessen rumort es bereits innerhalb des EZB-Rats. So hat in den Augen des slowakischen Notenbankpräsidenten *Peter Kazimir* das Aufwärtsrisiko bei der Inflation klar zugenommen, weshalb im weiteren Jahresverlauf Zinsanhebungen nicht mehr ausgeschlossen seien. Kündigt sich also bei der EZB in den nächsten Monaten ein Regimewechsel an?

### 3% Inflation sehr wahrscheinlich

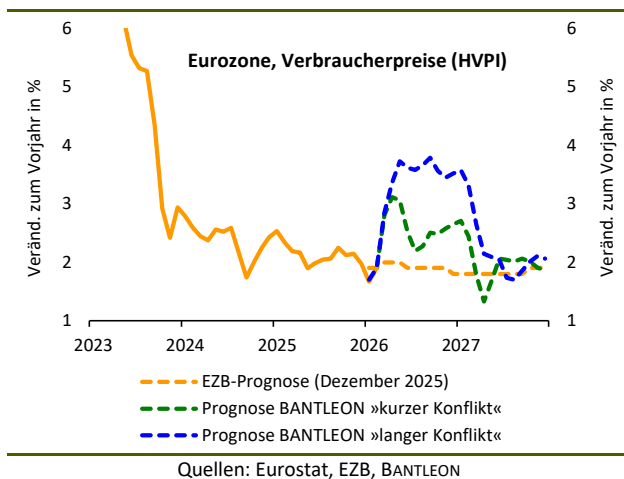
Niemand weiss derzeit, wie lange der Konflikt in Nahost anhält. Wir spielen daher im Folgenden zwei Szenarien durch. Szenario eins unterstellt eine kurze Krise, die lediglich bis Mitte April anhält. Danach würden die Waffen schweigen und die Strasse von Hormus wäre wieder befahrbar. Im Gegensatz dazu geht Szenario zwei von einer langwierigen Auseinandersetzung aus, die sich über mehr als drei Monate hinzieht und möglicherweise weitere Eskalationsstufen umfasst (Einsatz von Bodentruppen bzw. massive Zerstörungen an Energieinfrastruktur).

Im Szenario »kurze Krise« nehmen wir an, dass der Ölpreis bis Mitte April bei 95 bis 100 USD verharret und danach bis Anfang Mai auf 65 USD zurückfällt. Letzteres wäre dann auch der Mittelwert bis Ende 2027 (entspricht zugleich dem Durchschnitt der Jahre 2024/2025). Beim Szenario »lange Krise« schwankt der Ölpreis für die nächsten fünf Monate zwischen 100 und 120 USD und sinkt dann langsam bis Ende 2026 auf 70 USD.

Ein Anstieg des Rohölpreises um 10% sorgt normalerweise in der Eurozone für einen Inflationsimpuls von 0,15%- bis 0,20%-Punkten, wobei der Grossteil der Wirkung in den ersten drei Monaten eintritt. Die Transmission erfolgt dabei hauptsächlich über die Energiepreise (Benzin, Gas, Strom, Heizöl etc.), die ein Gewicht von knapp 10% im Warenkorb besitzen.

Diese Wirkmechanismen bedeuten, dass selbst im ersten Szenario (Ölpreis bleibt bis Mitte April bei rund 100 USD und liegt damit 50% höher als im Februar) die Inflationsrate in den nächsten drei Monaten kräftig angeschoben wird – und zwar um rund einen Prozentpunkt. Hinzu kommen die Euro-Abwertung (4% seit Ende Januar geg. US-Dollar) und ungünstige Basiseffekte. Im vergangenen Jahr ist der Rohölpreis zwischen Februar und Mai um 25% gefallen (Energiepreise um 5%). **In Anbetracht dessen halten wir es für wahrscheinlich, dass die Teuerungsrate der Eurozone von aktuell 1,9% bis April auf 3,1% bis 3,2% nach oben schnell.** Bis Juli würde sie dann temporär wieder auf 2,2% bis 2,3% zurückfallen (vgl. Abb. 2).

**Abb. 2: Inflationsziel gerät ausser Reichweite**



In diesem milden Szenario dürften die negativen Auswirkungen auf die Konjunktur gering sein. Der Schock und die Verunsicherung wären schnell vorbei, zu nachhaltigen Zweitrundeneffekten (z.B. auf die Löhne) käme es nicht. Vielmehr würde ab dem späten Frühjahr wieder die positive konjunkturelle Grundtendenz zum Tragen kommen, die sich in vielen Indikatoren zuletzt gezeigt hat (z.B. Einkaufsmanger- und Geschäftsklimaindikatoren).

Dies würde aber zugleich bedeuten, dass im 2. Halbjahr 2026 der angebotsseitige von einem nachfrageseitigen Inflationsdruck abgelöst würde. Wir gehen daher davon aus, dass die Teuerung Ende 2026 wieder auf 2,7% anzieht (vgl. Abb. 2). Im nächsten Jahr besteht dann zwar die Chance, dass durch das Herausfallen der Basiseffekte die Inflation absackt. Allerdings wäre dies allein ein technischer Faktor. Viel spräche dafür, dass die Kerninflation (ohne Energie, Nahrungs- und Genussmittel) weiter über 2,0% verharret.

Beim zweiten Szenario (Rohölpreis bis August/September bei 100 bis 120 USD) wären die Auswirkungen auf die Inflation noch deutlich stärker und

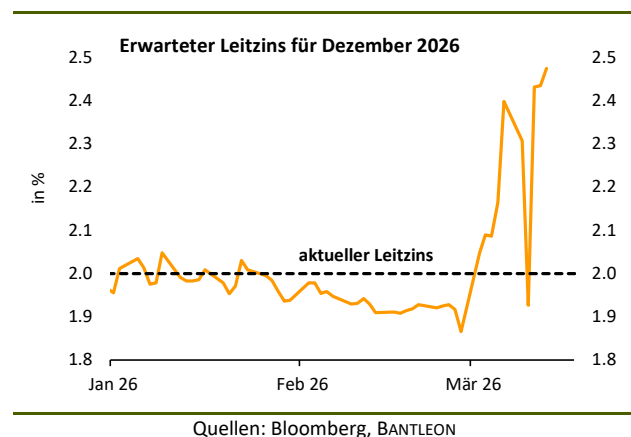
nachhaltiger. **Mithin wäre ein Sprung der Teuerungsrate in Richtung 4,0% nicht auszuschliessen, zumal Zweitrundeneffekte stärker zum Tragen kämen** (vgl. Abb. 2). Der positive Konjunkturausblick müsste in der Folge kassiert werden. Allen voran wären die Konsumenten mit einem massiven Kaufkraftentzug konfrontiert. Das Realeinkommen würde stagnieren. Parallel dazu würden sich die Unternehmen angesichts der Verunsicherung und des Margendrucks mit Investitionen zurückhalten. 2027 würde der Konjunkturabschwung zwar einen Disinflationseffekt nach sich ziehen, den allerdings Zweitrundeneffekte überlagern würden. Ein namhafter Angebotsschock kennt am Ende nur Verlierer.

Wir ordnen diesem Szenario allerdings nur eine **Wahrscheinlichkeit von 20% bis 30% zu**. Schliesslich haben alle Parteien trotz der aktuellen Kriegsrhetorik ein grosses Interesse an einem baldigen Ende des Konflikts. Allen voran *Donald Trump* steht in seiner Heimat unter Druck, sich nicht in ein langfristiges und teures Kriegsabenteuer zu stürzen. **Unser Basisszenario (70% Wahrscheinlichkeit) bleibt daher eine vergleichsweise kurze Nahostkrise.**

### Zinssenkungen sind vom Tisch

Wie wird die EZB die aktuelle Situation bewerten? Erstmals offiziell Stellung nehmen wird sie dazu im Rahmen der anstehenden Notenbanksitzung am kommenden Donnerstag. Dabei werden auch die neuen Makro-Projektionen präsentiert. EZB-Direktorin *Isabel Schnabel* hat bereits durchblicken lassen, dass die aktuelle Entwicklung Eingang in die Prognosen finden wird. Der Inflationsausblick für das laufende Jahr dürfte daher deutlich angehoben werden. Wahrscheinlich wird aber auch die EZB mit unterschiedlichen Szenarien arbeiten.

**Abb. 3: Leitzinserwartungen schiessen nach oben**



Die Investoren haben bereits auf den sich abzeichnenden Inflationsschub reagiert. Nachdem im

Februar noch auf Zinssenkungen spekuliert wurde, sind jetzt an den Geldterminmärkten bis Ende 2026 nahezu zwei Leitzinsanhebungen um 25 Basispunkte eingepreist (vgl. Abb. 3), was gleichzeitig einen nachhaltigen Renditeanstieg ausgelöst hat: Am kurzen Ende (2-jährige Bundesanleihen) sind die Renditen von 2,00% auf 2,40% und am langen Ende von 2,65% auf 2,95% (10-jährige Bundesanleihen) gesprungen.

Dieser Swing in den Leitzinserwartungen widerspricht allerdings dem üblichen Reaktionsmuster der Notenbanken. **Bei Angebotsschocks ist demnach in der Regel Abwarten die Devise.** Schliesslich stehen den Aufwärtsrisiken bei der Inflation Abwärtsrisiken beim Wachstum gegenüber. Würde die Notenbank vorschnell die Geldpolitik straffen, liefe sie Gefahr, Rezessionsrisiken heraufzubeschwören. Mithin würden sich die Unternehmen nicht nur mit höheren Energiekosten, sondern auch noch mit verschärften Finanzierungskonditionen konfrontiert sehen. Voraussetzung für eine abwartende Haltung ist, dass die langfristigen Inflationserwartungen stabil bleiben, was derzeit noch der Fall ist.

**Der EZB sitzen allerdings die negativen Erfahrungen aus den Jahren 2021/2022 im Nacken.** Damals hatten die Währungshüter zu lange an dem Narrativ eines temporären Inflationsschubs festgehalten und erst reagiert, als die Teuerungsrate bereits auf über 8,0% geschnellt war. Erschwerend kam das Ende der Pandemie hinzu. Die damit verbundenen Nachholeffekte (etwa in der Reisetätigkeit) hatten zur Folge, dass die Disinflation nur langsam voranschritt.

**Das aktuelle Umfeld weist durchaus Parallelen zur damaligen Situation auf.** Wie oben ausgeführt, ist das konjunkturelle Momentum gegenwärtig positiv und die Fiskalpolitik expansiv ausgerichtet, womit der Nährboden für Preiserhöhungen gegeben ist. **Der**

**Angebotsschock könnte also wieder nahtlos in einen Nachfrageschock übergehen. Dies ist der wesentliche Grund dafür, weshalb wir im 2. Halbjahr 2026 von einer anziehenden Inflation ausgehen** (vgl. Abb. 2).

**In Anbetracht dessen könnte die EZB von dem üblichen Reaktionsmuster abweichen, weshalb wir geldpolitische Straffungen in diesem Jahr nicht ausschliessen wollen.** Mehr noch, geht die Konjunktur mit Schwung ins Jahr 2027, dürften auch die längerfristigen Leitzinserwartungen (für 2027 und 2028) Auftrieb erfahren. Bei deutschen Bundesanleihen sehen wir demzufolge auch nach dem möglichen Abebben des Angebotsschocks keinen Grund für Entspannung. **Am langen Ende der Kurve dürften die Renditen vielmehr weiter aufwärtsgerichtet bleiben. Entsprechend halten wir an der Prognose fest, dass 10-jährige Bundesanleihen im laufenden Jahr die 3,00%-Marke namhaft überspringen werden.**

Im Szenario eines lang anhaltenden Nahostkonflikts würde die EZB nicht umhinkommen, die Leitzinsen anzuheben, ansonsten würde sie ihre Glaubwürdigkeit in der Inflationsbekämpfung gefährden. Damit käme die Konjunktur indes gleich von zwei Seiten unter Druck. In diesem Fall ist es somit nicht auszuschliessen, dass die Währungshüter 2027 wieder die Zügel lockern.

**So oder so sind aus unserer Sicht durch die jüngsten Entwicklungen die Aufwärtsrisiken für die Inflation stärker gestiegen als die Abwärtsrisiken für das Wachstum. Die Neigung zu Leitzinssenkungen ist damit bei der EZB endgültig verschwunden. Von einem Regimewechsel zu sprechen, ist noch zu früh – eine spürbare Adjustierung in der Geldpolitik findet aber allemal statt.**

## Rechtlicher Hinweis

Die in diesem Beitrag gegebenen Informationen, Kommentare und Analysen dienen nur zu Informationszwecken und stellen weder eine Anlageberatung noch eine Empfehlung oder Aufforderung zum Kauf oder Verkauf von Anlageinstrumenten dar. Die hier dargestellten Informationen stützen sich auf Berichte und Auswertungen öffentlich zugänglicher Quellen. Obwohl BANTLEON der Auffassung ist, dass die Angaben auf verlässlichen Quellen beruhen, kann sie für die Qualität, Richtigkeit, Aktualität oder Vollständigkeit der Angaben keine Gewährleistung übernehmen. Eine Haftung für Schäden irgendwelcher Art, die sich aus der Nutzung dieser Angaben ergeben, wird ausgeschlossen. Die Wertentwicklung der Vergangenheit lässt keine Rückschlüsse auf die künftige Wertentwicklung zu. Die Weitergabe, Verbreitung oder Vervielfältigung des vorliegenden Beitrags sowie die Verwendung oder Übernahme von Inhalten aus dem Beitrag – ganz oder teilweise, in veränderter oder unveränderter Form – sind ohne vorherige Zustimmung von BANTLEON nicht gestattet.