

## Zins- und FX-Perspektiven

2./3. Quartal 2021

Bei den **wirtschaftlichen Rahmenbedingungen** zeigte sich im zweiten Quartal ein bemerkenswerter Spagat. Während sich die Pandemie weiter als hartnäckig erwies und Einschränkungen des Wirtschaftslebens länger beibehalten werden mussten als zunächst erwartet, entwickelte sich die europäische Konjunktur noch stärker als in den Öffnungsszenarien der Prognoseinstitute erwartet. Diverse Frühindikatoren der Industrie und viele Aktienindizes erreichten neue Rekorde, und auch das Klima in Servicesektor und Handel verbesserte sich zusehends. Sektorale Angebotsverknappungen, etwa bei Holz, Chips, Halbleitern und manchen Fachkräften sorgten für steigende Inputpreise. In Österreich erhöhte sich die Inflation der Baukosten in den zweitstelligen Prozentbereich hinein. Auch die Konsumentenpreisinflation und die Inflationserwartungen der Eurozone nahmen zu, blieben im Vergleich zu den US-Zahlen, wo die CPI-Jahresrate im Mai 5% erreichte, aber mit 2,0% J/J (Eurozone) und 3% (HVPI Österreich) moderat. In Griechenland, wo das Preisniveau 2020 ohnehin schon um 14% unter dem Gesamtwert der Eurozone lag, war die HVPI-Inflation im Mai mit -1,2% sogar klar negativ. Die Unterschiede innerhalb der Eurozone sind einer der Gründe dafür, dass die EZB in der Vergangenheit im internationalen Vergleich häufig besonders abwartend und zögerlich wirkte. Auch die Ratssitzung am 10. Juni brachte trotz Aufwärtsrevision der Makroprojektion keine Änderung der Geldpolitik. Vielmehr wurde das im 2. Quartal beschleunigte Tempo der Anleihenkäufe im Rahmen des PEPP auch für das 3. Quartal in Aussicht gestellt. Die im Juni durchgeführten TLTRO3 für eine Mittelaufnahme bis Juni 2024 stießen auf weniger Nachfrage als jene des Vorquartals. Nach rund 330 Mrd EUR im März wurden im Juni weitere 110 Mrd. EUR aufgenommen. Bei entsprechender Unternehmenskreditvergabe können die Banken die Verzinsung für das erste Jahr der Laufzeit auf bis zu -1% drücken.

Der Spielraum für steigende **Euro-Zinsen** erscheint damit über alle Laufzeiten hinweg relativ begrenzt, zumal die EZB laut aktueller Projektion davon ausgeht, dass sich die HVPI-Inflation sich 2022 schon wieder vom Zielwert „unter, aber nahe 2%“ entfernen wird UND sich die Zeichen mehren, dass das künftige Inflationsziel rechnerisch sogar noch etwas höher angesetzt werden könnte. So lauten zumindest die Medienberichte über das EZB-Ratstreffen zur Strategieüberarbeitung vom 20. Juni. Als weiterer Inhalt wird eine hohe Wahrscheinlichkeit dafür kolportiert, dass ESG-Risiken der Emittenten künftig ein Auswahlkriterium beim Ankauf von Unternehmensanleihen im Rahmen des APP sein könnten. Dies würde sich weniger auf das Renditeniveau als auf die Spreads einzelner Anleihen oder Emittentengruppen auswirken. Bei den Langfrist-Renditen ist das Steigerungspotenzial etwas größer als am kurzen Ende: Zum einen wegen der allen Prognosen zum Trotz vermutlich hoch bleibenden Inflationserwartungen, zum anderen wegen des hohen Angebots an Anleihen aufgrund der expansiven Fiskalpolitik. So wurde im Juni erstmals eine Anleihe begeben, für die die Euro-Staaten gemeinsam haften. Mit einem Volumen von 20 Mrd. EUR und zehn Jahren Laufzeit erreicht der Eurobond eine Emissionsrendite knapp über 0% (0,086%). Die siebenfache Überzeichnung zeigt trotz weiter steigenden Emissionsangebots, dass die Not bei den (institutionellen) Anlegern weiter groß und ein starker Renditeanstieg entsprechend unwahrscheinlich ist.

Die Jahresrate des in den **USA** geldpolitisch relevanten Personal Consumption Expenditure Index (PCE) erreichte im Mai 3,9%, der noch wichtigere Core PCE ohne Nahrungsmittel und Energie nahm um 3,4% J/J zu. Der Fed-Präsident betonte in seiner halbjährlichen Anhörung vor dem Kongress, dass Inflationsängste allein nicht der Grund für eine Straffung der Geldpolitik sein könne. Die Diskussion im Offenmarktausschuss am 15. und 16. Juni fand zwar auf der Basis einer weiter nach oben revidierten Wachstums-, Beschäftigungs- und Inflationsprognose statt und die als angemessen eingeschätzte Fed Funds Rate verschob sich generell nach oben, es gab aber kein Mitglied, dass schon in diesem Jahr eine Zinsanhebung sähe. Auch für 2022 waren die Befürworter einer Zinsanhebung um 25 oder 50 Basispunkte mit 7:11 in der Minderheit. Die Diskussion, wann und wie die Anleihenkäufe der Notenbank reduziert werden sollen (Tapering) wird mittlerweile zwar offen geführt, auch hier bleibt der Ton aber sehr moderat. Der sehr verhaltene Zugang der Fed zu Straffungen zeigte sich auch in den Marktbewegungen. Trotz schwungvoller Konjunktur waren in den USA sowohl der Dreimonatssatz als auch die Zehnjahresrendite leicht rückläufig. Der US-Dollar bleibt zum Euro in der Schwebe zwischen stützendem Renditespread und schwächendem Twin Defizit und damit in den nächsten Monaten wohl weitgehend richtungslos. Die Zinsentwicklung in der **Schweiz** dürfte mehr oder minder parallel zu jener der Eurozone verlaufen und keine Impulse für die Wechselkursentwicklung bringen, während die Schweizerische Nationalbank (SNB) weiterhin eher in Richtung Kursabschwächung intervenieren wird. Die SNB-Inflationsprognose war trotz Anhebung im Juni deutlich niedriger als jene der EZB und die Bewertung des CHF wurde einmal mehr als hoch bezeichnet.

### Quartalsprognose II / III-2021

USA (%)	28.06.21	Sep.21	Dez.21	Mär.22	Jun.22
Fed Funds Rate	0,0 - 0,25	0,00 bis 0,25	0,00 bis 0,25	0,00 bis 0,25	0,00 bis 0,25
3M Libor*	0,15	0,20	0,20	0,25	0,30
10J Staat	1,49	1,70	1,85	1,95	2,00
Eurozone (%)	28.06.21	Sep.21	Dez.21	Mär.22	Jun.22
EZB-Refi-Satz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M Euribor*	-0,54	-0,53	-0,52	-0,50	-0,48
10 J Staat (DE)	-0,18	-0,14	-0,10	-0,05	0,00
Schweiz (%)	28.06.21	Sep.21	Dez.21	Mär.22	Jun.22
SNB-Leitzins	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
3M Libor*	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
10J Staat	-0,20	-0,19	-0,15	-0,10	-0,05
Währungen	28.06.21	Sep.21	Dez.21	Mär.22	Jun.22
USD je EUR	1,19	1,20	1,20	1,20	1,20
CHF je EUR	1,10	1,10	1,11	1,12	1,13

\* Ist-Werte 1Tag verzögert

Die in den Euribor-Futures implizierten Forward-Sätze verliefen Ende Juni etwas steiler als noch im März und indizierten für 2022 einen Anstieg um rund 10 Basispunkte. Die 10-Jahres-Benchmark-Rendite hat sich bereits nach oben verschoben und soll laut impliziten Terminalsätzen der Renditekurve 2022 die Nulllinie passieren. In etwa diesen Verlauf zeigt auch unsere aktuelle Quartalsprognose. Wir erwarten eine sich wieder etwas ausweitende Renditedifferenz zum USD und im Wechselkurs nur wenig Bewegung.

**Prognoserisiken** bestehen, wie immer, in alle Richtungen. Bei den Zinsen und Renditen können Rückschläge der Pandemiebekämpfung ein neuerliches Abrutschen auslösen, während eine beschleunigte wirtschaftliche Erholung, steigende Inflationswartungen und neue Fiskalpakete vor allem am Kapitalmarkt auch Sprünge nach oben auslösen können. Einen weiteren Risikofaktor stellt die geldpolitisch zunehmend thematisierte Hausse der Immobilienmärkte dar.

## Impressum

Medieninhaber und Herausgeber:  
**VOLKSBANK WIEN – Research**  
Dietrichgasse 25, A-1030 Wien  
Österreich

E-Mail [research@volksbankwien.at](mailto:research@volksbankwien.at)  
Internet [www.volksbank.at](http://www.volksbank.at)  
Impressum [www.volksbank.at/impressum](http://www.volksbank.at/impressum)  
Telefon +43 (0) 1 40137 - 0

## Research Publikationen

Ausführlichere Berichte und Argumentationen zur wirtschaftlichen Entwicklung, dem Geschehen auf den Geld- und Anleihenmärkten und den sich abzeichnenden Trends finden Sie in den monatlich erscheinenden „Marktperspektiven“!

Weitere Themenschwerpunkte der „Marktperspektiven“ sind die Aktien- und Rohstoffmärkte. Die Publikation ist im Internet unter <https://www.volksbankwien.at/boersen-u-maerkte/research> verfügbar, wo sich auch ein täglicher Marktkommentar findet.

## Disclaimer

Diese Publikation wurde von der Research-Einheit der VOLKSBANK WIEN AG erstellt. Die VOLKSBANK WIEN AG untersteht der Aufsicht der Europäischen Zentralbank (EZB), der österreichischen Finanzmarktaufsicht (FMA) sowie der Oesterreichischen Nationalbank (OeNB).

Diese Publikation ist keine Finanzanalyse und wurde nicht unter Einhaltung der Rechtsvorschriften zur Förderung der Unabhängigkeit von Finanzanalysen erstellt und unterliegt nicht dem Verbot des Handels im Anschluss an die Verbreitung von Finanzanalysen. Die in dieser Veröffentlichung enthaltenen Aussagen dienen der unverbindlichen Information basierend auf dem Wissensstand der mit der Erstellung betrauten Person(en) zum Redaktionsschluss. Die VOLKSBANK WIEN AG übernimmt keine Haftung welcher Art immer, die hier enthaltenen Informationen zu aktualisieren, zu korrigieren oder zu ergänzen.

Die in dieser Publikation dargestellten Daten stammen - soweit nicht in der Publikation ausdrücklich anders dargelegt - aus Quellen, die wir als zuverlässig einstufen, für die wir jedoch keinerlei Gewähr übernehmen. Quelle der Marktdaten (wo nicht gesondert angegeben): Thomson Reuters.

Diese Publikation ist kein Anbot und auch keine Einladung zur Stellung eines Anbots zum Abschluss eines Vertrages über eine Wertpapierdienstleistung oder eine Nebendienstleistung und stellt keine Anlage- oder sonstige Beratung dar. Die dargestellten Daten sind genereller Natur und berücksichtigen nicht die Bedürfnisse oder persönliche Verhältnisse von Lesern im Einzelfall hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. Dementsprechend können sie künftigen Änderungen unterworfen sein. Diese Publikation kann eine individuelle Beratung nicht ersetzen.

Die in Tabellen, Grafiken oder sonst abgebildeten vergangenheitsbezogenen Daten zur Entwicklung von Zinsen, Finanzinstrumenten, Indizes, Rohstoffen und Währungen beziehen sich auf die Vergangenheit und stellen keinen verlässlichen Indikator für deren weiteren Verlauf in der Zukunft dar. Währungsschwankungen bei Veranlagungen in anderer Währung als EUR können sich auf die Wertentwicklung ertragserhöhend oder ertragsmindernd auswirken. Die Angaben zu Wertentwicklungen von Finanzinstrumenten, Finanzindizes bzw. von Wertpapierdienstleistungen beruhen auf der Bruttowertentwicklung. Eventuell anfallende Ausgabeaufschläge, Provisionen, Depotgebühren und andere Kosten und Gebühren sowie Steuern werden nicht berücksichtigt und würden die Performance entsprechend reduzieren. Die konkrete Höhe dieser hängt von den Umständen des Einzelfalles wie beispielsweise von persönlichen Umständen des Kunden, von vertraglichen Bedingungen der kontrahierenden Parteien ab. Diese Publikation enthält ferner Prognosen und andere zukunftsgerichtete Aussagen. Solche Prognosen und andere zukunftsgerichtete Aussagen stellen keinen verlässlichen Indikator für die künftige Wertentwicklung dar. Zukünftige Werte können von den hier abgegebenen Prognosen deutlich abweichen.

Jegliche Haftung im Zusammenhang mit der Erstellung dieser Publikation, insbesondere für die Richtigkeit, Vollständigkeit und Aktualität der angeführten Daten sowie der erstellten Prognosen, ist ausgeschlossen. Unter keinen Umständen haftet die VOLKSBANK WIEN AG für Verluste, Schäden, Kosten oder sonstige direkte oder indirekte Schäden, Folgeschäden oder entgangene Gewinne, die im Zusammenhang mit der Verwendung dieser Publikation oder aufgrund von Maßnahmen im Vertrauen auf die getroffenen Aussagen entstehen.

Die Verteilung dieser Publikation kann durch gesetzliche Regelungen in bestimmten Ländern wie etwa den Vereinigten Staaten von Amerika verboten sein. Personen, in deren Besitz dieses Dokument gelangt, müssen sich über etwaige Verbote oder Beschränkungen informieren und diese einhalten.

Diese Publikation ist urheberrechtlich geschützt. Die Weitergabe an unberechtigte Empfänger sowie die auch nur auszugsweise Änderung bedarf der vorherigen schriftlichen Zustimmung der VOLKSBANK WIEN AG.

*Erscheinungsweise: vierteljährlich*

**VOLKSBANK WIEN AG – Research**

Dipl.-Vw. Uta Pock (Autorin; Leitung) +43(0)140137-4360; Sebastian Hartl, MSc, -4361, Doris Schmoller, MSc, -4363