

Zins- und FX-Perspektiven

4. Quartal 2022

Ebenso wie am Energiemarkt blieb über den Sommer auch am **Zinsmarkt** kaum ein Stein auf dem anderen. Entsprechend den Inflationsraten nahe oder an der 10%-Schwelle beschleunigten die Notenbanken ihren restriktiver werdenden Kurs. Die Fed hat unsere Juni-Prognose zum Jahres-Ultimo nach drei 75-Basispunkte-Schritten in Folge bereits im September 2022 erreicht. Die EZB hat im Vergleich zu den Erwartungen ihren Normalisierungskurs noch stärker beschleunigt und im September jenen Hauptrefinanzierungssatz beschlossen, der in unserer Ende Juni erstellten Prognosetabelle für März 2023 angeführt war. Von Normalisierung zu sprechen (bzw. schreiben) fällt im gegenwärtigen Umfeld aber schwer: Der Krieg in der Ukraine wütet weiter, die geopolitischen Spannungen zwischen „dem Westen“ und Russland intensivieren sich, die europäischen Gas- und Strompreise erreichten Ende August ungekannte Höhen, während einzelne Maße zur Verbraucherstimmung, etwa der vom deutschen Handelsverband ermittelte Index, auf Rekord-Tiefs sinken und auch die unternehmensseitigen Stimmungsindikatoren wie der ifo-Index oder die Einkaufsmanagerindizes rückläufige Aktivitäten anzeigen. Die EZB hatte die Märkte zwar auf eine Anhebung ihrer Schlüsselzinsen unmittelbar nach dem Ende der Netto-Anleihenkäufe zum Jahreswechsel vorbereitet, überraschte dann aber mit dem Ausmaß der Zinssteigerung (+50 Basispunkte) und verzichtete auf eine neu formulierte Forward Guidance. Die Aussagen der Notenbankpräsidentin nach dem EZB-Ratsbeschluss im September, die Schlüsselzinsen um jeweils 75 Basispunkte auf 0,75% (Einlagen), 1,25% (Hauptrefinanzierung) und 1,50% (Spitzenrefinanzierung) anzuheben, ließen an Guidance allerdings nichts vermissen. Man sei noch weit von einem Zinssatz entfernt, der die Inflation rasch zum EZB-Ziel zurückbringe. Dazu werde es noch einige (bis zu fünf inklusive der Septembersitzung) Schritte brauchen.

Sowohl die **Fed** als auch die EZB stellten im September neue makroökonomische Projektionen vor, die gegenüber dem Juni hinsichtlich der Inflation erhöht, in Bezug auf das BIP-Wachstum jedoch spürbar niedriger waren. Der „Dot Plot“ jener Fed Fund Rates, die die Mitglieder des Offenmarktausschusses Ende 2022, 2023, 2024, 2025 und längerfristig aus heutiger Sicht für angemessen halten, zeigte nur auf Jahressicht noch nach oben und beinhaltete ab 2024 wieder rückläufige Zinssätze. Als langfristig angemessen kristallisierte sich mit recht geringen Abweichungen zwischen den einzelnen Schätzungen ein Leitzins von knapp 2,5% heraus. In unserer Prognosetabelle nehmen wir den Wendepunkt schon 2023 vorweg und tragen damit der Inversion der Kapitalmarktkurven Rechnung.

Die **EZB** gibt keine „Eigenprognose“ bekannt. Hier ist vor allem die Inflationsprojektion Hinweis auf die künftige Richtung der Geldpolitik. Solange die langfristige Projektion beim oder unter dem Inflationsziel lag, sah die EZB keinen Anlass zu unmittelbaren Zinsänderungen. Im Juni überschritt die 2024-Projektion erstmals das neue 2%-Ziel und entfernte sich im September noch etwas weiter davon. Zieht man die deutlichen Äußerungen auf der Pressekonferenz in Betracht, kann bei der nächsten Ratssitzung im Oktober eigentlich nur ein neuerlicher Schritt um 50 oder 75 Basispunkte nach oben folgen. Im Dezember publiziert die Notenbank dann erstmals auch eine Projektion für 2025. Angesichts des sich abzeichnenden Nachfragerückgangs, den zuletzt beobachteten, auf hohem Niveau leicht rückläufigen Rohstoffpreisen und Teuerungsraten unternehmensnaher Preisindizes sowie unter Fortführung des in der September-Projektion enthaltenen Trends könnte die EZB-Projektion für die Verbraucherpreisinflation 2025 wieder näher oder sogar leicht unter dem 2%-Ziel liegen. Der Steigerungszyklus würde wohl nicht unmittelbar beendet, könnte aber relativ rasch auspendeln. In eine ähnliche Richtung deuten die Äußerungen von Christine Lagarde am 28.9., die zwischen nachfragegetriebener (US-) Inflation und angebotsgetriebener (EZ-) Inflation unterscheiden. Bei letzterer könne man mit der Geldpolitik nur die Zweitrundeneffekte eindämmen. Diese – wie etwa eine Lohn/Preis-Spirale – werden aber auch von der Abschwächung der Konjunktur gedämpft. Umgelegt auf Quartale beinhaltete die EZB-Projektion im September ein Nullwachstum in Q3/22, -0,1% in Q4/22 und 0% in Q1/23, bevor sich die BIP-Entwicklung in den Folgequartalen mit je 0,4% bis 0,5% Q/Q wieder belebt. Die aktuellen Stimmungsindikatoren deuten jedoch darauf hin, dass die zwischenzeitliche Konjunkturdelle kräftiger ausfallen könnte als in der Projektion unterstellt. Die Prognose der Euro-Zinsen wurde daher unterhalb der Ende September herrschenden Forward Rates angesetzt, könnte bei hoher Inflation aber dann doch zu verhalten sein.

	2021	2022	2023	2024
Real GDP	5.2	3.1	0.9	1.9
HICP	2.6	8.1	5.5	2.3

Quartalsprognose		IV-2022					
	30.09.22	Dez.22	Mär.23	Jun.23	Sep.23	Dez.23	
USA (%)							
Fed Funds Rate	3,00-3,25	4,00-4,25	4,00-4,25	4,00-4,25	4,00-4,25	3,75-4,00	
3M Geldmarkt*	3,74	4,40	4,60	4,40	4,20	4,00	
10J Staat	3,72	4,00	4,00	4,00	4,00	4,00	
Eurozone (%)							
EZB-Refi-Satz	1,25	2,25	2,50	2,50	2,50	2,50	
3M Euribor*	1,16	2,15	2,40	2,45	2,50	2,50	
10 J Staat (DE)	2,12	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00	
Schweiz (%)							
SNB-Leitzins	0,50	1,00	1,50	1,50	1,50	1,50	
3M Geldmarkt*	0,40	0,90	1,40	1,45	1,50	1,50	
10J Staat	1,23	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	
Währungen							
USD je EUR	0,98	0,93	0,96	0,99	1,02	1,02	
CHF je EUR	0,96	0,94	0,96	0,97	0,98	1,00	

* Ist-Werte 1 Tag verzögert | 1 Tag verzögert

Noch frappierender als bei den Zinsen zeigt sich die Marktsituation beim Außenwert des Euro. Auch die SNB will sich der steigenden Inflation entgegenstellen, die allerdings viel niedriger ist als etwa in der Eurozone oder den USA. Hier zeigt der starke Franken seine positive Seite, weshalb die Notenbank zwar weiter bereit ist zu intervenieren, die Aufwertung auf das historische Hoch von 0,95 CHF je EUR aber kaum bremst. Der überraschenden Leitzinserhöhung um 50 Basispunkte aus dem Juni folgte im September der nächste 50-Basispunkte-Schritt. Auch hier gehen wir von einer Fortführung, aber baldigen Beendigung der Steigerungen aus, wobei die SNB entsprechend der günstigeren Inflationsentwicklung weniger strafft als die EZB, was zu einer Bodenbildung im CHF/EUR-Kurs beitragen sollte. Die mittelfristig schon wieder abwärts gerichtete Tendenz der US-Zinsen sollte auch zum USD eine Bodenbildung des EUR ermöglichen. Risiken bestehen – mehr denn je – bei allen abgebildeten Erwartungswerten in beide Richtungen.

Impressum

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

E-Mail research@volksbankwien.at
Internet www.volksbank.at
Impressum 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 Anleihemärkten 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): Refinitiv.

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, lic.oec.int. (Autorin) +43(0)140137-4360; Sebastian Hartl, MSc, CFA -4361, Doris Schmoller, MSc, CFA -4363