

Die **Europäische Zentralbank** hat am 6. Juni ihre drei Schlüsselzinssätze um jeweils 25 Basispunkte verringert. Der Einlagensatz beträgt nun 3,75%, der Hauptrefinanzierungssatz 4,25% und der Spitzenrefinanzierungssatz 4,50%. Gleichzeitig BIP-Prognose für dieses Jahr von 0,6% auf 0,9% angehoben und auch ihre Inflationserwartung für dieses und kommendes Jahr leicht nach oben angepasst. Der langsame und von Rückschlägen geprägte Disinflationprozess erklärt, warum der Zinsschritt hinter unseren Erwartungen aus der letzten Prognose zurückgeblieben ist. Dass überhaupt gesenkt wurde, ist der schwachen Nachfrageentwicklung und den durch den Inflationsrückgang gestiegenen Realzinsen zu verdanken. Auf Basis der Realzinsen, die gegenüber der Inflation von geschätzten 2,5% im Juni mit gut 1% ihr langjähriges Mittel von 0,4% deutlich überschreiten, ist die EZB-Politik nach wie vor als restriktiv einzustufen, was in der Pressekonferenz nach der EZB-Ratssitzung auch betont wurde.

Bei der im März publizierten Anpassung des geldpolitischen Handlungsrahmens hat die EZB den **Einlagensatz** als mittlerweile wichtigsten ihrer Schlüsselzinsen anerkannt und beschlossen, diesen ab 18. September nicht mehr um 50 Basispunkte, sondern um lediglich 15 Basispunkte niedriger anzusetzen als den (lange Zeit für die Geldpolitik wichtigeren) Hauptrefinanzierungssatz. In der unten angeführten Tabelle gehen wir davon aus, dass ab September der Einlagensatz in den üblichen Viertelpunkt-Schritten notiert und somit die Logik der Zinsänderungen am besten abbildet, während der Hauptrefinanzierungssatz um 15 Basispunkte darüber notiert. Eine wie von der EZB erwartet zunächst bei rund 2,5% verharrende Inflationsrate vorausgesetzt, ergibt sich aus der oben angerissenen Realzinsbetrachtung in den nächsten Monaten noch ein Potenzial von -50 bis -75 Basispunkten Lockerung, bevor die Geldpolitik tatsächlich neutral ist. Wir rechnen damit, das 50 Basispunkte davon noch in diesem Jahr ausgeschöpft werden. Am 18. Juli dürfte es noch keine Änderung geben. Wenn die neue makroökonomische Projektion, die bei der Sitzung des geldpolitischen Rats am 12. September vorliegt, den Abwärtstrend der Inflation bestätigt (wovon wir aufgrund der abgeflachten Preisentwicklung am Energiemarkt, der anhaltenden Nachfrageschwäche und des 2024 überschrittenen Höhepunkts der Gehaltsanpassungen ausgehen), ist eine Senkung des Einlagensatzes um 25 Basispunkte durchaus wahrscheinlich. Bei Hauptrefinanzierungssatz kommt es im September dann in Summe zu einer Senkung um 60 Basispunkte. Möglich ist auch, dass es die EZB im September bei der technischen Anpassung des Hauptrefinanzierungssatzes um 35 Basispunkte belässt und den eigentlichen Zinsschritt Ende Oktober nachliefert.

Wegen des langsamen Disinflationprozesses, der 2025 von einer wieder besseren Nachfragesituation gebremst werden dürfte, erwarten wir insgesamt einen langsamen Senkungspfad mit 25 Basispunkten je Quartal. Die Erwartung weitgehend unveränderter, allenfalls leicht sinkender Langfristrenditen behalten wir bei. Dahinter steht u.a. der anhaltend hohe staatliche Finanzierungsbedarf, der bei der angenommenen Belegung der Eurozonen-Konjunktur im Lauf des Jahres 2024 auch von wieder zunehmender privater Finanzierungsnachfrage begleitet sein sollte. Im Lauf des zweiten Halbjahrs wird zudem die EZB die Re-Investition der Rückflüsse von im PEPP erworbenen Anleihen Monat für Monat zurückfahren und sie zum Jahreswechsel ganz einstellen. Last but not least betrug die historische Differenz zwischen Langfristrenditen und Inflation (bei großer Schwankungsbreite) in Deutschland durchschnittliche 30 Basispunkte (2000-2023) bzw. 1% (1993 – 2023), was abseits rezessiver Entwicklungen auch bei Erreichen des Inflationsziels von 2% kaum Bewegungsspielraum nach unten signalisiert.

In den **USA** hat sich die Inflation in diesem Jahr nur sehr zögerlich zurückgebildet, sowohl das BIP-Wachstum als auch die Knappheit von Arbeitsplätzen sind stärker ausgeprägt als in der Eurozone. Die Fed hat daher – anders als in unserer letzten Prognose erwartet, ihren Leitzins im Juni unverändert gelassen und dürfte ihn auch beim FOMC Meeting am 31. Juli noch nicht verändern. Leichte Fortschritte bei der Inflation, deren Kernrate im Juni bei 3,3% lag, sind inzwischen aber ebenso zu verzeichnen wie ein Rückgang der offenen Stellen. Im September dürfte auch in den USA der Zinssenkungszyklus einsetzen. Das Tempo dürfte aber verhalten bleiben. In der Schweiz wurde der Leitzins im Juni bereits zum zweiten Mal um 25 Basispunkte gesenkt und liegt nun mehr bei 1,25% und der Schweizer Franken hat etwas stärker abgewertet als in unserer Prognose II-2024 angenommen. Ein weiterer Zinsschritt nach unten ist noch denkbar, bevor der Realzins 0% erreicht und vermutlich eine Pause einsetzt. Der anhaltend hohe Renditevorteil dürfte den EUR trotz mittelfristig wieder in Richtung Parität zum CHF bringen. Zwischenzeitlich kann der CHF aber wieder unter Aufwertungsdruck kommen, wenn sich beispielsweise im Zusammenhang mit der Regierungsbildung in Frankreich die Risikoprämien erhöhen.

Quartalsprognose III-2024

USA (%)	15.07.24	Sep.24	Dez.24	Mär.25	Jun.25
Fed Funds Rate	5,25-5,50	5,00-5,25	4,50-4,75	4,25-4,50	3,75-4,00
3M Geldmarkt*	5,55	5,30	4,80	4,60	4,10
10J Staat	4,22	4,20	4,15	4,10	4,05
Eurozone (%)	15.07.24	Sep.24	Dez.24	Mär.25	Jun.25
EZB- Einlagensatz	3,75	3,50	3,25	3,00	2,75
3M Euribor*	3,66	3,50	3,25	3,00	2,80
10J Staat (DE)	2,48	2,45	2,45	2,45	2,45
Schweiz (%)	15.07.24	Sep.24	Dez.24	Mär.25	Jun.25
SNB- Leitzins	1,25	1,00	1,00	1,00	1,00
3M Geldmarkt*	1,39	1,15	1,10	1,05	1,00
10J Staat	0,59	0,60	0,60	0,60	0,60
Währungen	15.07.24	Sep.24	Dez.24	Mär.25	Jun.25
USD je EUR	1,09	1,10	1,10	1,10	1,10
CHF je EUR	0,98	0,98	0,98	0,99	0,99

* Ist-Werte US und EZ 1Tag verzögert, CH 3m SARON Compound Rate rnpound Rate

Aufwärtsrisiken für Zinsen und Renditen resultieren u.a. einem hinter den Erwartungen zurückbleibenden Inflationsrückgang und/oder neuen Knappheiten bei Rohstoffen und Importgütern, die aus weiteren Eskalationen mit Russland und/oder dem Nahen Osten resultieren können. Alle diese Faktoren können zu einer langsameren oder ausbleibenden geldpolitischen Lockerung führen. Auf der anderen Seite haben fortgesetzte oder sich intensivierende Schwächezeichen des (Gewerbe-) Immobilienmarktes und/oder ein anhaltend schwache Industriekonjunktur, etwa aufgrund neuer Handelskonflikte oder staatlicher Sparpakete das Potenzial, den Zinssenkungsprozess im Vergleich zur abgebildeten Prognose zu beschleunigen, ebenso wie eine unerwartet rasch fallende Inflation. Mittelfristig denkbar ist eine Wellenbewegung der Zinsen, die nach verfrühter Senkung einen neuerlichen Steigerungszyklus beinhaltet – ein Szenario, das auch den Schweizer Franken zu neuen Höhen führen dürfte.

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 ebenfalls vierteljährlich 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 Marktcommentar 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; Doris Schranz, MSc, CFA -4363; Andreas Tone, MSc -4361