

Zins- und FX-Perspektiven

1. Quartal 2023

Anders als aufgrund des zuvor herrschenden Verlaufs ihrer Prognosen vielleicht zu vermuten, liegt auch die im Dezember erstmals veröffentlichte Inflationsprojektion der EZB für 2025 oberhalb des symmetrischen Ziels von 2%. Je krasser die Abweichung desto rascher müsse man wieder zum Ziel zurückkommen, betonte zudem der EZB-Chefvolkswirt Philip Lane in einem Interview Anfang Dezember. Und die Abweichung ist laut aktueller Projektion der EZB auch 2023 noch beträchtlich. Nach 8,4% 2022 soll die Inflation des Euroraums 2023 im Jahresdurchschnitt bei 6,3% liegen, gefolgt von 3,4% 2024 und 2,3% 2025. Dies war 2022 vor allem Folge des Energiepreisschocks, der nun auch auf andere Preise wirkt und im Wirtschaftswachstum deutliche Spuren hinterlässt. In Q4-2022 und Q1-2023 soll das BIP der Eurozone moderat schrumpfen, bevor es wieder in einen normalen Aufwärtstrend ohne ausgesprochenen Aufholprozess einschwenkt. Die in dieser Projektion implizierte Nachfrageschwäche reicht in der aktuellen Projektion nicht aus, die Inflation rasch wieder fallen zu lassen, sofern, wie in den technischen Annahmen der EZB-Projektion unterstellt, dass Öl und Gas im Jahresdurchschnitt 2023 circa gleich teuer sind wie 2022 und der Strompreis 2023 noch um 25% J/J zulegt, bevor die Energiepreise ab 2024 wieder langsam zurückgehen.

Die EZB hat das Tempo ihrer Zinsanhebungen im Dezember etwas gedrosselt und ihre drei Leitzinssätze nach zwei aufeinanderfolgenden 75-Basispunkte-Schritten wieder im selben Ausmaß erhöht wie beim ersten Zinsschritt im Juli. Der Einlagensatz liegt jetzt bei 2,00% der Hauptrefinanzierungssatz bei 2,50% und die Spitzenrefinanzierungsfazilität ist mit 2,75% zu verzinsen. In den USA wurde das Zielband für die Fed Funds Rate im Dezember um 50 Basispunkte auf 4,25% bis 4,50% angehoben. Ebenfalls um 50 Basispunkte erhöhte die Schweizerische Nationalbank im Dezember ihren Leitzins. Der CHF-Leitzins beträgt damit nun 1% und entspricht damit unserer Quartalsprognose aus dem September 2022. In der Eurozone und den USA ist das erreichte Niveau hingegen um jeweils 25 Basispunkte höher als damals erwartet *und* beide Notenbanken stellten für 2023 weitere Anhebungen in Aussicht. Die EZB-Präsidentin sprach mehrfach von einer gleichmäßigen Fortsetzung des Straffungskurses, betonte aber zugleich den datengetriebenen „Meeting-by-Meeting“-Ansatz. Dieser könnte im März zum Tragen kommen, wenn die neue Projektion vorgestellt wird, die wie immer auf den aktuellen, dann ja höheren Zinsen beruht, mehr Informationen zur Energiepreisentwicklung über den Winter und weitere Lohnabschlüsse beinhaltet und insofern für die Inflation durchaus wieder niedriger ausfallen könnte. Vorher wird wohl der angekündigte neuerliche 50 Basispunkte-Schritt erfolgen. Neben dann verfügbaren Daten und Projektionen kann auch die Tatsache, dass im März bereits um 15 Mrd EUR je Monat weniger der Rückflüsse aus dem APP-Portfolio re-investiert wird, als Rechtfertigung einer Tempodrosselung auf 25-Basispunkte-Schritte dienen. Im oben zitierten Interview hatte etwa Philip Lane erklärt, große Schritte seien vor allem dann notwendig, wenn der aktuelle Leitzins noch sehr weit vom neutralen Niveau entfernt ist, was nach der nächsten Anhebung um 50 Basispunkte und dem resultierenden Hauptrefinanzierungssatz von 3% nicht mehr der Fall sein dürfte. Wir unterstellen in der Tabelle also einen Schritt um 50 Basispunkte am 3. Februar, gefolgt von 25 Basispunkten im März und eventuell auch noch einmal im Mai.

Die Fed ist dem Endwert laut „Dot Plot“ schon näher, sodass hier nach weiteren 50 Basispunkten nur mehr ein Schritt à 25 Basispunkte oder drei 25-Bp-Anhebungen zu erwarten sind. Die neuen Pfade für EZB und Fed liegen – den Erklärungen der Notenbanken aus dem Dezember folgend – oberhalb der aktuellen Konsensschätzungen und impliziten Forward Rates. Für die Fed ist zu Jahresende bereits die von ihr erst für 2024 in Aussicht gestellte Wende in Richtung Zinssenkungen angedeutet. Auch der Euribor könnte dann bereits wieder etwas zurückgehen, da konjunkturell noch einmal ein schwieriger Winter zu erwarten ist und der Energiepreisschock in der Teuerung weitgehend verarbeitet sein sollte. Für die Schweiz haben wir die September-Prognose bei den Leitzinsen beibehalten, setzen den Renditespread wegen der Aufwärtsrevisionen der Euro-Zinsen und -Inflation aber etwas höher an, was dem EUR, abgesehen von allmählich rückläufiger Risikoaversion, etwas Unterstützung geben dürfte. In den USA und der Eurozone ist der staatliche Finanzbedarf wesentlich höher, sodass die Langfrist-Renditen hier noch steigen und sich die Renditekurven tendenziell normalisieren sollten. Der Rendite-Spread zwischen den USD und EUR dürfte in etwa gleich bleiben, der Euro sollte sich aber noch etwas weiter erholen können, wenn die EZB, wie angekündigt, ihre Zinsanhebungen fortsetzt und im Lauf des Jahres möglicherweise auch noch konkrete Pläne zur Rücknahme des Quantitative Easing (vollständiger Verzicht auf Re-Investitionen, möglicher aktiver Abbau) vorstellt.

Quartalsprognose I-2023						
USA (%)	21.12.22	Mär.23	Jun.23	Sep.23	Dez.23	
Fed Funds Rate	4,25 - 4,50	5,00 - 5,25	5,00 - 5,25	5,00 - 5,25	4,75-5,00	
3M Geldmarkt*	4,75	5,25	5,20	5,15	5,00	
10J Staat	3,68	4,20	4,10	4,05	4,00	
Eurozone (%)	21.12.22	Mär.23	Jun.23	Sep.23	Dez.23	
EZB- Refi-Satz	2,50	3,25	3,50	3,50	3,50	
3M Euribor*	2,08	3,10	3,40	3,40	3,35	
10 J Staat (DE)	2,30	2,70	2,70	2,65	2,60	
Schweiz (%)	21.12.22	Mär.23	Jun.23	Sep.23	Dez.23	
SNB-Leitzins	1,00	1,50	1,50	1,50	1,50	
3M Geldmarkt*	0,85	1,40	1,45	1,50	1,50	
10J Staat	1,48	1,70	1,65	1,60	1,50	
Währungen	21.12.22	Mär.23	Jun.23	Sep.23	Dez.23	
USD je EUR	1,06	1,08	1,10	1,10	1,10	
CHF je EUR	0,98	0,99	1,00	1,00	1,00	

* Ist-Werte US und EZ 1 Tag verzögert, CH 3-M-Staatsanleihe

Die Spreads innerhalb der Eurozone werden weiterhin von den potenziellen Stützkäufen der EZB (TPI) begrenzt, es kann, wenn sich das allgemeine Renditeniveau erhöht und die Staaten nicht mehr im selben Ausmaß von hohem nominalen Wachstum und kalter Progression profitieren wie 2022, im kommenden Jahr aber durchaus zu Spreadausweitungen kommen, bei denen die EZB tatsächlich kaufen muss. Bis jetzt hatte allein die Möglichkeit von Käufen dazu ausgereicht, solche Spitzen zu vermeiden.

Risiken bestehen – wie immer – in alle Richtungen. Sie resultieren u.a. aus einer möglichen Ausweitung des Russland/Ukraine-Kriegs auf andere Staaten, die die Notenbanken zur Unterstützung von Staatshaushalten, Banken und Unternehmen via Lockerungen zwingen könnten (und CHF wieder steigen lassen würden) oder einer Entkoppelung der Inflationserwartungen, die die Notenbanken zu noch viel strafferer Politik bringen könnte, und den üblichen konjunkturellen Unsicherheiten.

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 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): 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