

Zins- und FX-Perspektiven

3. Quartal 2022

Seit der letzten Quartalsprognose ist die Inflation weiter gestiegen und der überwiegende Trend zu geldpolitischen Straffungen gipfelte Mitte Juni in einer Reihe akzentuierter Zinsanhebungen, die Reuters (Refinitiv) mit der Überschrift „Rate Blitz [krieg]“ bedachte. Der Offenmarktausschuss (FOMC) hob das Zielband für die Fed Funds Rate um 75 Basispunkte auf 1,50 bis 1,75% an und vollzog damit den größten Zinsschritt seit 1994. Der britische Leitzins erreichte nach dem siebten 25-Basispunkte-Schritt ebenfalls 1,75%, und die Schweizerische Nationalbank überraschte mit der Anhebung ihres als Leitzins dienenden Einlagensatzes um 50 Basispunkte auf -0,25%. Nur die EZB blieb, um im Bild von Reuters zu bleiben, vergleichsweise pazifistisch. Zwar gab sie bekannt, dass sie ihre Nettoanleihenkäufe von Anleihen nun wirklich mit dem Quartalswechsel einstellt und im Anschluss daran, d.h. in der Sitzung des geldpolitischen Rats am 21. Juli, ihre Schlüsselzinsen um 25 Basispunkte anheben will. Auch stellte sie für die folgende Sitzung im September weitere 50 Basispunkte und ein Ende der Negativzinsen in Aussicht. Sie hielt aber strikt die in der Forward Guidance vorgesehene Reihenfolge ein und verzichtete auf einen sofortigen Zinsschritt. Auch verwies sie darauf, dass weitere Schritte natürlich daten- und projekti- onsabhängig gestaltet werden, und leitete in einer außertourlichen Sitzung die Schaffung eines neuen Tools ein, um die Fragmentierung der Anleihenmärkte (i.e. starke Spreadausweitungen) bekämpfen zu können.

Die makroökonomische EZB-Projektion basiert auf der Annahme, dass die Sanktionen gegenüber Russland im Prognosehorizont in Kraft bleiben, die intensive Phase des RU/UA-Krieges aber mit dem Jahreswechsel 2022/23 endet und es zu keiner Rationierung am Gasmarkt kommt. Die daraus resultierenden Quartalswachstumsraten wären – vermutlich wegen geringerer Covid-Beschränkungen – in H2 sogar stärker als in H1, aber ab Q2 durchgehend schwächer als noch in der Märzprognose unterstellt, sodass das BIP-Wachstum im Gesamtjahr statt im März erwarteter 3,7% noch 2,8% erreichen würde. Würden hingegen die russischen Gaslieferungen ab H2 ausfallen (Downturn Szenario), bleibt das Gesamtjahreswachstum 2022 in etwa bei den bislang schon erreichten 1,3% stecken und 2023 sinkt das BIP um 1,7%. Obwohl die Inflation in diesem Szenario noch höher ist als im Baseline Szenario, werden Zinsanhebungen ab 2023 dann zunehmend unwahrscheinlich. Im EZB-Basisszenario bemerkenswert ist die Inflationsprognose auf Sicht von 2 Jahren, die zwar weiter eine deutliche Beruhigung zeigt (was mit Basiseffekten bei den Rohstoff- und Energiepreisen sowie abklingenden Zweitrundeneffekten erklärt werden kann), aber erstmals seit vielen Jahren das Inflationsziel der EZB überschreitet und somit einen längeren Zinsanhebungszyklus rechtfertigen würde. Wir rechnen damit, dass die Zinsanhebungen im Juli und September einigermaßen schwungvoll beginnen, wegen der Unsicherheiten am Energiemarkt und der mit der hohen Inflation verbundenen Abschwächung der Nachfragedynamik anschließend aber eher vorsichtig verlaufen werden.

In den USA erwarten wir nach den sehr entschlossenen Stellungnahmen des Notenbankpräsidenten bei den halbjährlichen Anhörungen im Kongress, die selbst einen 100-Basispunkte-Schritt nicht ausschließen mochten, zwei weitere Anhebungen um jeweils 75 Basispunkte. Danach könnte – auch angesichts der im November anstehenden Midterm Elections, der über den Winter aus dem europäischen Energiemarkt sowie der Pandemie (und möglichen neuerlichen Hafenschließungen in China oder anderen weltwirtschaftlich relevanten Einschränkungen) resultierenden Wachstumsrisiken und der zyklischen Abschwächung – eine Pause eintreten. Ob 2023 wirklich noch weitere Anhebungen folgen müssen, ist durchaus fraglich. Die unten angeführte Tabelle friert den (ambitionierten) angenommen Stand von September 2022 für die nächsten Quartale erst einmal ein.

Die USD- und EUR-Renditen stiegen in den letzten drei Monaten erwartungsgemäß an, das Tempo war aber wesentlich rasanter als in der letzten Prognose unterstellt. Beide liegen mittlerweile höher, als damals auf 12-Monatsicht erwartet wurde. Anders nur die Entwicklung in der Schweiz, wo das frühzeitige Eingreifen der SNB die Inflationserwartungen rechtzeitig eingeehgt hat. Während die Inflation in den USA und der Eurozone in die Dimension von rund 8% vorgestoßen ist, hatte sie in der Schweiz vor der Zinsanhebung noch keine 3% erreicht. Zusätzlich verstärkt durch die traditionell niedrige Verschuldung und Finanzierungsnachfrage des Schweizerischen Bundesstaats hat sich am Kapitalmarkt damit wieder der übliche negative Rendite-Spread des CHF zum EUR eingestellt.

Quartalsprognose		III-2022				
USA (%)	28.06.22	Sep.22	Dez.22	Mär.23	Jun.23	
Fed Funds Rate	150-175	3,00 bis 3,25	3,00 bis 3,25	3,00 bis 3,25	3,00 bis 3,25	
3M Geldmarkt*	2,23	3,10	3,20	3,20	3,20	
10J Staat	3,23	3,25	3,25	3,25	3,20	
Eurozone (%)	28.06.22	Sep.22	Dez.22	Mär.23	Jun.23	
EZB- Refi- Satz	0,00	0,75	1,00	1,25	1,25	
3M Euribor*	-0,22	0,50	0,90	1,20	1,30	
10 J Staat (DE)	1,64	1,65	1,65	1,65	1,65	
Schweiz (%)	28.06.22	Sep.22	Dez.22	Mär.23	Jun.23	
SNB- Leitzins	-0,25	-0,25	0,00	0,25	0,25	
3M Geldmarkt*	-0,20	-0,15	0,15	0,40	0,50	
10J Staat	1,42	1,45	1,45	1,45	1,45	
Währungen	28.06.22	Sep.22	Dez.22	Mär.23	Jun.23	
USD je EUR	1,06	1,05	1,06	1,07	1,08	
CHF je EUR	1,01	1,02	1,02	1,02	1,02	

* Ist-Werte 1Tag verzögert

Die SNB erwartet bereits ab H2-2023 wieder eine Inflation unter 2%, was die Notwendigkeit weiterer Zinsanhebungen in Frage stellt. Moderate Anhebungen im Kielwasser des internationalen Trends würden ihr aber erlauben, den Immobilienmarkt etwas abzukühlen und sich für etwaige künftige expansive geldpolitische Impulse wieder etwas Spielraum zu schaffen. Die Stärke des CHF dürfte derzeit weniger als Konjunkturhemmnis empfunden werden, weil sie die Teuerung von Rohstoffen und Energie abmildert. Wir rechnen daher damit, dass die SNB auch in den nächsten Quartalen Wechselkurse knapp über der Parität tolerieren wird. Unter der Voraussetzung, dass der Zinsanhebungszyklus der Fed mit wenigen großen Schritten rasch beendet wird, in der Eurozone aber noch etwas nachgeliefert wird, kann sich der Euro ab dem vierten Quartal wieder etwas erholen, sofern sich am Gasmarkt nicht das (für die USA kaum relevante) Worst Case Szenario eines vollständigen russischen Gaslieferausfalls materialisiert.

Die **Prognoserisiken** sind derzeit sehr hoch und bestehen in mehr oder minder alle 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