

Seit unserer letzten Ausgabe hat sich der Handelskonflikt weiter verschärft und drückt zunehmend auf den wirtschaftlichen Ausblick, was sich auch in den Zentralbankreaktionen des abgelaufenen Quartals reflektiert, in deren Gefolge die europäischen Geld- und Kapitalmarktzinsen auf neue historische Tiefs absanken.

Der geldpolitische Rat der **Europäischen Zentralbank** beließ die Euro-Leitzinsen am 6. Juni erwartungsgemäß unverändert bei -0,40% (Einlagen), 0 % (Hauptrefinanzierungs-geschäfte) und 0,25% (Spitzenrefinanzierung) und erweiterte seine Forward Guidance: "Der EZB-Rat geht inzwischen davon aus, dass die EZB-Leitzinsen mindestens über die erste Hälfte des Jahres 2020 (...) auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden." Bisher war dies bis mindestens Ende 2019 in Aussicht gestellt worden. Mit der neuen Forward Guidance verschob sich auch der Zeitpunkt, ab dem die Re-Investition von Rückflüssen aus dem Quantitative-Easing-Portfolio reduziert werden könnte. Dieser soll ja erst einige Zeit nach einer ersten Zinsanhebung erfolgen. Im Juni wurden auch Einzelheiten zu den neuen TLTRO bekanntgegeben: Ihre Verzinsung soll beim durchschnittlichen Hauptrefinanzierungssatz während der jeweiligen Laufzeit liegen und durch den Nachweis von anrechenbaren Nettokreditvergaben reduziert werden. Die Untergrenze bildet der durchschnittliche Einlagensatz plus 10 Basispunkte. Bei einer EZB-Konferenz im Juni ging (Noch-) EZB-Präsident Draghi dann noch deutlich über die neue Forward Guidance hinaus und kündigte an, die EZB werde ihre Geldpolitik abermals lockern, wenn die Inflation nicht zur Zielrate von knapp 2% zurückkehre. Sie könne die Zinsen senken, die Forward Guidance anpassen und Maßnahmen zur Abfederung negativer Nebeneffekte der niedrigen Zinsen ergreifen. Zudem gebe es noch beträchtlichen Spielraum für neuerliche Wertpapierkäufe.

Die **Schweizerische Nationalbank** hat am 13. Juni wie erwartet keine Änderung des Zinsniveaus beschlossen. Statt des Zielbands von -1,25% bis -0,25% für den Dreimonats-CHF-Libor hat sie aber einen expliziten Leitzins (Policy Rate) eingeführt, der bei -0,75% startet. Den CHF bezeichnete die SNB als "hoch bewertet" und erneuerte ihre Ankündigung, bei Bedarf am Devisenmarkt zu intervenieren. Es gebe angesichts der zunehmenden Abwärtsrisiken sowohl auf der Zins- als auch auf der Währungsseite Möglichkeiten, die Geldpolitik weiter zu lockern, hieß es in der abschließenden Pressekonferenz. Ohne konkreten geldpolitischen Schritt endete der **Fed-Offenmarktausschuss** am 18. und 19. Juni. Die Einstellung der Teilnehmer bezüglich des künftig angemessenen Zinssatzes wurde aber erwartungsgemäß zurückgenommen, was zu einer neuerlichen Verflachung und Abwärtsverschiebung der USD-Geldmarktkurve beitrug. Für dieses Jahr geht die große Mehrheit der FOMC-Mitglieder davon aus, dass der Leitzins gleichbleiben oder noch um ein oder sogar zwei 25-Basispunkte-Schritte reduziert werden sollte. Selbst für 2021 ist die Zahl der „Tauben“ noch geringfügig höher als jene der „Falken“ (7:5). Erst in der längeren Frist finden (moderate) Zinssteigerungen noch eine Mehrheit.

Der **Zinsausblick** hat sich weiter verflacht. Die vom Rat der EU-Staats- und Regierungschefs Anfang Juli nominierte Nachfolgerin, Christine Lagarde, wird von den Marktteilnehmern ähnlich wie der am 31. Oktober ausscheidende EZB-Präsident als geldpolitische „Tauben“ angesehen. In ihrer Zeit an der Spitze des Internationalen Währungsfonds hat sie die lockere Geldpolitik der großen Notenbanken unterstützt, sich allerdings gleichzeitig auch über die Systemrisiken aus der hohen Verschuldung vieler Staaten und Unternehmen gesorgt. Wenn ein Überraschungspotenzial besteht, dann mittelfristig – bedingt durch die Systemrisiken – eher nach oben als nach unten. Auf kurze Sicht sind die niedrigen Geldmarktzinsen im Wesentlichen festgezurr. Sie könnten sogar noch etwas weiter fallen, sollte es tatsächlich zur Reduktion eines Schlüsselzinssatzes kommen, während ein Ausbleiben dieses Schrittes eine leichte Gegenbewegung bringen kann. Den eigentlichen Wendepunkt siedelt die neue Forward Guidance aber außerhalb des hier abgedeckten Zeithorizonts an. Trotz dieser Festlegungen, die sogar in einem weiteren Zinsrückgang resultieren könnten, hat auch das Risiko eines unerwarteten Inflations- und Zinsanstiegs zugenommen. Zölle, Handelsbeschränkungen und Sanktionen könnten zu Verknappungen und sprunghafter Verteuerung einzelner Produkte führen, die die globalisierte Wirtschaft mit ihren ständig ansteuerbaren Produktionskapazitäten kaum mehr kennt. Auf 12-Monatssicht sollten sich diverse offene Fragen der Wirtschaftspolitik klären: Die neue Frist für den BREXIT endet am 31. Oktober, die US-Schuldengrenze muss im Herbst angehoben werden, die Nachfrist für zusätzliche US-Zölle auf Autoimporte läuft Mitte November aus und der US-Präsident dürfte versuchen, seine „Deals“ im Handelskonflikt vor dem Wahlkampf 2020 unter Dach und Fach zu bringen. Der Ausblick für die 10-Jahres-Renditen ist somit leicht aufwärtsgerichtet, woran auch neuerliche Wertpapierkäufe der EZB nichts ändern sollten.

**Quartalsprognose III / 2019**

USA	04.07.19	Sep.19	Dez.19	Mar. 20	Jun.20
Fed Funds Rate (%)	2,25 bis 2,50	2,00 bis 2,25	2,00 bis 2,25	2,00 bis 2,25	2,00 bis 2,25
3M Libor (%)*	2,29	2,20	2,10	2,10	2,10
10J Staat (%)	1,95	2,00	2,10	2,20	2,25
Eurozone	04.07.19	Sep.19	Dez.19	Mar. 20	Jun.20
EZB-Refi-Satz (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M Euribor (%)*	-0,35	-0,35	-0,35	-0,35	-0,30
10 J Staat (DE) (%)	-0,39	-0,30	-0,25	-0,10	0,00
Schweiz	04.07.19	Sep.19	Dez.19	Mar. 20	Jun.20
SNB-Leitzins (%)	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
3M Libor (%)*	-0,74	-0,75	-0,75	-0,75	-0,70
10J Staat (%)	-0,65	-0,60	-0,55	-0,40	-0,30
Währungen	04.07.19	Sep.19	Dez.19	Mar. 20	Jun.20
USD je EUR	1,13	1,12	1,12	1,13	1,15
CHF je EUR	1,11	1,11	1,11	1,12	1,13

\* Ist-Werte 1Tag verzögert

Ebenso wie für das Zinsniveau überwiegen für den **Euro** noch die Abwärtsrisiken. Weder der BREXIT noch die wichtigsten Zollfragen sind bis dato geklärt. Die Festlegungen der EZB weisen weit in die Zukunft und können das Aufwärtspotenzial der Zinsen längerfristig beeinträchtigen. Die Abhängigkeit der USA von Kapitalimporten sollte den USD mittelfristig aber schwächen. In stabilisierten internationalen Rahmenbedingungen sollte sich die im CHF-Kurs enthaltene Sicherheitsprämie reduzieren und eine langsame Annäherung von EUR/CHF zur alten SNB-Untergrenze im Zeitlupentempo erlauben. Aufwärtsrisiken für das Zinsniveau resultieren u.a. aus den oben angerissenen Inflationseffekten und/oder einem raschen wirtschaftlichen Aufschwung.

## Impressum

Medieninhaber und Herausgeber:  
**VOLKSBANK WIEN – Research**  
Kolingasse 14-16, A-1090 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.

Sollten Sie Interesse haben, unsere Publikationen regelmäßig zu erhalten, mailen Sie bitte an [research@volksbankwien.at](mailto:research@volksbankwien.at). Ein Bestellformular sowie die jeweils aktuelle Ausgabe finden Sie auch auf der Homepage [www.volksbank.at/boersen-u-maerkte/research](http://www.volksbank.at/boersen-u-maerkte/research).

## 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 Schmolter, MSc, -4363