

Zins- und FX-Perspektiven

1./2. Quartal 2021

Die Pandemiebekämpfung zieht sich länger hin als erhofft. Mit dem Beginn der Impfungen ist aber Schritt für Schritt eine Rücknahme der Einschränkungen in Sicht. Unterstützt von massiven Konjunkturpaketen und dem zügigen Impfprozess hat sich die **US-Wirtschaft** in den letzten Monaten sehr dynamisch entwickelt und erfüllt die traditionelle Rolle als Konjunkturlokomotive durchaus gut. In der **Eurozone**, wo die Impfungen langsamer vorankommen und die Einschränkungen für Freizeit, persönliche Dienstleistungen und Konsum noch stärker sind, floriert vor allem die Industrie wieder. Die Rohstoffpreise nehmen zu und der Ölpreis erreichte im März rund das Dreifache seines Durchschnittskurses aus dem Vergleichsmonat 2020. Die Aussicht auf Nachholeffekte bei der Nachfrage nach zyklischen Konsumgütern im Jahresverlauf bei gleichzeitig noch fortbestehenden angebotsseitigen Beschränkungen (Abstandsregeln, nach der langen Pause evtl. fehlende Fachkräfte u.ä.), die hohen staatlichen Ausgaben und die gestiegenen Rohstoff- und Assetpreise, insb. am Immobilienmarkt, haben vor allem in den USA zu einem Anstieg der **Inflationserwartungen** geführt. Dies umso mehr, als die **Geldpolitik** der Fed seit der neu formulierten Zielsetzung etwas mehr Inflation toleriert und das Ziel maximaler Beschäftigung stärker gewichtet. Bei der Sitzung des Fed Offenmarktausschusses wurde die Wachstumsprognose für 2021 massiv (um 2,3 Prozentpunkte) auf 6,5% angehoben. Auch die Teuerung laut PCE-Index wird deutlich höher eingestuft (2,4% statt zuvor 1,8%). Laut „Dot Plot“ gab es aber kein Mitglied des Offenmarktausschusses, das schon 2020 eine Zinsanhebung vorsehen würde. Die Zahl der stimmberechtigten 17 Mitglieder, die die angemessene Fed Funds Rate Ende 2022 um 25 bzw. in einem Fall um 50 Basispunkte höher ansetzen würden als die gegenwärtige Bandbreite von 0% bis 0,25%, hat sich zwar von 1 auf 4 erhöht, die „Falken“ sind damit aber weiter klar in der Minderheit. Die verbesserten Wachstumsaussichten und die leichte Sorge über die Inflation konnten sich daher nur in den **Anleihenrenditen** entladen, die seit unserer letzten Prognose im zehnjährigen Laufzeitsegment um rund 70 Basispunkte gestiegen sind und die damalige Prognose damit weit hinter sich ließen. In der Eurozone war der Effekt ebenfalls zu spüren, gestaltete sich aber wesentlich schwächer. Die Rendite der zehnjährigen deutschen Bundesanleihe nahm seit Ende Dezember um rund 20 Basispunkte zu und erreichte im März bereits jenes Niveau, das wir für Dezember 2021 prognostiziert hatten.

Die **EZB** musste in ihrer März-Projektion für das erste Halbjahr mehr pandemiebedingte Restriktionen als noch im Dezember 2020 berücksichtigen, erwartet wegen der Impfanstrengungen und fiskalischen Impulse inkl. EU Next Generation Fund aber einen starken Rebound im zweiten Halbjahr, sodass die BIP-Wachstumsrate für 2021 leicht auf 4% angehoben wurde, gefolgt von 4,1% im Jahr 2022. Ein zusätzlicher (in der Projektion noch nicht enthaltener) Impuls von 0,08 Prozentpunkten 2021 und 0,18 Prozentpunkten 2022 soll aus dem US-Paket von 1.900 Mrd USD folgen. Derzeit wird in den USA ein weiteres Fiskalpaket für den Infrastrukturausbau diskutiert, das bis zu 4.000 Mrd USD erreichen soll. Unabhängig davon sollten dieses Jahr Investitionen und Exporte in der Eurozone die höchsten Wachstumsbeiträge liefern und erst nächstes Jahr auch der private Konsum zu den Hauptwachstumstreibern zählen. Dennoch wird 2022 weniger Inflation erwartet als 2021, da der von der EZB erwartete Anstieg auf 1,5% 2021 vor allem auf Einmaleffekte wie den Ölpreis oder die auslaufenden Verbrauchssteuerreduktionen zurückzuführen ist. Auch die 1,5% sind freilich noch weniger als in der aktuellen geldpolitischen Zielsetzung angestrebt, die im Rahmen der Neu-Definition von „nahe aber unter 2%“ auf „2% +/- x“ geändert werden könnte. Neben der Größenordnung kann sich auch die Zielgröße selbst ändern. So wurde im Feedback zu „ECB Listens“ vielfach angeregt, auch die Immobilienpreise im Teuerungsmaß zu berücksichtigen. Am 11. März wurde in der Forward Guidance erneut in Aussicht gestellt, dass die EZB-Schlüsselzinsen noch längere Zeit auf dem aktuellen Niveau (-0,50% auf Einlagen, 0% für Haupt- und 0,25% für Spitzenrefinanzierungsgeschäfte) oder darunter liegen sollen. Der zusätzliche Rahmen von 120 Mrd EUR für **Anleihenkäufe** im APP ist 2020 zwar ausgelaufen, das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) wurde im Dezember aber um 500 Mrd. auf 1.850 Mrd. EUR aufgestockt und im März wurde angekündigt, die wöchentlichen Käufe zu intensivieren. In der ersten Woche nach der Zinssitzung wurden mit 21 Mrd EUR rund 50% mehr gekauft als in der Woche der Sitzung. Das PEPP wird bis mindestens Ende März 2022 fortgeführt und sorgt neben der geringeren Inflations- und Wachstumsdynamik dafür, dass die Euro-Renditen den in den letzten Wochen ausgeweiteten **Renditenachteil** von rund 200 Basispunkten gegenüber den USA bis auf Weiteres beibehalten und auch unterhalb der Schweizer Renditen bleiben, wo die Geldpolitik auf Devisenmarktinterventionen statt auf Anleihenkäufe setzt. Entsprechend der längerfristig locker ausgerichteten Geldpolitik bleiben die Bewegungen am Geldmarkt vorerst schwach. Die in den **Euribor**-Futures implizierten Forward-Sätze haben bisher nur in den langen Laufzeiten jenseits von zwei bis drei Jahren zugenommen.

Quartalsprognose I- II-2021

USA (%)	26.03.21	Jun.21	Sep.21	Dez.21	Mär.22
Fed Funds Rate	0,0 - 0,25	0,00 bis 0,25	0,00 bis 0,25	0,00 bis 0,25	0,00 bis 0,25
3M Libor*	0,19	0,20	0,25	0,25	0,30
10J Staat	1,68	1,75	1,85	1,90	1,95
Eurozone (%)	26.03.21	Jun.21	Sep.21	Dez.21	Mär.22
EZB-Refi-Satz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M Euribor*	-0,54	-0,54	-0,54	-0,53	-0,53
10 J Staat (DE)	-0,34	-0,35	-0,30	-0,20	-0,10
Schweiz (%)	26.03.21	Jun.21	Sep.21	Dez.21	Mär.22
SNB-Leitzins	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
3M Libor*	-0,76	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
10J Staat	-0,32	-0,30	-0,25	-0,20	-0,10
Währungen	26.03.21	Jun.21	Sep.21	Dez.21	Mär.22
USD je EUR	1,18	1,20	1,20	1,20	1,20
CHF je EUR	1,11	1,10	1,10	1,12	1,12

* Ist-Werte 1 Tag verzögert

Der angewachsene Renditespread zum EUR sollte eine neuerliche Schwächephase des **USD** trotz wachsenden Zwillingstendenzdefizits in Budget und Leistungsbilanz sowie der auf USD-Abwertung deutenden relativen Kaufkraftparität weitgehend unterbinden. Für den **CHF** hat die SNB die Richtung vorgegeben: Einer weiteren Stärkung tritt sie entgegen, der Abwertungsspielraum ist wegen der niedrigen Verschuldung, anderer Standortvorteile, des anhaltend hohen Leistungsbilanzüberschusses und der Beobachtung in den USA als „manipulierte Währung“ aber ebenfalls gering. **Prognoserisiken** bestehen, wie immer, in alle Richtungen. Bei den Zinsen und Renditen können Rückschläge der Pandemiebekämpfung ein neuerliches Abrutschen auslösen, während eine beschleunigte wirtschaftliche Erholung und neue Fiskalpakete vor allem am Kapitalmarkt auch Sprünge nach oben auslösen können.

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): 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 Schmoller, MSc, -4363