

## Zins- und FX-Perspektiven

4. Quartal 2017

Den Vor- und Gleichlaufindikatoren zu Folge hat sich die wirtschaftliche Dynamik der Eurozone und der USA im dritten Quartal sehr gut entwickelt. Gleichzeitig haben sich die politischen Risiken intensiviert. Die BREXIT-Gespräche verzeichnen wenig Fortschritte, der Kurs der neuen US-Regierung bleibt unberechenbar und die Spannungen um Nordkorea und seine Atomwaffen wachsen. In Europa rücken Wahlen und Abstimmungen – von Bundestag und Nationalrat über das umstrittene katalanische Unabhängigkeitsreferendum bis zur italienischen Parlamentswahl im ersten Quartal 2018 – wieder mehr in den Vordergrund. Die bis jetzt überwiegend außerhalb der Eurozone verorteten Risiken haben zu einer deutlichen Aufwertung des Euro beigetragen, die zu einer Anpassung unserer Prognose geführt hat, sich wegen der zunehmend auch in der Eurozone entsprechenden Unsicherheiten aber nicht unvermindert fortsetzen dürfte. Trotz der Produktionseinbußen aufgrund von Naturkatastrophen hat der Fed-Offenmarktausschuss (FOMC) im September beschlossen, ab Oktober nur mehr einen Teil der Rückflüsse aus dem Fed-Anleihenportfolio zu reinvestieren. Die gleichzeitig veröffentlichte Einschätzung der 17 FOMC-Mitglieder zur künftig angemessenen mittleren Fed Funds Rate zeigt, dass 12 Teilnehmer im Dezember eine um 25 Basispunkte höhere Rate für richtig halten und ein Mitglied sogar einen Zinsschritt von 50 Basispunkten begrüßen würde. Obwohl die Kernrate des Personal Consumption Expenditure Index weiterhin unterhalb der gewünschten 2% bleibt, haben wir die Erwartung einer Zinssteigerung in den USA im Dezember somit beibehalten.

Der im September erschienene Wirtschaftsbericht der Europäischen Zentralbank (EZB) bestätigt, dass in diesem Herbst über eine mögliche Fortführung und Reduktion des EZB-Wertpapierkaufprogramms (APP) entschieden wird, jedoch generell die Fortsetzung der sehr lockeren Geldpolitik für die Erreichung des Inflationsziels notwendig sei. Der Bericht konstatiert die robuste Wirtschaftsentwicklung der Eurozone und die graduelle Beschleunigung des globalen Wirtschaftswachstums, betont aber auch, dass die Unsicherheit erhöht sei und die Abwärtsrisiken die Chancen zur Zeit überwiegen. Unter den vier im Bericht identifizierten Treibern der herrschenden Investitionsschwäche – Unsicherheit, Nachfrage, Finanzierung und Angebotsverhältnisse – ist in den letzten vier Quartalen die Nachfrageschwäche wieder schlagend geworden, während die Finanzierung positiv zu Buche schlägt. Dazu passt zweierlei: Erstens die Diagnose der OECD, Handels- (und Investitions-) Hemmnisse seien der hauptsächliche Gefahrenherd für die Konjunktur der Industrieländer. Zweitens die fast überall unter den Zentralbankzielen liegende Inflation. Angebotsseitig sieht die EZB auch im starken Euro ein Wachstumshindernis, was ebenfalls für einen sehr vorsichtigen Zugang bei der geldpolitischen Normalisierung spricht. Dass die Finanzierung nicht mehr als Investitionshindernis angesehen wird, bedeutet immerhin, dass die Zeit zusätzlicher Langfristfinanzierungen durch die EZB vorbei sein dürfte.

Da die Kreditnachfrage anspringt und immerhin keine neuen TLTRO-Gelder hinzu kommen, hat sich beim Dreimonats-Euribor ein zuverlässiger Boden gebildet. Die rund 700 Mrd. EUR, die die Banken bis 2020 bzw. 2021 im Rahmen der TLTRO2 bei der EZB aufgenommen haben und die sie auch bei Nicht-Erfüllung der Auflagen frühestens 2018 bzw. 2019 zurückzahlen müssen, drücken aber noch auf die Refinanzierungsnachfrage. Die Einlagen, die die Banken über die Mindestreserve hinaus bei der Zentralbank halten, sind immer noch sehr hoch. Bevor hier kein Abbau zu sehen ist, wird auch der negative Einlagensatz wohl nicht verändert werden. Ihre Schlüsselzinsen will die EZB laut Forward Guidance überdies erst anheben, wenn die Wertpapierkäufe beendet sind. Da die niedrige Inflation anhält, wird sich der Ausstieg aus den Wertpapierkäufen, die vorerst nur bis Ende dieses Jahres auf 60 Mrd. EUR pro Monat fixiert sind, wohl recht weit ins nächste Jahr hineinziehen. Dass die Zinsprognose für die Eurozone dennoch einen angedeuteten Aufwärtstrend der Geldmarktzinsen beinhaltet, hat mit der Kreditnachfrage, dem internationalen Zinszusammenhang und der gegen Ende des Prognosezeitraums wahrscheinlicher werdenden Anhebung des Einlagensatzes zu tun.

### Quartalsprognose IV / 2017

USA	25.09.17	Dez.17	Mar.18	Jun.18	Sep.18
Fed Funds Rate (%)	100 bis 125	125 bis 150	125 bis 150	150 bis 175	150 bis 175
3M Libor (%)	1,33	1,45	1,60	1,70	1,80
10J Staat (%)	2,24	2,35	2,50	2,60	2,70

Eurozone	25.09.17	Dez.17	Mar.18	Jun.18	Sep.18
EZB-Refi-Satz (%)	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M Euribor (%)	-0,33	-0,30	-0,30	-0,30	-0,25
10 J Staat (DE) (%)	0,41	0,50	0,65	0,75	0,85

Schweiz	25.09.17	Dez.17	Mar.18	Jun.18	Sep.18
SNB Zielband (%)	-125 bis -0,25	-125 bis -0,25	-125 bis -0,25	-125 bis -0,25	-125 bis -0,25
3M Libor (%)	-0,73	-0,70	-0,70	-0,70	-0,65
10J Staat (%)	-0,07	0,00	0,10	0,15	0,20

Währungen	25.09.17	Dez.17	Mar.18	Jun.18	Sep.18
USD je EUR	1,19	1,20	1,20	1,20	1,20
CHF je EUR	1,16	1,15	1,15	1,16	1,16

Die Renditen sollten auf den im Oktober beginnenden Rückbau der Fed-Bilanz reagieren, vom wirtschaftlichen Aufschwung profitieren und auch von der mit Jahreswechsel zu erwartenden Reduktion der EZB-Wertpapierkäufe profitieren. Auch hier ist der Aufwärtstrend aber schwach und von Rückschlägen wegen der herrschenden Risiken gekennzeichnet.

Die Risiken der Zinsprognose für EUR und CHF bestehen nach oben in einer raschen geldpolitischen Normalisierung und nach unten in einer zunehmenden Risikoaversion, die auch den CHF wieder aufwerten lassen würde.

## Impressum

Veröffentlicht von:  
**VOLKSBANK WIEN AG – Research**  
Kolingasse 14-16, A-1090 Wien  
Österreich

E-Mail                    research@volksbankwien.at  
Internet                 www.volksbank.at  
Telefon                 +43 (0) 1 40137 - 0

## Research Publikationen

Falls Sie Interesse haben, unsere Publikationen regelmäßig zu erhalten, mailen Sie bitte an [research@volksbankwien.at](mailto:research@volksbankwien.at). Ein Bestellformular finden Sie auch auf der Homepage.

## 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, 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 von Lesern im Einzelfall hinsichtlich Ertrag, steuerlicher Situation oder Risikobereitschaft. 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 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, Depotgebühren und andere Kosten und Gebühren sowie Steuern werden nicht berücksichtigt und würden die Performance 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; Mag. Wolfgang Pohn, MA,CFA-4361