

## Zins- und FX-Perspektiven

4. Quartal 2020 / 1. Quartal 2021

Nach erfreulich rascher Erholung über den Sommer wird die Konjunktur spätestens seit Oktober wieder stärker von der Pandemie gebremst, wobei die Schäden trotz teils drastischer Einschränkungen des sozialen und wirtschaftlichen Lebens weniger stark ausfallen als bei der ersten Welle im Frühjahr 2020. So fiel etwa der wöchentliche BIP-Index der OeNB im April bei ähnlichen Lockdowns bis auf -25% J/J, im November in der Spitze jedoch nur auf -13% J/J. Dahinter verbirgt sich vor allem eine weltweit wieder bessere Funktionsfähigkeit des produzierenden Gewerbes und der internationalen Lieferketten, während es bei Handel und Dienstleistungen in vielen Ländern zu massiven Beschränkungen kommt. Die Einschränkungen von Kaufkraft und -gelegenheit seitens der Konsumenten und die außerhalb der Lockdowns stattfindenden Rabattaktionen der Einzelhändler drücken, verstärkt durch einen sich erholenden, aber unter Vorjahreswert verharrenden Ölpreis, die Euro-Konsumentenpreis-inflation seit August unter die Nulllinie. Die EZB geht in der Dezember-Projektion davon aus, dass das BIP der Eurozone 2020 um 7,3% J/J geschrumpft ist und in den Folgejahren um 3,9% (2021), 4,2% (2022) und 2,1% (2023) wächst. Die Inflation sollte sich 2021 auf 1% erholen und anschließend moderat ansteigen. Mit 1,1% 2021 und 1,4% 2022 erreicht sie das geltende Inflationsziel „unter aber nahe 2%“ aber noch nicht. Zudem steht im Raum, im Rahmen der (Mitte 2021 abzuschließenden) Strategierevision das Ziel auf 2% +/- Bandbreite anzuheben und die Beschäftigung stärker zu berücksichtigen. Eine lockere Ausrichtung der Geldpolitik scheint damit auf Jahre hinaus gesichert.

Am 12. Dezember 2020 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. Andere Maßnahmen wurden intensiviert und/oder zeitlich ausgedehnt, darunter u.a. die erleichterte Anerkennung von Sicherheiten für die Refinanzierung, vier zusätzliche PELTRO-Refinanzierungen (Hauptrefinanzierungssatz minus 0,25%), drei zusätzliche TLTRO3-Refinanzierungen und die Verlängerung der TLTRO3-Bonifikation (Verzinsung bis -1% senkbar bei entsprechend wachsenden Unternehmenskrediten) bis Juni 2022. Das Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) wurde um 500 Mrd. auf 1.850 Mrd. EUR aufgestockt und wird bis mindestens Ende März 2022 fortgeführt. Der Ankauf von Euro-Staatsanleihen im Volumen von monatlich 20 Mrd EUR wird bis kurz vor der ersten Anhebung eines Leitzinssatzes fortgesetzt (APP). Die Reinvestition von Tilgungen soll auch darüber hinaus stattfinden. Auch die Notenbanken der USA und der Schweiz bekräftigten im Dezember ihre lockere geldpolitische Ausrichtung. Die Fed bestätigte ihre Forward Guidance eines unveränderten Zielbands von 0% bis 0,25% für die Fed Funds Rate sowie die Fortsetzung ihrer Anleihenkäufe (monatlich mindestens 80 Mrd USD Staatsanleihen und 40 Mrd USD Pfandbriefe). Auch die SNB stellte einen unveränderten Leitzins (-0,75%) in Aussicht. Anders als in den beiden größeren Währungsräumen steht in der Schweiz ansonsten nicht die quantitative Lockerung via Anleihenkäufen, sondern der Wechselkurs im Mittelpunkt. Am 17. Dezember wurde bestätigt dass die SNB wegen der hohen CHF-Bewertung verstärkt am Devisenmarkt intervenieren wird.

In den ersten Monaten 2021 erwarten uns bei der Überwindung der Pandemie die Mühen der Ebene, die die Finanzmärkte zwischenzeitlich durchaus ernüchtern könnten. Impfungen, Hygieneregeln und Testaktivitäten sind eine logistische und organisatorische Herausforderung, Mutationen eine ständige Gefahr, und viele europäische Länder beginnen das Jahr im Lockdown. Hinzu kommt der Brexit. Generell kann es wirtschaftlich 2021 aber nur aufwärts gehen, und selbst die Inflation hat zumindest sektoral durchaus Chancen auf ein (durch Einkommenseinbußen und Wettbewerb gebremstes) beginnendes Comeback, wenn es beim zyklischen Konsum und den Investitionen zu Nachholeffekten kommt. Aus makroökonomischem Blickwinkel sollten sich die Zinsen und Renditen ansatzweise normalisieren, was die Geldpolitik aber weitestgehend verhindert. Am Kapitalmarkt dürfte das Angebot tendenziell stärker steigen als die Nachfrage, die bei fortschreitenden Impferfolgen immer risikobereiter werden dürfte, sodass hier der Spielraum für eine Zinsnormalisierung größer ist als am Geldmarkt. In den USA ist dieser Effekt bereits spürbar. Die Ausgangslage der Schweiz ist durch die fehlenden Anleihenkäufe insofern ungewöhnlich, als die Eidgenossenschaft trotz niedriger Verschuldung zur Zeit höhere Renditen aufweist als die Benchmark der Eurozone. Der Pfad der erwarteten Renditeentwicklung verläuft recht ähnlich wie in der September-Prognose, die Niveaus haben sich aber in unterschiedliche Richtungen verschoben. Die US-Renditen nach oben, jene der Eurozone nach unten. Der USD hat sich indes abgeschwächt, was mit nachlassender Safe-Haven-Prämie und dem sich ausweitenden Twin Deficit begründet wird. Da andererseits die EZB lockerer ist als die Fed, rechnen wir für 2021 mit einem Auslaufen, aber noch nicht mit einer Umkehr des USD/EUR-Trends.

### Quartalsprognose IV-2020 | I-2021

USA (%)	22.12.20	Mar. 21	Jun.21	Sep.21	Dez. 21
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*	0,24	0,25	0,25	0,25	0,25
10J Staat	0,94	0,98	1,05	1,10	1,15
Eurozone (%)	22.12.20	Mar. 21	Jun.21	Sep.21	Dez. 21
EZB-Refi-Satz	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M Euribor*	-0,54	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
10 J Staat (DE)	-0,57	-0,55	-0,50	-0,45	-0,40
Schweiz (%)	22.12.20	Mar. 21	Jun.21	Sep.21	Dez. 21
SNB-Leitzins	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
3M Libor*	-0,79	-0,75	-0,75	-0,75	-0,75
10J Staat	-0,48	-0,48	-0,46	-0,43	-0,40
Währungen	22.12.20	Mar. 21	Jun.21	Sep.21	Dez. 21
USD je EUR	1,22	1,24	1,25	1,25	1,25
CHF je EUR	1,08	1,08	1,09	1,10	1,10

\* Ist-Werte 1Tag verzögert

Das FOMC wird Ende Jänner über die (spätere) Normalisierung der Fed-Bilanzsumme und die längerfristige Ausrichtung der Geldpolitik beraten und dabei vermutlich wenig Impulse in Richtung eines stärkeren USD senden. 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, wobei der EUR 2021 von der verbesserten fiskalischen Zusammenarbeit – etwa im Rahmen des 750 EUR Wiederaufbaufonds – profitieren könnte. Prognoserisiken bestehen, wie immer, in alle Richtungen. Bei den Zinsen können Rückschläge der Pandemiebekämpfung ein weiteres Abrutschen auslösen, während unverhoffte Fortschritte vor allem am Kapitalmarkt auch Sprünge nach oben zur Folge haben können.

## Impressum

Medieninhaber und Herausgeber:  
**VOLKSBANK WIEN – Research**  
Dietrichgasse 25, A-1030 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. 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 Schmolter, MSc, -4363