

	2024	2025	2026
BIP-Wachstum	0,6%	1,5%	1,6%
Inflation	2,3%	2,0%	1,9%
Inflation exkl. Nahrungsmittel&Energie	2,6%	2,1%	2,0%

Die **Europäische Zentralbank** hat am 7. März zwar ihre Schlüsselzinsen bei 4% (Einlagen), 4,5% (Hauptrefinanzierung) und 4,75% (Spitzenrefinanzierung) bestätigt, aber eine neue Makroprojektion publiziert, die nahelegt, dass

die (zumindest außerhalb der EZB) schon länger intensiv diskutierten Zinssenkungen dem Inflationsziel kaum mehr widersprechen. In diesem Jahr erwartet die EZB nur sehr wenig BIP-Wachstum und aufs Gesamtjahr gerechnet bereits eine Inflationsrate in der Nähe ihrer Zielsetzung, die 2025 dann erreicht und 2026 leicht unterschritten bzw. exkl. Nahrungsmittel und Energie erreicht werden soll. Gleichzeitig wurde der datenbasierte Zugang betont und mit der Bemerkung „[bei der Ratssitzung] im April wissen wir etwas, im Juni viel mehr“ auf die Ratssitzung am 6. Juni als möglichen Startpunkt hingewiesen. Zwar kommt ein Großteil der Teuerung mittlerweile aus inländischen Quellen und die Rückkehr der Kernrate findet mit leichter Zeitverzögerung statt, aber die schwächelnde Inlandsnachfrage dürfte auch hier zur Disinflation beitragen. Bei der nun abgeschlossenen Anpassung des geldpolitischen Handlungsrahmens hat die EZB den Einlagensatz als mittlerweile wichtigsten ihrer Schlüsselzinsen anerkannt und beschlossen, diesen ab 18. September nicht mehr um 50 Basispunkte, sondern um lediglich 15 Basispunkte niedriger anzusetzen als den (lange Zeit für die Geldpolitik wichtigeren) Hauptrefinanzierungssatz. Der Fahrplan für die Re-Investition der Rückflüsse von im PEPP erworbenen Anleihen startet ebenfalls im Juni. Wie bereits bei den aus dem APP stammenden Papieren soll auch der PEPP-Bestand allmählich abschmelzen. In der ersten Jahreshälfte wird noch voll re-investiert, anschließend soll die re-investierte Summe monatlich um 7,5 Mrd EUR sinken, bis die Re-Investitionen zum Jahreswechsel 2024/25 ganz eingestellt werden.

Auch in den **USA** wurde der Leitzins im März beibehalten. In den USA hat sich die Inflation beruhigt und ist zwar höher als angestrebt, war im Februar mit 3,2% bzw. einer Kernrate von 3,8% aber doch deutlich niedriger als die kurzfristigen Zinsen. Die Fed erwartet in ihrer März-Projektion ein anhaltend gutes BIP-Wachstum von rund 2% J/J und eine Kerninflation des Personal Consumption Expenditure Index (PCE) von 2,4% 2024, gefolgt von 2,2% 2025 und 2% im Jahr 2026. Die mittlere erwartete Fed Funds Rate liegt in der aktuellen Projektion zu Ende dieses Jahres, ebenso wie in der Dezemberprojektion, bei 4,6%, was Senkungen um in Summe 75 Basispunkten entspricht. Ende 2025 soll sie dann 3,9% betragen und Ende 2026 bei 3,1% liegen. Der Pfad ist ab 2025 damit etwas flacher als laut dem „Fan Chart“ aus dem Dezember, die Richtung zur Lockerung hat sich aber eindeutig bestätigt.

Die letzte Quartalsprognose wird durch die Ist-Werte am 21. März bei den kurzfristigen USD- und EUR-Zinsen bestätigt. Die Langfristrenditen sind in beiden Währungsräumen gestiegen, was ebenfalls die bisherige Prognose bestätigt, der Anstieg war aber etwas stärker ausgeprägt als erwartet. Die einzige wirkliche Überraschung kam aus der **Schweiz**, wo die SNB am 21. März ihren Leitzins um 25 Basispunkte gesenkt und der Schweizer Franken etwas stärker abgewertet hat als in unserer Prognose I-2024 angenommen.

Die **aktuelle Prognose** für die USA und die Eurozone folgt der Historie, in der Lockerungen in der Regel mit recht deutlichen Signalen begonnen wurden. Dabei gehen wir für die Fed 2024 um 25 Basispunkte über deren eigene Projektion hinaus und unterstellen in der Eurozone sogar noch einen 25-Basispunkte-Schritt mehr. Dieser folgt aus dem neuen 15-Basispunkte-Abstand zwischen Repo- und Einlagensatz, weil dieser nun erstens im Mittelpunkt der Geldpolitik steht und zweitens mit der Spread-Verringerung am 18. September dieses Jahr um 35 Basispunkte weniger sinkt als der Hauptrefinanzierungssatz. Die Erwartung weitgehend unveränderter, allenfalls leicht sinkender Langfristrenditen behalten wir bei. Dahinter steht einerseits der anhaltend hohe staatliche Finanzierungsbedarf, der bei der angenommenen Belebung der Eurozonen-Konjunktur im Lauf des Jahres 2024 auch von wieder zunehmender privater Finanzierungsnachfrage begleitet sein sollte. In den USA ist diese aufgrund des höheren Wachstumspfades ohnehin nie versiegt. Andererseits widerspiegeln die stabilen Renditen auch die Erwartung, dass die Notenbanken zunächst nur aus der Halten- in eine restriktive Phase wechseln, die Zinsen aber erst zu neutralen Niveaus führen werden, wenn die Inflationsberuhigung wirklich belastbar ist. In der Schweiz rechnen wir noch mit zwei weiteren Zinssenkungen. Der Schweizer Franken wird durch den sich verringern den Zinsnachteil gestützt. Auch die Reduktion der SNB-Bestände an Fremdwährungsanleihen wirken in diese Richtung. Eine Fortsetzung des aktuellen Abwertungstrends setzt eine konjunkturelle Erholung der Eurozone voraus und wird nur sehr langsam erfolgen.

**Quartalsprognose II-2024**

USA (%)	21.03.24	Jun.24	Sep.24	Dez.24	Mär.25
Fed Funds Rate	5,25-5,50	4,75-5,00	4,50-4,75	4,25-4,50	3,75-4,00
3M Geldmarkt*	5,59	5,10	4,80	4,50	4,00
10J Staat	4,25	4,10	4,05	4,00	3,95
Eurozone (%)	21.03.24	Jun.24	Sep.24	Dez.24	Mär.25
EZB- Refi-Satz	4,50	4,00	3,50	3,25	3,00
3M Euribor*	3,93	3,50	3,35	3,10	2,85
10 J Staat (DE)	2,41	2,30	2,25	2,20	2,20
Schweiz (%)	21.03.24	Jun.24	Sep.24	Dez.24	Mär.25
SNB- Leitzins	1,75	1,25	1,00	1,00	1,00
3M Geldmarkt*	1,70	1,25	1,00	1,00	1,00
10J Staat	0,71	0,65	0,60	0,60	0,60
Währungen	21.03.24	Jun.24	Sep.24	Dez.24	Mär.25
USD je EUR	1,09	1,07	1,06	1,05	1,05
CHF je EUR	0,98	0,97	0,97	0,98	0,98

\* Ist-Werte US und EZ 1Tag verzögert, CH3m SARON Compound Rate

**Risiken** resultieren u.a. aus einer Entkopplung der Inflationserwartungen, einem hinter den Erwartungen zurückbleibenden Rückgang der Inlandsinflation, der aus den noch immer engen Arbeitsmärkten resultieren kann, und/oder neuen Knappheiten bei Rohstoffen und Importgütern, die aus weiteren Eskalationen mit Russland und/oder dem Nahen Osten resultieren können. Alle diese Faktoren können zu einer **langsameren oder ausbleibenden geldpolitischen Lockerung** führen. Auch bei den Renditen scheint das Risiko nach oben gerichtet, die Disinflation kann aber auch weiter positiv oder das Wirtschaftswachstum negativ überraschen, was wiederum eine beschleunigte Lockerung der Geldpolitik bedeuten würde. Mittelfristig denkbar ist eine Wellenbewegung der Zinsen, die nach verfrühter Senkung einen neuerlichen Steigerungszyklus beinhaltet – ein Szenario, das auch den Schweizer Franken zu neuen Höhen führen dürfte.

## 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 Anleihemärkten und den sich abzeichnenden Trends finden Sie in den ebenfalls vierteljährlich 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 Marktcommentar 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; Doris Schranz, MSc, CFA -4363; Friedrich Bähr, MSc -1112