

In der Eurozone haben sich in den letzten Monaten sowohl das Wirtschaftswachstum als auch die Teuerung spürbar verlangsamt. Die **Europäische Zentralbank** hat ihre makroökonomischen Projektionen entsprechend angepasst. Die Inflationsprojektion für 2024 wurde im Vergleich zur Projektion aus dem September um einen halben Prozentpunkt auf 2,7% J/J verringert. Dabei fällt sie im Verlauf der Quartale nur langsam, was sich in H1-2025 etwas beschleunigt, sodass die Teuerung in H2-2025 exakt beim EZB-Ziel und 2026 dann durchgehend knapp darunter liegt. Das projizierte BIP-Wachstum ist in Q1-2024 noch recht schwach (+0,2% Q/Q), nimmt dann aber von Quartal zu Quartal zu und pendelt sich bei 0,4% Q/Q ein. Die Arbeitslosenrate wurde im Vergleich zum September 2023 minimal nach unten korrigiert. Die Ratssitzung am 14.12., bei der die Projektion präsentiert wurde, brachte erwartungsgemäß keine Änderung der Schlüsselzinsen von 4,0% (Einlagen), 4,5% (Haupt-) und 4,75% (Spitzenrefinanzierungen). Verändert wurde aber der Fahrplan für die Re-Investition der Rückflüsse von im PEPP erworbenen Anleihen. 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.

	2022	2023	2024	2025	2026
Real GDP	3.4	0.6	0.8	1.5	1.5
HICP	8.4	5.4	2.7	2.1	1.9

Auch in den **USA** wurde der Leitzins im Dezember beibehalten, die im „Dot Plot“ dargestellten Erwartungen der Mitglieder des Offenmarktausschusses an das Jahr 2024 haben sich jedoch nach unten verschoben, ebenso wie die prognostizierte Inflationsrate. Ebenso wie in der Eurozone machen sich Basiseffekte der stabilisierten Energie-, Rohstoff- und Vorleistungspreise, ein nicht mehr ganz so enger Arbeitsmarkt und die weltweit recht schwache Nachfrage bemerkbar. Die über die Gesamtjahre 2024, 2025 und 2026, ihre im Median als angemessen befundene mittlere Fed Funds Rate liegt nun jedoch schon per Ende 2024 um 75 Basispunkte unter dem aktuellen Niveau. Angesichts der rückläufigen (wenngleich noch immer im langfristigen Durchschnitt liegenden) Anzahl neu geschaffener Stellen und der schwachen Daten vom Immobilienmarkt sowie der Nachlaufeffekte vergangener Zinserhöhungen sollten niedrigere Leitzinsen die konjunkturelle Landung abfedern und das erwünschte Soft Landing ermöglichen, nachdem das BIP-Wachstum der USA im dritten Quartal 2023 wieder außerordentlich robust war. Da die **Zinszyklen der Fed** meist akzentuierter sind als bei der oft abwartenden, auch durch die Heterogenität des von ihr verantworteten Wirtschaftsraums vorsichtigen EZB, gehen wir in den unten genannten Prognose noch etwas über die Eigenprojektion hinaus und erwarten zum Beginn des Zyklus im 2. Quartal insgesamt -50 Basispunkte, gefolgt von einem dann gemächlicheren, die Zeit um den Präsidentschaftswahltermin am 5. November eher aussparenden Pfads von jeweils -25 Basispunkten im dritten und vierten Quartal. In der **Renditekurve** ist ein noch stärkerer und früher einsetzender Rückgang von rund 150 Basispunkten eingepreist. Die zehnjährige US-Rendite hatte im Oktober fast 5% erreicht und ist seither um mehr als 100 Basispunkte gefallen. Hier dürfte es im ersten Quartal, wenn traditionellerweise wieder mehr Emissionen auf dem Kalender stehen, aber einen Rückschlag geben, zumal die Fed-Offiziellen zur Absicherung des Inflationsrückgangs bemüht sind, die Erwartungen einzudämmen.

Die Lage am Euro-Kapitalmarkt ist ähnlich. Auch hier gab es in Q4-2023 nach Mehr-Jahres-Hochs der deutschen Benchmarkrenditen einen starken Rückgang, auch hier widersetzt sich die Notenbank einer vorzeitigen monetären Lockerung durch die Hintertür der Langfristrenditen, und die Kapitalmarktzinsen hat für das erste Quartal mit seiner saisonalen Angebotsausweitung auf dem Primärmarkt ein Korrekturpotenzial aufgebaut. Wir rechnen auch bei der **EZB** schon mit ersten Zinssenkungen im kommenden Jahr, aber auf jeden Fall mit einem Abwarten der Zentralbank bis mehr konkrete Zahlen für ihren datenbasierten Ansatz verfügbar sind. Bei den Kapitalmarktzinsen dürfte sich über das Gesamtjahr betrachtet weder im USD noch im EUR viel tun, das „lange Ende“ nimmt schon einige Leitzinssenkungen vorweg, die Inflation dürfte aufgrund von Zweitrundeneffekten nicht unter die Zentralbankziele fallen und die im Rahmen von Aufrüstung und Energiewende erforderlichen Investitionen führen zu einem Kapitalbedarf, während die Überliquidität sukzessive zurückgeht. Der Renditespread des **USD** dürfte zurückgehen und ab 2024 eine leichte Abwertung erlauben. Die Schweizerische Notenbank hat aufgrund des niedrigeren Ausgangsniveaus weniger Lockerungsbedarf, dürfte ihre Devisenbestände nun aber nicht mehr **CHF**-stützend reduzieren, weil die Inflation mit 1,4% im November und prognostizierten 1,9% 2024 bereits unter Kontrolle zu sein scheint. Eine leichte Abwertung des CHF ist in diesem Umfeld wahrscheinlich, auch wenn die Schweizer Währung als sicherer Hafen, der eine robuste, von anhaltenden Leistungsbilanzüberschüssen gekennzeichnete Volkswirtschaft repräsentiert, fundamental stark bleibt.

Quartalsprognose

USA (%)	20.12.23	Mar. 24	Jun. 24	Sep. 24	Dez. 24
Fed Funds Rate	5,25-5,50	5,25-5,50	4,75-5,00	4,50-4,75	4,25-4,50
3M Geldmarkt*	5,64	5,45	5,00	4,60	4,30
10J Staat	3,88	4,10	4,00	3,90	3,80
Eurozone (%)	20.12.23	Mar. 24	Jun. 24	Sep. 24	Dez. 24
EZB-Refi-Satz	4,50	4,50	4,25	4,00	3,75
3M Euribor*	3,92	3,90	3,60	3,35	3,10
10 J Staat (DE)	1,96	2,10	2,00	2,00	2,00
Schweiz (%)	20.12.23	Mar. 24	Jun. 24	Sep. 24	Dez. 24
SNB-Leitzins	1,75	1,75	1,75	1,50	1,50
3M Geldmarkt*	1,70	1,70	1,65	1,50	1,45
10J Staat	0,67	0,70	0,60	0,60	0,60
Währungen	20.12.23	Mar. 24	Jun. 24	Sep. 24	Dez. 24
USD je EUR	1,10	1,11	1,12	1,13	1,13
CHF je EUR	0,94	0,95	0,96	0,97	0,98

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

Risiken resultieren u.a. aus einer Entkoppelung der Inflationserwartungen und/oder neuen Lieferkettenproblemen, etwa aufgrund der Transportbeschränkungen im Roten Meer oder weiterer Eskalationen mit Russland und/oder dem Nahen Osten, was die Notenbanken vor ein Dilemma stellen und für gleichbleibende oder steigende Leitzinsen sprechen würde. Bei den Marktzinsen ist das Risiko nach den Abwärtsbewegungen ohnehin 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 dann eine Wellenbewegung der Zinsen, die verfrühter Senkung einen neuerlichen Steigerungszyklus beinhaltet – ein Szenario, das auch den Schweizer Franken zu neuen Höhen führen dürfte.

20. Dezember 2023

Wichtige Ereignisse und Veröffentlichungen

2024	EZB	Fed	SNB	Stand:	20.12.2023
				Sonstiges	
13.1.					Präsidentschafts- und Parlamentswahl in Taiwan
15.1.					Börsenfeiertag New York
25.1.	EZB-Ratssitzung (mit geldpolitischen Beschlüssen)				Jänner: World Economic Outlook Update des IWF
30.1.					Erste Schätzung des WIFO zum BIP in Q4
30.1.-31.1.		FOMC (geldpolitische Beschlüsse)			Anfang Februar: Winterprognose der EU-Kommission
19.2.					Börsenfeiertag New York (Washington's Birthday)
21.2.	EZB-Ratssitzung (ohne geldpolitische Beschlüsse)				
7.3.	EZB-Ratssitzung (mit geldpolitischen Beschlüssen und Makroprojektionen)				
10.3.					Parlamentswahl Portugal
15.-17.3.					Präsidentschaftswahl Russland
19.-20.3.		FOMC (geldpolitische Beschlüsse mit Makroprojektionen und Zinseinschätzung)			
21.3.	Sitzung des erweiterten Rats der EZB		SNB geldpolitische Lagebeurteilung (mit Pressekonferenz)		Frühjahr: Parlamentswahl Belgien
22.3.					Vierteljährliche Konjunkturprognosen von WIFO und IHS
29.3.					Börsenfeiertag u.a. New York, London, Wien
11.4.	EZB-Ratssitzung (mit geldpolitischen Beschlüssen)				Erstes Aprilhälfte: Präsidentschaftswahl Slowakei
~16.4.					WEO des IMF (+Fiscal Monitor und Financial Stability Report)
30.4.					Erste Schätzung des WIFO zum BIP in Q1
30.4.-1.5.		FOMC (geldpolitische Beschlüsse mit Makroprojektionen)			1.5. Börsenfeiertag Wien
8.5.	EZB-Ratssitzung (ohne geldpolitische Beschlüsse)				Anfang Mai: EU Kommission Frühjahrsprognose; Mai: OECD Economic Outlook
22.5.	EZB-Ratssitzung (ohne geldpolitische Beschlüsse)				April/Mai: Parlamentswahl in Indien
27.5.					Börsenfeiertag New York
6.6.	EZB-Ratssitzung (mit geldpolitischen Beschlüssen und Makroprojektionen)				
6.-9.6.					Europawahl
11.-12.6.		FOMC (geldpolitische Beschlüsse mit Makroprojektionen und Zinseinschätzung)			Mitte Juni: Halbjahresprognose der OeNB
19.6.	EZB-Ratssitzung (ohne geldpolitische Beschlüsse)				Börsenfeiertag New York (Juneteenth)
20.6.	Sitzung des erweiterten Rats der EZB		SNB geldpolitische Lagebeurteilung (mit Pressekonferenz)		
26.6.					Vierteljährliche Konjunkturprognose von WIFO und IHS
Ende Juni/Anfang Juli					Financial Stability Report der OeNB; ab H2: Reduktion des PEPP-Bestands um 07,5 Mrd EUR pro Monat
1.7.	EZB-Ratssitzung (ohne geldpolitische Beschlüsse)				Anfang Juli: WEO Update des IWF; Mitte Juli: Sommerprognose der EU-Kommission
1.-3.7.					ECB Forum on Central Banking Sintra (Portugal)
4.7.					Börsenfeiertag New York (Independence Day)
18.7.	EZB-Ratssitzung (mit geldpolitischen Beschlüssen)				
30.-31.7.		FOMC (geldpolitische Beschlüsse)			30.7. Erste Schätzung des WIFO zum BIP in Q2
Ende August					Jackson Hole Economic Symposium (USA)
1.9.					Landtagswahlen in Sachsen, Thüringen (DE)
2.9.					Börsenfeiertag New York (Labor Day)
12.9.	EZB-Ratssitzung (mit geldpolitischen Beschlüssen und Makroprojektionen)				Herbst: Nationalratswahl Österreich, Landtagswahlen Vbg, Stmk, Bgld
17.-18.9.		FOMC (geldpolitische Beschlüsse mit Makroprojektionen und Zinseinschätzung)			
25.9.	EZB-Ratssitzung (ohne geldpolitische Beschlüsse)				
26.9.	Sitzung des erweiterten Rats der EZB		SNB geldpolitische Lagebeurteilung (mit Pressekonferenz)		
4.10.					Vierteljährliche Konjunkturprognose von WIFO und IHS
6.10.					Parlamentswahl Litauen
17.10.	EZB-Ratssitzung (mit geldpolitischen Beschlüssen)				
~22.10.					WEO des IMF (+Fiscal Monitor und Financial Stability Report)
30.10.					Schnellschätzung des WIFO zu BIP in Q3
5.11.					Präsidentschaftswahl, Wahlen zu Senat und Repräsentantenhaus USA
6.-7.11.		FOMC (geldpolitische Beschlüsse)			Anfang November: Herbstprognose der EU-Kommission
13.11.	EZB-Ratssitzung (ohne geldpolitische Beschlüsse)				November: OECD Economic Outlook
27.11.	EZB-Ratssitzung (ohne geldpolitische Beschlüsse)				Ende November/Anfang Dezember: Financial Stability Report der OeNB
28.11.	Sitzung des erweiterten EZB-Rats				Börsenfeiertag New York (Thanksgiving)
12.12.	EZB-Ratssitzung (geldpolitische Beschlüsse u. Makroprojektionen)		SNB geldpolitische Lagebeurteilung (mit Pressekonferenz)		Zweite Dezemberhälfte: Halbjahresprognose OeNB
17.-18.12.		FOMC (geldpolitische Beschlüsse mit Makroprojektionen und Zinseinschätzung)			Dezember: Parlamentswahl Rumänien
20.12.					Vierteljährliche Konjunkturprognose von WIFO und IHS; Jahresende: Ende der Reinvestitionen im PEPP

EZB Europäische Zentralbank
 Fed Federal Reserve Board
 SNB Schweizerische Nationalbank
 OeNB Oesterreichische Nationalbank
 IHS Institut für Höhere Studien
 FOMC Federal Open Market Committee

IMF International Monetary Fund
 WEO World Economic Outlook
 OECD Organisation for Economic Co-operation and Development
 WIFO Österreichisches Wirtschaftsforschungsinstitut
 PEPP Pandemic Emergency Purchase Programme

20. Dezember 2023

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 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; Sebastian Hartl, MSc, CFA -4361; Friedrich Bähr, MSc -1112