

Die EU-Kommission weist im neuesten Quartalsbericht zur **Eurozone** auf die bleibenden Konsequenzen des unerwarteten Inflationsschubs aufgrund von Pandemie und Ukraine-Krieg hin, der trotz der rascher nachgefolgter Disinflation noch immer mit einer erhöhten Inflationswahrnehmung einhergeht. Dies erhöht die Gefahr, dass die Inflationserwartungen sich durch neue Erschütterungen dauerhaft vom Ziel der EZB entfernen. Zwar hat die gestiegene Inflationserwartung einen negativen Einfluss auf Anschaffungspläne und trägt damit zur Mean Reversion bei, die Gefahr eines „De-Anchoring“ bei den Inflationserwartungen kann die EZB aber nicht ganz unbeeindruckt lassen. Laut ihrer eigenen Konsumentenumfrage ist die 12m-Erwartung im April auf 4% gestiegen und bis Juni (vor dem Ölpreisanstieg im Juli) auf 3% zurückgegangen. Die Fünfjahreserwartung, die bis Mitte 2025 nah beim Inflationsziel von 2% lag, hat sich etwas davon entfernt und in den letzten drei Monaten 2,4% betragen.

Der geldpolitische Rat der **EZB** hat im Juni erwartungsgemäß seine Leitzinsen um 25 Basispunkte auf 2,25% (Einlagen) bzw. 2,40% (Hauptrefinanzierungsgeschäfte) angehoben und diese am 23. Juli bestätigt. Dabei wurden die hohe Unsicherheit und die Datenabhängigkeit künftiger Schritte betont. Die Aussage „[we] hold our interest rates for the moment“ bestätigt aber die auch ansonsten hervorgestrichene Handlungsbereitschaft der Notenbank. Während die Risikoeinschätzung zwischenzeitlich (beim Notenbanktreffen in Sintra) als „more balanced“ bezeichnet wurde, geht sie jetzt (nach Scheitern/Unterbrechung des MoU zwischen USA und Iran) wieder überwiegend in Richtung steigender Inflation (und schwächeren Wachstums). Bei der Analyse der vielen Daten, die bis zur nächsten zinsentscheidenden Sitzung am 9./10. September erscheinen, werde vor allem auf die (bislang noch nicht beobachtbaren) Zweitrundeneffekte geachtet. All das legt nahe, dass die EZB im September noch eine weitere 25-Punkte-Anhebung vornimmt, um die Inflationserwartungen sicher beim 2% Ziel zu verankern. Dieser Erwartung liegt die Annahme zu Grunde, dass es im Nahen Osten bei einem Wechselbad aus Fort- und Rückschritten bleibt und sich die Belastungen eher durch Anpassungen der Wirtschaft wie Nutzung und Ausbau alternativer Transportwege und/oder Energielieferanten bzw. -quellen als durch eine vollkommen stabile politische Lösung schrittweise reduzieren werden. Neue regionale Transportkapazitäten werden aber erst ab 2027 schrittweise in Betrieb genommen werden können und den Energiemarkt entlasten. Neben zwischenzeitlichen Ruhephasen des Konflikts wird im kommenden Jahr aber auch ein Basiseffekt die Inflation entlasten. Sofern die Abwesenheit von Zweitrundeneffekten Bestand hat, d.h. weiter Lohnzurückhaltung und Produktivitätsfortschritte herrschen, sollte sich der Inflationsausblick so weit beruhigen, dass die europäischen Langfristrenditen im späteren Jahresverlauf schon etwas zurückgehen können und die EZB ihre Geldpolitik ab Mitte 2027 wieder etwas lockern kann – für den in der Tabelle als Zielrichtung angegebenen Juni könnte es aber knapp werden.

In den **USA** hat der Wechsel an der Notenbankspitze nicht die vom Präsidenten wohl intendierte Abkehr von der Inflationsbekämpfung via höherer Zinsen gebracht. Der erste Offenmarktausschuss unter neuem Vorsitz brachte zwar keine Zinsanhebung, aber ein klares Bekenntnis zur Inflationsbekämpfung. Die derzeit klar über 5% liegenden 30-Jahres-Renditen deuten ebenso auf anhaltenden Preisdruck hin wie die nach oben revidierte Inflationsprojektion der Fed, der wieder in Richtung 100 USD/b steigende Ölpreis, die neuen Zollankündigungen und die anhaltend gute Nachfrage der US-Verbraucher. Kevin Warsh könnte bei der Inflationsbekämpfung zunächst aber hauptsächlich auf eine Reduktion der Fed-Bilanz setzen. Er war 2011 u.a. wegen seiner Opposition zu den ausgedehnten Anleihenkäufen zurückgetreten. Die Fed-Bilanz ist mittlerweile um Vieles größer und es gibt zurzeit nicht nur keine aktiven Verkäufe von Staatsanleihen, sondern fällig werdende T-Bonds werden sogar wieder re-investiert (während es bei anderen Assetklassen zu einem leichten Abbau kommt). Wir würden für die Inflationsbekämpfung mit mehr Quantitative Tightening rechnen und haben in der unten angeführten Tabelle beim Leitzins nur einen einzigen Schritt gegen Jahresende unterstellt, um die Inflationserwartungen zu verankern. Auch in den USA könnte 2027 dann bereits wieder eine Lockerung anstehen, zumal die Fed mit ihrem dualen Mandat nicht nur der Preisstabilität, sondern auch maximaler Beschäftigung verpflichtet ist.

Quartalsprognose III-2026

USA (%)	24.07.26	Sep.26	Dez.26	Mar.27	Jun.27
Fed Funds Rate	3,63	3,50-3,75	3,75-4,00	3,75-4,00	3,75-4,00
3M Geldmarkt*	3,84	3,95	4,00	3,95	3,90
10J Staat	4,70	4,80	4,75	4,70	4,60
Eurozone (%)	24.07.26	Sep.26	Dez.26	Mar.27	Jun.27
EZB-Einlagensatz	2,25	2,50	2,50	2,50	2,25
3M Euribor*	2,47	2,65	2,60	2,50	2,30
10J Dt. Bund	3,20	3,10	3,05	3,00	3,00
Schweiz (%)	24.07.26	Sep.26	Dez.26	Mar.27	Jun.27
SNB-Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M Geldmarkt*	-0,04	0,00	0,00	0,00	0,00
10J Staat	0,52	0,45	0,40	0,35	0,35

* USA: 3m T-Bill, EZ: Ist-Wert 1Tag verzögert, CH: 3m SARON Compound Rate

Die **CHF**-Zinsen dürften ihren negativen Abstand zum Euro beibehalten, da die Schweiz trotz gestiegener Energiepreise eine Inflation unter 1% aufweist und der Leitzins auch wegen des starken CHF-Kurses kaum verändert werden dürfte. Gleichzeitig will die SNB eine Aufwertung vermeiden, sodass wir für den Wechselkurs eine Seitwärtsentwicklung unterstellen. Der **USD** hat zuletzt wieder verstärkt als sicherer Hafen gepunktet und auch vom AI-Investitionsboom profitiert. Hier erwarten wir mit Fortdauer der disruptiven Politik eine leichte Gegenbewegung. Die **Risiken** aller dargestellten Prognosen sind wegen der turbulenten Geo- und Handelspolitik überdurchschnittlich hoch.

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 Marktkommentar findet.

Disclaimer

Dieses Dokument 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).

Dieses Dokument 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 die VOLKSBANK WIEN AG als zuverlässig einstuft, für die sie jedoch keinerlei Gewähr übernimmt. Quelle der Marktdaten (wo nicht gesondert angegeben): Refinitiv/LSEG.

Dieses Dokument 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. Dieses Dokument 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. Dieses Dokument 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. Aus der Geschäftstätigkeit der VOLKSBANK WIEN AG u/o mit ihr verbundener Unternehmen können Interessenkonflikte in Bezug auf im Text erwähnte Finanzinstrumente bzw. deren Emittenten 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.

Dieses Dokument 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

+43(0)140137-4360: Dipl.-Vw. Uta Pock, lic.oec.int. (Autorin); Doris Schmoller, MSc, CFA; Andreas Tone, MSc; Alexander Lewis, BSc.