

Zins- und FX-Perspektiven

3. Quartal 2025

Über den **Wirtschaftsprognosen**, die in den groben Zahlen für die Eurozone gegenüber dem Vorquartal nur wenig verändert haben und einen moderaten Aufschwung bei einer dem EZB-Ziel nahen Inflation unterstellen, hängt nach wie vor der große Unsicherheitsfaktor Handelspolitik. Die USA haben die Frist für Handelsgespräche und damit die Aussetzung der Anfang April im Rosengarten des Weißen Hauses verkündeten „reziproken“ Zölle bis Anfang August verlängern, kündigen aber Tag für Tag neue spezifische Steuersätze für einzelne Produkte und Länder einschließlich der EU an. Während sich die Nachfrageindikatoren in den USA teilweise abschwächen, was durch die Zölle verstärkt werden dürfte, während die Preise zwischenzeitlich steigen, zeichnete sich in der den Konjunkturdaten der Eurozone in den letzten Monaten eine gewisse Belebung ab. Unterstützend wirkten dabei Vorzieheffekte bei den US-Importen, die Zinssenkungen der EZB, die mit einem Einlagensatz von 2% nun ein längerfristig reales Zinsniveau erreicht haben dürfte, sowie die insbesondere in Deutschland, aber auch anderen europäischen (NATO-) Staaten geplanten massiven öffentlichen Investitionen in Verteidigung und Infrastruktur.

Passend zur gegenläufigen Änderung der Wirtschaftsdynamik verzeichnete der **USD** trotz weiter bestehender Standortvorteile der USA 2025 sein schwächstes erstes Halbjahr seit 1986. Dahinter stand eine zunehmende geografische Diversifikation internationaler Aktienportefeuilles, sowie mehr Zurückhaltung der internationalen Investoren gegenüber den US-Staatsanleihen. Letzteres leitet eine LSEG-Analyse von Ende Juni aus der Zuordnung von Preisänderungen bei T-Bonds und Kursänderungen des USD gegenüber wichtigen Währungen zu den Handelszeiten in den USA, Asien und Europa ab. Die größten Verluste von US-Anleihen bzw. USD seien jeweils in den europäischen und/oder asiatischen Marktöffnungszeiten entstanden. Eine weitere Belastung für die internationale Attraktivität von **US-Staatsanleihen** entstand nach Abschluss der zitierten Analyse mit der Verabschiedung der „One big beautiful bill“ zum US-Staatshaushalt, die die Beibehaltung von Steuersenkungen und neue Steuervorteile vorsieht und trotz Kürzungen bei den Sozialausgaben. Laut Schätzung des Congressional Budget Office aus dem Mai summieren sich die Ausgabenkürzungen 2025 auf 197 Mrd USD, 2025 bis 2029 dank zwischenzeitlich neuer Ausgaben dann nur mehr auf 176 Mrd USD und in den zehn Jahren von 2025 bis 2024 auf insgesamt 774 Mrd USD. Dem steht ein Einnahmenentgang um 96 Mrd USD 2025, um 2,1 Bio USD 2025-29 und um 3,5 Bio USD 2025-34 gegenüber, sodass sich das staatliche Defizit noch stärker erhöht als vom IWF im Fiscal Monitor aus dem April geschätzt (6,5% des BIP 2025 und durchschnittlich 5,5% in den Folgejahren). Es gab zwar Nachbesserungen und die Zölle stellen vordergründig eine neue Einnahmequelle dar, was den Effekt des neuen Budgetgesetzes etwas abmildern kann. Wenn sich das Wirtschaftswachstum verringert und stark verteuerte Güter nicht rasch durch eine Ausweitung bzw. die neue Schaffung von Produktionskapazitäten ersetzen lassen, kann der Effekt der Zölle auf die Staatseinnahmen aber durchaus auch negativ sein.

Angesichts des möglichen zollbedingten Inflationsschubs hat die **Fed** ihren Zinssenkungszyklus im laufenden Jahr noch nicht wieder aufgenommen. Im Protokoll zur FOMC-Sitzung am 17./18. Juni zeigt sich eine gewisse Spaltung des Gremiums. Einige Mitglieder hätten sich für eine Senkung der Fed Funds Rate ausgesprochen, die meisten hielten diese (erst) nach Überwindung eines mutmaßlichen vorübergehenden Preisschocks durch die Zolleinführungen für angemessen und mehrere seien der Meinung, bereits der aktuelle Zinssatz sei nicht allzu weit vom neutralen Niveau entfernt. Für die Fed-Entscheidung am 29./30. Juli sieht es somit noch nicht nach Senkungen aus, für September liegt die Wahrscheinlichkeit laut CME Fed Fund Futures jedoch bei rund 70%. Das ist auch unsere Basisannahme in der unten angeführten Tabelle, die sich in diesem Punkt nicht von der Q2-Ausgabe unterscheidet.

In der **Eurozone** sollten sich die Zölle mit umgekehrten Vorzeichen auswirken, da Handelsströme hierher umgelenkt und entsprechende Überangebotssituationen geschaffen werden können. Auch diese Entwicklung dürfte nur vorübergehend sein. In ihrer Makroprojektion aus dem Juni sehen die EZB-Ökonomen den Tiefpunkt der Euro-Inflation in Q1-2026 bei 1,4%, gefolgt von einem Anstieg auf 2% bis 2,1% ab Q1-2027. Dabei wird vom Fortbestand des derzeit geltenden 10%-Basiszolls der USA gegenüber der EU, aber nur von wenigen weiteren Sonderzöllen ausgegangen. Dieser Inflationsverlauf würde nur ein relativ kurzes Zeitfenster ergeben, in dem der neutrale Zinssatz unter 2% fällt. Die impliziten Zinssätze aus den Euribor-Futures legen die Ausnutzung dieses Fensters nahe, während die Kommentare der EZB oft eher lange „Inkubationszeit“ von Zinsänderungen und die Notwendigkeit stabiler Bedingungen betonen. Wir behalten unsere 2%-Prognose für den EZB-Einlagensatz bei, das Risiko ist aber abwärts gerichtet und der Dreimonatseuribor dürfte den Leitzins zwischenzeitlich spürbar unterschreiten. Die Renditen dürften durch die hohen Staatsausgaben beidseits des Atlantiks nahe dem gegenwärtigen Niveau gehalten werden, mit einem Hauch von Abwärtstrend in den USA, wo sich das Wachstum abkühlt und die Fed das kurze Ende der Zinskurve bereits nach unten drückt, bevor ein neuer, vermutlich den „Tauben“ zuneigender Fed-Vorsitzender im Mai 2026 das Amt übernimmt.

Quartalsprognose III-2025

USA (%)	14.07.25	Sep.25	Dez.25	Mär.26	Jun.26
Fed Funds Rate	4,25-4,50	4,00-4,25	3,5-3,75	3,5-3,75	3,25-3,5
3M Geldmarkt*	4,31	4,10	3,70	3,60	3,40
10J Staat	4,43	4,40	4,35	4,30	4,25
Eurozone (%)	14.07.25	Sep.25	Dez.25	Mär.26	Jun.26
EZB-Einlagensatz	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor*	2,03	1,95	1,90	1,90	1,90
10J Dt. Bund	2,73	2,70	2,70	2,70	2,70
Schweiz (%)	14.07.25	Sep.25	Dez.25	Mär.26	Jun.26
SNB-Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
3M Geldmarkt*	0,14	0,05	0,00	0,00	0,00
10J Staat	0,48	0,45	0,45	0,45	0,45
Währungen	14.07.25	Sep.25	Dez.25	Mär.26	Jun.26
USD je EUR	1,17	1,19	1,20	1,20	1,20
CHF je EUR	0,93	0,94	0,94	0,95	0,96

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

Parallel zum sich zuspitzenden Zollkonflikt und der veränderten Ausgangslage haben wir die USD-Prognose verschoben. Dieser dürfte dieses Jahr unter Druck bleiben, längerfristig aber trotz aller Unwägbarkeiten vom positiven Renditedifferenzial stabilisiert werden, ebenso wie der CHF über kurz oder lang durch die neue Nullzinspolitik und die am ganz kurzen Ende schon wieder negativen Anleihenrenditen belastet und auch wieder Gegenstand von Devisenmarktinterventionen der SNB sein könnte. Angesichts der unsicheren Ausgangslage sind die Prognoserisiken derzeit in alle Richtungen hoch, insbesondere in Bezug auf ein trotz allem angenommenes, mit erhöhten, aber nicht prohibitiv hohe „Sonderzölle“ verbundene Handelsabkommen zwischen USA und EU sowie die Vermeidung eines längeren globalen „Handelskriegs“.

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

Dipl.-Vw. Uta Pock, lic.oec.int. (Autorin); Mag. Simone Jandl-Breitenbaum; Andreas Tone, MSc; Alexander Lewis, BSc.