

Zins- und FX-Perspektiven

4. Quartal 2025

Am **europäischen Geldmarkt** hat sich die Liquidität nach langer Zeit sehr reichlicher Versorgung normalisiert, sodass der Dreimonatseuribor wieder über dem Einlagensatz liegt und auch nicht mehr darunterfallen dürfte. Wir haben unsere Prognose entsprechend angepasst, obwohl die in den Futures-Preisen impliziten Dreimonatsszinsen der nächsten Quartale unter 2% liegen. Die Euribor-Futures signalisieren, dass die Wahrscheinlichkeit, dass die EZB einen weiteren Zinsschritt nach unten unternimmt, höher ist als jene einer Änderung nach oben, was wiederum mit dem Verlauf der von der EZB projizierten Verbraucherpreisinflation 2026 übereinstimmt. Diese liegt laut September-Projektion im ersten und dritten Quartal bei lediglich 1,6% und auch im zweiten und vierten Quartal mit 1,8% und 1,7% unterhalb des 2%-Ziels. Die (nicht nach Quartalen verfügbare) Kerninflation ohne Energie und Nahrungsmittel wird mit 1,9% von der EZB allerdings recht nahe der Zielvorgabe verortet und die EZB-Präsidentin bezeichnete den Disinflationsprozess am 6.10. vor dem Europäischen Parlament als beendet. Dementsprechend gehen wir in der unten angeführten Prognose von einem unveränderten Einlagensatz von 2% aus.

Impulse dafür, dass es doch noch zu einer weiteren Senkung auf dann 1,75% kommen könnte, können insbesondere aus den USA kommen: Einerseits durch eine Anpassung der Geldpolitik an die Wünsche des US-Präsidenten, insbesondere nach dem Führungswechsel bei der Fed nach Ende der Amtsperiode von Jerome Powell im Mai 2026. Die gewünschte starke Zinssenkung, die bereits vom ersten unter Trump neu bestellten FOMC-Mitglied Stephen Miran propagiert wird, würde via stärkerem Euro auch in der Eurozone den Druck zu weiteren Zinssenkungen verstärken. Andererseits kann der Impuls auch aus der Handelspolitik und insbesondere einem Konflikt zwischen den USA und China entstehen, wenn Warenüberschüsse aus China in die Europäische Union drängen und hier die Preise von Konsumgütern unter Druck geraten. In beiden Fällen wären die Leit- und Geldmarktzinsen in der Eurozone niedriger als unten abgebildet. Ein Aufwärtsrisiko der Geldmarktzinsen ergibt sich auf Sicht der nächsten Monate und Quartale aus der angeführten Normalisierung der Liquidität. Wenn die Kreditnachfrage anspringt und Geldmarktfinanzierungen wieder stärker gefragt sind, wäre auch ein Dreimonatseuribor beim oder knapp über dem um 15 Basispunkte oberhalb des EZB-Einlagensatzes liegenden Hauptrefinanzierungssatz denkbar. Die geldpolitischen Möglichkeiten sind abseits des Leitzinses wegen der großen EZB-Bilanzsumme noch immer begrenzt und voraussichtlich dem Fall von Verwerfungen am Anleihenmarkt vorbehalten, die v.a. von einer anhaltenden Regierungskrise in Frankreich ausgehen könnten, während die ehemaligen Peripheriestaaten verbesserte Fiskaldaten und Ratings aufweisen.

In den **USA** hat sich auch abseits der oben angerissenen politischen Diskussion die Wahrscheinlichkeit weiterer Zinssenkungen erhöht. Im September hat das FOMC – wie in der Quartalsprognose aus dem Juni angenommen – die Fed Funds Rate erstmals seit Dezember 2024 wieder um 25 Basispunkte gesenkt. Hintergrund ist weniger die Teuerung, die recht stabil, aber bisher nicht allzu weit, oberhalb des auch in den USA bei 2% liegenden Ziels liegt, als der Arbeitsmarkt, der sich in den letzten Monaten spürbar abgeschwächt hat. Die Septemberstatistik liegt wegen des Government Shutdowns zwar noch nicht vor, die vorangegangenen Monatsberichte waren aber schwach und die als jährliche Benchmark dienende Beschäftigtenzahl aus dem März wurde bei der ersten der beiden turnusmäßigen Revisionen im August um eine Million nach unten korrigiert. Maximale Beschäftigung ist in der Fed-Zielsetzung genauso wichtig wie Preisstabilität. Wir erwarten dieses Jahr weiterhin noch zwei Reduktionen der Fed Funds Rate. Auf Basis der Inflationsprognose der Fed aus dem September (PCE- und Core-PCE-Inflation 2026 bei 2,6%) wäre danach mit den Senkungen spätestens bei 2,5% bis 2,75% Schluss (Realzins null). Das ist weniger, als mehrheitlich von den FOMC-Mitgliedern im September als angemessen angesehen und liegt mit nur gut 10% Wahrscheinlichkeit auch unter dem in den Futures-Preisen für September impliziten Satz. Wir setzen die Prognose nun mit 2,75% bis 3,00% in der unteren Bandbreite der impliziten Terminzinsen an. Auch am **Kapitalmarkt** zeichnet sich für die USA ein etwas niedrigeres Zinsniveau ab als in unserer letzten Prognose unterstellt. Das mit den Inflationserwartungen, die von den hohen Importzöllen ohnehin nach oben getrieben werden und bei starker geldpolitischer Lockerung zunehmen würden, verbundene Risiko ist bei den US-Renditen aber nach oben gerichtet. Die europäische Zehnjahres-Benchmark liegt mit rund 2,7% derzeit dort, wo wir sie in der letzten Prognose erwartet haben. Hier ist weniger die Inflationserwartung maßgeblich als der hohe staatliche Finanzierungsbedarf, der die Staatsschuldenquote im als Benchmark dienenden Deutschland bis 2029 laut aktueller Projektion des Stabilitätsrats von Bund und Ländern auf 80% steigen lassen dürfte.

Noch stärker als erwartet sind die Zinsen im **Schweizer Franken** gefallen. Der Leitzins wurde im Juni auf 0% gesenkt, der SARON liegt bereits darunter und auch die Kapitalmarktzinsen sind sehr gering. Hintergrund sind die niedrige Inflation (Ø 0% J/J in Q2; 0,2% in Q3) und der Versuch, eine weitere Aufwertung des CHF im Sog der hohen, sich von Rekord zu Rekord bewegenden Goldpreis ablesbaren Safe-Haven-Nachfrage zu vermeiden. Die Schweizer Außenwirtschaft ist von den US-Zöllen besonders betroffen, eine Aufwertung dürfte daher sowohl mittels FX-Interventionen und – trotz auch von der SNB als mit negativen Nebeneffekten behaftet bezeichnet – zur Not sogar mit vorübergehend wieder negativen Leitzinsen bekämpft werden. Der **US-Dollar** wird künftig weniger vom Zinsdifferenzial profitieren, die Verkaufswelle der ersten Monate ist aber wieder abgeebbt. Der Dollaranteil an den internationalen Zentralbankreserven hat sich laut IWF in Q2 nur mehr kursbedingt nicht mengenmäßig, reduziert; der US-Aktienmarkt hat seine Aufwärtsentwicklung wieder aufgenommen und zieht Portfolioinvestitionen an. Zudem werden – erzwungen durch die Zollpolitik – vermehrt Direktinvestitionen ausländischer Produzenten in den USA angekündigt. Wir nehmen die Prognose leicht von 1,20 auf 1,18 USD je EUR zurück.

Quartalsprognose IV-2025

USA (%)	08.10.25	Dez.25	Mär.26	Jun.26	Sep.26
Fed Funds Rate	4,12	3,5-3,75	3,25-3,50	3,00-3,25	2,75-3,00
3M Geldmarkt*	3,99	3,70	3,40	3,20	3,00
10J Staat	4,11	4,05	4,00	4,00	4,00
Eurozone (%)	08.10.25	Dez.25	Mär.26	Jun.26	Sep.26
EZB-Einlagensatz	2,00	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor*	2,02	2,05	2,05	2,05	2,05
10J Dt. Bund	2,68	2,70	2,75	2,80	2,85
Schweiz (%)	08.10.25	Dez.25	Mär.26	Jun.26	Sep.26
SNB-Leitzins	0,00	0,00	0,00	0,00	1,00
3M Geldmarkt*	-0,04	-0,05	0,00	0,00	1,00
10J Staat	0,23	0,25	0,30	0,35	0,40
Währungen	08.10.25	Dez.25	Mär.26	Jun.26	Sep.26
USD je EUR	1,16	1,18	1,18	1,18	1,18
CHF je EUR	0,93	0,93	0,94	0,94	0,94

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

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.

