

Während die Eurozone nur mit kleinen Schritten in den Aufschwung findet, entstehen in den USA zunehmende Stagflationssorgen. Schon für Notenbanken mit einfachem Inflationsziel ist die Kombination aus nachlassender Wirtschaftsdynamik (die längerfristig die Inflation fallen lassen sollte) und über dem Ziel liegenden Inflationsraten und -erwartungen eine Herausforderung. Für die Fed mit dem dualen Mandat, das Preisstabilität im Sinne einer Steigerung der PCE-Kernrate von 2%, gleichzeitig aber auch eine Maximierung der Beschäftigung vorschreibt, ist die Situation noch schwieriger. Das Protokoll zur FOMC-Sitzung aus dem März belegt den vorsichtigen Zugang der Fed zu möglichen Zinssenkungen. Mittlerweile haben sich die schon in der März-Revision der Fed-Makro-Projektionen enthaltenen Belastungen seitens der US-Zollpolitik weiter verschärft, sodass die Inflations- (und auch Arbeitslosenquoten-) Erwartung im Juni abermals nach oben und die Wachstumserwartung nach unten revidiert werden dürften. Selbst wenn nur ein Teil der Zölle auf die Absatzpreise überwälzt werden kann und die US-Verbraucherpreisinflation im März rückläufig war, ist der Einfluss auf das künftige Preisniveau signifikant. So lag der Anteil von Konsumgütern an den US-Importen im Jahr 2022 bei 27%. Vorsichtig mit 25% übertragen auf die Güterimporte des vierten Quartals 2024 im Wert von 3.261 Mrd USD wären das in Q4-24 rund 860 Mrd USD gewesen, während die Personal Consumption Expenditures for Goods zu laufenden Preisen 6.355 Mrd USD ausmachten - woraus sich ein Anteil importierter Güter am Personal Consumption Expenditure Index von 10% bis 15% schätzen ließe. Wenn von den derzeit zwischen 10% (allgemeiner Einfuhrzoll), 25% (Stahl, Aluminium, Autos) und 145% (China; andere länderspezifische Zölle zur Zeit ausgesetzt) liegenden Zölle der unterste Satz (10%) auf die Absatzpreise überwälzt würde und der Anteil der Importwaren wegen der Verteuerung auf die untere Schätzbandbreite zurückfällt, liegt der direkte Effekt auf die PCE-Inflation bei +1 Prozentpunkt. Hinzu kommen die Verteuerungen bei inländischen Produkten, die unter Verwendung von Rohstoffen und/oder Vorleistungen aus dem Ausland hergestellt werden.

Der USD ist angesichts der mit den Zollerhöhungen verbundenen Rezessionsgefahr und der rückläufigen Auslandsnachfrage nach US-Staatsanleihen zum Euro auf ein Dreijahrestief gefallen. Die Rendite 10-jähriger US-Staatsanleihen, die durch die erhöhte Unsicherheit am 4.4. erstmals seit Oktober 2024 wieder unter 4% gefallen war, stieg aus demselben Grund nach dem Inkrafttreten der länderspezifischen Zusatzzölle um 40 bis 45 Basispunkte an, obwohl die meisten schon nach einem Tag wieder für 90 Tage ausgesetzt wurden. Sehr ungewöhnlich und ebenfalls der Zollpolitik gedankt war, dass sich die deutsche Benchmarkrendite fast spiegelbildlich dazu entwickelte. Im Vergleich zur letzten Prognose vom 22. Jänner 2025 sind die US-Renditen dennoch etwas niedriger, während die deutschen Benchmarks um gut zehn Basispunkte über dem damaligen Niveau liegen. Hintergrund des eingegengten Renditespreads sind die Änderungen der Schuldenregeln im deutschen Grundgesetz, die der neuen, bald ihr Amt antretenden Regierung erlauben werden, zusätzlich zum bisherigen Sonderhaushalt von 100 Mrd EUR weitere 400 Mrd in den Ausbau der durch den Russland/Ukraine-Krieg ebenso wie die neue US-Politik herausgeforderten Verteidigungskapazität sowie 500 Mrd in den Ausbau der in die Jahre gekommenen Infrastruktur zu investieren. Mit dieser Aussicht haben sich auch innerhalb der Eurozone die Renditedifferenzen gegenüber Deutschland verringert.

In der Eurozone bewirken die neuen US-Zölle kurzfristig beim BIP-Wachstum und auch bei der Inflation eine Senkung, da der Außenbeitrag zum BIP sinkt und verringerte Umsätze in den USA in der Eurozone tendenziell ein Überangebot zur Folge haben dürften, insbesondere auch durch die Umlenkung von Handelsströmen aus China. Die Makro-Projektion der EZB aus dem März konnte dies nur ansatzweise berücksichtigen, ging trotz vorübergehenden Anstiegs aber bereits von einer recht zügigen Annäherung des Inflationsziels aus. Mit der Eurostärke, dem durch die internationalen Konjunktursorgen und die Anhebung der OPEC+Produktionsquoten ab Mai verringerten Ölpreis und den genannten Handelseffekten dürfte das nun noch schneller gehen, sodass wir, anders als noch im Jänner, bereits am 17. April die nächste Senkung des Einlagensatzes erwarten, der im Juni dann auf 2% sinkt. Ob es danach noch zu weiteren Senkungen kommt, hängt vom Ausmaß der Konjunkturschäden aus dem Handelskrieg ab. Da unterbrochene bzw. weniger effizient organisierbare internationale Lieferketten kostensteigernd wirken, sollte die Inflation mittelfristig nicht unter 2% fallen, sodass die 2% auch als Gleichgewichtsniveau für den Einlagensatz gelten könnten. Die normalisierte Zinsstruktur sollte etwas steiler werden, was vom „kurzen Ende“ getragen wird, da in den langfristigen Renditen und Swapsätzen bereits höhere Staatsausgaben eingepreist sind. In den USA rechnen wir wegen der Zolleffekte mit einer Vertagung der Fed-Zinssenkungen auf den Herbst. Die US-Renditen dürften erhöht bleiben, wozu neben den Zollturbulenzen auch der durch Steuersenkungen erhöhte staatliche Fremdfinanzierungsbedarf beiträgt.

**Quartalsprognose II-2025**

USA (%)	14.04.25	Jun.25	Sep.25	Dez.25	Mär.26
Fed Funds Rate	4,25-4,50	4,25-4,50	4,00-4,25	3,75-4,00	3,5-3,75
3M Geldmarkt*	4,29	4,15	4,00	3,75	3,60
10J Staat	4,48	4,35	4,25	4,25	4,25
Eurozone (%)	14.04.25	Jun.25	Sep.25	Dez.25	Mär.26
EZB- Einlagensatz	2,50	2,00	2,00	2,00	2,00
3M Euribor*	2,28	2,05	2,05	2,05	2,05
10J Dt. Bund	2,56	2,55	2,60	2,60	2,60
Schweiz (%)	14.04.25	Jun.25	Sep.25	Dez.25	Mär.26
SNB- Leitzins	0,25	0,25	0,25	0,25	0,25
3M Geldmarkt*	0,38	0,25	0,25	0,25	0,25
10J Staat	0,44	0,45	0,50	0,50	0,50
Währungen	14.04.25	Jun.25	Sep.25	Dez.25	Mär.26
USD je EUR	1,14	1,10	1,10	1,10	1,10
CHF je EUR	0,93	0,95	0,96	0,96	0,97

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

Mit abflachendem Wachstum und einem im September einsetzenden Fed-Senkungszyklus dürfte die US-Renditetendenz letztlich nach unten zeigen, wobei eine verringerte Nachfrage aus dem Ausland die Renditen immer wieder nach oben treiben kann. Die positive Zinsdifferenz dürfte den USD etwas stützen, die Unsicherheit bleibt aber hoch. Beim Schweizer Franken hat sich die von der SNB angestrebte Wechselkursrichtung mit der (zu) niedrigen Inflation wieder in Richtung Schwächung gedreht. Das Zinssenkungspotenzial ist weitgehend ausgeschöpft, sodass es vermehrt wieder zu Interventionen kommen dürfte. Der CHF bleibt als sicherer Hafen gefragt, längerfristig sollte der Zinsnachteil aber wieder seine Wirkung entfalten. Die Prognoserisiken sind sowohl bei den Zinsen als auch bei den Währungen außerordentlich hoch.

## Impressum

Medieninhaber und Herausgeber:  
**VOLKSBANK WIEN – Research**  
Dietrichgasse 25, A-1030 Wien  
Österreich

E-Mail 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

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); Doris Schranz, MSc, CFA; Andreas Tone, MSc; Alexander Lewis, BSc.