

Zins- und FX-Perspektiven

Kurzkommentar 2. Quartal 2010

Seit Mitte 2009 verzeichnen die großen Währungsblöcke wieder eine Zunahme der wirtschaftlichen Aktivität, wobei sich der Aufschwung insbesondere in der Eurozone sehr verhalten zeigt. Die private Nachfrage springt nur zögerlich an, während die öffentlichen Ausgaben in einigen europäischen Ländern bereits wieder reduziert werden (müssen) und in den anderen Ländern für die kommenden Jahre deutliche Einschnitte bevorstehen. Dementsprechend gedämpft gestaltet sich der kurz- bis mittelfristige Wachstumsausblick der Eurozone, während vor allem in den USA zumindest bis zu den Zwischenwahlen im November die Konjunktur von staatlichen Ausgaben und deren belebenden Effekten auf die Inlandsnachfrage profitiert. Bei der Inlandsnachfrage herrscht in allen hier betrachteten Volkswirtschaften eine Diskrepanz zwischen Verbrauchervertrauen und Geschäftsklima. Dies führt in Verbindung mit der niedrigen Kapazitätsauslastung zu einem anhaltend schwachen Preisdruck auf Konsumentenebene. Auch die geringe Kreditnachfrage und die negative Geldmengenentwicklung wirken in diese Richtung. Als mögliche Quelle künftiger Teuerung erweisen sich einmal mehr die Rohstoffpreise. Hier waren zweistellige monatliche Zuwachsraten im Frühjahr keine Seltenheit, was neben niedrigen Dollar-Zinsen vor allem die schwungvolle Konjunktur der Schwellenländer außerhalb Europas widerspiegelt.

An unserem konjunkturellen **Basisszenario** hat sich gegenüber der letzten Quartalsprognose wenig verändert: Zunächst wird das Wachstum noch vom laufenden Lagerzyklus und den Konjunkturprogrammen unterstützt. Auch die Geldpolitik wird trotz erster Straffungstendenzen noch sehr expansiv bleiben. Wir rechnen in Europa mit moderatem und in den USA etwas lebhafterem Wirtschaftswachstum. 2011 dürften Exporte und Investitionen zunehmen, während vom privaten und staatlichen Konsum keine nennenswerten Impulse kommen. Ersteres ist Folge der hohen Arbeitslosigkeit und dürfte sich mit der Zeit etwas verbessern, Zweiteres ist Folge der hohen Fiskaldefizite der USA, Japans und der meisten Eurostaaten bzw. ihrer notwendigen Rückführung. Diese wirken sich in mehrfacher Hinsicht auf die **Kapitalmarktzin-sen** im Euroraum aus: Zum einen bewirken die Finanzierungsschwierigkeiten von Griechenland eine Bevorzugung „sicherer Häfen“, insb. der deutschen Bundesanleihen, was deren Renditen zuletzt gedrückt hat. Der insgesamt hohe Kapitalbedarf der USA, Japans und der Eurostaaten wirkt andererseits spätestens dann renditesteigernd, wenn die private Nachfrage nach Kapital ebenfalls wieder anzieht. Dafür gibt es in den Unternehmensbefragungen zwar bereits erste zarte Anzeichen, im kraftlosen europäischen Aufschwung ist jedoch nicht mit einer allzu starken Konkurrenz um Kapital zu rechnen. Inflationäre und deflationäre Tendenzen gleichen sich noch aus. Daher rechnen wir mit einer vorsichtigen, an den „unkonventionellen“ Maßnahmen ansetzenden **geldpolitischen Straffung**, wie sie bereits in den letzten Prognosen angenommen worden war und von der EZB inzwischen eingeleitet wurde. Die Fälligkeiten der „Langfristender“ im Juni, September und Dezember tragen dazu bei, dass die Marktbedingungen für die Refinanzierung im Jahresverlauf spürbar gestrafft werden. Der 3-Monats Euribor sollte insgesamt um rund 60 Basispunkte ansteigen. Die Probleme um die griechische Staatsverschuldung haben den **US-Dollar** weiter gestärkt und dazu geführt, dass die Renditen der deutschen Bundesanleihen im Gegensatz zu den US-T-Bonds hinter den zuletzt prognostizierten Werten zurückblieben. Da die Staatsfinanzen der Eurozonen-Peripherie auch nach einer Überweisung der Notkredite von IWF und Euroländern an Griechenland im Blickpunkt bleiben dürften, haben wir unsere **Prognose für die Euro-Benchmark-Rendite** nach unten revidiert, während jene für die US-T-Bonds kaum verändert wurde.

Prognoseergebnisse

Zinsen und Renditen					
	29.04.10	Jun.10	Sep.10	Dez.10	Mar.11
USA					
Leitzins	0 - 0,25	0 - 0,25	0 - 0,25	0,75	1,25
3M Interbank	0,34	0,50	0,60	1,20	1,50
10J Staat	3,77	3,90	4,10	4,25	4,40
Eurozone					
Leitzins	1,00	1,00	1,00	1,00	1,25
3M Interbank	0,66	0,85	1,10	1,25	1,50
10J Staat	3,01	3,20	3,40	3,50	3,70
Schweiz					
Leitzins	0 - 0,75	0,00 - 0,75	0,00 - 0,75	0,0 - 1,00	0,0 - 1,00
3M	0,25	0,25	0,30	0,50	0,60
10J	1,85	2,00	2,20	2,30	2,50
Japan					
Leitzins	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
3M	0,24	0,30	0,35	0,40	0,50
10J	1,29	1,50	1,70	1,85	2,00
Währungen:					
	29.04.10	Jun.10	Sep.10	Dez.10	Mar.11
USD je EUR	1,33	1,35	1,35	1,33	1,33
CHF je EUR	1,43	1,44	1,44	1,44	1,45
JPY je EUR	124,70	124,20	125,55	127,68	129,68
JPY je USD	93,99	92,00	93,00	96,00	97,50

Die Zeit für eine zwischenzeitliche Euro-Erholung ist inzwischen deutlich knapper geworden - wir erwarten die erste Leitzinsanhebung der Fed noch in diesem Jahr, während die EZB erst 2011 folgen sollte. Während der USD mittelfristig (auch gegenüber CHF und JPY) von einer günstigeren Zins- und Wachstumssituation profitieren sollte, wird das US-Fiskaldefizit wohl ebenfalls wieder vermehrt in den Fokus kommen, sich die Fiskaldefizite der Euroländer unter dem Druck der aktuellen Probleme letztlich reduzieren. Daher erwarten wir letztlich nur eine Seitwärtsentwicklung des Dollar. Auch das Handelsbilanzdefizit könnte mittelfristig wieder ein Thema werden. Da die Märkte derzeit stark von politischen Entwicklungen dominiert werden und die griechische Krise eine entscheidende Phase erreicht hat, ist das **Prognoserisiko** zur Zeit ungewöhnlich hoch.

Volksbank AG – Research

Uta Pock (Leitung): Tel. +43-1-53135-531; Friedrich Glechner, CFA: -684; Stephan Imre -569; Stefan Wolowiec: -469; Alexandra Ernst: -431; e-mail: research@volksbank.com