

**Zins- und Währungsausblick für das 2. Quartal 2010:****Euro-Turbulenzen verzögern Leitzinserhöhungen der EZB**

- **Erste Zinsschritte für das 4. Quartal 2011 erwartet, Zinssicherungen auf extrem niedrigen Niveau angesichts großer Risiken sinnvoll**
- **Jedoch keine negativen Auswirkungen auf die konjunkturelle Erholung**
- **Glaubwürdigkeit der EZB von Intervention vorderhand unberührt,**
- **CDS-Levels sämtlicher Euro-Mitgliedsländer sind zurückgegangen**
- **Ein Euro ist ein Euro und bleibt ein Euro – keine Anzeichen für gestiegene Inflationsangst**
- **Stabilisierung des EURO im Bereich von 1.10 bis 1.20,**
- **Keine Indizien für höhere Inflationserwartung, Vertrauen in Euro-Mitgliedsländer gestiegen**
- **Risikoszenarien bleiben allerdings extrem.**

Die massiven Turbulenzen rund um den Euro werden nach aktueller Einschätzung der UniCredit Group unmittelbar keine negativen Auswirkungen auf die konjunkturelle Erholung haben. Stattdessen sollten die Aufwärtsrevisionen der verschiedenen Wachstumsprognosen weiter anhalten, wobei die Konjunkturdynamik je nach Region recht unterschiedlich ausfällt.

„Der Bank Austria Konjunkturindikator etwa hat im April ein Zwei-Jahres-Hoch erreicht. Insbesondere das stark gestiegene Verbrauchervertrauen und die bessere Stimmung in der Industrie lassen die kurzfristigen Wachstumsaussichten wieder günstiger erscheinen“, sagt Helmut Bernkopf, Bank Austria Vorstand Corporate & Investment Banking, **„Wir rechnen unverändert mit einem Anstieg des österreichischen BIP um plus 1,3 Prozent 2010.“**

Die Zuspitzung der Krise hat jedoch die Ausstiegsstrategie der Europäischen Zentralbank, EZB, aus ihrer Niedrigzinspolitik unterbrochen, sodass erste Leitzinserhöhungen frühestens für das 4. Quartal an Stelle des 1. Quartals nächsten Jahres zu erwarten sind. Ihr und nicht dem gigantischen Unterstützungspaket in Höhe von 750 Milliarden Euro ist letztlich auch die Stabilisierung der Situation zuzuschreiben. „Mit der Entscheidung, im Bedarfsfall staatliche Anleihen aufzukaufen, hat die EZB dieselbe Antwort auf die Krise gegeben wie die Fed und die Bank of England 2009“, resümiert Bernkopf.

**Anleihen: Der Rettungsschirm wird die Peripherie-Märkte im Euroraum beruhigen**

Beim Kauf von Staatsanleihen durch die EZB bzw. die nationalen Notenbanken ist nicht eine bestimmte Performance das Ziel, vielmehr geht es darum, die Bondbären im Zaum zu halten. Ein erstes Beispiel ihrer Entschlossenheit hat die EZB dabei am Montag letzter Woche geliefert, als sie die Rendite von zweijährigen griechischen Staatsanleihen um mehr als 10 Prozentpunkte nach unten drückte. „Und dieser Erfolg wird wohl anhalten, denn schließlich verfügt die Europäische Zentralbank über unendliche Feuerkraft“, meint Michael Rottmann, Global Head of Fixed Income & Forex Strategy UniCredit Group, „Dazu kommt, dass die Notenbankkäufe auf eine extrem niedrige Liquidität treffen.“

Eine mögliche Abgabebereitschaft von "Real Money Accounts" auf den deutlich niedrigeren Niveaus sollte gleichzeitig verdaubar sein. Zudem dürfte ein dynamischer Gruppenzwang gerade die gegen eine Benchmark ankämpfenden Investoren wie Investmentfonds von einer stärkeren Untergewichtung der Peripherie-Märkte Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien abhalten. Angesichts einer

exorbitanten Wochenperformance in den relevanten Märkten läuft man Gefahr, zu deutlich hinter die Benchmark zurückzufallen und sich in den kommenden Monaten Tag für Tag am Ende der veröffentlichten Performanceranglisten wiederzufinden. Anders als die Fed und die Bank of England 2009 kauft sich die EZB zu ungleich attraktiveren Renditeniveaus ein, sodass kaum mit einem frühzeitigen Verkauf zu rechnen ist. Stattdessen sollte man davon ausgehen, dass die gekauften Anleihen bis zur Endfälligkeit gehalten werden.

### **Keine Indizien für höhere Inflationserwartung, Vertrauen in Euro-Mitgliedsländer gestiegen**

Trotz der Stabilisierungsmaßnahmen für die Gemeinschaftswährung lässt sich bis dato weder im Spread zwischen gängigen und inflationsgeschützten Staatsanleihen noch in Inflationsswaps eine höhere Inflationserwartung ablesen. Zudem haben sich die Geldmarktfowards in der vergangenen Woche deutlich reduziert - ebenfalls keine Indikation für steigende Inflationsängste.

„Auch für höhere Risikoprämien auf Grund einer schwindenden Kreditwürdigkeit des gesamten Euroraumes gibt es derzeit keine Indizien“, sagt Zinsexperte Michael Rottmann. Die CDS-Levels sämtlicher Länder sind deutlich zurückgegangen, obwohl die Renditen der Kernländer gestiegen sind. Diese Kombination ist allerdings auch ein klares Zeichen dafür, dass die Euro-Kernländer den Status sicherer Häfen verloren haben.

### **Höherer Goldpreis widerspricht nicht optimistischer Sicht von Inflations- und Kreditwürdigkeitsrisiken**

Der höhere Goldpreis widerspricht nach Ansicht Rottmanns nicht seiner aktuell optimistischen Bewertung von Inflations- und Kreditwürdigkeitsrisiken. Der Goldpreis ist gerade deshalb gestiegen, weil sich die Finanzwelt nach den Anleihekäufen der EZB beruhigt hat. Ein generell stabileres Umfeld kommt nicht zuletzt Gold zugute, da es sich im weitesten Sinne um eine risikoreiche Assetklasse handelt, die in einem ruhigeren Fahrwasser an den Finanzmärkten davon profitiert, dass die vorhandene Finanzmarktliquidität in höher volatile Assetklassen fließen kann. Zudem kann man Gold ohnehin als die Assetklasse ansehen, die in wahrscheinlichkeitsgewichteten Makroszenarien unter Risiko-Ertragsaspekten mit am interessantesten ist.

#### **Fazit:**

- **Stärker steigende Geldmarkt- und Swapsätze erst im späteren Verlauf von 2011,**
- **Risikoszenarien bleiben allerdings extrem.**
- **Eine teilweise Zinsabsicherung macht vor diesem Hintergrund Sinn!**
- **Den 10-jährigen Swapsatz sieht Michael Rottmann zum Ende dieses Jahres bei 3,45 Prozent und Ende 2011 bei 3,80 Prozent.** Den schwächeren Anstieg sieht er in einer langsamen Rückkehr zu einer Neuen Normalität begründet.

Eine steigende Inflations- und/oder den gesamten Euroraum ergreifende Kreditwürdigkeits-Risikoprämie ist hierin nicht enthalten. Diese beiden Faktoren betrachtet der Zinsexperte weiterhin als reine Risikoszenarien. Allerdings ist ein solches Szenario in den heutigen Renditen bereits eingepreist. Zudem muss man sich eingestehen: Angesichts der vielfältigen Unsicherheiten sind die Risikoszenarien beträchtlich und steigende Zinsen aufgrund aufflackernder Inflationsängste und/oder einer erneuten Kreditwürdigkeitskrise kann man in diesem Umfeld nicht kategorisch vom Tisch wischen.

„Der Starökonom Nouriel Roubini rechnet beispielsweise noch immer mit dem Austritt einiger Länder aus der Eurozone. Daneben erwarten weitere namhafte Kommentatoren noch immer eine Umstrukturierung der griechischen Schulden“, sagt Bank Austria Vorstand Helmut Bernkopf, „Sollte sich die Markterwartung in diese Richtung drehen, ein mehr als prononcierter Zinsanstieg wäre die Konsequenz.“ Wer also nicht ausschließlich das kurzfristige Basis-Szenario im Hinterkopf hat, sondern auch die unabwägbaren Risikoszenarien in seine Entscheidungsfindung einbezieht, der kann sehr wohl das aktuell extrem niedrige Zinsniveau nutzen, um seine Zinskosten abzusichern.

### **Ein Euro ist ein Euro und bleibt ein Euro**

Will man von einem generellen Vertrauensverlust des Euroraums sprechen, so ist dieser am ehesten in der Währung ablesbar. Anders als in den Staatsanleihen im Euroraum ist ein direktes Eingreifen via Interventionen aufgrund der Volumina in den Hauptwährungen mittel- und langfristig nicht erfolversprechend.

„Die Marktteilnehmer erwarten von der Politik eine ganz klare Aussage, wie die mannigfaltigen Probleme innerhalb des Euroraums - Leistungsbilanzungleichgewichte, relative Fiskalpolitik, unterschiedliche Wettbewerbsfähigkeit - gelöst werden sollen“, so Experte Michael Rottmann, „Solange diese Antwort nicht klar nachvollziehbar ist, wird sich auch die gemeinsame Währung nicht nachhaltig stabilisieren.“

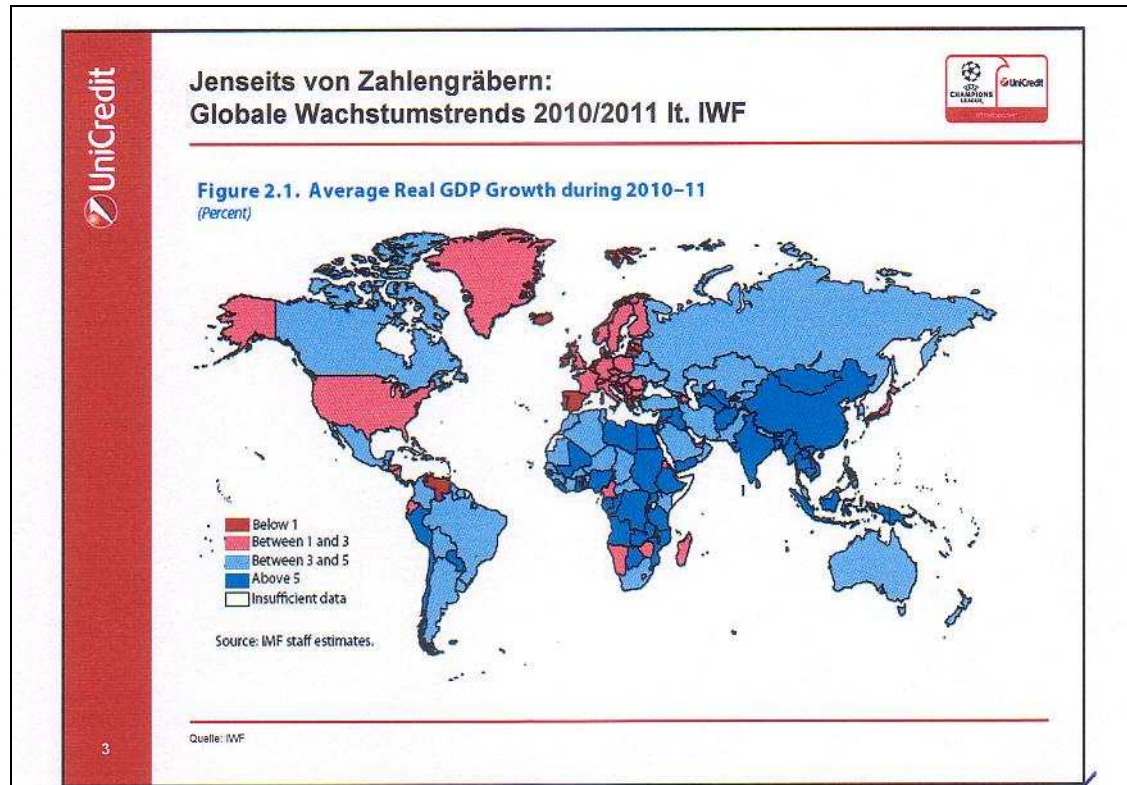
Die Strukturprobleme haben damit auch klar unterstrichen, dass der Euro in den nächsten Jahren den US-Dollar kaum als Weltwährungsreserve Nr. 1 ernsthaft gefährden kann. Daneben laufen auch die Zinserwartungen derzeit auseinander. Während man in den USA mit dem Beginn der Leitzinsnormalisierung spätestens im 1. Quartal 2011 rechnet, sieht kaum jemand eine Leitzinsanhebung im Euroraum vor Ende 2011.

### **Der EUR-USD Wechselkurs**


handelt aktuell noch immer marginal über seinem Startkurs von rund 1.19 am 1. Jänner 1999. Auch die Kaufkraftparität wird mehrheitlich um ein Niveau von 1.15 gesehen. Unter dieser Betrachtung war der Euro jahrelang überbewertet und kehrt aktuell lediglich zu seinen "fairen" Wert zurück. Von einer Weichwährung kann man aktuell aber trotzdem nicht sprechen. Es ist also vielmehr eine verzerrte Wahrnehmung der Marktteilnehmer, die zu dem rasanten Einbruch des Euros auf breiter Front geführt hat. Der Euro wird derzeit nicht als gemeinsames Ganzes, sondern vielmehr als Summe seiner schwächsten Einzelteile empfunden (erwartete spanische Arbeitslosenquote in 2011 um 20 %, erwartete griechische Staatsverschuldung in 2011 um 130 % des BIP).

In Krisenzeiten leidet der Euro immer unter dem gravierenden "Malus" einer zu großen Anzahl von Entscheidungsträgern. Einem US-Präsidenten stehen im Euroraum 16+Brüssel - Entscheider gegenüber. Es ist also die rein rechnerische Möglichkeit von widersprüchlichen Statements, die den Euro in Krisenzeiten immer wieder belastet. Letztlich haben – gemessen an ihrer Verschuldung – auch die USA, Großbritannien und Japan ein Problem. Niemand kann heute ausschließen, ob nicht in 2 Jahren die AAA-Ratings von Großbritannien und den USA ernsthaft zur Debatte stehen.

Die UniCredit Group rechnet entsprechend mit einer **Stabilisierung im Bereich von 1.10 bis 1.20**, nicht aber mit einem mehrmonatigen Abgleiten unter die Parität. Auch gegen Schweizer Franken und japanischen Yen sollte der Euro im Verlauf von 2011 zulegen.



UniCredit



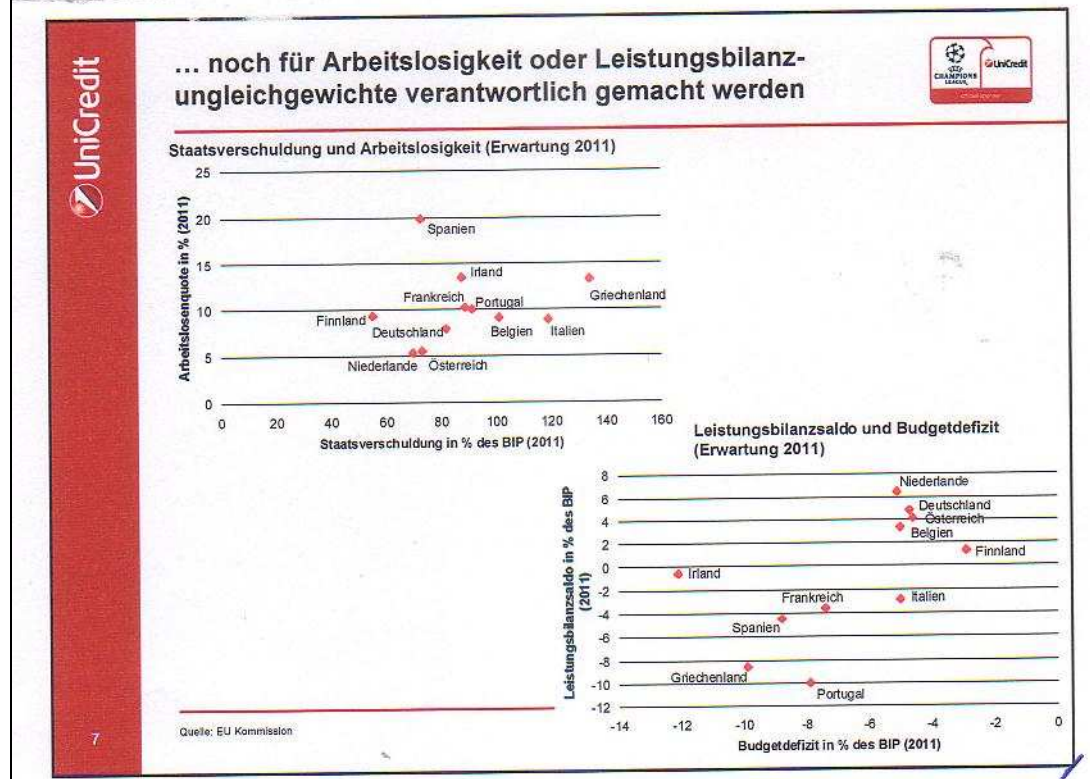
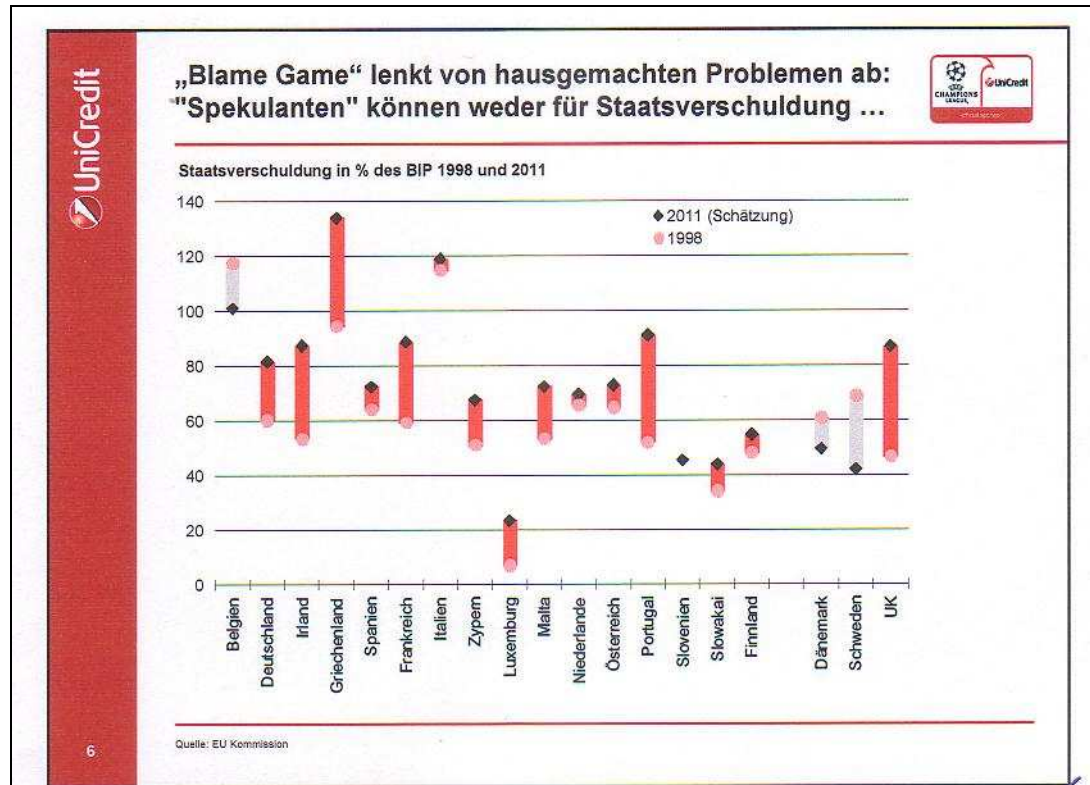
### Weltwirtschaftswachstum: Anhaltende Aufwärtsrevisionen, die Dynamik ist aber je nach Region sehr unterschiedlich

**Wachstumsprognosen IWF**

Wachstumsprognose für das Jahr	2010			Delta zwischen April '09 und April '10	Wachstumsprognose für das Jahr		
	2010	2010	2010		2011	2015	
Prognose vom	Apr-09	Sep-09	Apr-10		Prognose vom	Apr-10	Apr-10
Welt	1.9%	3.1%	4.2%	2.3%	Welt	4.3%	4.6%
USA	0.0%	1.5%	3.1%	3.1%	USA	2.6%	2.4%
Euroraum	-0.4%	0.3%	1.0%	1.4%	Euroraum	1.5%	1.7%
Deutschland	-1.0%	0.3%	1.2%	2.2%	Deutschland	1.7%	1.2%
Österreich	0.2%	0.3%	1.3%	1.1%	Österreich	1.7%	2.2%
Italien	-0.4%	0.2%	0.8%	1.2%	Italien	1.2%	1.3%
Japan	0.5%	1.7%	1.9%	1.4%	Japan	2.0%	1.7%
UK	-0.4%	0.9%	1.3%	1.7%	UK	2.5%	2.5%
Kanada	1.2%	2.1%	3.1%	1.9%	Kanada	3.2%	2.1%
Brasilien	2.2%	3.5%	5.5%	3.3%	Brasilien	4.1%	4.1%
Rusland	0.5%	1.5%	4.0%	3.5%	Rusland	3.3%	5.0%
Indien	5.6%	6.4%	8.8%	2.2%	Indien	8.4%	8.1%
China	7.5%	9.0%	10.0%	2.5%	China	9.9%	9.5%

4

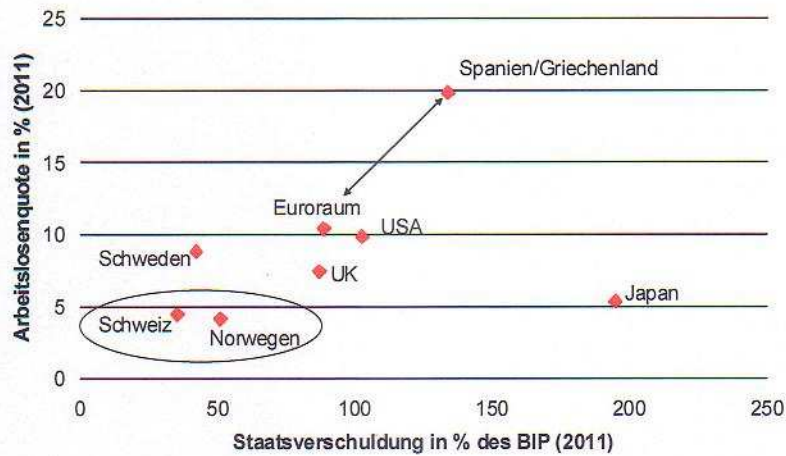
Quelle: IWF



Die Probleme mit der Wahrnehmung im FX-Bereich: In den USA wird nicht zwischen Bundesstaaten differenziert, ...



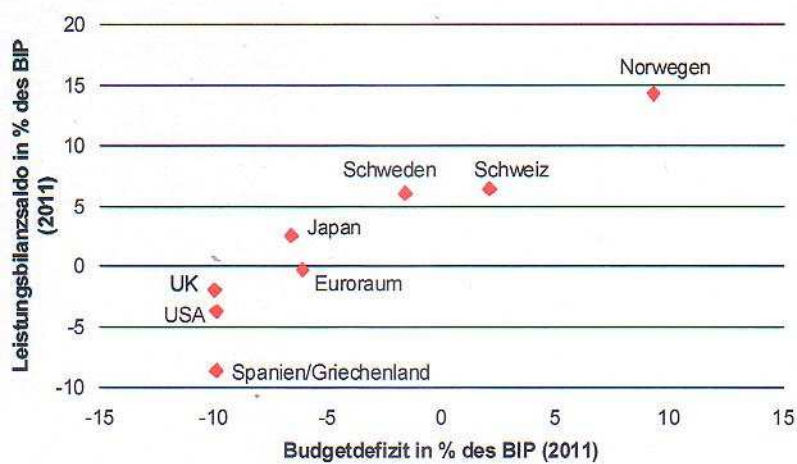
Staatsverschuldung und Arbeitslosenquoten (Schätzung 2011)



... im Euroraum schon. Nur CHF und NOK gelten als Einäugige unter den Blinden.



Staatsverschuldung und Arbeitslosenquoten (Schätzung 2011)



**Nicht zahlen und Umstrukturieren wäre auch nicht billiger:  
Wer aktuell mit wem im Bett liegt (in Mrd. USD, Dez. 2009)**



## SCHULDNER

	Total	Griechenland Irland Italien Portugal Spanien					GR, PT, SP		GR, PT, SP & IR		+ IT
		236.2	867.0	1417.9	285.7	1145.8					
Deutschland	3301.1	45.0	183.8	189.7	47.4	238.0	330.4		514.1	703.8	
Frankreich	3773.1	75.2	60.3	511.4	44.7	219.6	339.5		399.9	911.3	
Belgien	433.5	3.6	60.8	29.9	3.1	21.5	28.3		89.0	118.9	
Österreich	535.7	4.6	8.5	25.4	2.8	8.8	16.3		24.8	50.1	
Irland	626.5	8.5		46.3	5.4	30.2	44.1		44.1	90.4	
Italien	961.3	6.9	18.5		6.7	31.1	44.8		63.2	63.2	
Niederlande	1588.4	11.9	30.8	68.7	12.4	119.7	144.0		174.9	243.6	
Portugal	169.7	9.7	21.5	5.2		28.1	37.8		59.3	64.5	
Spanien	1378.4	1.3	15.7	46.8	86.0		87.3		103.0	149.8	
Schweiz	1633.8	3.6	16.5	16.4	3.9	18.3	25.8		42.3	58.7	
UK	3643.8	15.1	187.5	76.9	24.3	114.1	153.5		341.0	417.9	
USA	2492.5	16.6	58.6	53.8	5.0	52.7	74.3		132.9	186.6	