

Zins- und FX-Perspektiven

Kurzkomentar 4. Quartal 2011

Die **Konjunktur** der Eurozone ist spürbar abgeflaut und das Gefälle zwischen Zentrum und Peripherie hat sich weiter vertieft. Die **Staatschuldenkrise** lastete weiter auf den Finanzmärkten und führte die Renditen der deutschen Bundesanleihen zu neuen historischen Tiefständen, während die Aufschläge der Anleihen aus Griechenland, Italien, Spanien und Portugal außerordentlich hoch blieben bzw. weiter anstiegen. Bisher scheinen die Sparanstrengungen und die EU/IWF-Unterstützung nur in Irland eine wirkliche Entlastung gebracht zu haben. Hier ist – trotz ungünstigen gesamteuropäischen Trends – auch für das dritte Quartal mit einem positiven BIP-Wachstum zu rechnen. Der Renditespread hat sich auf das Niveau vom Jahresanfang zurückgebildet und die Staatsfinanzen profitieren – trotz weiterhin bestehender Risiken aus dem Finanz- und Immobiliensektor – von der expandierenden Wirtschaftsleistung und der wieder gewonnenen Wettbewerbsfähigkeit. Diese Ausnahme kann aber nicht darüber hinwegtäuschen, dass die Staatschuldenkrise insgesamt noch unvermindert schwelt und nun auch Banken und Staatsanleihenmärkte größerer Staaten wie Italien oder sogar Frankreich in Mitleidenschaft zieht. Auch die im August sichtbar gewordenen Restriktionen, die aus dem Patt zwischen den beiden großen Parteien für die US-Fiskalpolitik resultieren, haben zum Vertrauensverlust der Marktteilnehmer beigetragen. Die damit verbundenen Vermögensverluste bei den Konsumenten und die erhöhte Planungsunsicherheit für die Investoren haben maßgeblich zu Abschwächung des Wirtschaftswachstums und dem damit verbundenen Anstieg der Arbeitslosigkeit in der Eurozone beigetragen. Auch in den USA ist das Wachstum zu flau, um einen Rückgang der Arbeitslosigkeit zu gewährleisten. Nach dem Einbruch im 2. Quartal, der teilweise von der Unterbrechung internationaler Lieferketten im Gefolge der japanischen Erdbebenkatastrophe zurückzuführen war, war das Jahreswachstum im dritten Quartal mit hochgerechnet 2,5% laut der ersten Schätzung aber relativ stark. Während die Schweizer Konjunktur zunehmend in den Sog der Eurozone gerät, ist die konjunkturelle Abschwächung in den großen Schwellenländern moderat. Die Weltwirtschaft wird von den vergleichsweise hohen Ölpreisen und den neuen Risiken für den Finanzsektor belastet, wächst aber kontinuierlich weiter.

Nachdem die nationalen Parlamente der im Sommer von den Regierungschefs beschlossenen Ausweitung der **Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität** (EFSF) zugestimmt hatten, wurde bei den beiden Gipfeltreffen Ende Oktober ein neues Gesamtpaket aus Griechenlandhilfe sowie EFSF-Hilfen für Staaten und Banken beschlossen. Die Finanzmärkte reagierten mit Erleichterung und es schien kurz, als könne dies nun der Meilenstein werden, der allmählich eine Stabilisierung einleitet. Die Regierungskrise in Griechenland hat die Zuversicht aber postwendend wieder belastet. Der **Euro** gab einen Teil der im Oktober erzielten Gewinne zum US-Dollar wieder ab, die **Rendite** der 10-jährigen deutschen Benchmark-Anleihe fiel vorübergehend wieder unter 1,80%. Der Schweizer Franken, den die SNB zur Vermeidung von Deflation und Verteidigung der Wettbewerbsfähigkeit im September bei mindestens 1,20 zum Euro fixiert hatte, kehrte in seinem Marktwert wieder nahe zu dieser Obergrenze zurück. Die **Europäische Zentralbank**, die bereits mit (sterilisierten) Anleihenkäufen die Staatsanleihen- und Covered-Bond-Märkte unterstützt und ihren 1-Jahres-Tender wieder eingeführt hat, senkte am 3. November trotz der unverändert hohen Inflation von 3% ihren Leitzins auf 1,25%.

Für den weiteren Verlauf der europäischen **Geldpolitik** ist bemerkenswert, dass die EZB sowohl bei der Anhebung der Zinsen im Frühjahr als auch jetzt deutlich rascher war als von den Beobachtern erwartet.

Quartalsprognose IV/2011

USA	04.11.11	Dez.11	Jun.12	Dez.12
Leitzins	0 - 0,25	0 - 0,25	0 - 0,25	0 - 0,25
3M Interbank	0,44	0,35	0,40	0,50
10J Staat	2,07	2,15	2,50	3,00
Eurozone	04.11.11	Dez.11	Jun.12	Dez.12
Leitzins	1,25	1,00	1,00	1,25
3M Interbank	1,49	1,10	1,00	1,25
10J Staat	1,89	2,10	2,40	2,80
Schweiz	04.11.11	Dez.11	Jun.12	Dez.12
Leitzins	0 - 0,25	0 - 0,25	0 - 0,25	0 - 0,25
3M	0,04	0,05	0,05	0,15
10J	0,91	1,10	1,30	1,60
Japan	04.11.11	Dez.11	Jun.12	Dez.12
Leitzins	0,10	0,10	0,10	0,10
3M	0,19	0,20	0,20	0,25
10J	0,99	1,05	1,20	1,40
Währungen	04.11.11	Dez.11	Jun.12	Dez.12
USD je EUR	1,38	1,40	1,44	1,45
CHF je EUR	1,22	1,22	1,23	1,24
JPY je EUR	107,87	109	114	117
JPY je USD	78,00	78	79	81

Neben der außerordentlich wechselhaften wirtschaftlichen Entwicklung, die sowohl Inflations- als auch Deflationsrisiken beinhaltet, könnte dies auch auf eine rückläufige Elastizität der (Kredit- und Güter-) Nachfrage zum Leitzins hindeuten, die stärkere Bewegungen des Zinses und/oder zusätzliche geldpolitische Instrumente erfordert, um einen Effekt zu erzielen. Auch wenn eine solche Schlussfolgerung noch recht spekulativ ist – höhere Eigenkapital- und Risikokosten, ein höherer Anteil fristenkongruenter Refinanzierungen etc. bedeuten neue Komponenten der Kreditkonditionen, die deren Verbindung zum Leitzins tatsächlich lockern könnten. Da wir zudem erwarten, dass die Staatschuldenkrise nun allmählich ihren Höhepunkt erreicht bzw. überschreitet, rechnen wir nun mit einer raschen Fortsetzung der geldpolitischen Lockerung, die aber schon zum Jahreswechsel 2012/2013 wieder von einer Straffung abgelöst wird. Voraussetzung für Letzteres ist, dass die Wirtschaftspolitik (vgl. S. 2) eine Kreditklemme verhindern kann und sich die Nachfrage bereits Mitte 2012 wieder belebt. Hierzu können sowohl die privaten Verbraucher in der Kerneurozone als auch die Exporte beitragen, während die staatliche Nachfrage flau bleibt.

Da den Banken zumindest im Dezember noch einmal eine außergewöhnlich lange Refinanzierung durch die EZB zum Leitzinssatz angeboten wird, ist anzunehmen, dass die **Geldmarktzinsen** sich im kommenden Jahr an den Leitzins angleichen werden und der Dreimonats-Euribor ihn vorübergehend auch unterschreiten kann.

Eine wirtschaftliche Stagnation, gefolgt von einer Belebung ab dem 2./3. Quartal 2012, spricht für einen allmählichen Anstieg der **Langfristrenditen** ab dem Jahreswechsel. Dies gilt sowohl für die deutschen Bundesanleihen als auch für die T-Bonds. Wenn die unten skizzierten Euro-Gipfel-Pläne umgesetzt werden und auch der dauerhafte Stabilisierungsmechanismus ESM bis Ende des Jahres von den nationalen Parlamenten verabschiedet wird, ist zudem auch wieder mit niedrigeren **Risikoprämien** zu rechnen, was ebenfalls mit einem Aufwärtstrend bei den Renditen der „sicheren Häfen“ verbunden sein dürfte. Der Euro dürfte in einem solchen Szenario im kommenden Jahr wieder etwas aufwerten.

ⁱ **Eurozonengipfel am 23. und 26.10.2011:**

Die Staats- und Regierungschefs der 17 Euroländer haben sich beim jüngsten Gipfel auf ein zweites Hilfspaket für **Griechenland** über EUR 100 Mrd geeinigt, mit dem auch die notwendige Bankenrekapitalisierung abgedeckt werden soll. Voraussetzung ist eine erweiterte Beteiligung der privaten Gläubiger. Mit dem internationalen Bankenverband IIF wurde eine Einigung auf einen Schuldenerlass der privaten Gläubiger Griechenlands von 50% erzielt. Damit sollen die Schulden des Landes um EUR 100 Mrd sinken und bis 2020 ein Niveau von 120% des BIP erreichen. Die genauen Modalitäten und der Teilnehmerkreis der geplanten Umschuldung sind noch offen, sie könnte sich aber im Grundmodell am ja bereits einmal durchgeführten Tauschangebot an Banken aus dem August anlehnen. Für Griechenland wurde beim Gipfel eine permanente Niederlassung der "Troika" zur Begleitung der Reformprogramme beschlossen. Außerdem einigte man sich darauf, dem Euro-Rettungsschirm **EFSF** die Möglichkeit zu geben, über eine Billion Euro für angeschlagene Euro-Staaten zu mobilisieren. Dazu soll die noch frei verfügbare Kreditsumme des EFSF von etwa EUR 275 Mrd der insgesamt EUR 440 Mrd mit Hilfe von privatem Kapital und/oder einer nur beschränkten Absicherung von Staatsanleihen um den Faktor vier bis fünf erhöht werden. Genaueres dazu werden die Finanzminister bis Ende November ausarbeiten. Neben den konkreten Unterstützungsmechanismen wurden beim Gipfel auch Richtlinien für eine solidere und besser abgestimmte **Fiskalpolitik** der einzelnen Länder verabschiedet, darunter die Verankerung von Schuldengrenzen in den nationalen Verfassungsgesetzen bis spätestens Ende 2012. Diese war bereits vor einigen Monaten im Rahmen des "Pakts für Wettbewerbsfähigkeit" (Euro Plus Pact) vereinbart worden. Die separaten Gipfeltreffen der Eurostaaten sollen von nun an regelmäßig mindestens zwei Mal jährlich stattfinden. Bislang waren diese ad hoc vereinbart worden, einen Turnus hatte es nur für die EU-Gipfel gegeben. Die institutionelle Verankerung der vereinbarten vertieften Zusammenarbeit soll bis März 2012 ausgearbeitet werden. Hinsichtlich des **Bankensektors** wird die Kommission ersucht, gemeinsam mit EBA, EIB und EZB ein Konzept für einen koordinierten Ansatz bei der Funding-Unterstützung auszuarbeiten. Bis Mitte 2012 sollen die Banken eine Quote von 9% eng definierten Eigenkapitals haben, wobei Staatsanleihen mit ihrem Marktwert vom 30.9. in die Bewertung der Aktiva eingehen. Ausdrücklich wird darauf hingewiesen, dass die nationalen Aufsichtsbehörden sicherstellen sollen, dass es auf dem Weg dorthin nicht zu einem übermäßigen Deleveraging kommt und der Kreditzufluss an die Realwirtschaft erhalten bleibt. Bis zur Erreichung der geforderten Eigenkapitalquote unterliegen die Banken Beschränkungen bei der Auszahlung von Dividenden und Boni. Wo das Kapital nicht privat aufgebracht werden kann, sollen zunächst die Staaten und, wenn deren Kapazität nicht ausreichend ist, der EFSF bei der Rekapitalisierung einspringen. Am Rande des **G-20-Gipfels** wurde zudem vereinbart, dass auch das Angebot des IWF an von Ansteckung bedrohte Staaten ausgeweitet wird. Der Währungsfonds soll eine neue, auflagenfreie Finanzierungsfazilität von 6 Monaten mit einem Umfang von bis zu 500% des jeweiligen IWF-Kapitalanteils eines Landes einrichten.

Österreichische Volksbanken Aktiengesellschaft – Research

Uta Pock (Leitung; Autorin): Tel. +43(0)50 4004-4360; Alexandra Ernst: -4359; Friedrich Glechner, CFA: -4362; Wolfgang Pohn, CFA, -4361; Stefan Wolowiec: -4363; e-mail: research@volksbank.com

Alle Angaben ohne Gewähr. Die Publikation stellt keine Aufforderung zum Kauf/Verkauf angeführter Instrumente dar. Quelle der Marktdaten: Thomson Reuters. Medieninhaber: Österreichische Volksbanken-Aktiengesellschaft. Diese untersteht der Finanzmarkt Austria (FMA) als Aufsichtsbehörde.