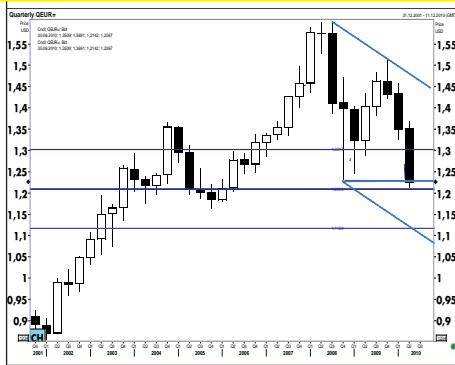


EUR - USD Währungsanalyse

26. Mai 2010

USD pro EUR



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Technische Analyse

letzter Kurs: 1,2265 Kauf 1,2390
Kursziel: 1,2660 - 1,31

Ein Fall unter 1,21 würde den Abwärtstrend bestätigen und damit 1,1280 als nächstes Kursziel. Zieht man die Kursbewegung der letzten paar Stunden in Betracht, kann eine Wende nach oben nun nicht mehr ausgeschlossen werden und wäre eine W-Formation mit K 1,2680 -> 1,31 im Bereich des Möglichen.

Trotz des EUR 750 Mrd. Rettungspaketes von EU und IWF zur Stützung angeschlagener Euroraumländer erreichte EUR/USD am 19. Mai mit 1,215 den tiefsten Stand seit 4 Jahren. Seither konnte sich die Gemeinschaftswährung nicht nachhaltig erholen. Hat das Unterstützungspaket damit versagt? Nein. Auch wenn das Paket in manchen Medien fälschlicherweise als Unterstützung für den Euro-Wechselkurs verkauft wurde, zielt es im Wesentlichen darauf ab, die Finanzierung von Staaten wie z.B. Portugal, Irland oder Spanien sicherzustellen. Eine Stützung des Euro-Wechselkurses aber war und ist nicht Ziel des Hilfspaketes!

Im Gegenteil: Bei einigen der gewählten Mittel war im Vorhinein sogar klar, dass diese den Euro-Wechselkurs weiter schwächen würden. Das gilt insbesondere für die von der EZB verkündeten Maßnahmen: Speziell der Kauf von Staatsanleihen der besonders unter Druck stehenden Länder am Sekundärmarkt durch die Notenbank wirkt nicht gerade als vertrauensbildende Maßnahme für den Euro. Zwar haben sich diese Käufe mit Blick auf das eigentliche Ziel bisher als sehr effektiv herausgestellt: Die Kurse der entsprechenden Anleihen legten kräftig zu und die Renditeaufschläge sanken, sodass sich diese Länder (exklusive Griechenland) inzwischen wieder selbständig am Anleihenmarkt finanzieren können. Das Vertrauen in die (Unabhängigkeit der) EZB und damit in den Euro ist allerdings angeknackst und das, obwohl die Anleihekäufe durch die Notenbank unserer Meinung nach auf absehbare Zeit kein Inflationsrisiko bergen. Insbesondere weil die EZB die zugeführte Liquidität mittels Gegengeschäften vollständig sterilisiert.

Trotzdem herrscht am Markt weiter große Skepsis, wie unabhängig die EUR-Währungshüter noch sind, und wie zuverlässig sich die Notenbanker künftig ihrem primären Ziel der Gewährleistung von Preisstabilität widmen werden.

US-Finanzmarktprognosen

	aktuell	Sep. 10	Dez. 10	Jun. 11
EUR/USD	1,227	1,25	1,20	1,20
USD Leitzins	0,125%	0,125%	0,125%	1,25%
USD 3M LIBOR	0,53%	0,5%	0,6%	1,6%
USD 10J Rendite	3,22%	3,5%	3,9%	4,4%

* in % des BIP

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Ein weiterer Belastungsfaktor für den Euro ist die Tatsache, dass die Leitzinsen im Euroraum nun wohl deutlich länger auf dem aktuell niedrigen Niveau verweilen werden als bisher angenommen. Der im Vergleich zu anderen Währungsräumen (USA, Schweiz) absehbar langsamere Zinsanhebungspfad der EZB belastet den Euro gegenüber diesen Währungen ebenfalls.

Analysten

Jörg Angelé
joerg.angele@raiffeisenresearch.at
Valentin Hofstädter
valentin.hofstaedter@raiffeisenresearch.at

Technische Analyse

Robert Schittler, CEFA
robert.schittler@raiffeisenresearch.at

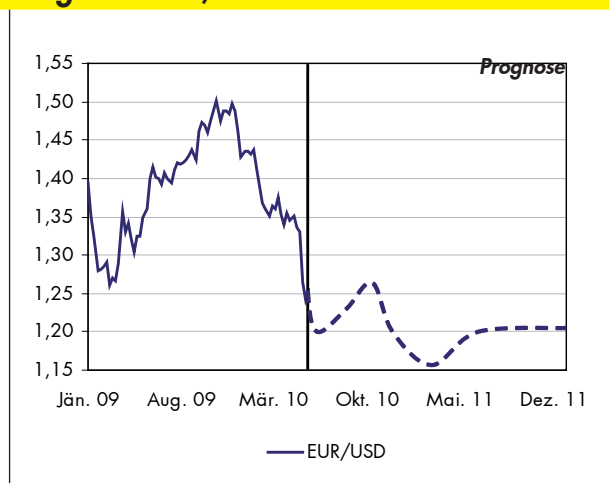
Aufgrund der gegenwärtig äußerst pessimistischen Stimmung am Markt gegenüber dem Euro halten wir kurzfristig weitere Kursrückgänge unter 1,20 EUR/USD für leicht möglich, unterbrochen von kurzen Short-Covering-Rallies so wie vor einigen Tagen. In Summe eine sehr volatile Bodenbildung. Erst ab Sommer rechnen wir mit einer gewissen Stabilisierung der Gemeinschaftswährung um 1,25 EUR/USD. Helfen sollten dem Euro dann die konjunkturelle Abkühlung in den USA sowie einige Monate mit dann wieder schwächeren US-Arbeitsmarktdaten. Kurzzeitige Ausschläge um 5 bis 10 Cent sind ebenfalls nicht ausgeschlossen, wie letzte

Woche gesehen: Der Euro profitierte von Interventionen der Schweizerischen Nationalbank SNB gegen den Franken. In der Folge sahen sich einige Marktteure gezwungen, short-Positionen einzudecken und trieben den Euro so in kurzer Zeit von 1,22 EUR/USD bis auf 1,27 EUR/USD. Da der Zeitpunkt für solche Interventionen nicht prognostizierbar ist, sind sie nicht Bestandteil unserer Prognose. Dass es zu weiteren Ausschlägen dieser Art kommt, ist aber sehr wahrscheinlich. Angesichts des inzwischen tiefen Ausgangsniveaus und der oben beschriebenen Probleme werden diese den Euro aber wohl nicht über niedrige 1,30er EUR/USD Kurse hinaufhieven.

Langfristig, das heißt in diesem Fall am Ende unseres Prognosehorizontes Mitte 2011, sehen wir den Euro zum Dollar wieder schwächer. Maßgeblich für diese Einschätzung sind im Wesentlichen drei Faktoren.

Zum ersten spricht die erwartete Entwicklung der **Konjunktur** im nächsten Jahr für den Dollar. Zwar rechnen wir für 2011 nur mit einem Zuwachs des realen US-Bruttoinlandsproduktes von 2,0 % nach 3,0 % in 2010, das liegt aber in erster Linie an dem von uns erwarteten schwachen zweiten Halbjahr 2010, infolge dessen der statistische Überhang für 2011 nur bei 0,7 Prozentpunkten liegt. Zum Vergleich: Für 2010 betrug der statistische Überhang 1,2 Prozentpunkte. Im Jahresverlauf 2011 rechnen wir aber mit einer spürbaren Beschleunigung der konjunkturellen Dynamik und Zuwachsraten für das reale Bruttoinlandsprodukt die ab Mitte des Jahres über dem Potenzialwachstum liegen. Für den Euroraum erwarten wir dagegen nicht zuletzt aufgrund der breit angelegten Maßnahmen zur Budgetsanierung in fast allen Mitgliedsländern eine nur gedämpfte konjunkturelle Entwicklung mit Wachstumsraten, die im Schnitt nicht über dem Potenzialwachstum liegen sollten.

Prognose EUR/USD

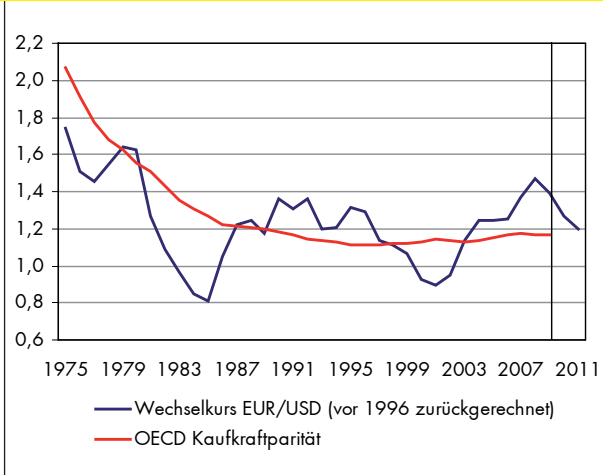


Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Neben diesem konjunkturellen Aspekt spricht auch die von uns erwartete **Geldpolitik** von Fed und EZB für den Dollar. Verglichen mit unserer Einschätzung von Anfang April wiegt dieses Argument mittlerweile sogar noch schwerer. Anders als vor sechs Wochen rechnen wir mittlerweile nicht mehr damit, dass EZB und Fed annähernd gleichzeitig damit beginnen werden, das Leitzinsniveau wieder anzuheben. Die EZB dürfte eine Anhebung des Leitzinssatzes nicht vor der zweiten Jahreshälfte 2011 ins Auge fassen. Damit würde sie der Fed ein bis zwei Quartale hinterhinken. Für den Euro bedeutete solch ein Szenario ganz klar Abwertungsdruck. In die gleiche Richtung wirkt der von den Notenbanken geplante Liquiditätsentzug. Während die EZB hier jüngst massiv zurückrudern musste, hat die Fed bereits eine ganze Reihe von Maßnahmen vorgestellt, mit denen sie, beginnend in der zweiten Jahreshälfte 2010, die Liquidität am Markt deutlich reduzieren möchte. Die größte Bedeutung wird hierbei dem Einlagensatz zukommen, über dessen Erhöhung die Fed die Banken dazu veranlassen kann, Geld bei der Notenbank zu „parken“. Bei den weiteren Instrumenten handelt es sich um reverse repos und term deposits (vgl. Zinssausblick USA vom 2. April 2010). Außerdem wird die Fed den Diskontsatz weiter anheben, um die alte Spanne von 100 Basispunkten zwischen Diskontsatz und Fed Funds Target Rate wiederherzustellen. Im Februar hatte ein erster Schritt in diese Richtung schon zu Turbulenzen an den Märkten geführt. Per saldo dürfte es also ab Herbst 2010 zu vermehrten Ankündigungen und Aktivitäten der Fed mit Blick auf den Abbau überschüssiger Liquidität kommen. Insgesamt wird damit das Bild einer aktiveren Fed gefestigt werden und dem Dollar Auftrieb verleihen.

Unser drittes Argument für einen auf längere Sicht stärkeren Dollar ist ein sehr fundamentales: Die Entwicklung der **Kaufkraftparität**. Laut OECD liegt der gemäß Kaufkraftparität „faire“ Wechselkurs für EUR/USD derzeit knapp unter 1,20 EUR/USD. Zwar ist diese Methode ungeeignet, kurzfristige Wechselkursbewegungen zu erklären, langfristig stellt die Kaufkraftparität aber einen recht guten Anker dar, um den herum sich ein Wechselkurs bewegt. Vom derzeitigen Niveau aus besteht gemäß dieses Ansatzes zwar nur noch ein geringes Aufwertungspotenzial für den Dollar, ein temporäres Über- bzw. Unterschließen des Wechselkurse über bzw. unter das „faire“ Niveau ist allerdings nicht ungewöhnlich.

„Faires“ Niveau bei 1,17 EUR/USD



Quelle: OECD, Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

3. Außerdem ist der EUR trotz der heftigen Rückgangs immer noch nicht unterbewertet. Er hat damit nur die Überbewertung der letzten Jahre abgebaut, als sich der Markt einseitig auf die Schwächen der US-Wirtschaft fokussierte, und der USD (so wie der EUR derzeit) als „zum Untergang verdamnte Währung“ gehandelt wurde. Das ist vielleicht auch ein gewisser Trost, wenn sich die Kakophonie um das Euro-Projekt in den nächsten Wochen weiter steigert – Totgesagte leben länger, auch was Währungen betrifft. Fakt ist aber, dass EUR/USD auch bei derzeit 1,23 immer noch höher liegt als der „faire Wert“ nach Kaufkraftparität (laut OECD derzeit bei 1,17), und höher als bei der Einführung des EUR (zu EUR/USD 1,1789). Weitere Rückgänge von EUR/USD unter 1,20 sind deshalb kurzfristig leicht möglich und längerfristig zu befürchten, wären per se aber kein Problem für die Eurozone und erlauben keine automatischen Rückschlüsse auf die Effektivität des Unterstützungspaketes.

Exkurs

Warum macht ein schwächerer EUR derzeit Sinn?

1. Ein schwächerer EUR begünstigt mittel- und längerfristig die Nettoexporte der Eurozone und damit auch die konjunkturwirksame Nachfrage – ein natürlicher Ausgleichsmechanismus für die Wachstumsschwäche. Der größte Wermutstropfen dabei ist, dass dieser Effekt angesichts der geringen Exportquote der EU (rund 20 % des BIP) nicht allzu groß ausfällt, und die Hauptprofiteure die Export-Champions wie Deutschland und Österreich sind, die ohnehin bereits über EU-Schnitt wachsen dürften. Trotzdem kann die europäische Konjunktur gerade in Zeiten verschärfter Budgetkonsolidierungen jede Hilfe brauchen.
2. Ein schwächerer EUR verringert den Deflationsdruck, den die derzeitige Schuldenkrise samt Wachstumsschwäche mit sich bringt. Das gilt nicht nur für die südlichen Länder wie Griechenland, Spanien und Portugal – auch im Durchschnitt der Euroländer ist die Kerninflation (exkl. Energie) weiter rückläufig und lag zuletzt nur mehr bei 0,9 % p.a. – mit weiteren Rückgängen in Richtung 0 absehbar (in Spanien liegt sie bereits unter Null). Aber auch hier darf man sich nicht zu viel Effekt erwarten: Da auch der Anteil der Importe am BIP der Eurozone mit rund knapp 20 % sehr gering ist, dürfte sich auch der inflationssteigernde Effekt einer 15-20 prozentigen EUR-Abwertung nur im Bereich hinter dem Komma abspielen.

US-Wirtschaftsprognosen

	2008	2009	2010e	2011f
BIP, real, % p.a.	0,4	-2,4	3,0	2,0
VPI, % p.a.	3,8	-0,4	2,2	1,7
Kerninflation, % p.a.	2,3	1,7	1,0	1,0
Arbeitslosenquote, %	5,8	9,3	9,5	9,2
Beschäft. ex. Agrar, % p.a.	-0,6	-4,3	-0,4	0,6
Leistungsbilanz*	-4,9	-2,9	-3,1	-3,7
Ø EUR/USD	1,47	1,39	1,25	1,17

* in % des BIP
Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Achtung! Einen aktuellen Kurzkomentar zum USD bzw. zu wichtigen Ereignissen im Zusammenhang mit dieser Währung finden Sie auch in unserem „Wöchentlichen Marktausblick“ (jeden Freitag), unserem wöchentlichen Währungsausblick „Fokus FX“ (jeden Dienstag), sowie in ad-hoc erfolgenden Kurzaussendungen. Ihr Raiffeisen-Kundenbetreuer wird diese auf Anfrage gerne an Sie weiterleiten.

Da angesichts der hohen Volatilität von EUR/USD unsere Quartalsprognosen nur ein unzureichendes Bild von der erwarteten Dynamik während des Quartals bieten können, und angesichts der hohen konjunkturellen Unsicherheit der Bedarf eines raschen Reagierens auf neue Entwicklung noch höher ist als sonst, empfehlen wir allen Lesern dieser Analyse, sich ein aktuelles Bild über unsere EUR/USD-Empfehlung nur gemeinsam mit den oben erwähnten kurzfristigeren Währungspublikationen zu bilden!

Medieninhaber (Verleger), Herausgeber

Raiffeisen RESEARCH GmbH
A-1030 Wien, Am Stadtpark 9
Telefon: +43 1 717 07 - 1521

Dieser Bericht wurde von Raiffeisen RESEARCH ausschließlich zu Informationszwecken erstellt. Die in diesem Bericht enthaltenen Angaben, Analysen und Prognosen basieren auf dem Wissensstand und der Markteinschätzung der mit der Erstellung dieses Berichtes betrauten Personen zu Redaktionsschluss. Raiffeisen RESEARCH behält sich in diesem Zusammenhang das Recht vor, jederzeit Änderungen oder Ergänzungen vorzunehmen. Die Vervielfältigung, Weiterleitung und Verteilung von Texten oder Textteilen dieses Berichtes ist ausdrücklich untersagt. Raiffeisen RESEARCH übernimmt keine Haftung für die Richtigkeit, Vollständigkeit oder Genauigkeit der im Bericht enthaltenen Informationen und/oder für das Eintreten der Prognosen. Im Wesentlichen wird folgende Quelle verwendet: Thomson Reuters.

Dieser Bericht richtet sich ausschließlich an Marktteilnehmer, die in der Lage sind, ihre Anlageentscheidungen eigenständig zu treffen und sich dabei nicht nur auf die Analysen und Prognosen von Raiffeisen RESEARCH stützen. Dieser Bericht ist unverbindlich und stellt weder ein Angebot zum Kauf der genannten Produkte noch eine Anlageempfehlung dar.

Ausführlicher Disclaimer sowie Offenlegung gemäß § 48f Börsegesetz: <http://www.raiffeisenresearch.at> -> "Disclaimer".