

Großbritannien Währungsanalyse

29. Juli 2010



Quelle: www.pixelio.de

Prognoseübersicht

	2007	2008	2009	2010e	2011f
BIP (real, % p.a.)	2,6	0,6	-4,9	1,5	1,8
VPI (% p.a.)	2,0	2,4	2,2	3,2	3,0
	akt.	Sep. 10	Dez. 10	Mär. 11	Jun. 11
Leitzins	0,50	0,50	0,50	1,00	1,25
3M-Zins	0,74	0,80	0,90	1,30	1,50
10J- Rendite	3,54	3,60	3,80	4,10	4,30
EUR/GBP	0,834	0,82	0,80	0,76	0,78
GBP/USD	1,559	1,52	1,50	1,51	1,53

Quelle: Reuters, Thomson Financial Datastream, Raiffeisen RESEARCH

Kernaussagen

- Nach einem starken zweiten Quartal sprechen auslaufende Sondereffekte und stagnierende Frühindikatoren für eine Abkühlung der Konjunkturdynamik in der zweiten Jahreshälfte 2010. Wir rechnen daher mit einem moderaten BIP-Wachstum von **1,5 % p.a.** im Jahr **2010**. Unsere BIP-Prognose für das Jahr **2011** liegt bei **1,8 % p.a.**, wobei sich die im nächsten Jahr voll einsetzende Budgetkonsolidierung dämpfend auf die britische Wirtschaft auswirken wird.
- Nachdem sich die **Inflationsrate** seit Jahresbeginn überraschend hartnäckig über der 3 % Marke halten konnte, rechnen wir im Gesamtjahr **2010** mit einer Verbraucherpreissteigerung von **3,2 % p.a.** Aufgrund der geplanten **Mehrwertsteueranhebung** mit **Jänner 2011** haben wir unsere Inflationsprognose für das kommende Jahr nach oben revidiert. Das geringe Lohnwachstum, die relativ hohe Arbeitslosenquote und die geringe Kapazitätsauslastung werden in den nächsten Monaten zwar dämpfend auf den Preisauftrieb wirken. Der durch die Steueranhebung bedingte Basiseffekt sollte allerdings dafür sorgen, dass die Preissteigerungsrate im Jahr **2011** trotzdem bei **2,6 % p. a.** liegen wird.
- Angesichts der jüngsten Inflationsspitzen und der im Juni deutlich angestiegenen Inflationserwartungen zeigte sich das Zinskomitee der **Bank of England (BoE)** zuletzt **uneinig** in Sachen **Inflationsausblick**. In der Folge votierte ein Notenbankmitglied bei den letzten zwei Zinssitzungen für eine Zinsanhebung um 25 BP. Unserer Einschätzung nach werden die „Falken“ im Zinskomitee in den nächsten Monaten aber noch klar in der Minderheit bleiben. Die Mehrheit der Notenbanker dürfte mit Blick auf die anstehende Budgetkonsolidierung und die unsicheren Wachstumsaussichten eher später als früher an der Zinsschraube drehen wollen. Wir rechnen deshalb **frühestens** im **ersten Quartal 2011** mit **Zinsanhebungen** durch die BoE.
- Da wir für das zweite Halbjahr 2010 mit einem Abflauen der Konjunkturdynamik und einer unverändert expansive Geldpolitik der BoE rechnen, sollte sich das Pfund in den kommenden Monaten zwischen **EUR/GBP 0,84** und **EUR/GBP 0,80** einpendeln. Erst mit dem Beginn der Zinsanhebungen im **ersten Halbjahr 2011** (bei gleichzeitig unverändert niedrigem Zinsniveau im Euroraum) wird eine nachhaltige Aufwertungsbewegung des Pfund Richtung **EUR/GBP 0,76** in Gang kommen.

Analystin

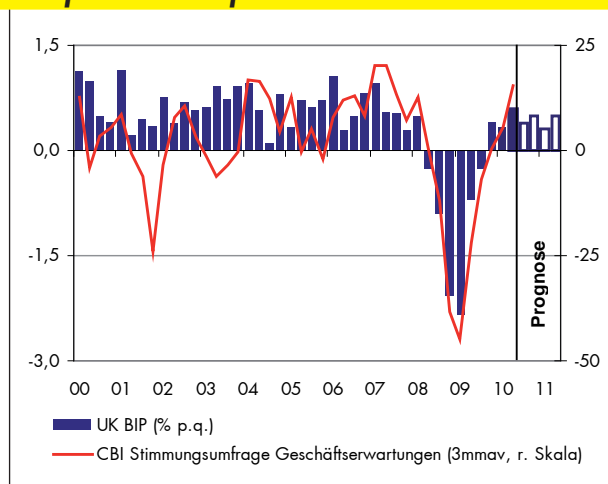
Julia Neudorfer

julia.neudorfer@raiffeisenresearch.at

Konjunktur

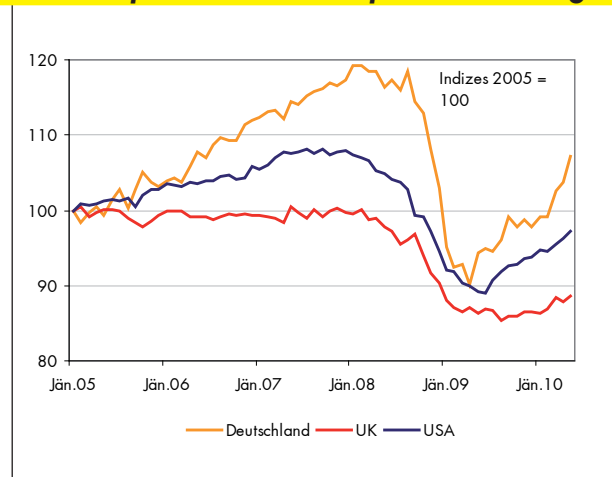
Laut erster Schätzung des **Bruttoinlandsprodukts** wuchs die britische Wirtschaft im **zweiten Quartal** um **1,1 % p.q.** Die hohen Niveaus der Frühindikatoren (PMIs, CBI-Umfrage) und die Erholung der Industrieproduktion hatten für das zweite Quartal eine starke Konjunkturdynamik erwarten lassen. Das deutlich über dem Trendwachstum liegende Quartalsplus übertraf allerdings auch die optimistischsten Analysenschätzungen. Ein ähnlich kräftiges Quartalsplus hat es zuletzt in Q1 2006 gegeben. Erstmals seit Q3 2008 liegt das BIP auch wieder im Vorjahresvergleich höher und zwar um 1,6 %. Nach einem zum Teil durch die Rücknahme der Mehrwertsteuer-senkung und ungünstige Wetterverhältnisse bedingten schwachen Start ins Jahr 2010 (BIP-Wachstum in Q1: +0,3 % p.q.) erhielt die britische Wirtschaft in den Monaten April bis Juni kräftigen Rückenwind von einem stark anziehenden Output im Dienstleistungssektor und im Baugewerbe. Die Produktion im Baugewerbe verzeichnete mit einem Anstieg von 6,6 % das stärkste Quartalsplus seit 1963 und auch im Dienstleistungssektor konnte die Leistungserstellung um 0,9 % zulegen. Die Industrieproduktion konnte ihre mit Verspätung begonnene Erholung fortsetzen (+1,0 % p.q.), obgleich die Belebung der Produktionstätigkeit im Vergleich zu Deutschland moderat ausfällt.

Konjunkturröhepunkt im 2. Quartal



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

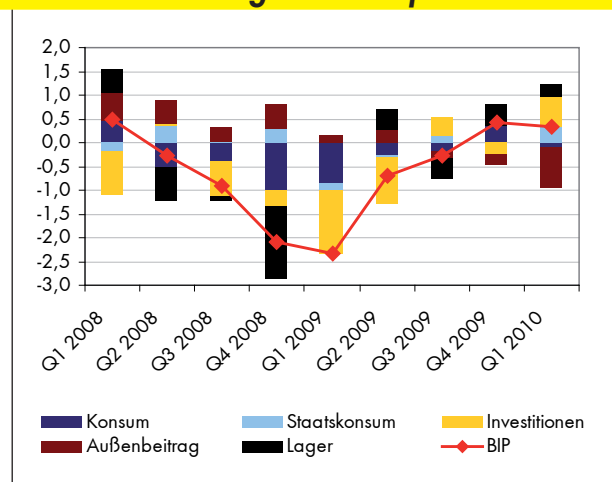
Industrieproduktion - Verspätete Erholung



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Mit dem 2. Quartal sollte der Aufschwung allerdings seinen Höhepunkt erreicht haben, für die **zweite Jahreshälfte** zeichnet sich eine **Wachstumsabkühlung** ab. So ist um die Jahreswende 2010/11 mit einem schwächeren globalen Wachstumsumfeld zu rechnen, da viele wachstumsfördernde Faktoren (Lagerzyklus, Wiederbelebung des Welthandels) auslaufen oder sich wie im Falle der staatlichen Konjunkturmaßnahmen ins Gegenteil umkehren. Dasselbe gilt für Großbritannien, wo der öffentliche Konsum und das Lager zuletzt neben den Investitionen die größten Wachstumsbeiträge lieferten. Die Abhängigkeit des BIP-Wachstums vom Staatskonsum und Lagereffekten lässt angesichts einer bis dato schwachen Entwicklung des Außenhandels und des privaten Konsums Zweifel an der Nachhaltigkeit der aktuellen Wachstumsraten aufkommen.

Wachstumsbeiträge BIP-Komponenten*

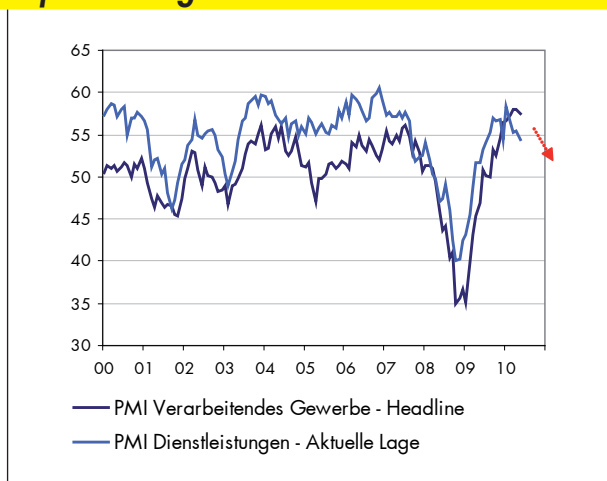


*in %-Punkten

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Bei einigen der Konjunkturindikatoren war in den letzten Wochen zudem eine Trendumkehr oder zumindest eine Plateaubildung zu erkennen. Zwar sind die Niveaus der PMI-Indizes (vor allem für das Verarbeitende Gewerbe) noch immer vergleichsweise hoch, die Beurteilung der aktuellen Lage im Dienstleistungssektor (der in Großbritannien besonders viel zur Wirtschaftsleistung beiträgt) war im Juni allerdings schon den vierten Monat in Folge rückläufig. Erstmals seit Jahresbeginn liegt der Index bei 54,4 Punkten wieder unter dem langjährigen Durchschnitt von 55,2 Punkten. Ins Bild einer sich abschwächenden Dynamik passt auch die im letzten Monat markant vorsichtiger gewordene Beurteilung der Geschäftserwartungen auf Jahressicht (stärkster Indexrückgang seit Beginn der Umfrage). Besonders belastend auf die Stimmung der befragten Einkaufsmanager dürften sich dabei die Ende Juni vorgestellten Sanierungspläne der Regierung ausgewirkt haben.

Gipfelformung bei Frühindikatoren

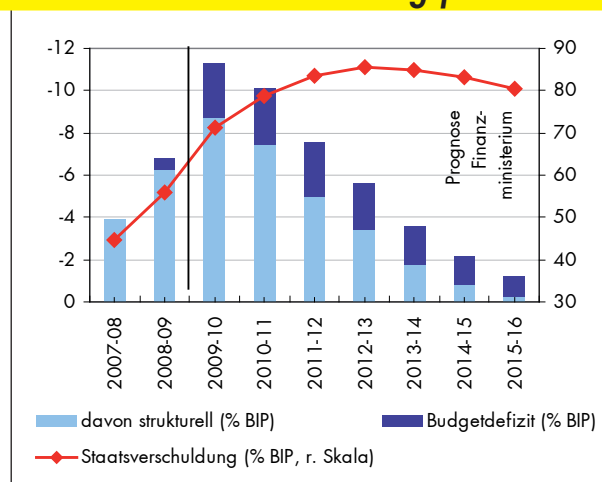


Quelle: Bloomberg, Raiffeisen RESEARCH

Im Hinblick auf den **Außenhandel** ergibt sich bei den entsprechenden Subkomponenten der Konjunkturfrühindikatoren (CBI-Umfrage, PMI Industrie) ein ähnliches Bild: die Beurteilung der Auftragslage aus dem Ausland hat im zweiten Quartal merklich nach unten gedreht. Nachdem global gesehen der erste große Schwung bei der Exportnachfrage schon hinter uns liegt, dürfte der Außenhandel also auch im zweiten Halbjahr **als Wachstumstreiber ausfallen**. Für eine Fortsetzung der schwachen Dynamik der britischen Außenwirtschaft im Jahr 2011 spricht außerdem der voraussichtlich dämpfende Effekt der Budgetkonsolidierungsprogramme auf die Nachfrage innerhalb der Eurozone, welche Großbritannien wichtigsten Exportmarkt darstellt.

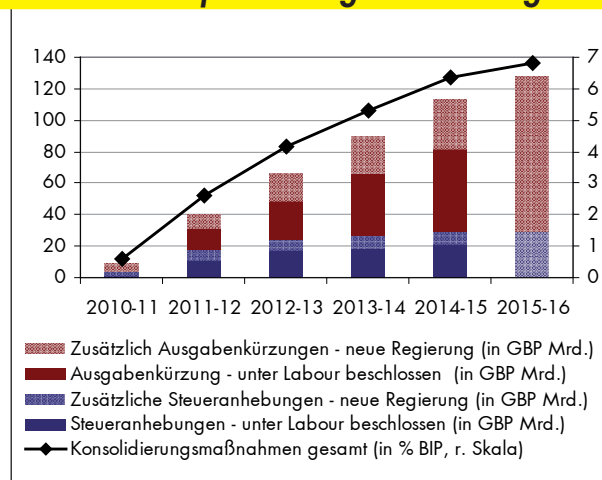
Auch Großbritanniens neue Koalitionsregierung hat letzten Monat die Eckpfeiler seines **Konsolidierungsprogramms** im Rahmen des Nachtragshaushalts bekannt gegeben. Angesichts eines rekordhohen Budgetdefizits von 11,3 % des BIP im vergangenen Budgetjahr, einer stark ansteigenden Staatsverschuldung (2007: 55,8 %; 2010: 78,9 % des BIP) und des Risikos einer Herabstufung der britischen Kreditwürdigkeit fiel der Sanierungsplan erwartungsgemäß ambitioniert aus. Bis ins Jahr **2015** soll das **Budgetdefizit auf 2,1 %** des BIP gesenkt werden, was alle bisherigen Konsolidierungsmaßnahmen in Großbritannien übertrifft. Bereits im kommenden Budgetjahr 2010-11 sollen GBP 40 Mrd. eingespart werden (entspricht rund 2,6 % des BIP), wobei der Schwerpunkt der Konsolidierungsmaßnahmen auf Ausgabenkürzungen liegen wird.

Ambitionierter Konsolidierungspfad...



Quelle: Office of Budget Responsibility, Raiffeisen RESEARCH

... mit Schwerpunkt Ausgabenkürzungen



Quelle: HMT June Budget, Raiffeisen RESEARCH

Kernmaßnahmen des Konsolidierungspakets

Auf der **Einnahmeseite** sind vorgesehen: **Erhöhung des regulären Mehrwertsteuersatzes** von aktuell 17,5 % auf 20,0 % mit Jänner 2011; Einführung einer **Bankensteuer**, welche allerdings zum Teil durch die graduelle Absenkungen der Körperschaftsteuer (um jährliche einen Prozentpunkt auf 24 % bis 2014) aufgehoben wird.

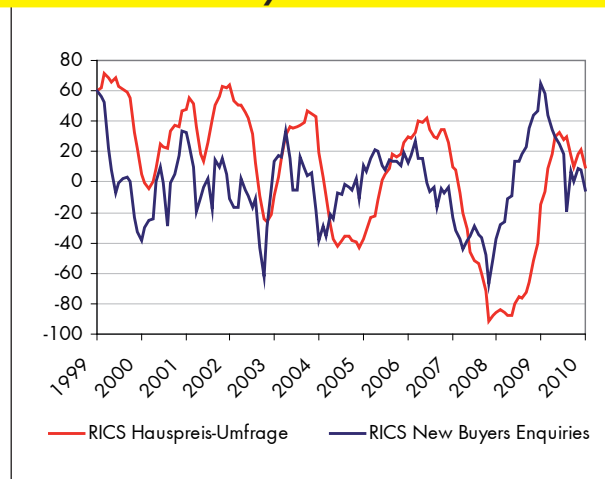
Auf der **Ausgabenseite** stehen bisher vor allem **Kürzungen von Pension- und Sozialleistungen** (Kinder- und Wohnungsbeihilfen; Neuindexierung der Pensionszahlungen an den Verbraucherpreisindex anstelle des Einzelhandelspreisindex), sowie Nulllohnstunden im öffentlichen Dienst bis 2011 (für Bezieher von Einkommen über GBP 21 000 jährlich). Rund die Hälfte der geplanten Ausgabenkürzungen wird erst im Rahmen der „Spending Review“ im **Oktober** präzisiert.

Spätestens Anfang 2011, wenn die **Budgetkonsolidierung** mit voller Härte einsetzt, werden sich die zuletzt positiven Wachstumsbeiträge des öffentlichen Konsums ins Negative umkehren und sich **dämpfend** auf die **konjunkturelle Entwicklung** auswirken. Schon im zweiten Halbjahr 2010 fallen die für das heurige Jahr geplanten Einsparungen von GBP 6 Mrd. (entspricht 0,4 % des BIP) ins Gewicht. Negative Effekte des Sanierungspakets sollten angesichts drastischer Ausgabenkürzungen bei Pensions- und Sozialleistungen auch beim privaten Konsum spürbar sein. Gleich im ersten Quartal 2011 schlägt zudem ein weiterer Belastungsfaktor zu Buche: die Anhebung der Mehrwertsteuer von 17,5 % auf 20,0 % mit Anfang Jänner. Wie schon zum Jahreswechsel 2009/10 ist mit Vorzieheffekten ins vierte Quartal 2010 und anschließend schwachem (oder negativem) Konsumwachstum im ersten Quartal 2011 zu rechnen. Für das zweite Halbjahr 2010 und das Jahr 2011 rechnen wir insgesamt mit einem **unterdurchschnittlichen Wachstum** des **privaten Konsums**.

Neben der anstehenden Budgetkonsolidierung sprechen allerdings noch weitere Faktoren gegen eine kräftige Erholung beim privaten Konsum: So sind vom **Immobilienmarkt**, der in Großbritannien traditionell großen Einfluss auf die Entwicklung des privaten Konsums nimmt, keine positiven Impulse zu erwarten. Zwar haben sich die Immobilienpreise **seit März 2009** spürbar von ihrer **Talfahrt erholt**, doch die Preisanstiege waren maßgeblich vom niedrigen Immobilienangebot am Markt getrieben. Steigendes Angebot bei gleichzeitig nachlassender Nachfrage führte in den letzten beiden Monaten folglich zur erwarteten Abkühlung der Hauspreisdynamik. Von den wichtigsten Hauspreisindizes (Nationwide, Halifax, Land Registry) wies einzig Nationwide über die letzten beiden Monate noch geringe Preissteigerungen aus (Mai: +0,5 %; Juni: +0,1 %). Die **RICS Hauspreis-Umfrage**, als wichtigster Frühindikator für den britischen Immobilienmarkt, verzeichnete

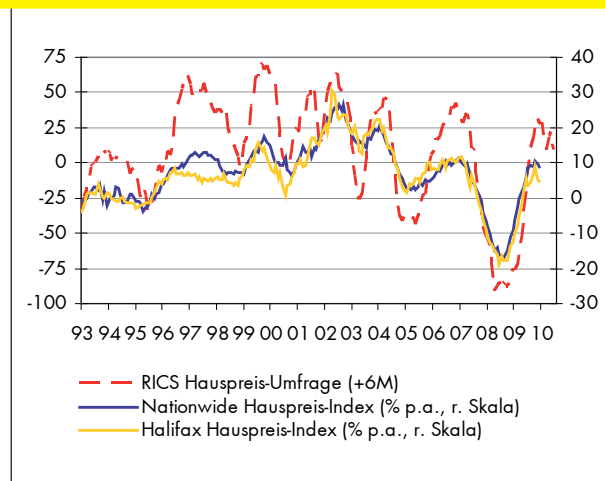
zuletzt ebenfalls einen kräftigen Rückgang von 21 auf 9 Punkte (niedrigster Wert seit Juli 2009). Insbesondere das schwache Ergebnis einiger wichtiger Teilindikatoren („Sales-to-Stock Ratio“ = Indikator für Überschussangebot; „New Buyers Enquiries“), die einen sehr guten Vorlauf zu den Hauspreisen besitzen, sprechen für eine gedämpfte Preisdynamik im weiteren Jahresverlauf.

Abflauende Preisdynamik ...



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

... am Immobilienmarkt

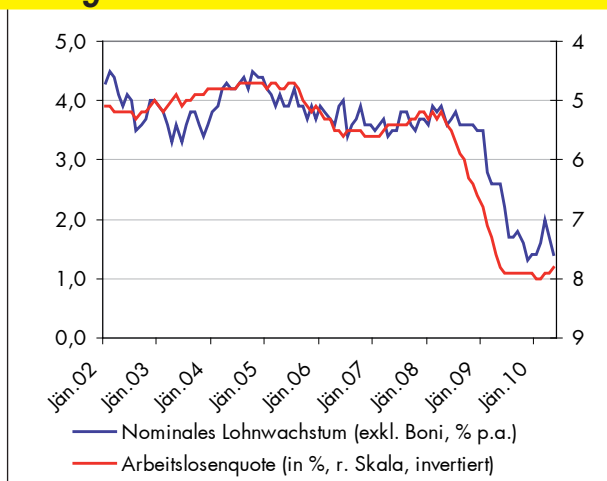


Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

In die gleiche Richtung weist die noch immer sehr niedrige Anzahl an neugenehmigten Hypothekarkrediten (Durchschnitt seit Jahresbeginn bei 49 Tsd., langjähriger Durchschnitt bei 90 Tsd.). Ein ähnliches tiefes Niveau an Genehmigungen für Hypothekarkredite ging in der Vergangenheit immer mit stagnierenden Immobilienpreisen einher. Wir rechnen daher in der **zweiten Jahreshälfte 2010** mit stagnierenden bzw. leicht **rückläufigen Immobilienpreisen**. Dies sollte sich negativ auf die Konsumlaune der Haushalte auswirken.

Am **britischen Arbeitsmarkt** hat seit dem Jahreswechsel eine Stabilisierung eingesetzt. Seit Februar gingen die Anträge auf Arbeitslosenhilfe monatlich um durchschnittlich 32 Tsd. zurück. Damit liegen die Anträge auf Arbeitslosenhilfe bereits rund 170 Tsd. unter ihrem Höchststand im Oktober 2009. Der etwas träger reagierende ILO-Arbeitsmarktreport verzeichnete in den Monaten März bis Mai ebenfalls einen Arbeitslosenrückgang um 34 Tsd. bei einem Beschäftigtenplus von 160 Tsd. Die Arbeitslosenquote sank im Mai folglich auf 7,8 %. Der Zuwachs an Beschäftigten beschränkte sich allerdings größtenteils auf Teilzeitbeschäftigte und Selbstständige, während die Anzahl an Vollzeitbeschäftigten sogar noch abnahm. Wir rechnen für den weiteren Jahresverlauf lediglich mit einem geringfügigen **Rückgang der Arbeitslosenquote auf 7,5 %**. Angesichts der zu erwartenden Stellenkürzungen im öffentlichen Sektor, dürfte die Arbeitslosenquote auch im Jahr **2011 auf ähnlich hohem Niveau** verharren. Laut Schätzungen des OBR müssten bis 2015 an die 600 Tsd. öffentliche Stellen abgebaut werden um die geplante Ausgabensenkung zu erreichen. Weiters droht der Verlust von zusätzlichen 600 bis 700 Tsd. Stellen im privaten Sektor aufgrund geringerer öffentlicher Investitionen. Aufgrund der noch länger hoch bleibenden Arbeitslosenquote rechnen wir in den kommenden Quartalen mit **unterdurchschnittlichem Lohnwachstum** in Großbritannien. Über die letzten zwölf Monate lag das nominale Lohnwachstum durchschnittlich bei 1,8 % p.a. und damit rund zwei Prozentpunkte unter dem Durchschnitt der letzten 20 Jahre. Da die Inflationsrate über das gesamte Jahr 2010 nahe der 3 % Marke liegen wird, erwarten wir **2010 real sinkende Löhne** in Großbritannien. Die schwache Einkommensentwicklung und der noch immer laufende Entschuldungsprozess der britischen Haushalte spricht auch dafür, dass die seit Anfang 2008 stark gestiegene **Sparquote** weiter auf **hohem Niveau** (Q1 2010: 6,9 %) bleiben wird.

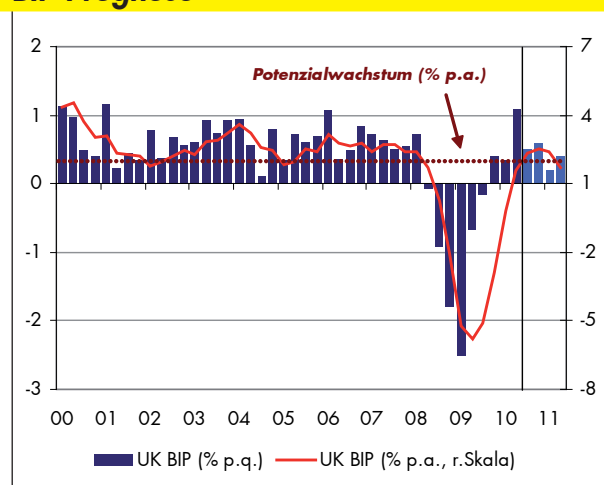
Geringes Lohnwachstum



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Zusammenfassend sprechen das Auslaufen der positiven Effekte vom Lagerzyklus, die zu erwartende gedämpfte Entwicklung des privaten Konsums und das Einsetzen der Budgetkonsolidierung für eine Wachstumsabkühlung in der zweiten Jahreshälfte 2010. Angesichts des über den Erwartungen liegenden BIP-Wachstums im 2. Quartal dürfte die britische Wirtschaft 2010 mit **1,5 %** dennoch stärker wachsen als bisher angenommen. Im Jahr **2011** erwarten wir wegen der Mehrwertsteuererhöhung einen schwachen Start im ersten Quartal. Aufgrund des statistischen Basiseffekts durch Vorzieheffekte in Q4 2010 ergibt sich dennoch ein etwas kräftigeres Plus des BIP von **1,8 % p.a.**

BIP-Prognose



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Prognosevergleich

	2010	2011
RZB		
BIP real (% p.a.)	1,5	1,8
VPI (% p.a.)	3,2	2,6
BoE*		
BIP real (% p.a.)	1,7	3,4
VPI (% p.a.)	2,9	1,5
HMT**		
BIP real (% p.a.)	1,2	2,3
VPI (% p.a.)	2,7	2,4
Konsensus		
BIP real (% p.a.)	1,2	2,0
VPI (% p.a.)	3,1	2,5

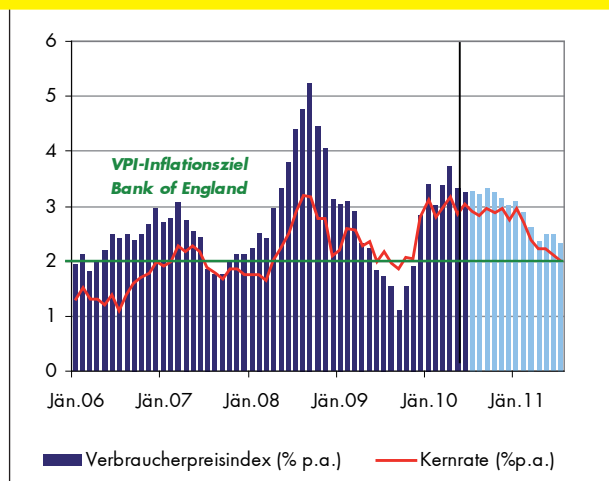
* laut jüngstem Inflationsreport (Mai 2010)

** Her Majesty's Treasury (=Finanzministerium)

Inflation

Seit Jahresbeginn hält sich die Gesamtinflationsrate in Großbritannien durchgehend über der 3 % Marke und erreichte ihren höchsten Wert im vergangenen April bei 3,7 %. Als Ursache für die hohen Teuerungsraten ist neben energiepreisbedingten Basiseffekten in erster Linie die Wiederanhebung der temporär gesenkten Mehrwertsteuer (von Dez. 08 bis Dez. 09) zu nennen. Der **verzerrende Effekt** durch die **Rückführung des Mehrwertsteuersatzes** von 15,0 % auf 17,5 % im Jänner 2010 sorgte um den Jahreswechsel für einen sprunghaften Anstieg des Preisniveaus um 1,35 Prozentpunkte, der über das gesamte Jahr zum Tragen kommt. Seit April ist allerdings ein leicht ablaufender Preisauftrieb zu beobachten. Nachlassende ölpreisbedingte Basiseffekte, geringe Kapazitätsauslastung und unterdurchschnittliches Lohnwachstum sprechen für eine Fortsetzung dieses **Abwärtstrends** in der **zweiten Jahreshälfte 2010**. Für das Gesamtjahr **2010** ergibt sich demnach eine Inflationsprognose von **3,2 % p.a.** Die abermalige Mehrwertsteueranhebung von 17,5 auf 20,0 % im Jänner 2011 wird auch im nächsten Jahr für eine Verzerrung der Inflationsrate nach oben sorgen (wir rechnen mit einem Niveausprung von rund 0,7 Prozentpunkten). Die Teuerungsraten sollte folglich trotz des an sich gedämpften Preisauftriebs auch im Jahr **2011 bei 2,6 % p. a.** liegen.

Inflationausblick



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Großbritannien Wirtschaftsprognosen

	2007	2008	2009	2010e	2011f
BIP (real, % p.a.)	2,6	0,6	-4,9	1,5	1,8
VPI (% p.a.)	2,0	2,4	2,2	3,2	2,6
Leistungsbilanz*	-2,7	-1,5	-1,5	-2,0	-2,5
Budgetsaldo*	-2,8	-6,8	-11,3	-10,1	-7,6
Staatsverschuldung*	44,7	55,8	71,2	78,9	83,6

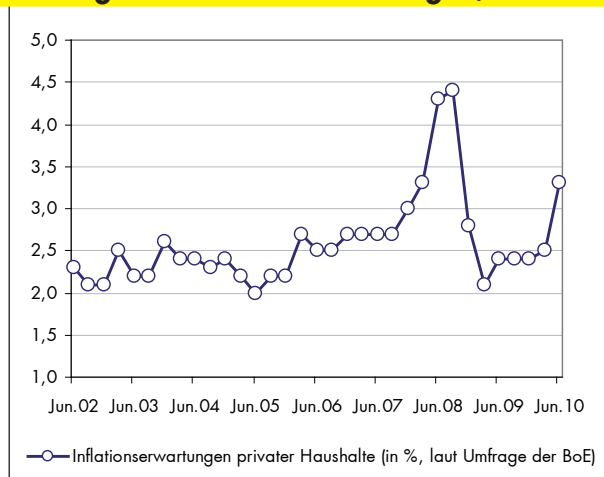
* in % des BIP

Quelle: Thomson Financial Datastream, Raiffeisen RESEARCH

Geldpolitik

In ihrer letzten Zinssitzung Anfang Juli hat die BoE die Leitzinsen erwartungsgemäß unverändert auf dem historischen Tiefstand von 0,5 % belassen. Die QE-Maßnahmen blieben ebenfalls bis auf Weiteres ausgesetzt, womit das Gesamtvolumen der Anleiheankäufe bei GBP 200 Mrd. verblieb (entspricht rund 13 % des BIP). Den Protokollen der letzten Zinssitzungen war allerdings zu entnehmen, dass innerhalb des Zinskomitees **Uneinigkeit** in Sachen **Inflationausblick** besteht. Für Diskussionen sorgten dabei der kräftige **Anstieg der kurzfristigen Inflationserwartungen** im Juni und die Frage wie stark dämpfend die Unterauslastung der gesamtwirtschaftlichen Kapazitäten mittelfristig auf den Preisauftrieb wirken wird. Die bestehende Unsicherheit über das Ausmaß der Kapazitätsunterauslastung bewog Zinskomiteemitglied Andrew Sentance bei den beiden letzten Zinssitzungen zu abweichenden Stimmabgaben: er votierte für eine Zinsanhebung in Höhe von 25 Basispunkten.

Gestiegene Inflationserwartungen, aber...

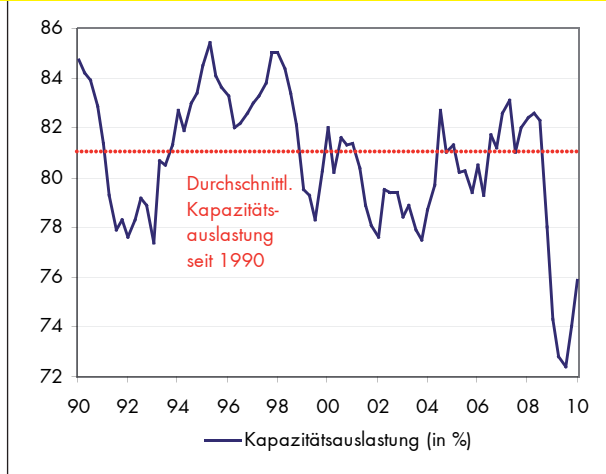


Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Unserer Meinung nach werden die **„Falken“ im Zinskomitee** in den nächsten Monaten allerdings noch klar in der **Minderheit** bleiben. Der Großteil der Zinskomiteemitglieder vertritt nach wie vor, die unseres Erachtens richtige Einschätzung, dass die **geringe Kapazitätsauslastung** über einen längeren Zeitraum bestehen bleiben und sich mittelfristig dämpfend auf den Preisauftrieb auswirken wird. Auf absehbare Zeit sehen die Währungshüter also keine Inflationsgefahr, und dürften deshalb keine Eile haben ihre extrem lockere Geldpolitik zu verändern. Das aktuelle Überschießen der Teuerungsraten über den 2%-igen Zielwert macht ein rasche Zinsanhebung nicht wahrscheinlicher, da die hohen Inflationsraten hauptsächlich durch temporäre Basiseffekte und Veränderungen der Mehrwertsteuer getrieben

sind, welche außerhalb des Einflussbereichs der BoE liegen. Auch ein weiterer Anstieg der kurzfristigen Inflationserwartungen (in Reaktion auf die aktuellen Inflationsspitzen) sollte die Mehrheit der Notenbanker unbeeindruckt lassen, da die für den Preisaufrtrieb ausschlaggebenderen langfristigen Inflationserwartungen noch immer deutlich tiefer liegen als in den Jahren vor der Rezession

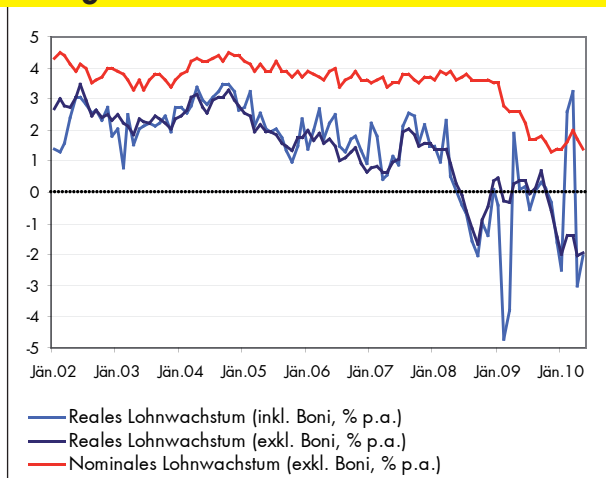
... niedrige Kapazitätsauslastung und ...



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Zudem sprechen die schwache Einkommensentwicklung und der dämpfende Effekt des Sanierungspakets auf den privaten Konsum für geringen Preisdruck von der Nachfrageseite und damit gegen einen frühzeitigen Ausstieg aus der ultraexpansiven Geldpolitik. Bereits jetzt ist das reale Lohnwachstum negativ, da die nominalen Löhne aufgrund der hohen Arbeitslosigkeit bisher nicht auf die erhöhten Inflationsraten reagiert haben.

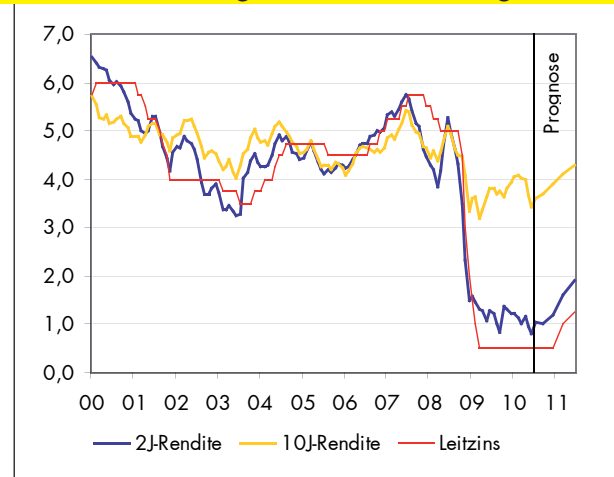
... negatives reales Lohnwachstum



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Mangels nachhaltigem Inflationsdruck und mit Blick auf die erwartete Wachstumsabkühlung im zweiten Halbjahr 2010, gehen wir davon aus, dass die BoE über die durch die Mehrwertsteueranhebung nach oben verzerrten Inflationsraten hinwegsehen und **frühestens im ersten Quartal 2011** an der Zinsschraube drehen wird. Derzeit halten wir eine **erste Zinsanhebung um 50 BP** bei der Zinssitzung im Februar für wahrscheinlich.

Leitzinsanhebung frühestens Anfang 2011

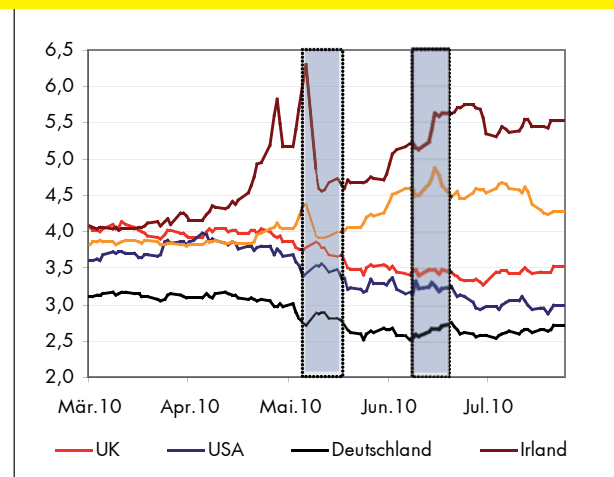


Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Staatsanleihenmarkt

Von Anfang des Jahres 2010 bis Ende April bewegten sich die Renditen 10-jähriger britischer Staatsanleihen relativ stabil um 4,0 % und kletterten in der Spitze über 4,2 %. Mit zunehmender Eskalation der Verschuldungskrise in der Eurozone setzte allerdings ein kräftiger Rutsch der Renditen bis auf 3,3 % ein. Trotz der ebenfalls ungünstigen Haushaltslage in Großbritannien profitierten Gilt dabei von der steigenden Risikoaversion und waren als sicherer Hafen gefragt.

Staatsanleihen: Gilt als sicherer Hafen*



* Rendite 10-jährige Staatsanleihen

Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Das Ende der politischen Unsicherheit nach Bildung der konservativ-liberalen Koalitionsregierung am 12. Mai verstärkte den Abwärtstrend der Renditen noch zusätzlich, da sich dadurch das Risiko einer verzögerten Budgetkonsolidierung bzw. einer sich daraus ergebenden Herabstufung der britischen Kreditwürdigkeit deutlich verringerte. Durch die Präsentation des Nachtragshaushalts Ende Juni ist ein starker Renditeanstieg aufgrund neu aufflammender Sorgen über die Haushaltslage Großbritanniens oder einer Herabstufung des britischen Triple-A Ratings noch unwahrscheinlicher geworden.

Obwohl sich die Ängste vor einem Zahlungsausfall innerhalb der Eurozone mittlerweile wieder etwas beruhigt haben, liegen die britischen Renditen aktuell noch immer verhältnismäßig tief bei 3,5 %. Da wir in den nächsten Monaten mit einer Abkühlung der Konjunktur und einer unverändert expansiven Geldpolitik der BoE rechnen, sehen wir bis Herbst keine Treiber für einen nachhaltigen Renditeanstieg. Erst gegen Ende des Jahres wenn sich die Anzeichen für ein steigendes Leitzinsniveau mehren, dürfte es zu einem merklichen Renditeanstieg kommen. Die Steilheit der Zinskurve sollte vor der ersten Zinsanhebung in Q1 ihren Höhepunkt erreichen.

GBP-Zins/Renditenkurve



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Zins- und Renditeprognosen

	aktuell	Sep.10	Dez.10	Mär.11	Jun.11
GBP-Zinsen					
Leitzins	0,50	0,50	0,50	1,00	1,25
3M-LIBOR	0,74	0,80	0,90	1,30	1,50
6M-LIBOR	1,03	1,10	1,20	1,60	1,80
12-LIBOR	1,48	1,50	1,60	1,80	2,00
GBP-Renditen					
2J-Rendite	1,04	1,00	1,40	1,90	2,40
5J-Rendite	2,25	2,30	2,70	3,10	3,30
10J-Rendite	3,60	3,60	3,80	4,10	4,30
30J-Rendite	4,40	4,30	4,40	4,50	4,50
Spreads*					
3M GBP - 3M EUR	-15	-20	-20	10	30
3M GBP - 3M USD	35	30	30	30	-10
10J GBP - 10J DE	83	80	80	110	100
10J GBP - 10J USD	55	60	40	10	-10
10J GBP - 2J GBP	255,6	260	240	220	190
EUR/GBP	0,835	0,82	0,80	0,76	0,78

* in Basispunkten

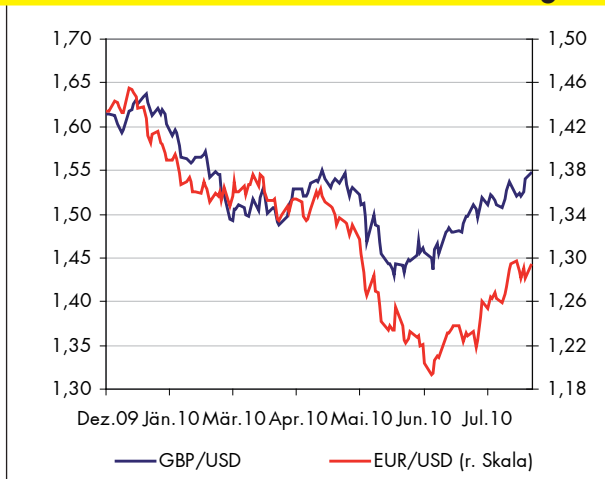
Quelle: Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Währung

Seit Jahresbeginn wertete das Pfund kontinuierlich gegenüber dem Euro auf und notiert aktuell bei EUR/GBP 0,834 um 6,8 % stärker als noch zum Jahreswechsel. Gegenüber dem Dollar büßte die britische Währung in den ersten vier Monaten hingegen deutlich an Wert ein und fand Ende April erst bei GBP/USD 1,43 seinen Boden (-11,3 %). Mittlerweile konnte sich das Pfund aber schon wieder recht deutlich von diesem Kurstief erholen und notiert aktuell bei GBP/USD 1,559 nur mehr um rund 3,5 % schwächer als zu Jahresbeginn. Treiber der Aufwertungsbewegung gegenüber dem Euro bzw. der Abwertungsbewegung gegenüber dem Dollar war dabei weniger die konjunkturelle Entwicklung in Großbritannien als die Eskalationsstufen der EUR-Verschuldungskrise. Einerseits wurden dadurch die erwarteten Zinsanhebungen in der Eurozone nach hinten verschoben bzw. ausgepreist, was den EUR auf breiter Basis schwächte. Andererseits führte die Angst vor einem Staatsbankrott innerhalb der Eurozone zu einer stark gestiegenen Risikoaversion der Investoren und folglich zu einer Flucht in sichere Häfen. Dies resultierte bei den als risikoreich wahrgenommenen Währungen, zu denen aktuell auch

das Pfund zählt, zu einer Abwertung gegenüber dem Dollar. Als zusätzlicher Belastungsfaktor für das Pfund erwies sich auch die bis Anfang Mai bestehende innenpolitische Unsicherheit aufgrund der heiß umkämpften britischen Parlamentswahlen. Dabei lastete vor allem die Sorge vor einer verzögerten Budgetkonsolidierung bzw. einer Bonitätsherabstufung Großbritanniens auf der britischen Währung, was im März zum Aufbau von rekordhohen Netto-Verkaufspositionen an der Chicagoer Terminbörse führte. Erst mit der raschen Bildung der konservativ-liberalen Koalitionsregierung und deren Bekenntnis zu einer raschen Haushaltssanierung fand der Abwärtstrend des Pfund gegenüber den Dollar ein Ende und die von uns erwartete Aufwertungsbewegung in Richtung unsere aktuellen September-Ziels von GBP/USD 1,54 setzte ein.

GBP/USD und EUR/USD im Gleichklang



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Angesichts der zuletzt stark ausfallenden britischen Konjunkturdaten sehen wir **kurzfristig** noch **Potenzial** für eine Fortsetzung des jüngsten Aufwertungstrends des britischen Pfunds Richtung **GBP/USD 1,60** und **EUR/GBP 0,82**. Im weiteren Jahresverlauf rechnen wir allerdings wieder mit einem Abflauen der Konjunkturdynamik und folglich mit einer unverändert expansiven Geldpolitik der BoE auf Sicht Jahresende. EUR/GBP dürfte sich deshalb in den nächsten Monaten zwischen EUR/GBP 0,84 und EUR/GBP 0,82 einpendeln. Erst um den Jahreswechsel sollte das Zinsargument das Pfund klar gegenüber dem Euro begünstigen. Da die BoE die Leitzinsen bereits im Februar und damit deutlich früher als die EZB anheben dürfte, rechnen wir im ersten Quartal mit einer Umkehr der bis dahin negativen Zinsdifferenz in positives Territorium. Dementsprechend sehen wir EUR/GBP bereits zum Jahresende etwas stärker bei 0,80. Im **ersten Quartal 2011** sollte sich die Aufwertungsbewegung des Pfund nachhaltig Richtung **EUR/GBP 0,76** fortsetzen können.

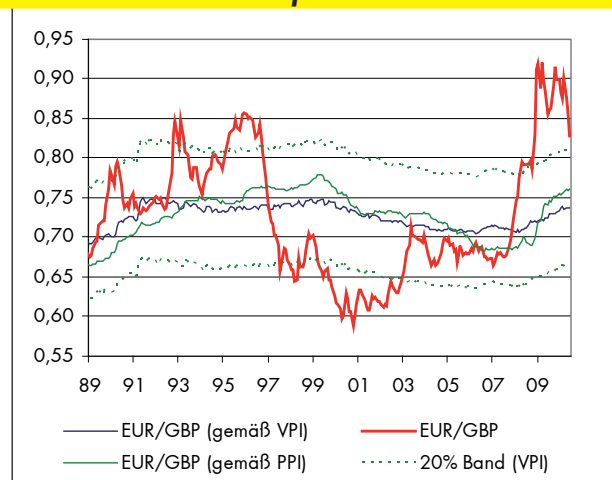
EUR/GBP-Prognose



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

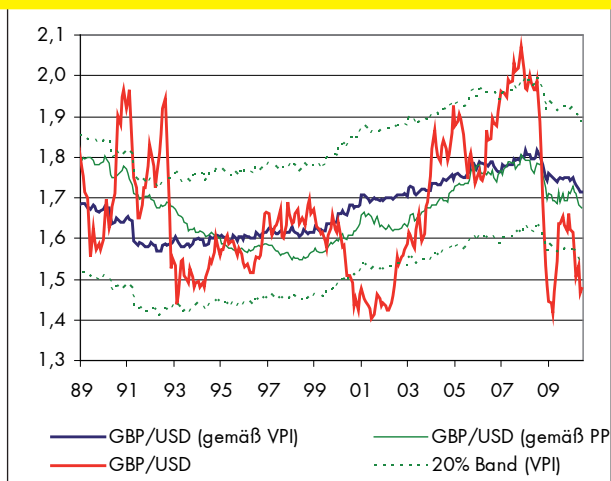
Mit **Blick über den Prognosehorizont hinaus** spricht das langfristige Konzept der Kaufkraftparitäten für eine Aufwertung des Pfund gegenüber Euro und Dollar. Auf **Basis der Kaufkraftparitäten** ist das **Pfund** auf seinem derzeitigen Niveau von EUR/GBP 0,83 bzw. GBP/USD 1,559 gegenüber beiden Währungen **unterbewertet**.

Pfund laut Kaufkraftparitäten ...



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

... unterbewertet



Quelle: Thomson Reuters, Raiffeisen RESEARCH

Angesichts der unterschiedlichen Preisentwicklung in Großbritannien und der Eurozone liegt das „faire“ Kursniveau derzeit bei rund EUR/GBP 0,73. (Kleine Unterschiede beim „fairen Wert“ ergeben sich, je nachdem ob man den Verbraucherpreisindex oder den Erzeugerpreisindex als Inflationsmaß heranzieht). Demzufolge lag das Pfund die letzten 2 Jahre deutlich unter seinem fairen Wert und ist mit seinem aktuellen Kurs von 83,3 Pence je Euro noch immer um circa 13,7 % unterbewertet. Gleich gilt für GBP/USD, wobei auf der Grundlage des „fairen Werts“ von GBP/USD 1,71 ein Unterbewertung des Pfund von 8,83 % ergibt. Auch wenn eine Unterbewertung laut Kaufkraftparitätentheorie für sich genommen in der kurzen Frist keinen Grund für eine GBP-Aufwertung darstellt, so erwarten wir **langfristig** (>12 Monate) doch eine **Annäherung** der britischen Währung an ihren „fairen Wert“. Diesen sehen wir im Jahr **2012** aufgrund der tendenziell höheren Inflationsraten in Großbritannien (BoE überschritt ihr Inflationsziel von 2 % in den letzten 5 Jahren durchschnittlich um über 0,5 %) bei **EUR/GBP 0,75**.

Achtung! Einen aktuellen Kurzkomentar zum britischen Pfund und anderen wichtigen Wechselkursen bzw. zu wichtigen Ereignissen im Zusammenhang mit diesen Währungen, inklusive der stets aktuellen Prognosen, finden Sie auch in unserer wöchentlichen Publikation „Fokus FX“ (jeden Dienstag neu), sowie in ad-hoc erfolgenden Kurzaussendungen. Ihr Raiffeisen-Kundenbetreuer wird diese auf Anfrage gerne an Sie weiterleiten.

Währungsprognosen

	aktuell	Sep. 10	Dez. 10	Mär. 11	Jun. 11
EUR/GBP	0,834	0,82	0,80	0,76	0,78
GBP/USD	1,559	1,52	1,50	1,51	1,53
EUR/USD	1,298	1,25	1,20	1,15	1,20
	2008	2009	2010e	2011f	2012f
Ø EUR/GBP*	0,80	0,89	0,84	0,79	0,78
Ø GBP/USD*	1,85	1,57	1,56	1,49	1,50

* Annahme: langfristige Annäherung zum „fairen“ Wert
Quelle: Reuters, Raiffeisen RESEARCH

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 werden folgende Quellen verwendet: Reuters, 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".