



Autor:

Christian Apelt, CFA
 Telefon: 0 69/91 32-47 26
 research@helaba.de

Redaktion:

Dr. Gertrud R. Traud
 Chefvolkswirt/Leitung Research

Herausgeber:

Landesbank Hessen-Thüringen
 MAIN TOWER
 Neue Mainzer Str. 52-58
 60311 Frankfurt a. Main
 Telefon: 0 69/91 32-20 24
 Telefax: 0 69/91 32-22 44

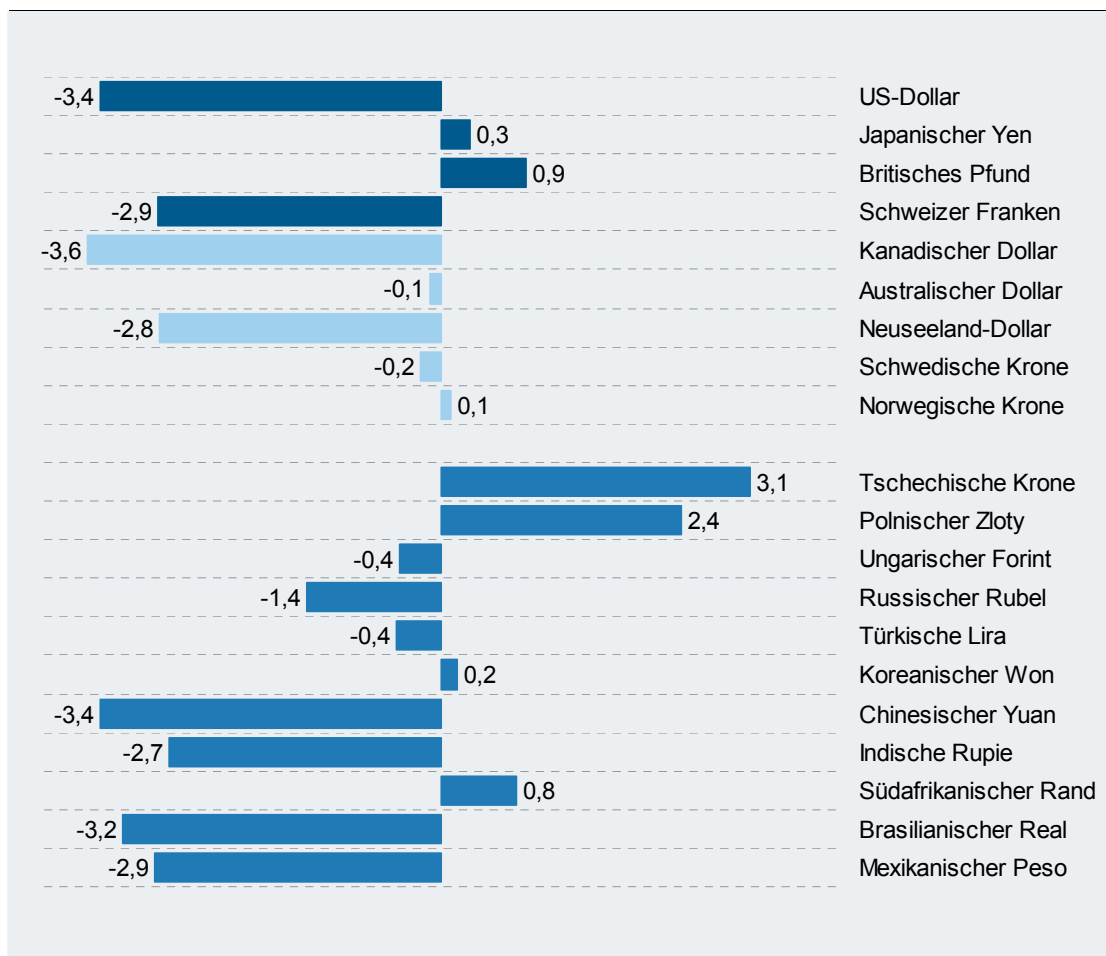
Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

1	Im Fokus	1
1.1	US-Dollar: Dollar- statt Eurokrise?	2
1.2	Britisches Pfund: Intakte Erholung	3
1.3	Schweizer Franken: Aufwertungsgefahr nicht gebannt	4
1.4	Japanischer Yen: Begrenztes Potenzial	5
2	Kompakt: CAD, AUD und NZD	7
3	Helaba Währungsprognosen	8

1 Im Fokus

Euro-Performance im Monatsvergleich

% gg. Euro im Vergleich zum Vormonat (vom 13.07. bis zum 10.08.2010)



■ Kernwährungen ■ Restliche G10 ■ Schwellenländerwährungen

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

1.1 US-Dollar: Dollar- statt Eurokrise?

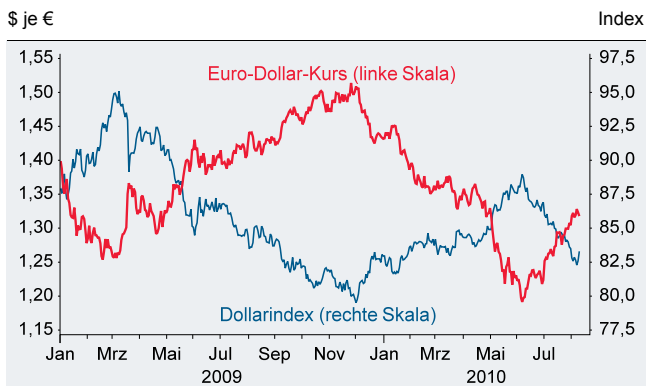
Gab es überhaupt eine Eurokrise? Während vor nicht allzu langer Zeit noch über ein Auseinanderbrechen der Währungsunion diskutiert wurde, hat sich das Bild für die Eurozone komplett gewandelt. In Deutschland wird ein neues Wirtschaftswunder ausgerufen. Aufgrund erster erfolgreicher Konsolidierungsmaßnahmen haben sich die Probleme in den Peripherieländern der Eurozone anscheinend in Luft aufgelöst. Der Euro legte in den letzten Wochen ein eindrucksvolles Comeback hin, gegenüber dem US-Dollar, aber auch gegenüber anderen außereuropäischen Währungen. Nur einzelne osteuropäische Devisen werteten gegenüber der Gemeinschaftswährung merklich auf.

Umgekehrt enttäuschten zuletzt die US-Konjunkturdaten. Insbesondere einige Stimmungsindikatoren gaben nach. US-Notenbankchef Bernanke sprach von einer außergewöhnlichen Unsicherheit bezüglich der Konjunkturaussichten. Deshalb dürfte sich eine Zinswende der Federal Reserve in die Ferne verschoben haben. Selbst weitere geldpolitische Stimulierungsmaßnahmen seien nicht auszuschließen. Die Zinsdifferenzen bewegten sich zu Gunsten des Euro, der Euro-Dollar-Kurs stieg von 1,19 bis auf 1,33. Folgt damit der Schwächephase des Euro ein erneuter Dollar-Verfall?

Erste Reaktion der Fed

Die Wachstumsdynamik in den USA wird vermutlich im zweiten Halbjahr nachlassen. Eine erneute Rezession steht derzeit aber nicht zur Diskussion. So wird das Bruttoinlandsprodukt wohl auch 2011 in den USA stärker als in der Eurozone expandieren, verringern wird sich nur der Wachstumsvorsprung. Die Fed wird laut neuestem Entscheid zunächst verhindern, dass ihr Wertpapierportfolio schrumpft. Von umfangreichen Kaufprogrammen für etwa Staatsanleihen ist jedoch vorerst nicht auszugehen. Die EZB kauft ihrerseits kaum noch Staatspapiere und hat auch die Liquidität im Geldsystem reduziert. Dennoch kann die Geldpolitik in der Eurozone nicht unbedingt als weniger expansiv als in den USA bezeichnet werden.

Euro korrigiert den Einbruch



US-Dollar leidet unter wachsender Risikoneigung



Euro wird Gewinne zum Teil wieder abgeben

Schwächere US-Daten sind nicht pauschal negativ für den Greenback, da diese mit einer zunehmenden Risikoaversion an den Finanzmärkten einhergehen. Davon profitiert zumeist der US-Dollar als Fluchtwährung. Dieser Zusammenhang hat sich auch in den letzten Wochen nicht grundlegend geändert. Der Schub für den Euro von Eindeckungen spekulativer Leerverkaufspositionen läuft aus. Von einer negativen Euro-Stimmung – als Kontraindikator – kann nicht mehr gesprochen, fast schon vom Gegenteil. Damit bestehen Rückschlagsgefahren für den Euro, zumal die Erwartung einer nennenswerten geldpolitischen Ausweitung der Fed enttäuscht werden sollten. So dürfte der Euro-Dollar-Kurs wieder in Richtung 1,25 fallen. Erst mit Blick auf 2011 hellen sich die Perspektiven für den Euro nachhaltiger auf.

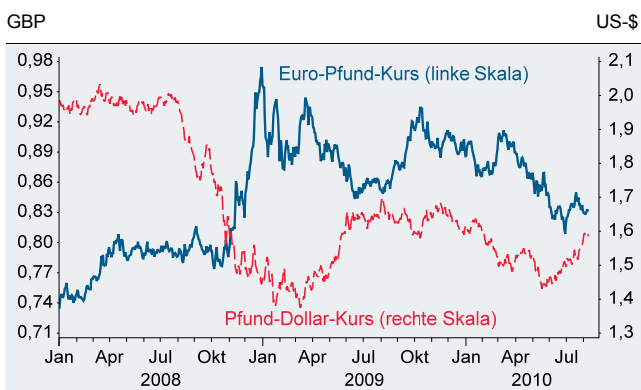
1.2 Britisches Pfund: Intakte Erholung

Das Britische Pfund neigt weiterhin zur Stärke. Die Sparpläne der britischen Regierung wurden am Devisenmarkt insgesamt positiv bewertet, zudem zeigt sich der konjunkturelle Aufschwung zunehmend in den veröffentlichten Daten. Zwischenzeitlich erholte sich zwar der Euro-Pfund-Kurs von seinem deutlichen Rückgang bis auf 0,85. Zuletzt tendierte der Euro aber wieder nach unten. Gegenüber dem US-Dollar war die Stärke des Pfund Sterling besonders ausgeprägt. Seit Mitte Mai, also kurz nachdem sich in Großbritannien die neue Regierung gebildet hatte, wertete das Pfund auf, von 1,42 bis auf 1,60 US-Dollar.

Wachstumsschub in Q2,
aber Sparpolitik bremst

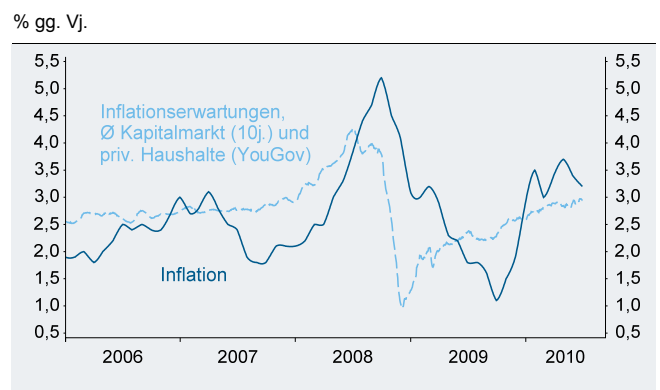
Das britische Bruttoinlandsprodukt wuchs im zweiten Quartal mit 1,1 % gegenüber der Vorperiode überraschend kräftig. Die Frühindikatoren sprechen dafür, dass die Wirtschaft im zweiten Halbjahr weiter zulegen wird, wenngleich die Dynamik etwa abflauen dürfte. Auch 2011 wird das BIP vermutlich um rund 1,5 % expandieren. Die restriktive Finanzpolitik wird das Wachstum zwar dämpfen, aber den Aufschwung nicht beenden. Die Bank of England (BoE) könnte angesichts solcher soliden, aber nicht überschäumenden Konjunkturperspektiven weiter abwarten und die Haushaltskonsolidierung mit einer expansiven Geldpolitik begleiten. Eine zusätzliche Lockerung ist nicht angebracht. Zudem lag die Inflation im Juni bei 3,2 % und dürfte sich nur sehr allmählich der Zielmarke von 2,0 % annähern. Sollten die Inflationserwartungen bei privaten Haushalten und am Kapitalmarkt steigen, könnte die BoE im kommenden Jahr zu einem Kurswechsel gezwungen sein. Da die Kurse am Rentenmarkt derzeit insgesamt ein sehr positives Szenario einpreisen, überwiegen hier die Abwärtsrisiken.

Stärke vor allem gegenüber dem US-Dollar



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Inflation birgt mittelfristige Risiken



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Pfund mit Zinsvorteil
ggü. Euro und US-Dollar

Die Briten bekommen ihr Defizit anscheinend in den Griff, selbst wenn die Durchführung der Sparmaßnahmen nicht immer reibungslos verlaufen sollte. Damit sind sie der Eurozone wohl einen Schritt voraus. Mit Blick auf 2011 dürfte die Geldpolitik ein positiver Faktor für das Pfund werden. Die Europäische Zentralbank ist trotz einer zuletzt reduzierten Liquiditätszufuhr vorerst weiter mit den Folgen der Schuldenkrise befasst. Die EZB wird deshalb auf absehbare Zeit keine Zinswende einleiten. Die Aussicht auf frühere Zinserhöhungen sollte der britischen Währung einen zusätzlichen Impuls geben. Die Kapitalmarktzinsen bewegen sich dann zugunsten des Pfunds. Der Euro-Pfund-Kurs dürfte dann unter 0,80 fallen. Die Aufwertung gegenüber dem US-Dollar dürfte tendenziell anhalten, da sich die Zinsen auch in diesem Vergleich eher positiver für das Pfund entwickeln werden. Allerdings sollte ein Rücksetzer im Pfund-Dollar-Kurs nicht überraschen. Zwar ist die US-Konjunktur mit Unsicherheiten behaftet. Von einem damit verbundenen unruhigeren Kapitalmarktumfeld könnte die US-Währung aber noch einmal profitieren. Der Pfund-Dollar-Kurs dürfte noch einmal auf 1,55 zurückgehen, bevor er mit Blick auf 2011 wieder in Richtung 1,60 bzw. darüber hinaus ansteigt.

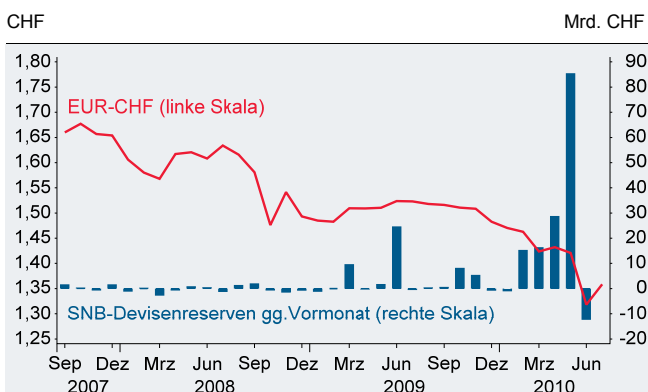
1.3 Schweizer Franken: Aufwertungsgefahr nicht gebannt

Nachdem die Schweizer Notenbank (SNB) ihre Interventionen vorerst einstellte, wertete der Franken gegenüber dem Euro massiv auf, der Wechselkurs fiel bis auf 1,31. Die Sorgen um den Euro entspannten sich jedoch, die Risikoauflage in den Krisenstaaten der Eurozone gingen zurück. Da die EZB zusätzlich die Liquidität im Geldsystem verringerte, zogen die Renditen für die deutschen Staatsanleihen und am Geldmarkt an. Dadurch weitete sich der zuletzt geschrumpfte Zinsvorteil des Euro gegenüber dem Franken aus. Zudem erhöhte sich an den Finanzmärkten allgemein die Risikoneigung. Die Gemeinschaftswährung erholte sich überraschend deutlich, der Euro-Franken-Kurs stieg über 1,39.

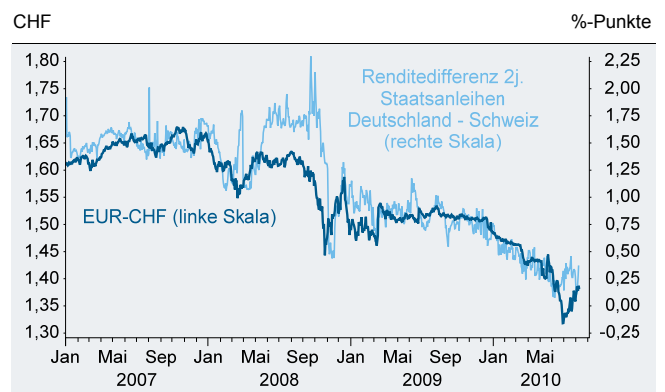
Interventionen derzeit
nicht auf der Agenda

Die SNB erlitt durch die vorherige Euro-Abwertung Verluste von 14 Mrd. Franken. Dadurch sank sogar im Juni der Bestand an Devisenreserven. Aufgrund der Gefahr von Kursverlusten bzw. vor allem wegen der mittlerweile eingeschränkten Möglichkeit, solche Käufe geldpolitisch zu sterilisieren, sind neuerliche Interventionen unwahrscheinlich. Als Folge der Markteingriffe hat sich im Gegensatz zu anderen Industrieländern das Geldmengenwachstum merklich beschleunigt. Die Teuerungsrate lag hingegen im Juli nur bei 0,4 % im Vorjahresvergleich, die Kernrate sogar nur bei 0,1 %. Die Erholung des Euro-Franken-Kurses befreit die SNB vorerst aus dem Dilemma von einerseits langfristigen Inflationsrisiken und andererseits kurzfristigen Deflationsgefahren. Über Zinserhöhungen wird die SNB vermutlich bis auf weiteres nicht nachdenken. Trotz einer recht soliden Konjunktur spricht neben der geringen Teuerung auch die Gefahr einer dann erneuten Franken-Aufwertung gegen eine vorzeitige geldpolitische Straffung.

Euro erholt sich vom Ende der Interventionen



Renditedifferenz stabilisieren sich



Rückschlagsgefahren im
Euro-Franken-Kurs

Der Franken gilt nach wie vor als sicheren Hafen in der Krise. Eine global abflauende Konjunktur dynamik könnte die Risikoaversion an den Finanzmärkten ansteigen lassen. Zudem sind auch neue Sorgen um die Schuldenkrise in der Eurozone nicht völlig auszuschließen. Neue Unsicherheiten würden wohl wieder eine Flucht in den Franken zur Folge haben. Ein erneuter Rückgang des Euro-Franken-Kurses auf 1,34 ist damit möglich. Erst mit Blick auf 2011 ist mit einer deutlicheren Erholung des Euro zu rechnen. Aus langfristiger Sicht der Franken ist derzeit sehr hoch bewertet. Die fundamentalen Faktoren rechtfertigten mittel- und langfristig einen Anstieg des Euro-Franken-Kurses.

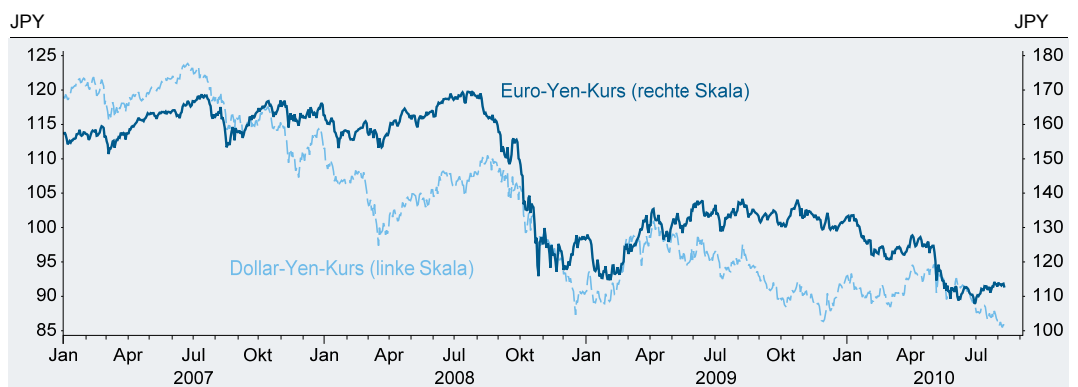
1.4 Japanischer Yen: Begrenztes Potenzial

Der Japanische Yen ist am Devisenmarkt bisher der klare Sieger des laufenden Jahres und profitiert wieder einmal von einem unruhigeren Umfeld. Selbst gegenüber dem US-Dollar verzeichnete die japanische Währung ein klares Plus. An den Finanzmärkten stieg die Risikoaversion zum einen aufgrund der Schuldenkrise in der Eurozone, zum anderen wegen Sorgen um die US- bzw. globale Konjunktur. Anleger flohen in deutsche und US-Staatsanleihen. In der Niedrigzinswährung Yen fielen die Kapitalmarktrenditen in geringerem Ausmaß. Der knappere Zinsnachteil bzw. die höhere Risikoaversion ließen die japanische Währung aufwerten. Dass die japanische Staatsverschuldung, gemessen zum Bruttoinlandsprodukt, brutto viel höher als die Griechenlands ist, spielt dabei bislang keine Rolle. Hält die Yen-Stärke weiter an?

Staatsverschuldung
Japans kein Thema am
Devisenmarkt

Trotz der hohen Staatsverschuldung Japans gilt der Yen weiterhin als Fluchtwährung in der Krise. Japan ist gegenüber dem Ausland ein Nettogläubiger. In Phasen zunehmender Unsicherheit werden Gelder repatriert, die japanische Währung wertet auf. Aufgrund des Leistungsbilanzüberschusses ist Japan kurzfristig nicht auf ausländisches Kapital angewiesen. Die japanischen Staatsanleihen sind weitestgehend in inländischem Besitz, so dass hier aus dem Ausland nicht die Gefahr einer Verkaufswelle droht. Dass China zuletzt einen Teil seiner Devisenreserven in japanischen Staatspapieren anlegte, verändert diese Situation nicht. Die Anleihezinsen sind weiterhin sehr niedrig. Die Kreditausfallprämien (CDS) für Japan sind hingegen in den letzten Monaten deutlich angestiegen. Die Kreditderivate weisen damit im Gegensatz zum Wechselkurs durchaus auf Risiken für japanische Anleihen hin. Schließlich wächst in Japan die Staatsverschuldung schneller als das Nettovermögen der privaten Haushalte. Damit muss sich der japanische Staat vermutlich in einigen Jahren vermehrt im Ausland verschulden, die Unabhängigkeit von ausländischem Kapital wäre dahin und die Staatsfinanzierung würde sich erschweren.

Yen gewinnt gegenüber Euro und US-Dollar



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Politische Unsicherheiten gefährden Haushaltskonsolidierung

Der neue Premierminister Kan hat mit Blick auf die europäische Schuldenkrise und die heimische Entwicklung eine forschere Haushaltskonsolidierung angekündigt. Dafür strebt er neben Ausgabenbegrenzungen u.a. auch eine seit geraumer Zeit diskutierte Anhebung der Mehrwertsteuer an. Die Niederlage der regierenden DPJ in den Oberhauswahlen bzw. der Verlust der Mehrheit dürfte aber Kan in seinem Tatendrang bremsen. Deshalb ist zu bezweifeln, dass der japanische Staat einen drastischen Sparkurs vollziehen wird. Die Schuldenproblematik wird sich vermutlich in den nächsten Jahren eher verschärfen als entspannen und könnte irgendwann auch den Yen belasten.

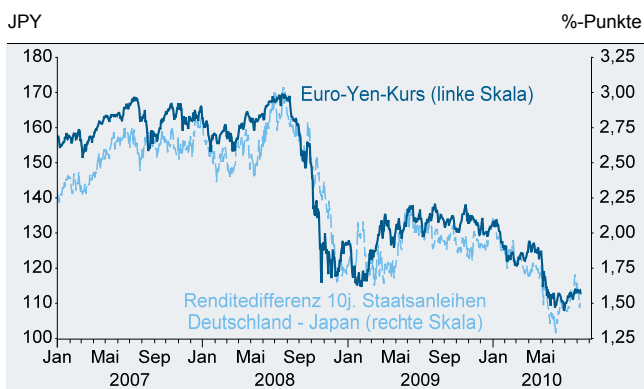
Die japanische Konjunktur expandierte im Winterhalbjahr überraschend kräftig. Der wesentliche Wachstumstreiber war dabei der Außenhandel, vor allem die Exporte in die asiatischen Nachbarstaaten. Die Wachstumsdynamik in den Exportmärkten dürfte im zweiten Halbjahr aber nachlas-

sen. Die Binnennachfrage entwickelt sich nach wie vor zögerlich. Der private Konsum wird nach Auslaufen von Kaufanreizen wieder abflauen, die Unternehmen investieren trotz einer Stimmungsaufhellung vergleichsweise verhalten, die Kreditnachfrage sinkt sogar. Nach wohl knapp 3 % in diesem Jahr wird das Bruttoinlandsprodukt vermutlich 2011 kaum halb so stark expandieren. Für die Bank of Japan (BoJ) besteht damit kein Anlass, ihre expansive Geldpolitik zu zügeln. Zudem fallen die Preise weiter. Zwar verringert sich aufgrund der gestiegenen Energiepreise die Deflation etwas, aber die Kernrate ohne Nahrungsmittel und Energie zeigt keine Trendwende an. Die Notenbank sieht sowohl Auf- und Abwärtsrisiken. Eine Ausweitung von quantitativen Maßnahmen insbesondere vor dem Hintergrund der Yen-Aufwertung ist möglich, wenn auch nicht zwangsläufig.

Quantitative Maßnahmen von Bedeutung

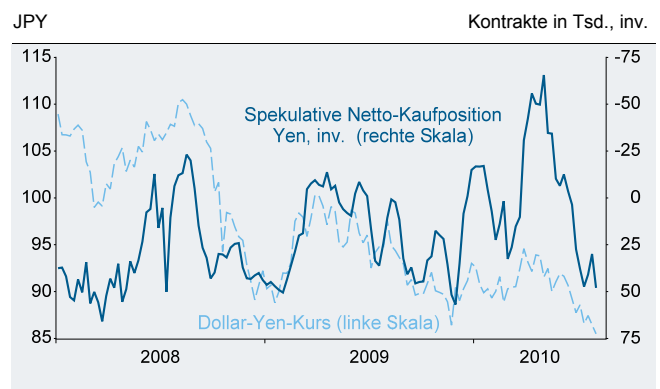
Angesichts der derzeit sehr niedrigen Kapitalmarktrenditen erscheint es eher unwahrscheinlich, dass sich Renditeunterschiede in den kommenden Monaten noch weiter ebnen. Daher dürfte diese Stütze für den Yen zwar nicht wegfallen, aber keine neuen Impulse geben. Die Risikoaversion hingegen könnte der japanischen Währung noch einen gewissen Schub bringen. Die Geldpolitik in den USA und der Eurozone dürfte sich bis auf weiteres nicht einschneidend ändern. Quantitative Maßnahmen geraten zwar zunehmend in den Fokus. Allerdings hat die EZB ihr Kaufprogramm für Staatsanleihen zunächst gedrosselt. Die Federal Reserve entschied bislang nur, einen Rückgang ihres Wertpapierportfolios zu vermeiden. Solange diese beiden Notenbanken keine darüber hinausgehenden Maßnahmen vornehmen, wird der Yen keinen nachhaltigen Auftrieb bekommen. Vergleichbare Maßnahmen der BoJ könnten im Gegenteil die heimische Währung belasten.

Gesunkene Zinsdifferenzen begünstigen, noch



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Kurzfristiges Erholungspotenzial für Dollar ggü. Yen



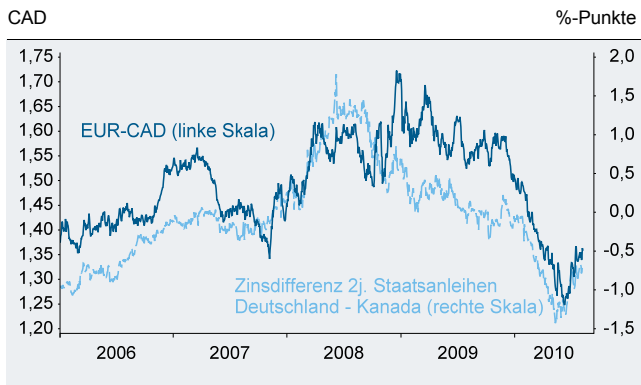
Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Prognose Q4 2010: EUR-JPY: 108 USD-JPY: 86

Der Japanische Yen ist derzeit gegenüber dem Euro und vor allem gegenüber dem US-Dollar eher überbewertet. Dadurch belastet die Währung die Exportwirtschaft, zumal dort die Nachfrage ohnehin abflauen dürfte. Offizielle Devisenmarktinterventionen Japans hat es seit vielen Jahren nicht mehr gegeben. Sollte der Yen gegenüber dem US-Dollar aber weiter aufwerten, könnten diese Markteingriffe schnell ins Blickfeld geraten bzw. Liquiditätsmaßnahmen der BoJ auslösen. Dadurch ist das weitere Aufwertungspotenzial begrenzt. Zudem setzen spekulative Marktteilnehmer bereits in hohem Ausmaß auf den Yen, so dass die japanische Währung aufgrund von Eindeckungen dieser Positionen kurzfristig sogar abwerten dürfte. Im zweiten Halbjahr 2010 wird sich der Yen gegenüber US-Dollar und Euro per saldo seitwärts bewegen. Mit Blick auf 2011 wachsen aber die Abwärtsrisiken für die japanische Währung. Die aktuellen Sorgen an den Finanzmärkten dürften dann tendenziell nachlassen, die Geldpolitik in Europa und vor allem den USA wird allmählich weniger expansiv werden. Die Kapitalmarktrenditen steigen dann wieder und damit auch die Zinsdifferenzen. In einem solchen Umfeld wird der Yen unter Druck geraten. Darüber hinaus gibt es langfristige Risiken aufgrund der japanischen Staatsverschuldung.

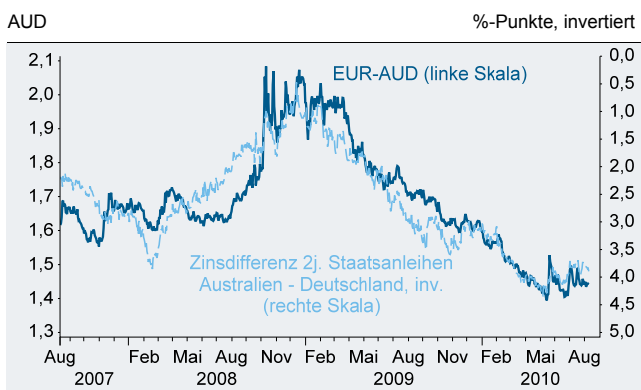
2 Kompakt: CAD, AUD und NZD

Zinsvorsprung des „Loonie“ wird wieder ausgebaut



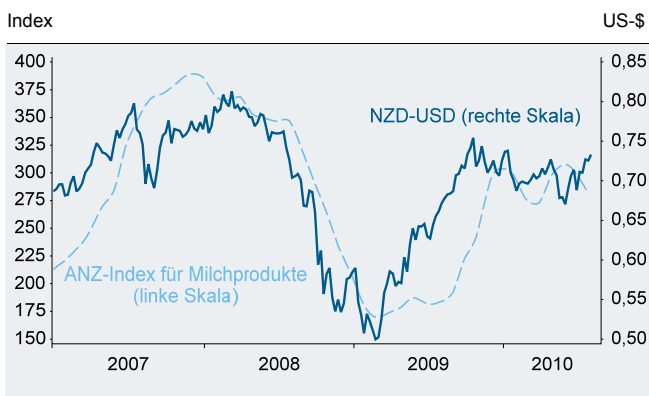
Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Nachlassende Zinserhöhungsfantasie in Australien



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

Unterstützung von den Rohstoffpreisen lässt nach



Quellen: EcoWin, Helaba Volkswirtschaft/Research

CAD

Tendenz: Leichtes Aufwärtspotenzial

Der Kanadische Dollar gab seit Mitte Juni gegenüber dem Euro spürbar nach und gewann marginal im Vergleich zum US-Dollar. Die Bank of Canada hat den Zinserhöhungszyklus in Gang gesetzt. Nach einem kräftigen Wachstum im Winterhalbjahr zeichnet sich mittlerweile eine gemächlichere konjunkturelle Dynamik ab. Die Rohölpreise dürften im zweiten Halbjahr tendenziell zurückgehen. Die Notenbank wird wohl behutsam den Leitzins weiter anheben. Von steigenden Zinsdifferenzen dürfte der EUR-CAD leicht unter Druck geraten.

AUD

Tendenz: Mehr Risiken als Chancen

Der Australische Dollar wertete vor allem gegenüber dem US-Dollar kräftig auf, bedingt durch eine wachsende Risikoneigung. Die australischen Konjunkturindikatoren zeigen hingegen erste Brems Spuren an, eine nachlassende globale Wachstumsdynamik wird diesen Trend verstärken. Die Rohstoffpreise dürften etwas zurückgehen. Da auch die Inflation zuletzt unter den Erwartungen ausfiel, wird die Notenbank die Zinsen allenfalls marginal anheben. Geringere Zinsperspektiven sowie eine wachsende Risikoaversion dürften den „Aussie“ im zweiten Halbjahr belasten.

NZD

Tendenz: Leichtes Aufwärtspotenzial

Der Neuseeland-Dollar legte zuletzt gegenüber dem US-Dollar merklich zu. Die Reserve Bank of New Zealand erhöhte den Leitzins auf 3,0 %. Angesichts der sich erholenden Wirtschaft werden vermutlich weitere Schritte folgen. Allerdings schlug die Zentralbank einen vorsichtigeren Ton an. Skeptischere globale Wachstumsaussichten einhergehend mit nachlassenden Rohstoffpreisen, dürften die Notenbank bremsen und damit den Neuseeland-Dollar belasten. Gegenüber dem Euro besteht hingegen noch leichtes Aufwärtspotenzial im zweiten Halbjahr 2010.

3 Helaba Währungsprognosen

	Veränderung seit		aktueller Stand*	Prognose Ende			
	31.12.09	13.07.10		Q3/2011	Q4/2011	Q1/2012	Q2/2012
gg. Euro (jeweils gg. Euro, %)							
US-Dollar	8,7	-3,4	1,32	1,28	1,25	1,25	1,30
Japanischer Yen	18,3	0,3	113	113	108	112	117
Britisches Pfund	6,7	0,9	0,83	0,82	0,80	0,80	0,79
Schweizer Franken	7,4	-2,9	1,38	1,36	1,34	1,36	1,40
Kanadischer Dollar	11,0	-3,6	1,36	1,33	1,31	1,33	1,35
Australischer Dollar	10,8	-0,1	1,44	1,44	1,47	1,47	1,49
Neuseeland-Dollar	8,8	-2,8	1,82	1,80	1,79	1,79	1,81
Schwedische Krone	8,6	-0,2	9,44	9,40	9,40	9,45	9,50
Norwegische Krone	4,4	0,1	7,94	7,85	7,80	7,85	7,90
gg. US-Dollar (jeweils gg. USD, %)							
Japanischer Yen	8,9	3,9	85	88	86	90	90
Schweizer Franken	-1,3	0,6	1,05	1,06	1,07	1,09	1,08
Kanadischer Dollar	2,1	-0,1	1,03	1,04	1,05	1,06	1,04
Schwedische Krone	0,0	3,4	7,16	7,34	7,52	7,56	7,31
Norwegische Krone	-3,9	3,7	6,03	6,13	6,24	6,28	6,08
US-Dollar gg. ... (jeweils gg. USD, %)							
Britisches Pfund	-2,0	4,4	1,59	1,56	1,56	1,56	1,65
Australischer Dollar	1,8	3,4	0,91	0,89	0,85	0,85	0,87
Neuseeland-Dollar	0,2	0,6	0,72	0,71	0,70	0,70	0,72

*10.08.2010

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research ■