

VÖB-Zinsprognose-Spektrum

Januar 2009

www.voeb.de

Vorwort

Das Zinsprognose-Spektrum des Bundesverbandes Öffentlicher Banken Deutschlands (VÖB) umfasst verschiedene Prognose-Ansätze, die eine breit fundierte Einschätzung der zukünftigen Zinsentwicklung ermöglichen. Prognostiziert wird die langfristige Entwicklung der Rendite öffentlicher Anleihen für einen Zeitraum von zwei und sechs Monaten (Monatsdurchschnittswerte).

Die Grundlage der fundamentalen Analyse des VÖB bilden zum einen ein System von Frühindikatoren, das die Tendenz der Haupteinflussfaktoren des Rentenmarktes abschätzt, und zum anderen eine Prognose mittels Multipler Linearer Regression, die vom VÖB entwickelt wurde und gepflegt wird. Die Zinsprognosen der DekaBank, der Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba) sowie der WestLB verwenden Elemente verschiedener Theorien und sind breit aufgestellt. Sie erscheinen alternierend in dieser Publikation. Das Konzept der einzelnen Prognosemethoden wird in den jeweiligen Kapiteln erläutert. Die zusammengefassten Ergebnisse sowie eine Kontrolle der Prognosen sind dem Bericht vorangestellt.

Als Indikatoren der technischen Analyse des VÖB werden die „Methode der Gleitenden Durchschnitte“, „Moving Average Convergence-Divergence / MACD“ sowie der „Index der Relativen Stärke“ herangezogen. Hiermit werden vor allem Aussagen zur kurzfristigen Entwicklung der Renditen generiert.

Berlin, im Januar 2009

Karl-Heinz Boos

Dr. Tilo Wendler

Inhaltsverzeichnis

Prognose-Überblick und Rückschau	7
Zinsprognose mit Multipler Linearer Regression Bundesverband Öffentlicher Banken (VÖB)	12
Zinsprognose der WestLB AG	17
Technische Analyse der Zinsentwicklung Bundesverband Öffentlicher Banken (VÖB)	21
Anhang	
Absatz festverzinslicher Wertpapiere der Landesbanken	28
Verzeichnis weiterer Publikationen des VÖB	29

Prognose-Überblick und Rückschau

Zinsentwicklung	zwei Monate	sechs Monate
VÖB-Fundamentalanalyse	↑	↑
WestLB	↑	↑
VÖB-Technische Analyse	↑	–

Ausgangswert:

Euro-Benchmark-Rendite*, Monatsdurchschnittswert Dezember 2008: 3,05 %.

PROGNOSEKONTROLLE der vorangegangenen Berichte:

(VÖB-Kapitalmarktbericht vom Juli und November 2008).

	zwei Monate	sechs Monate
VÖB-Fundamentalanalyse	√	√
DekaBank	√	–
WestLB	–	√
VÖB-Technische Analyse	f	–

Bezugswert Euro-Benchmark-Rendite*:

- zwei Monate: Monatsdurchschnittswert Oktober 2008: 3,88 %
- sechs Monate: Monatsdurchschnittswert Juni 2008: 4,52 %

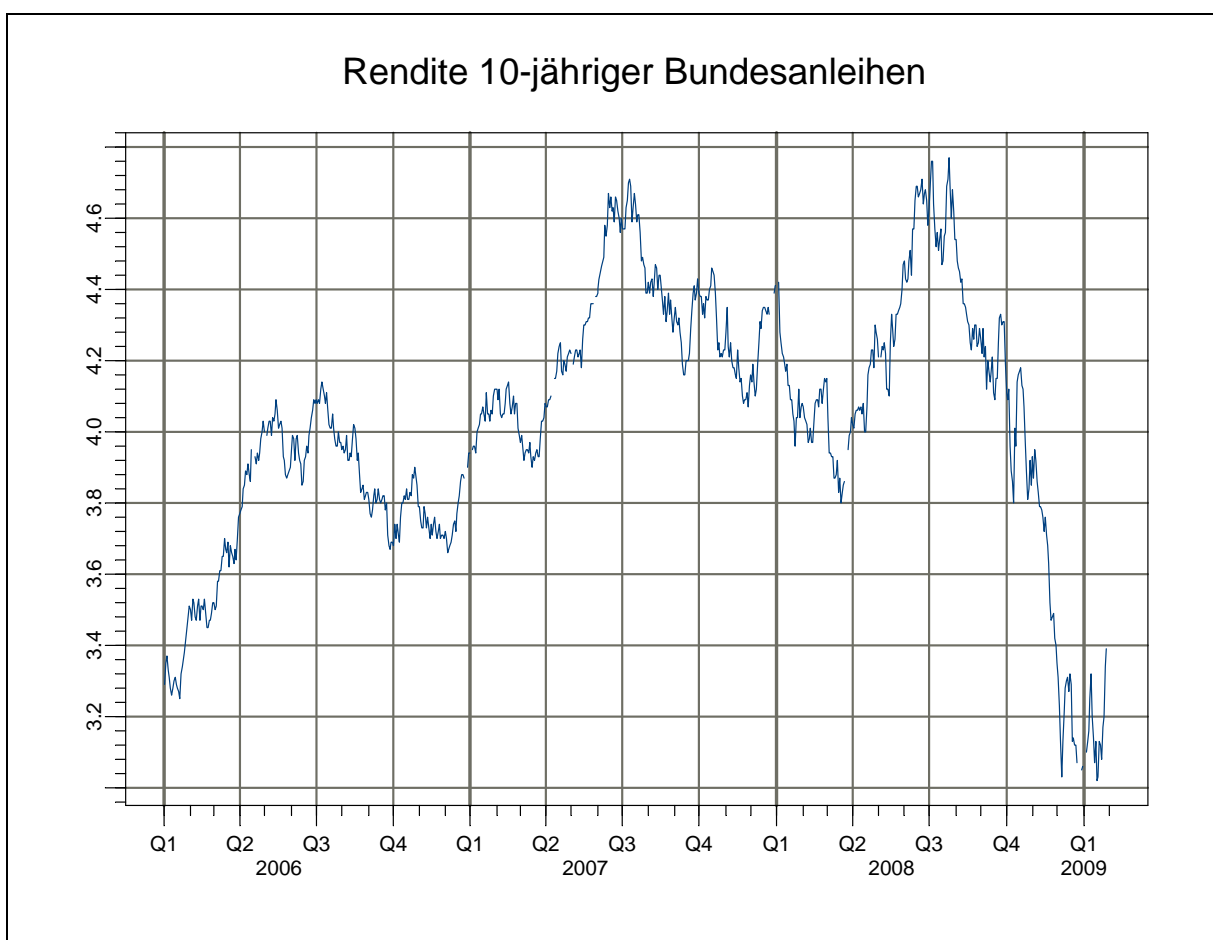
Legende:

- ↑ = Prognose einer Zinserhöhung um mehr als 10 Basispunkte
- = Prognose einer Seitwärtsbewegung,
Betrag der Zinsveränderung kleiner oder gleich 10 Basispunkte
- ↓ = Prognose einer Zinssenkung um mehr als 10 Basispunkte
- f = Prognose entsprach nicht dem Renditeverlauf
- √ = Prognose entsprach dem Renditeverlauf
- = keine Prognose, bedingt durch Rotation im Prognoseteam

* Quelle: EuroStat, Langfristige Rendite öffentlicher Anleihen - monatlicher Durchschnitt – nicht saisonbereinigt, Die langfristigen Renditen öffentlicher Anleihen beziehen sich auf Renditen der Staatsanleihen auf dem Sekundärmarkt vor Abzug der Steuern mit einer Restlaufzeit von ungefähr 10 Jahren.

Entwicklung des Kapitalmarkts seit Veröffentlichung des letzten Berichts

In den letzten beiden Monaten ist der Monatsdurchschnittswert der Euro-Benchmark-Rendite per Saldo um 83 Basispunkte von 3,88 % (Oktober 2008) auf 3,05 % (Dezember 2008) gefallen. Im Verlauf der vergangenen sechs Monate sind die Kapitalmarktzinsen ebenfalls gefallen, und zwar um 147 Basispunkte, gegenüber dem Monatsdurchschnittswert von 4,52 % im Juni 2008.



Die Finanzmärkte haben sich seit unserem letzten Bericht vom November 2008 nicht beruhigt. Nach wie vor herrscht tiefgreifende Unsicherheit hinsichtlich der konjunkturellen Belastungen durch die Finanzmarktkrise. Auch der mittlerweile extrem gefallene Ölpreis, der aktuell bei ca. 42 USD für US-Rohöl (WTI) notiert, brachte keine nachhaltige Besserung der Situation. Zwar herrscht deutliche Erleichterung darüber, dass dieser Kostenfaktor für die nächsten Monate kaum noch beachtet werden muss. Doch überwiegen die Sorgen der Akteure hinsichtlich der Auswirkungen der Kreditverknappung sowie eines deutlichen Rückgangs der Nachfrage privater Haushalte und der Exporte nach Übersee.

Die Finanzinstitute sehen sich mit zahlreichen Anfragen zur Kreditgewährung konfrontiert. Durch die derzeit im historischen Vergleich hohen Margen in Verbindung mit einer strikt risikosensitiven Bepreisung hat das Kreditgeschäft prinzipiell an Attraktivität gewonnen. Bremsend wirkt jedoch die immer noch sehr schwierige Mittelbeschaffung (Passivseite), die insbesondere große und langfristige Finanzierungen erschwert bzw. verhindert.

Die Kapitalmarktzinsen weisen immer noch eine sehr hohe Volatilität auf, die Prognosen enorm erschwert. In den letzten Monaten hat sich ein ausgeprägter Abwärtstrend bei den deutschen Bunds etabliert. Notierten die Anleihen im Juni 2008 noch bei 4,52 (Monatswert) so sind im Dezember lediglich noch 3,05 % zu beobachten gewesen.

Verantwortlich für den Renditeverfall der Bundesanleihen in den letzten Wochen sind in erster Linie die anhaltenden Erschütterungen des Finanzsektors in der USA; mögliche weitere Bankenpleiten beschäftigten die Märkte. Die Notenbanken pumpen weltweit Liquidität in die Märkte, um den ausgetrockneten Interbankenmarkt wieder in Schwung zu bringen. Außerdem schlugen viele von ihnen einen massiven Zinssenkungskurs ein.

Eckpfeiler der aktuellen Renditeentwicklung in Euroland sind zudem:

- Die Veränderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) in Euroland liegt mit vorläufig prognostizierten 1,6 % im Dezember 2008 mittlerweile deutlich unter der Zielmarke der Europäischen Zentralbank (EZB) von „knapp unter 2 %“.
- Die Expansionsrate der Geldmenge M3 lag im Zeitraum September bis November 2008 bei 8,4 % und damit etwas niedriger, wie in der Vorperiode August bis Oktober 2008 mit 8,7 %. Sie übertrifft damit nach wie vor erheblich den Referenzwert der EZB für das Geldmengenwachstum in Höhe von 4,5 %! Das Geldmengenwachstum bleibt damit hinsichtlich der mittelfristigen Inflationsrisiken zumindest im Blickfeld der EZB.
- Der Euro-Außenwert ist im Berichtszeitraum von 1,2519 EUR/USD (EuroFX am 13. November 2008) auf 1,3215 EUR/USD (EuroFX am 27. Januar 2009) deutlich gestiegen.
- Die Kursnotierungen an den Aktienmärkten in Euroland bewegen sich nach einer großen Korrektur zu Jahresbeginn nun seitwärts. Der Dax notiert aktuell bei ca. 4.440 Zählern. Die Befürchtungen über eine weitere starke konjunkturelle Abkühlung weltweit halten nach wie vor an.

Konjunkturelle Lage und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

USA

Die US-Beschäftigung außerhalb des Agrarsektors hat im Dezember erneut erheblich abgenommen. Gegenüber dem Vormonat ist die Anzahl der Beschäftigten um 524.000 gesunken. Die Arbeitslosenquote ist damit im Dezember deutlich von 6,7 % auf 7,2 % gestiegen. Der Rückgang der Beschäftigung fand im Dezember erneut auf breiter Front statt. Die Zahl der Erstanträge auf Arbeitslosenversicherung ist in der Woche zum 24. Januar trotz Ausbleibens „außergewöhnlicher Faktoren“ saisonbereinigt auf 588.000 gestiegen. In der Woche zum 17. Dezember erhielten 4,776 Millionen Personen Arbeitslosenunterstützung. Einzig die Lohnentwicklung kann noch als positiv bezeichnet werden. Die durchschnittlichen Stundenlöhne haben im Dezember gegenüber dem Vormonat um 0,3 % zugelegt. Gegenüber dem Vorjahr ist dies immer noch ein Plus von 3,7 %. Allerdings dürfte die rückläufige Beschäftigungsentwicklung bald für deutlich geringere Einkommenssteigerungen sorgen.

Die Situation im US-Dienstleistungssektor stellte sich im Dezember nicht mehr ganz so düster dar wie im Vormonat. Der ISM Index für den Dienstleistungssektor konnte sich mit 40,6 nach 37,3 Punkten etwas erholen. Weiterhin bleiben die Indizes weiter in einem Bereich, der auf eine rückläufige Geschäftsaktivität bzw. anhaltenden Beschäftigungsabbau im US-Dienstleistungssektor hinweist – allerdings mit verlangsamtem Tempo.

Euroland

Die Krise erreicht nun, wenn auch mit etwas Verspätung die deutsche Wirtschaft mit voller Wucht. Die Indikatoren zeigen eine Abwärtsbewegung auf breiter Front. Der Auftragseingang in der deutschen Industrie sinkt in atemberaubendem Tempo. Im November sind die Order nochmals massiv um 6 % gegenüber dem Vormonat eingebrochen, nach Rückgängen um 6,3 % bzw. 8,3 % im Oktober bzw. im September. Gegenüber dem Vorjahr steht jetzt ein Minus von gut 27 % zu Buche! Sowohl inländische wie auch ausländische Aufträge brechen weg. Vergleichsweise gering fällt mit -1,3 % dabei nur der Rückgang bei den Konsumgütern aus. Besonders deutlich zurück geht jedoch die Nachfrage nach Investitionsgütern, was die deutsche Wirtschaft empfindlich trifft. Mit dem erneut kräftigen Rückgang bewegen sich die Aufträge in dieser Sparte jetzt um fast 32 % unter dem Vorjahresniveau.

Die Teuerungsraten zeigen deutliche Entspannung auf der Preisseite an:

	Oktober 2008	November 2008	Dezember 2008
Verbraucherpreise	+ 2,4	+ 1,4	+ 1,1
Großhandelspreise	+ 3,6	- 0,8	- 3,3
Erzeugerpreise	+ 7,8	+ 5,3	+ 4,3

Quelle: Statistisches Bundesamt; jeweils Veränderung gegenüber Vorjahresmonat in %.

Fundamentalanalyse der Zinsentwicklung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken, VÖB

Annahmen für die Prognose

Die Hauptbestimmungsfaktoren des Rentenmarktes zeigen aus unserer Sicht im Verlauf der nächsten zwei und sechs Monate leicht steigende Renditen gegenüber dem Monatsdurchschnittswert vom Dezember 2008 i.H.v. 3,05 % an. Die Entwicklung wird anhaltend volatil verlaufen und ist u. a. stark abhängig von der Refinanzierung der Konjunktur- und Hilfspakete am Kapitalmarkt sowie weiterer möglicherweise auftretender Kurskorrekturen am Aktienmarkt.

Konjunktur und Zinsniveau

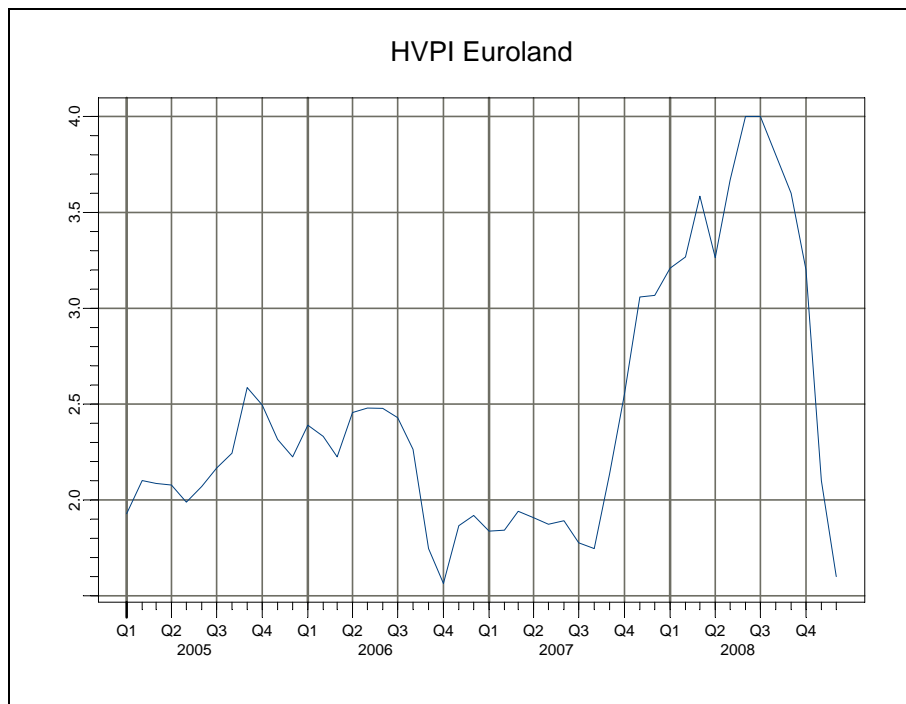
Bei den sehr ernüchternden Meldungen (vgl. vorige Seite) seitens der Konjunktur fällt es schwer einige positive Argumente zu finden, die die aktuelle Lage etwas aufhellen. Vorsichtigste Anzeichen, dass sich die Geschwindigkeit des Abschwungs in den USA etwas verlangsamen könnte, sind der einzige Hoffnungsschimmer am konjunkturellen Horizont. Die Daten aus Euroland lassen derzeit keine Entspannung vermuten. Ein aus unserer Sicht wahrscheinliches Szenario enthält den zusätzlichen Einbruch der inländischen Nachfrage nach dem doch relativ guten Weihnachtsgeschäft. Während im Dezember die Finanzkrise die Geldbörse der Verbraucher noch nicht erreicht hat, könnte allein das konjunkturelle Schreckensszenario die Verbraucher dazu bewegen, Ausgaben zunächst zurückzustellen. Hinzu kommt der zunehmende Druck auf dem Arbeitsmarkt, der die Arbeitslosenzahlen (+56.000 im Januar gegenüber Dezember) und Kurzarbeiterzahlen (300.000 Ankündigungen im Dezember gegenüber 10.000 im Vorjahr) nach oben treiben wird. Trotz des staatlichen Zuschusses beim Kurzarbeitergeld verbleibt bei den Betroffenen ein Gehaltsminus von 10 bis 15 % und zudem die Befürchtung, dass nach einer Übergangsphase mit Kurzarbeit doch Entlassungen drohen. Als ein positiver Aspekt sind einzig die stark gesunkenen Energiepreise zu verzeichnen. Insbesondere werden sich die geringeren Benzinkosten wie ein Konjunkturprogramm für manche Haushalte bemerkbar machen. Für die konjunkturelle Situation in Deutschland geht es nun darum, den Abwärtstrend zu bremsen und eine Bodenbildung abzuwarten. Aus unserer Sicht besteht hierfür Mitte des Jahres eine wenn auch geringe Chance.

Erwartete Wechselkursentwicklung

Das Verschuldungsproblem der USA könnte vermehrt ins Blickfeld rücken. Darüber hinaus dürfte das Wachstum in den USA längerfristig gedämpft verlaufen. Insgesamt erwarten wir daher bei zunächst weiter hoher Volatilität mittel- und langfristig einen Wechselkurs von ca. 1,35 EUR/USD.

Euroland-Preisniveau und Geldmengenentwicklung

Die Veränderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindexes (HVPI) in Euroland lag im Dezember bei prognostizierten 1,6 % sehr deutlich im/unter dem Zielbereich der Europäischen Zentralbank (EZB) von „knapp unter 2 %“. Die Geldmenge M3 wächst jedoch weiterhin dynamisch. Im Dezember hat sie sich gegenüber dem Vorjahresmonat um 7,3 % ausgeweitet.

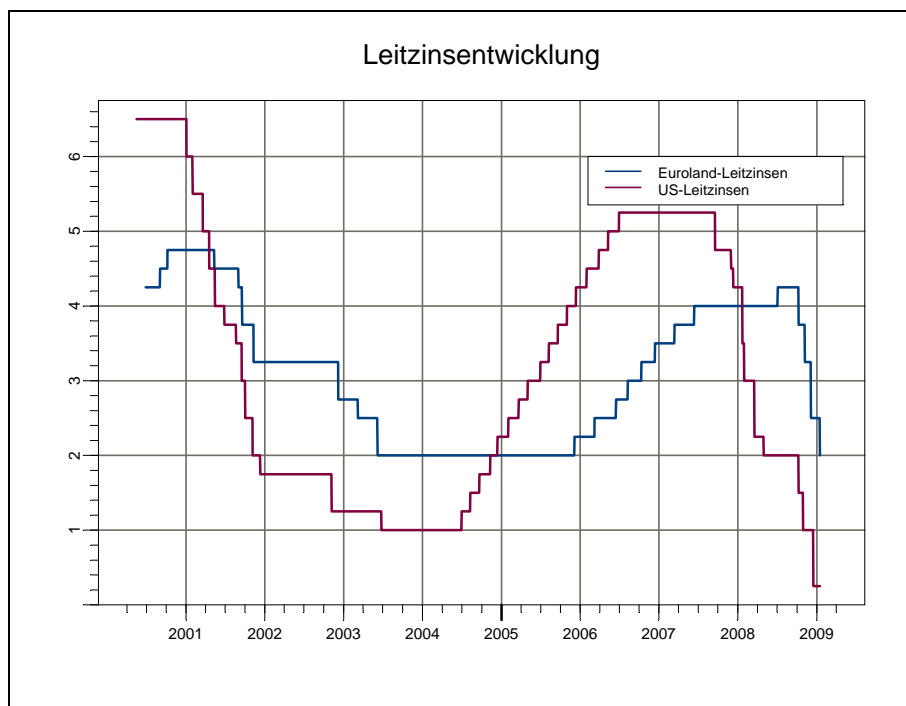


Euroland-Geldpolitik/Geldmarktzins

Der Hoffnung der Marktteilnehmer auf eine Zinssenkung der EZB kam die Zentralbank mit 50 Basispunkten nach. Diese Maßnahme zur Milderung konjunktureller Risiken ist zu begrüßen. Angesichts des deutlichen Inflationsrückgangs und der sich täglich stärker eintrübenden Wachstumsaussichten gab es zu dieser Entscheidung der EZB kaum eine Alternative. Die Leitzinssenkung kann, zumal sie im Einklang mit der Politik anderer Notenbanken steht, die negativen Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf die gesamtwirtschaftliche Entwicklung abfedern. Dennoch ist die Zinspolitik der EZB im Vergleich zur US-Fed aus unserer Sicht viel defensiver ausgerichtet. Die schlechten Wachstumsaussichten für das laufende Jahr hätten

eine noch deutlichere Leitzinssenkung gerechtfertigt. So hat die EZB mit ihrer historischen Leitzinssenkung um 75 Basispunkte am 4. Dezember 2008 gezeigt, dass sie den Mut zu drastischen Zinsschritten hat. Trotz der nun deutlich stärkeren Fokussierung der EZB auf konjunkturelle Aspekte befürchten wir keine grundlegende Änderung der EZB-Zinspolitik.

Dem konjunkturellen Umfeld geschuldet müssten die Kapitalmarktzinsen stark nachgeben. Unserer Meinung nach stellt die große Nachfrage nach sicheren Anlagemöglichkeiten jedoch einen limitierenden Faktor dar.



Die Kreditvergabe an den Privaten Sektor ließ mit 7,1 % im November gegenüber 8,7 % im September gegenüber dem Vorjahr deutlich nach. Zudem hat sich die Kreditvergabe an die nicht-finanziellen Unternehmen (exklusive Versicherungen und Pensionsfonds) mit 11,1 % gegenüber Vorjahr leicht verlangsamt. Im September betrug dieser Wert noch 12,1 %. Das Kreditgeschäft mit den privaten Haushalten war mit 2,5 % gegenüber dem Vorjahr ebenfalls deutlich geringer als im Vormonat.

Zinsprognose mit einem Regressionsmodell

Aufgrund der sich ändernden Einflüsse auf die Zinsentwicklung überprüft der VÖB die Vorhersagen mit Hilfe mathematischer Verfahren, wie z. B. einer Multiplen Linearen Regression (MLR).

Bei der MLR wird versucht, (vorverarbeitete) Werte von Zeitreihen aus der Vergangenheit so mit Faktoren zu multiplizieren und anschließend zu addieren, dass der Wert der Zinskurve (Zielgröße) zum gleichen Zeitpunkt möglichst optimal angenähert wird.

Es wird davon ausgegangen, dass folgende Bedingungen erfüllt sind:

- 1.) Eingesetzt werden lediglich Größen, die einen ökonomisch sinnvollen Zusammenhang zur Zielgröße aufweisen.
- 2.) Zwei paarweise verschiedene Einflussgrößen dürfen inhaltlich nicht den gleichen wirtschaftlichen oder geldpolitischen Einflüssen unterliegen und diese somit direkt oder indirekt widerspiegeln.
- 3.) Die Werte der Zeitreihen sind vor Beginn der Regression (neben weiteren umfangreichen Verarbeitungen) entsprechend ihrem zeitlichen Vorlauf so zu verschieben, dass sie eine maximale Korrelation zur Zielgröße aufweisen.

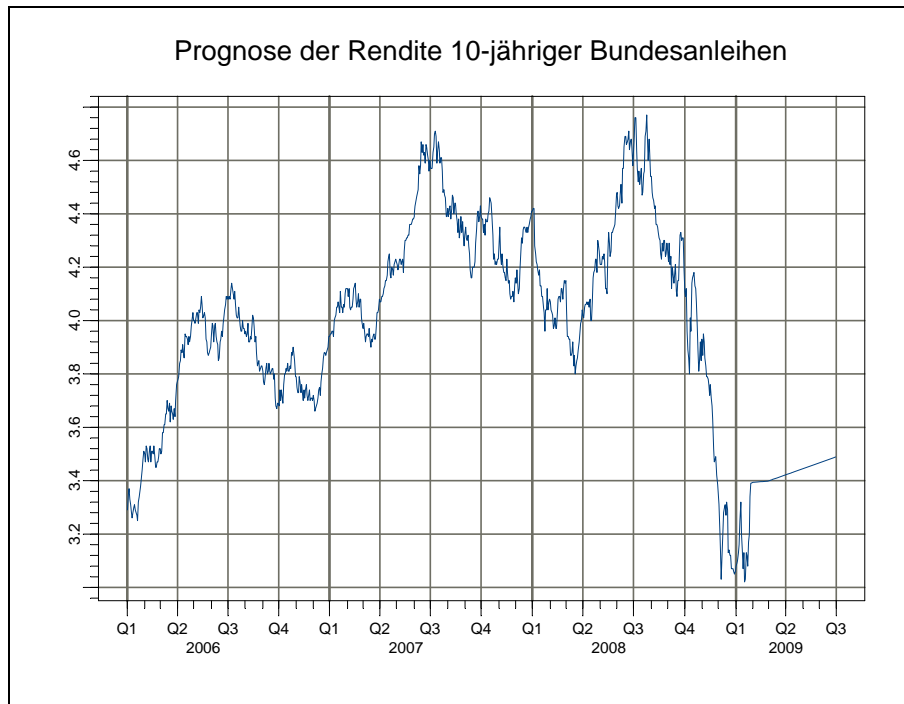
Für die tatsächliche Zielgröße werden, unabhängig vom verwendeten Modell, stets Näherungswerte berechnet. Dazu greift das VÖB-Modell u. a. auf folgende Einflussgrößen zurück:

- Geldpolitik und Geldmarkt in USA und Euroland,
- 10-jährige US-Treasuries,
- Preisniveau- und Konjunktorentwicklung sowie die
- Staatsverschuldung in Euroland.

Eine weitere wichtige Rolle spielt die Aktienmarktentwicklung.

Fazit

Basierend auf den fundamentalen Bestimmungsfaktoren und dem MLR-Modell der Zinsentwicklung wird auf zwei und auf sechs Monate in Bezug auf das Prognoseband von +/- 10 Basispunkten unsererseits steigende Zinsen gegenüber dem Durchschnittswert vom Dezember 2008 i.H.v. 3,05 % gerechnet.



	zwei Monate	sechs Monate
US-Zinsniveau	→	→
Euroland-Preisniveauentwicklung	↓	↓
Euroland-Geldpolitik / Geldmarktzins	↓	↓

↑ = zinserhöhender Einfluss / → = neutraler Einfluss / ↓ = zinsenkender Einfluss

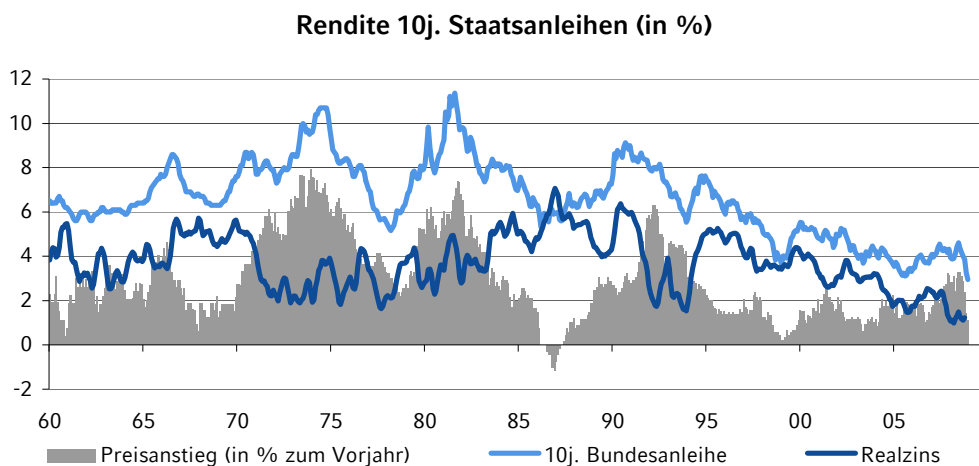
Zusammenfassung:

Zinsentwicklung	zwei Monate	sechs Monate
Fundamentalanalyse Prognose des VÖB	↑	↑

Zinsprognose der WestLB AG

Rezession und geldpolitische Maßnahmen halten Renditen vorerst niedrig

Das ständige Wiederaufkeimen der Finanzkrise hat in den vergangenen Wochen für weitere safe haven flows gesorgt und die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe zeitweilig unter 3 % gedrückt. Zudem wird deutlich, dass sich die Weltwirtschaft in der schwersten Rezession seit dem ersten Ölpreisschock befindet und sich auch die aufstrebenden Volkswirtschaften Asiens nicht dem Abschwung entziehen können. Das hohe Emissionsvolumen von Staatsanleihen aus den Industrieländern hat mittlerweile wieder zu einem Anstieg der Zinsen am langen Ende der Zinsstrukturkurve geführt. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen ist bis auf 3,3 % geklettert. Das kurze Ende ist dagegen in der Erwartung weiterer Zinssenkungen der EZB nur leicht gestiegen, die Rendite 2-jähriger Bundesanleihen liegt im Moment bei 1,6 %. Dadurch ist die Renditestrukturkurve steiler geworden.



Die EZB hat den Hauptrefinanzierungssatz im Januar aufgrund der sich weiter verschlechternden konjunkturellen Situation und dem Ausblick auf deutlich nachgebende Inflation weiter auf 2,00 % gesenkt. Trichet hat in der anschließenden Pressekonferenz allerdings bereits eine Zinssenkungspause für den Februar angedeutet. Erst der Termin im März wäre wieder ein Zeitpunkt für wichtige Entscheidungen.

Es gibt bereits erste Hinweise darauf, dass die Geldpolitik in der derzeitigen Finanzkrise an Effektivität eingebüsst hat. So ist der Spread zwischen den Effektivzinsen der Banken im Rahmen der Kreditvergabe und dem Leitzins bis in den November hinein – neuere Daten liegen noch nicht vor – stark gestiegen. Der Spread zwischen dem effektiven variablen Hypothekenzins, dem gebräuchlichsten Zins bei Hypothekenkrediten in der Eurozone, und dem Leitzins ist sogar auf ein neues Rekordhoch gestiegen. Zudem ist die Kreditvergabe an den privaten Sektor im Dezember bereits gesunken. Am Geldmarkt scheint sich die Situation etwas zu entspannen. Der Spread zwischen besichertem und unbesichertem Satz für 3-Monatsgeld ist in den vergangenen Wochen deutlich gesunken. Allerdings sind die Umsätze am Geldmarkt nach wie vor dünn.

USA / Fed – schwache Erholung, Fed mit unkonventionellen Mitteln

Für die USA zeichnet sich ab, dass der Konjunkturerinbruch im Winterhalbjahr viel tiefer ausfällt als bislang von uns erwartet. Wir haben deshalb unsere Prognose für das reale Bruttoinlandsprodukt deutlich zurückgenommen und erwarten ein Schrumpfen der gesamtwirtschaftlichen Produktion von 2,3 % in diesem Jahr. Unter der Annahme, dass die neue Regierung rasch das Konjunkturpaket im Volumen von rund 850 Mrd US-Dollar, dies entspricht fast 6 % des nominalen BIP, auf den Weg bringen wird, rechnen wir für die zweite Jahreshälfte mit einer Stabilisierung der Konjunktur und einer sehr schwachen Erholung. Wir gehen nicht davon aus, dass der fiskalpolitische Impuls zu einer Verstärkung der Auftriebskräfte und damit zu einem breit angelegten kräftigen Aufschwung führen wird. Insbesondere der private Konsum dürfte als Antriebsmotor für die US-Wirtschaft ausfallen. Für das kommende Jahr rechnen wir deshalb mit einem unterdurchschnittlichen Anstieg des realen Bruttoinlandsprodukts von nur 1,0 %. Die Fed hat in Aussicht gestellt, dass sie das niedrige Zinsniveau für einige Zeit beibehalten wird. Sie wird den Ankauf verschiedener Arten von Wertpapieren fortsetzen und das Volumen und die Dauer womöglich sogar noch ausweiten, um die monetären Rahmenbedingungen für Unternehmen und private Haushalte zu verbessern und sich damit einer Kreditklemme entgegenstemmen. Die US-Notenbank ist zudem bereit, langlaufende Staatsanleihen anzukaufen. Dies wirkt dem Zinsanstieg am langen Ende etwas entgegen, der aufgrund des Angebotsdrucks entsteht. Die 10-jährige Treasury sehen wir zum Jahresende bei 4,0 %.

Euro-Raum – Synchroner Einbruch:

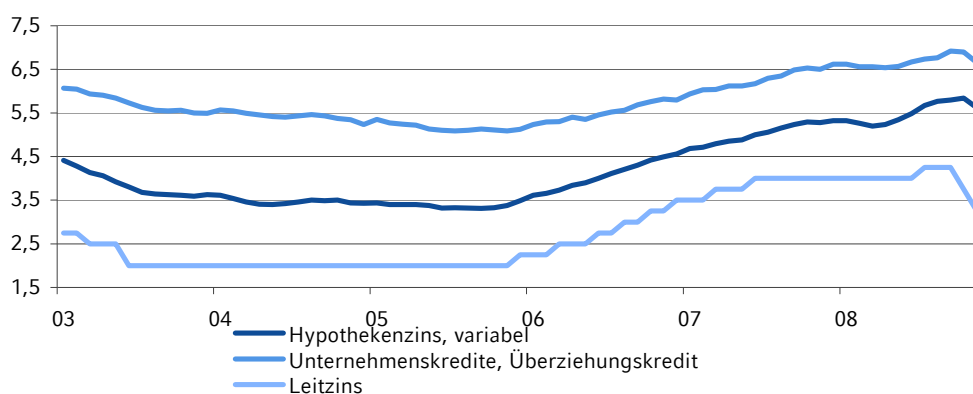
In der Eurozone hat sich die Konjunktur im Winter massiv abgekühlt. Insbesondere die Industrie hat unter der weltweit wegbrechenden Nachfrage zu leiden. Erst in der zweiten Jahreshälfte dürfte der gesamtwirtschaftliche Output wieder zunehmen. Insgesamt gehen wir nun von einem Rückgang des Bruttoinlandsprodukts um 1,8 % aus. Die derzeitige Rezession ähnelt in ihrer Schwere und Synchronität dem ersten Ölpreisschock in den 1970er Jahren. Mit Spanien fällt aufgrund der eigenen Immobilienkrise zudem ein ehemaliger Wachstumsmotor aus. Zwar ist die Fiskalpolitik in der Eurozone überaus expansiv ausgerichtet – die Konjunkturprogramme machen mehr als 1,5 % des BIP aus – und die Geldpolitik der EZB ist bereits deutlich expansiv ausgerichtet. Die Wirkung der Finanzpolitik wird allerdings durch einen Anstieg der Ersparnis der privaten Haushalte zum Teil konterkariert. Zudem gibt es erste Hinweise darauf, dass die Geldpolitik im Zuge der Finanzmarktkrise nicht die gewohnte Wirkung entfaltet. Schließlich fällt mit den USA der Motor früherer Aufschwungphasen aus. Insgesamt gehen wir deshalb nur von einer mauen Erholung im kommenden Jahr aus. Das Bruttoinlandsprodukt dürfte im Jahr 2010 um 1,1 % steigen.

Aufgrund der daraus resultierenden relativ großen Output-Lücke ist im Prognosezeitraum allerdings auch kein nachfrageseitiger Inflationsdruck zu erwarten. In diesem Jahr dürfte sich der bisher erfolgte Rückgang des Ölpreises in einer deutlich zurückgehenden Jahresrate niederschlagen, wir rechnen aufgrund der schwachen Konjunktur allerdings auch mit einer sinkenden Kernrate. Im Verlauf des Jahres dürfte die Inflationsrate sogar unter Null sinken, im Jahresdurchschnitt erwarten wir einen Anstieg der Verbraucherpreise um nur noch 0,5 %. Im kommenden Jahr ist aufgrund etwas höherer Ölnotierungen mit einem Anstieg der Verbraucherpreise um 1,7 % zu rechnen. Damit bleibt die Inflation auch in 2010 deutlich unter der Zielmarke der EZB von 2 %.

EZB – lediglich Zinssenkung auf 1,5 %

Die EZB hat in den vergangenen Wochen wiederholt vor einem zu niedrigen Zinsniveau gewarnt. So bestünde bei zu niedrigen Leitzinsen die Gefahr einer Liquiditätsfalle, die herkömmliche Geldpolitik unwirksam werden lässt. Bereits ein Niveau von einem Prozent wurde jüngst von EZB-Vertretern als ein problematisches Niveau angesehen. Von daher fühlen wir uns in unserer Prognose bestätigt, die die Leitzinsen bis März auf lediglich 1,5 % fallen sehen. Da die Anwendung unkonventioneller Methoden von der EZB dagegen bisher nicht ausgeschlossen wurde, ist auch eine direkte Steuerung der Geldbasis im Rahmen des sogenannten „quantitative easing“ im weiteren Jahresverlauf möglich. Die Leitzinsen dürften jedoch aufgrund der schwachen Konjunktur bis zur ersten Jahreshälfte 2010 auf dem erreichten Niveau von 1,5 % belassen werden.

Leitzins und Effektivzinssätze im Euroraum (in %)



Anleihemärkte

Der jüngste Anstieg der Anleiherenditen trotz deutlich nachgebender Inflation und tiefer Rezession ist auf das wachsende Angebot an Staatsanleihen zurückzuführen, die insbesondere von den Industrieländern begeben werden müssen, um die Konjunkturpakete zu finanzieren. Bis zum Sommer rechnen wir allerdings nur mit einer Seitwärtsbewegung der Renditen am langen Ende. Zwar drängt weiter neues Angebot auf den Markt, dazu zählen einige staatsgarantierte Bankanleihen, die als Substitut für Staatsanleihen gelten können. Die Maßnahme der amerikanischen Notenbank, direkt Staatsanleihen aufzukaufen, dürfte den (impliziten) Zinsanstieg allerdings dämpfen und über den Zinszusammenhang auch in den Renditeanstieg der 10-jährige Bundesanleihe. Erst in der zweiten Jahreshälfte dürften die Zinsen am langen Ende mit sich festigender Konjunktur anziehen. Für die zehnjährige Bund erwarten wir ein Niveau von 3,8%. Da die Leitzinsen diesseits wie jenseits des Atlantiks allerdings auf absehbare Zeit erst einmal auf den niedrigen Niveaus verharren dürften, ist damit eine deutlich steilere Zinsstruktur verbunden.

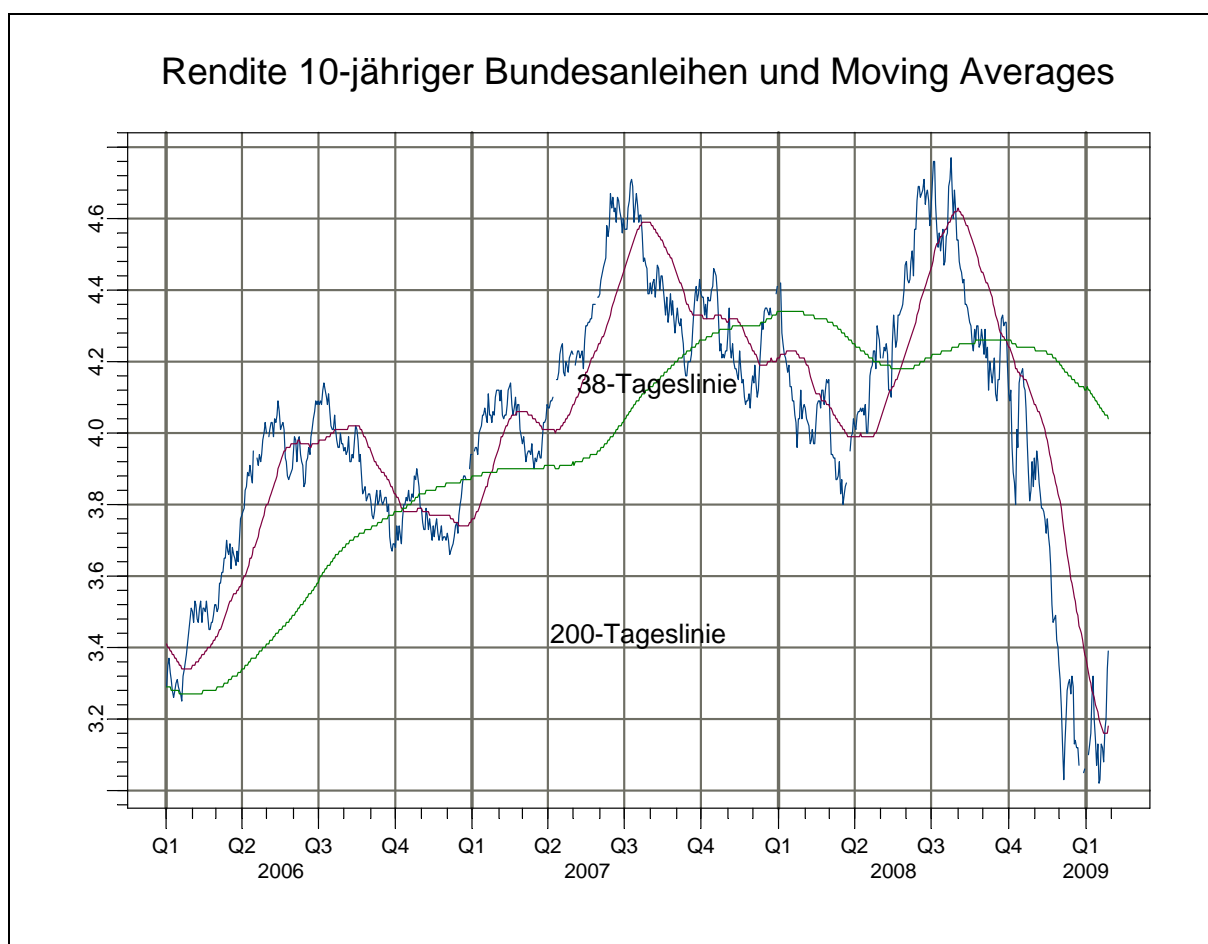
Zusammenfassung:

Zinsentwicklung	zwei Monate	sechs Monate
Fundamentalanalytische Prognose der WestLB AG	→ (3,20 %)	→ (3,20 %)

Technische Analyse der Zinsentwicklung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken, VÖB

Methode der gleitenden Durchschnitte

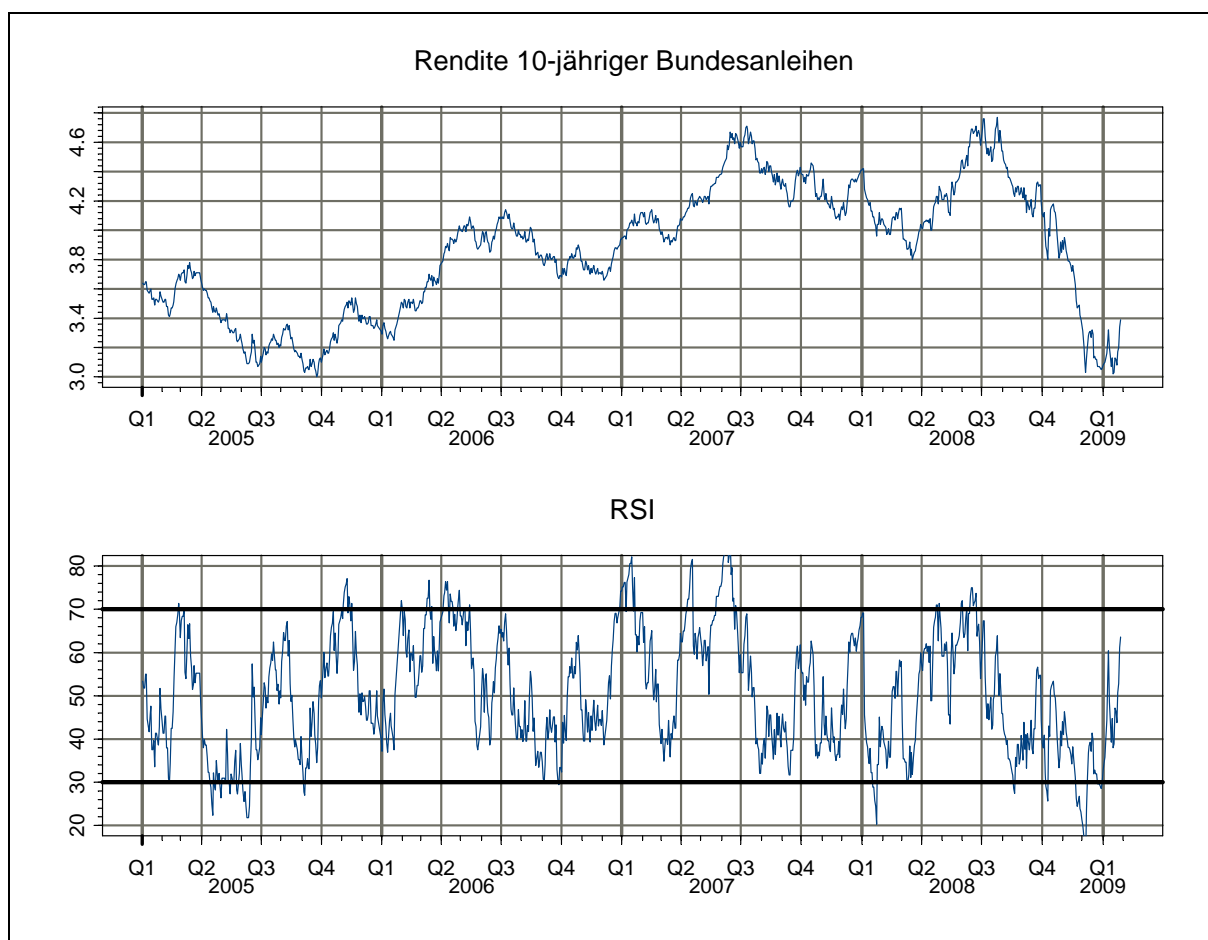
Die Kurve des gleitenden Durchschnitts auf Basis von 38 Tagen wurde zuletzt von unten durchstoßen. Die 200-Tageslinie wurde nicht durchbrochen. Es liegt ein schwaches Signal für steigende Zinsen vor.



Relative Strength Index / RSI

RSI-Werte oberhalb von 70 zeigen eine überverkaufte Situation an. Werte unterhalb von 30 sind als Kaufsignal zu interpretieren. Vgl. auch Erläuterungen Seite 25 ff.

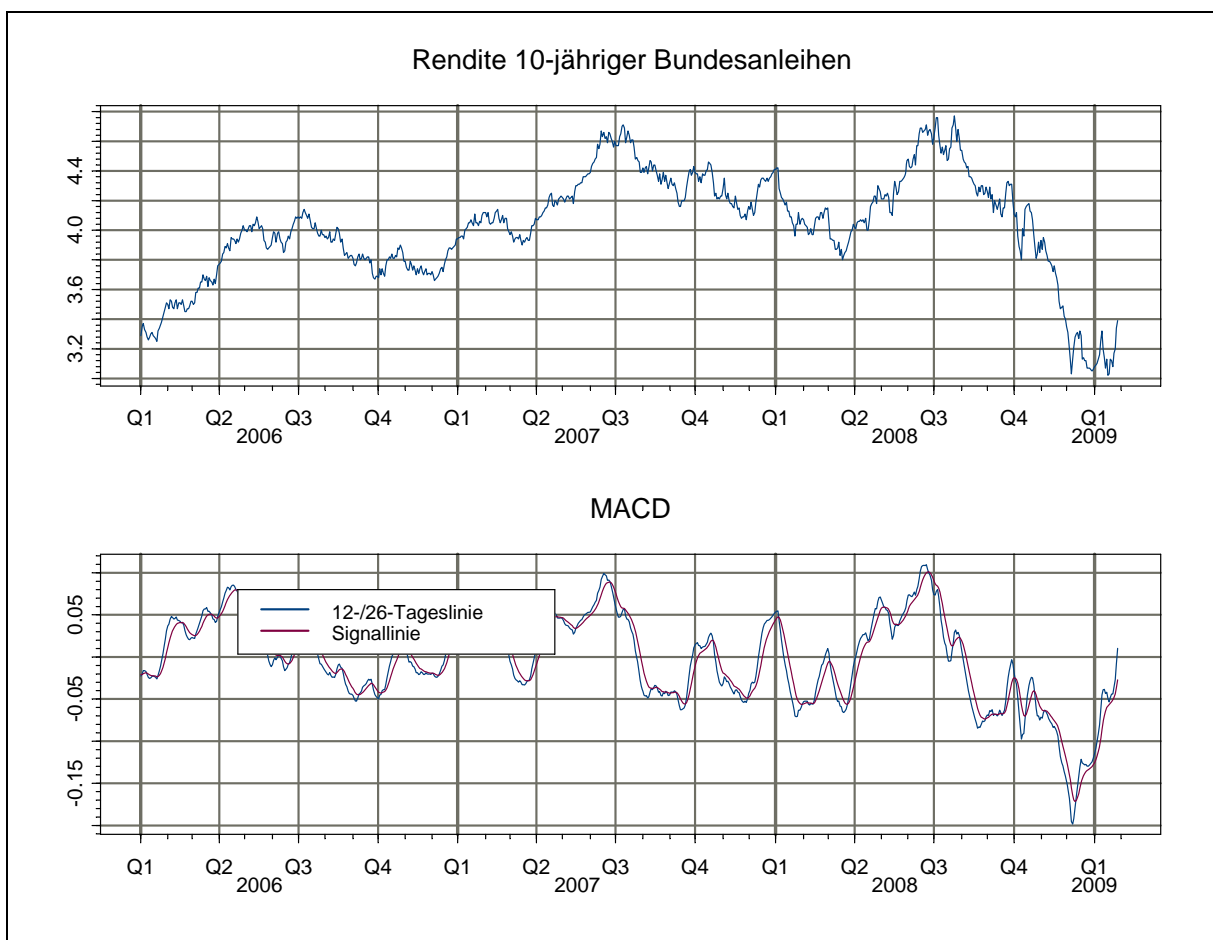
Der RSI-Wert liegt am aktuellen Rand deutlich im Bereich zwischen 30 und 70. Somit wird kein Signal generiert.

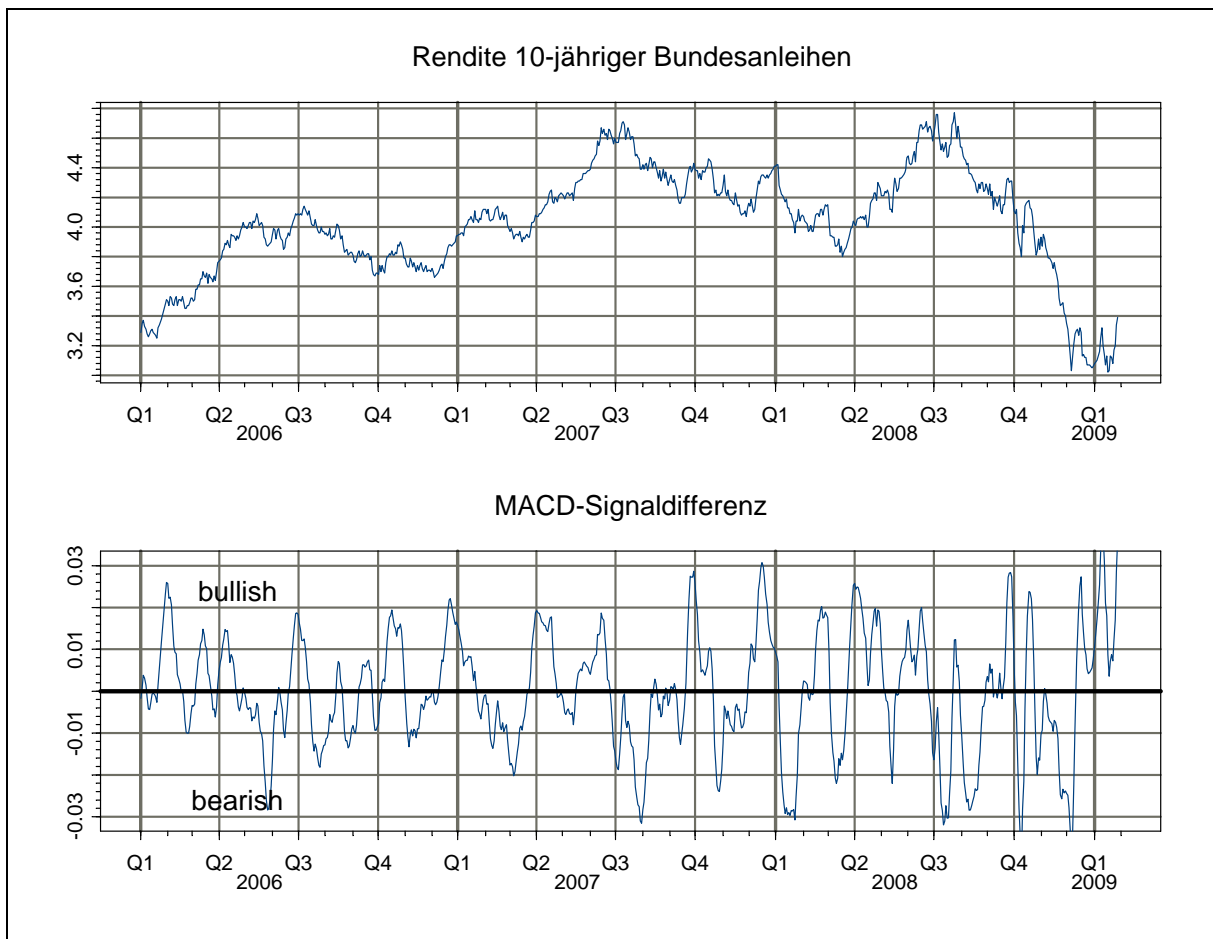


Moving Average Convergence-Divergence / MACD

Der MACD liefert Signale für steigende oder fallenden Kurse an den Schnittpunkten der beiden Linien. Schneidet die (schnellere) 12-/26-Tageslinie die langsamere Signallinie von unten nach oben, so liegt ein Kaufsignal vor. In anderer Richtung spricht man von einem Verkaufssignal.

Der letzte Schnittpunkt mit der Signallinie zeigt steigende Zinsen an.





Fazit der technischen Analyse

Die Analyseinstrumente zeigen ein schwaches Signal für steigende Zinsen an. Der RSI generiert kein Signal. Trotz einiger Skepsis ob der konjunkturellen und fiskalischen Rahmenbedingungen folgendes wir den technischen Indikatoren und setzen ein Signal hin zu (leicht) steigenden Zinsen über einen Kanal von +/- 10 Basispunkten auf zwei Monate in der Prognose.

Tendenz der Zinsentwicklung	zwei Monate	sechs Monate
Technische Analyse Prognose des VÖB	↑	—

Methodische Erläuterungen

Methode der gleitenden Durchschnitte / Moving Averages

Das Verfahren der gleitenden Durchschnitte wird zur Glättung einer Zeitreihe eingesetzt. Kurzfristige und möglicherweise eher zufällige Schwankungen sollen gedämpft und der Trend dadurch sichtbar gemacht werden.

Ein gleitender Durchschnitt errechnet sich durch die sukzessive Berechnung des arithmetischen Mittels aus einer bestimmten Anzahl von Werten der Zeitreihe. Die Wahl des Berechnungszeitraumes (der Ordnung des gleitenden Durchschnitts) hat eine zentrale Bedeutung für die Analyse von Zeitreihen. In der technischen Analyse werden insbesondere Werte von 38 sowie 200 Tagen als aussagekräftig angesehen.

Da ein gleitender Durchschnitt aufgrund dieser Konstruktionsweise eine Art Trend darstellt, können aus seinem Verhalten Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung des Kurses gezogen werden. Je größer die Ordnung (z. B. 38 Tage oder 200 Tage) des signalgebenden gleitenden Durchschnitts ist, desto zuverlässiger ist in der Regel das angezeigte Signal.

Durchstößt die Kurslinie die Kurve eines gleitenden Durchschnitts von oben, so ist dies als Abwärtstrend der Zeitreihe zu werten. Durchstößt die Kurslinie die Kurve des gleitenden Durchschnitts von unten, so ist mit einem Aufwärtstrend der Zeitreihe zu rechnen.

Relative Stärke Index / RSI

Der RSI misst - ganz im Gegensatz zu seiner Bezeichnung - die "innere" Stärke eines Titels. Er dient der Erkennung unter- bzw. überverkaufte Marktsituationen. Zur Berechnung des RSI werden über mehrere Schritte die Aufwärtsdifferenzen einer Kursentwicklung ins Verhältnis zu deren Abwärtsdifferenzen gesetzt. Der Wert des RSI variiert zwischen 0 und 100 und weist folgende Eigenschaften auf: Tiefstwerte unterhalb 30 und Höchstwerte oberhalb 70 bilden sich meist früher heraus, als im Kursverlauf des Basistitels. Liegt die Indikatorlinie unter 30, so deutet dies einen überverkauften Markt hin. Werte oberhalb von 70 deuten auf einen überverkauften Markt hin und werden damit als Verkaufssignal interpretiert. Der RSI besitzt seine Stärken in zyklischen oder Seitwärtmärkten und ist besonders geeignet, rechtzeitig Ausstiegszeitpunkte zu markieren.

Moving Average Convergence-Divergence / MACD

Der MACD (Moving Average Convergence-Divergence) wurde in den USA von Gerald Appel entwickelt. Da für die Berechnung eine PC erforderlich war, stellte er damit alles in den Schatten, was zuvor an Indikatoren benutzt wurde.

Der Grund für die Forderung nach rechnergestützter Berechnung liegt in den Bestandteilen des MACD begründet. Er basiert auf insgesamt drei exponentiell geglätteten gleitenden Durchschnitten, die zur Konstruktion zweier Linien benutzt werden. Die Werte der ersten Linie werden über die Differenz zwischen einem auf 12- und auf einem 26-Tage exponentiell geglätteten gleitenden Durchschnitt errechnet. Die zweite Linie, die man als Signallinie bezeichnet, erhält man als 9-Tage exponentiell geglätteter gleitender Durchschnitt der Linie 1.

Signale für steigende oder fallenden Kurse entstehen an den Schnittpunkten beider Linien. Schneidet die (schnellere) Linie 1 die langsamere Signallinie von unten nach oben, so liegt ein Kaufsignal vor. In anderer Richtung spricht man von einem Verkaufssignal. Für die Renditekurve bedeutet dies demnach ein Signal für steigende bzw. fallende Zinsen.

Der MACD liefert in Märkten mit einem starken Aufwärts- oder Abwärtstrend sehr gute Signale. In Seitwärtsphasen erhält man jedoch leicht Fehlsignale. Zudem ist zu beachten, dass jede Zeitreihe ihre Besonderheiten hat. Die o. g. Berechnungslängen können daher individuell angepasst werden. Hier werden die Standardvorgaben benutzt, die bei einem Test auch gute Ergebnisse zeigten

Eine weitere Möglichkeit, Divergenzen zu erkennen, ist das sog. MACD-Histogramm. Es stellt nur die Differenz zwischen den Werte beider o. g. Linien dar und bewegt sich daher um eine Null-Linie. Ein Abflachen unterhalb der Marke Null ist als Kaufsignal zu interpretieren. Umgekehrt verhält es sich beim Ausstieg.

Die Abbildungen der aktuellen Prognose enthalten alle drei hier diskutierten Linien jeweils in Verbindung mit der Kursentwicklung. Damit ist ein Vergleich der Charts und eine Aussage zur Güte der Prognosen möglich.

Anhang

Absatz festverzinslicher Wertpapiere der Mitglieder des VÖB	28
Verzeichnis weiterer Publikationen des VÖB	29

Absatz festverzinslicher Wertpapiere der Landesbanken

Berichtsmonat: November 2008

1. Schuldverschreibungen insgesamt

Art der Schuldver- schreibungen	Umlauf Stand Ende Vormonat	Entwicklung im Berichtsmonat					Entwicklung seit Jahresbeginn 2008				Umlauf	
		Brutto-Absatz		Tilgung Mio EUR	Netto-Absatz		Brutto-Absatz		Netto-Absatz		Stand Ende Berichtsmonat Mio EUR	Anteil am Umlauf insgesamt in %
		Mio EUR	Veränderung gegenüber Vorj.-Monat in % ²⁾		Mio EUR	Mio EUR	Veränderung gegenüber Vorj.-Monat in % ²⁾	Mio EUR	Veränderung gegenüber Vj.Zeitraum in % ²⁾	Mio EUR		
Hypothekendarlehen ³⁾												
insgesamt	47.230,61	1.655,60	16,89	942,03	713,57	-0,32	17.334,45	100,71	5.065,28	..	47.944,18	4,86
Inhaberpapiere	27.738,99	1.591,10	49,49	831,86	759,24	44,87	14.917,16	152,63	6.286,17	..	28.498,22	2,89
Namenspapiere	19.491,63	64,50	-81,68	110,17	-45,67	..	2.417,29	-11,51	-1.220,89	..	19.445,96	1,97
Öffentliche Darlehen ³⁾												
insgesamt	256.800,35	1.954,48	-72,14	6.178,34	-4.223,87	..	48.304,58	-21,40	-26.376,14	..	252.576,48	25,59
Inhaberpapiere	153.415,97	1.185,53	-81,45	4.746,98	-3.561,44	..	42.058,65	-18,67	-11.777,84	..	149.854,52	15,18
Namenspapiere	103.384,38	768,95	23,15	1.431,37	-662,42	..	6.245,92	-35,89	-14.598,30	..	102.721,96	10,41
Sonst. Schuldversch. ⁴⁾												
insgesamt	683.241,64	28.380,21	3,95	25.064,17	3.316,04	-46,19	416.731,23	57,85	108.891,27	143,04	686.557,69	69,55
Inhaberpapiere	621.360,84	23.933,96	-11,14	24.515,46	-581,50	..	403.621,28	58,23	100.349,12	158,54	620.779,34	62,89
Namenspapiere	61.880,81	4.446,25	..	548,71	3.897,54	..	13.109,95	46,83	8.542,15	42,61	65.778,35	6,66
Schuldverschreibungen insgesamt	987.272,61	31.990,28	-10,48	32.184,54	-194,26	..	482.370,25	44,38	87.580,41	83,33	987.078,35	100,00
Inhaberpapiere	802.515,79	26.710,59	-22,33	30.094,30	-3.383,71	..	460.597,10	47,29	94.857,46	107,19	799.132,09	80,96
Namenspapiere	184.756,81	5.279,69	..	2.090,24	3.189,45	..	21.773,15	1,73	-7.277,05	..	187.946,26	19,04

Weitere Publikationen des VÖB

Sie haben Interesse an weiteren Publikationen des VÖB? Dann schreiben Sie bitte eine E-Mail an presse@voeb.de. Nachstehend eine Übersicht der aktuellen VÖB-Publikationen. Weitere Publikationen finden Sie auf unserer Internetseite unter www.voeb.de.

Publikationen

- „7. KWG-Novelle“ mit Verordnungen – KWG, SolvV, GroMiKV, LiqV, AnzV –
- Auswirkungen der Bevölkerungsentwicklung auf Banken und Volkswirtschaft
- Bankgeschäfte mit Kommunen in Europa I – Kommunalfinanzierung in den "alten" EU-Staaten
- Basel II – Informationen für Unternehmen (CD-ROM)
- Beherbergungsgewerbe in Deutschland – Leitfaden für Immobiliensachverständige –
- Betrugsbekämpfung – Leitfaden zur Erstellung der Gefährdungsanalyse zur Verhinderung betrügerischer Handlungen zu Lasten des Instituts nach § 25c KWG –
- BoniKomm – Kommunen auf einen Klick – Finanzdaten und Kennzahlen
- Demografieatlas Deutschland – Auswirkungen des demografischen Wandels auf Wirtschaft, Finanzen und Immobilienmarkt
- Demographie ist Gegenwart – Förderbanken in der Verantwortung
- Der europäische Pass für Wertpapierprospekte und seine Anforderungen
- Der Ombudsmann der Öffentlichen Banken – Tätigkeitsbericht
- Einführung von Flugzeugpfandbriefen
- Einlagensicherung
- EU-Finanzsanktionen
- Finanzkolloquium IAS 32 – Weiterentwicklung von IAS 32 zwingend erforderlich
- Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
- Fördern und Finanzen „Klimaschutz“
- Förderstatistik 1997 - 2007: Wirtschafts-, Wohnungsbau- und Agrarförderung
- Gutachten zur Abgrenzung von Eigen- und Fremdkapital nach IAS 32 – ein Vorschlag zur Modifizierung von IAS 32
- Gutachten zur Abgrenzung von Eigen- und Fremdkapital nach IAS 32 (englische Fassung: The Differentiation Between Equity Liability According to IFRS)
- Interpretationshilfen für die Umsetzung von Basel II – Mindestanforderungen an Kreditrisikominderungsstechniken
- Jahresbericht 2008
- Kernregionen Deutschlands im Mittelpunkt – Demografie, Konjunktur & Immobilienmarkt
- Kommunen auf dem Weg in die Doppik – Öffentliche Banken als Wegbegleiter
- Kreditwirtschaftlich wichtige Vorhaben der EU (mit CD-ROM) / September 2008
- Leitfaden zur Erstellung der Gefährdungsanalyse nach § 25a Absatz 1 Satz 3 Nr. 6 KWG
- Leitfaden zur Erstellung eines Beurteilungssystems nach § 18 KWG
- Public Private Partnership: Öffentliche Banken – Partner in einem dynamischen Markt
- Der Übergang vom nationalen zum europäischen Zahlungsverkehr – Single Euro Payments Area (SEPA)
- Single Euro Payments Area (SEPA)
- Umstellung der Rechnungslegung auf IAS/IFRS (2004)
- VÖB-ImmobilienAnalyse – Instrument zur Beurteilung des Chance-Risikoprofils von Immobilien
- VÖB-Strukturpapier – Struktur der Förderbanken auf Bundes- und Länderebene
- Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

Herausgeber:
Bundesverband Öffentlicher
Banken Deutschlands, VÖB
Lennéstraße 11, 10785 Berlin
Postfach 11 02 72, 10832 Berlin
Telefon 0 30/81 92-0
Telefax 0 30/81 92-2 22
E-Mail: postmaster@voeb.de
Internet: www.voeb.de

Redaktion:
Dr. Tilo Wendler

Stand: 30. 01. 2009

Herstellung:
DCM · Druck Center Meckenheim



www.voeb.de