

VÖB-Zinsprognose-Spektrum

März 2010

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 März 2010

Karl-Heinz Boos

Manuel Pauser

Inhaltsverzeichnis

Prognose-Überblick und Rückschau	7
Fundamentanalyse der Zinsentwicklung Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB	13
Zinsprognose der Landesbank Hessen-Thüringen, Helaba	19
Technische Analyse der Zinsentwicklung Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB	27
Anhang	
Verzeichnis weiterer Publikationen des VÖB	37

Prognose-Überblick und Rückschau

Zinsentwicklung	zwei Monate	sechs Monate
VÖB-Fundamentalanalyse	↑	↑
DekaBank	↑	↑
VÖB-Technische Analyse	→	–

Ausgangswert:

Umlaufrendite Öffentlicher Anleihen*, Monatsdurchschnittswert Februar 2010: 3,17 %.

PROGNOSEKONTROLLE der vorangegangenen Berichte:

(VÖB-Kapitalmarktbericht vom September 2009 und Januar 2010).

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

Bezugswert Umlaufrendite Öffentlicher Anleihen*:

- zwei Monate: Monatsdurchschnittswert Dezember 2009: 3,14 %
- sechs Monate: Monatsdurchschnittswert August 2009: 3,31 %

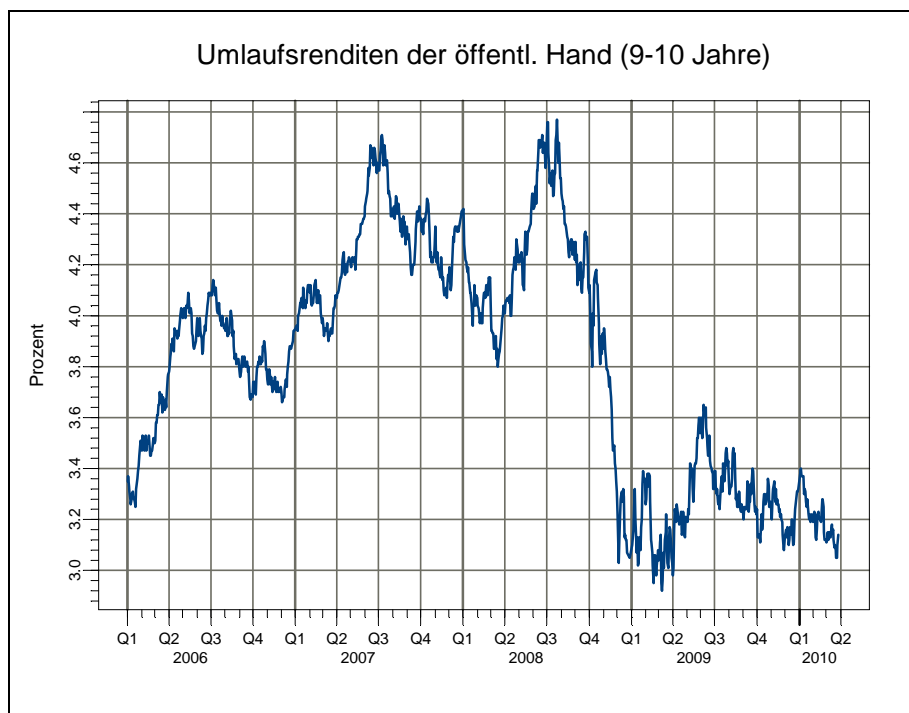
Legende:

- ↑ = 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: Ungewogene Umlaufrendite der an der Eurex jeweils lieferbaren Bundeswertpapiere / RLZ über 9 bis 10 Jahre / Monatswerte.

Entwicklung des Kapitalmarkts seit Veröffentlichung des letzten Berichts

Im Vergleich zum Dezember 2009 hat sich der Monatsdurchschnittswert der Umlaufrendite per Saldo kaum verändert. Im letzten halben Jahr dagegen sind die Kapitalmarktzinsen um 15 Basispunkte gesunken.



Datenreihe: Umlaufrenditen incl. Inhaberschuldv. / Anl. der öffentl. Hand / Mittlere RLZ von über 9 bis einschl. 10 Jahren / Tageswerte / Quelle: Bundesbank

Wie erwartet blieb die Europäische Zentralbank auch im März bei ihrer Niedrigzinspolitik und ließ den Leitzins bei 1 Prozent. Insgesamt wird an den Märkten nicht davon ausgegangen, dass sich vor dem vierten Quartal des laufenden Jahres etwas an dieser Entscheidung ändern wird.

In seiner Einschätzung der wirtschaftlichen Situation im Europäischen Währungsraum betonte EZB-Präsident Jean-Claude Trichet, dass der Aufschwung zwar wie erwartet eingetroffen ist, aber bisher ungleichmäßig verlief und weiter verlaufen wird. Grund dafür ist vor allem die Unsicherheit über die Nachfrage im In- und Ausland und der harte Winter in vielen Ländern Europas. Die Wirtschaft des Euro-Raums wird deshalb auch nur moderat wachsen. Auch deshalb erwartet die EZB nur eine geringe Preissteigerung. Zudem werden die verhaltenen Kosten- und Lohnentwicklungen sowie die schwierige Situation am Arbeitsmarkt den privaten Konsum

und Investitionen verlangsamen. Damit ist eines der Hauptargumente für den niedrigen Zinssatz weiterhin, genug Anreize für Konsum und Investitionen zu schaffen, ohne dass dabei eine große Preissteigerung zu erwarten ist.

Die zuletzt gesunkenen Renditen der Bundesanleihen spiegeln vor allem die Unsicherheit an den Kapital- und Aktienmärkten sowie Misstrauen gegenüber den jüngsten Kursverläufen wieder. Nur so lässt sich erklären, warum die Entwicklung der Aktienindizes und der Renditen auseinander gehen. Die Unsicherheiten über die Haushaltslage einiger Peripherieländer der Europäischen Union und deren Schwierigkeiten, eigene Anleihen auszugeben, dürften dazu beigetragen haben. Durch die hohe Verschuldung vieler westlicher Industriestaaten, die durch Staatsanleihen in diesem Jahr finanziert werden, erwarten wir zudem einen Angebotsschub, der sich auch durch die Erholung der Aktienmärkte in steigenden Renditen zeigen wird. Sollten allerdings Länder wie Griechenland oder Portugal das Vertrauen der Investoren nicht zurückgewinnen können, dann könnten die Sieger vor allem deutsche und amerikanische Anleihen sein. Die Nachfrage nach sichereren Staatspapieren dürfte dann die Rendite drücken.

In den USA zeigt die Zinsstrukturkurve eine unverändert hohe Renditedifferenz zwischen zweijährigen und zehnjährigen Treasury Notes. Für den Monat März lagen die zehnjährigen Renditen im Durchschnitt 276 Basispunkt über den zweijährigen. Dieser Unterschied weist darauf hin, dass Anleger am Kapitalmarkt weiterhin mit einer Erholung der US-Konjunktur rechnen. Die insgesamt steigenden Renditen sowohl für zweijährige als auch zehnjährige Anleihen bestätigen diese Annahme. Anleger wenden sich wieder zunehmend anderen Anlagemöglichkeiten zu und verlassen den sicheren Hafen der Staatsanleihen. Höhere Renditen, die der amerikanische Staat zahlen muss, sind das Ergebnis.

Eckpfeiler der aktuellen Renditeentwicklung in Euroland sind zudem:

- Lt. EuroStat stiegen die Lebenshaltungskosten im Dezember um prognostizierte 0,9 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Die Veränderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindexes (HVPI) in Euroland lag damit deutlich unter der Zielmarke der Europäischen Zentralbank (EZB) von „knapp unter 2 Prozent“.
- Die jährliche Expansionsrate der Geldmenge M3 lag im Februar 2010 bei -0,4 Prozent. Nach minimalem Wachstum im Januar ist die Geldmenge wieder zurückgegangen und liegt damit weit unter dem Referenzwert der EZB für das Geldmengenwachstum in Höhe von 4,5 Prozent.
- Der Euro-Außenwert ist im Berichtszeitraum von 1.4379 USD/EUR (EuroFX am 18. Januar 2010) auf 1.3471 USD/EUR (EuroFX am 30. März 2010) zurückgegangen.
- Der DAX befindet sich seit Anfang März 2010 in einer Aufwärtsbewegung und notiert bei ca. 6130 Punkten. Hoffnungen auf eine Frühjahrsbelebung der Wirtschaft und ein Ende der Haushaltskrise in Griechenland könnten Kurse kurzfristig weiter treiben. Für 2010 rechnen wir aber mit einer seitwärts gerichteten, volatilen Kursentwicklung bis zur Jahrsmitte.

Konjunkturelle Lage und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

USA

Die US-Baubeginne sind im Februar von 611 Tsd. (Jahreshochrechnung) auf 575 Tsd. Einheiten zurückgegangen. Die Baugenehmigungen gaben im Februar von 622 Tsd. auf 612 Tsd. Einheiten nach. Damit tendieren die US-Baubeginne im Wesentlichen seit Mitte 2009 seitwärts und auch die Zahl der Genehmigungen zeigt keine Trendwende an. Ein etwas besseres Ergebnis wurde möglicherweise durch das in Teilen der USA harte Winterwetter verhindert. Insgesamt zeigen die Daten, dass der US-Wohnungsbau das absolute Tief überwunden hat. Mit spürbaren Verbesserungen ist angesichts des immer noch reichlich vorhandenen Angebots an Häusern auch in den kommenden Monaten nicht zu rechnen.

Die US-Industrie hat ihren Ausstoß im Februar um 0,1 Prozent gegenüber dem Vormonat ausgeweitet. Dabei ist die Produktion im Verarbeitenden Gewerbe, das etwa 80 Prozent der Industrieproduktion ausmacht, um 0,2 Prozent gegenüber Januar zurückgegangen. Hierfür war ein starkes Minus bei der Kfz-Produktion verantwortlich. Ohne diese generell stark schwankende Komponente stand denn auch ein Plus von 0,1 Prozent beim Verarbeitenden Gewerbe zu Buche. Insgesamt kann festgehalten werden, dass die US-Industrie ihre Anstiegsserie trotz der widrigen Witterung weiter fortsetzte. Im Februar wurde bereits der achte Anstieg in Folge verbucht. Die Stimmungsindikatoren für das verarbeitende Gewerbe deuten zudem an, dass auch in den nächsten Monaten weitere Zuwächse zu erwarten sind.

Laut vorläufigen Angaben ist der von der Uni Michigan erhobene Verbrauchervertrauensindex im März gesunken. Der Indikator gab von 73,6 auf 72,5 Punkte nach. Zwar ist eine Erholung des Verbrauchervertrauens zu verzeichnen, jedoch ist diese sehr schwach. Dies wird von den jüngsten Zahlen des amerikanischen Handelsministeriums zum privaten Konsum unterstützt. Zwar stieg im Februar der Konsum preisbereinigt um 0,3 Prozent und damit zum fünften Mal in Folge. Aber das private Einkommen selbst stagnierte und bleibt damit weiterhin unter Druck. Wir gehen davon aus, dass nur eine merkliche Verbesserung am Arbeitsmarkt den Konsum und damit den traditionellen Wirtschaftsmotor der USA nachhaltig antreiben kann.

Euroland

Die Industrie der EU erhöhte ihren Ausstoß im Januar um 1,7 Prozent gegenüber dem Vormonat. Nach der Revision der Dezemberwerte von -1,7 auf +0,6 Prozent wurde zum ersten Mal nach zuvor 20 Rückgängen wieder ein Anstieg ausgewiesen. Der Blick in die einzelnen Produktkomponenten lässt dennoch wenig Euphorie aufkommen. Zwar legte die Energieproduktion aufgrund des schlechten Wetters deutlich zu. Leicht rückläufig war hingegen die Produktion von Investitions- und Verbrauchsgütern.

Die vom ZEW befragten Analysten schätzen die Chancen auf eine Fortsetzung der konjunkturellen Erholung Deutschlands im März nur geringfügig skeptischer ein als im Vormonat. Der Index sank leicht von 45,1 auf 44,5 Punkte und behauptete sich damit etwas besser als von uns mit 43,0 Punkten und vom Markt mit 43,5 Punkten erwartet. Bei den starken Ausschlägen, die dieser Indikator oftmals aufweist, kann die aktuelle Entwicklung als Stabilisierung auf solidem Niveau eingestuft werden. Immerhin liegt der ZEW-Konjunkturerwartungsindex immer noch spürbar über seinem langjährigen Durchschnitt von 27,2 Punkten. Zudem hat der ifo-Geschäftsklimaindex für den Monat März klar gezeigt, dass sich laut der befragten Unternehmen das wirtschaftliche Klima und die Geschäftslage spürbar verbessert. So stieg der Geschäftsklimaindex um 2,9 auf 98,1 Punkte und erreichte damit das Niveau von August 2008.

Getrieben von hohen Spritpreisen hat die Inflation im Monat März in Deutschland merklich angezogen. Die vorläufigen Berechnungen des Statistischen Bundesamtes zeigen, dass höhere Kosten für Heizöl, Diesel und Benzin den Preisindex im Vergleich zum Vorjahresmonat um 1,1 Prozent steigen ließen. Damit wurde erstmals seit Februar 2009 wieder die 1-Prozent-Marke überschritten. Der Preisanstieg von Nahrungsmitteln blieb aber weiterhin auf einem niedrigen Niveau. Zudem wird die verhaltene Lohn- und Kostenentwicklung im Europäischen Währungsraum für die kommenden Monate für eine eher flache Preisentwicklung sorgen.

	Dezember 2009	Januar 2010	Februar 2010
Verbraucherpreise	+ 0,9	+ 0,8	+ 0,6
Großhandelspreise	+ 0,2	+ 1,9	+ 2,1

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

Fundamentalanalyse der Zinsentwicklung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken, VÖB

Annahmen für die Prognose

Gemessen auf Monatsbasis zeigen sowohl die wesentlichen Bestimmungsfaktoren des Rentenmarktes als auch die technische Analyse für die kommenden zwei Monate auf eine Seitwärtsbewegung gegenüber dem Monatsdurchschnittswert vom Februar 2010 in Höhe von 3,17 Prozent. Für den Verlauf der nächsten sechs Monate gehen wir aber in unserer qualitativen Analyse von steigenden Renditen aus.

Konjunktur und Zinsniveau

Auch wenn die Konjunkturindikatoren weiterhin auf eine Verbesserung der wirtschaftlichen Entwicklung in Deutschland und im gesamten Euroraum zeigen, blieben die Realdaten bisher hinter den Erwartungen vieler zurück. Tiefe Einschnitte musste vor allem das Baugewerbe einstecken. Die Bauauftragseingänge verringerten sich im Januar 2010 um 6,6 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat und der Umsatzrückgang belief sich auf -20,8 Prozent.

Auch im verarbeitenden Gewerbe erholen sich die Unternehmen nur langsam. Positiv ist dennoch zu vermelden, dass der Umsatz im Januar 2010 erstmals seit September 2008 wieder über dem Niveau des Vorjahresmonats lag, nämlich um 2,6 Prozent im Vergleich zum Januar 2009. Vor allem der Inlandsumsatz des verarbeitenden Gewerbes sorgte für einen Wachstumsschub, während die Auslandsgeschäfte im Vergleich zum Dezember 2009 auf gleichem Niveau blieben.

Zudem ist von der Konsumentenseite kurz- und mittelfristig keine merkliche Unterstützung der wirtschaftlichen Erholung zu erwarten. Nicht nur Arbeitslosigkeit, Kurzarbeit und Angst vor Arbeitsplatzverlust hemmen den Verbrauch. Auch die schleppende Lohnentwicklung hat bisher den Anstieg des Konsums verhindert. So sank in 2009 erstmals seit Gründung der Bundesrepublik der Bruttoverdienst (um 0,4 Prozent). Das Wachstum des privaten Konsums im gleichen Zeitraum war dagegen vor allem auf die Umweltprämie für PKW zurückzuführen.

Zur Stützung des Wachstums wird deshalb weiterhin der Staatsverbrauch beitragen müssen. Die Ausföhrfähigkeit der Unternehmen spielt zwar weiterhin eine entscheidende Rolle, vor allem durch das starke Wirtschaftswachstum großer Märkte wie China, Indien und Brasilien. Insgesamt rechnen wir aber für 2010 nur mit einem moderaten Wachstum des Bruttoinlandsprodukts von ca. 1,3 Prozent.

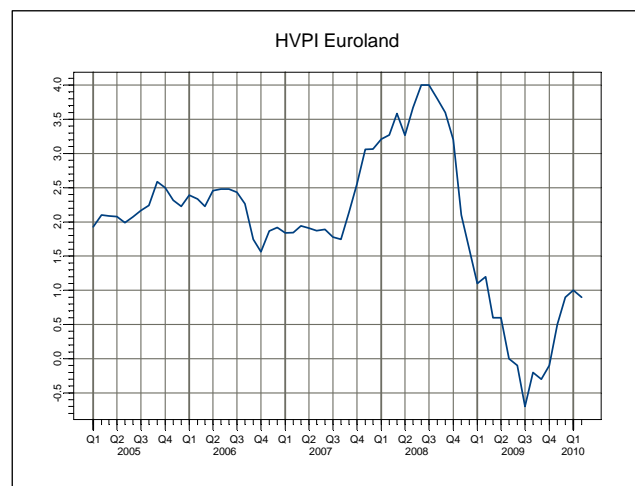
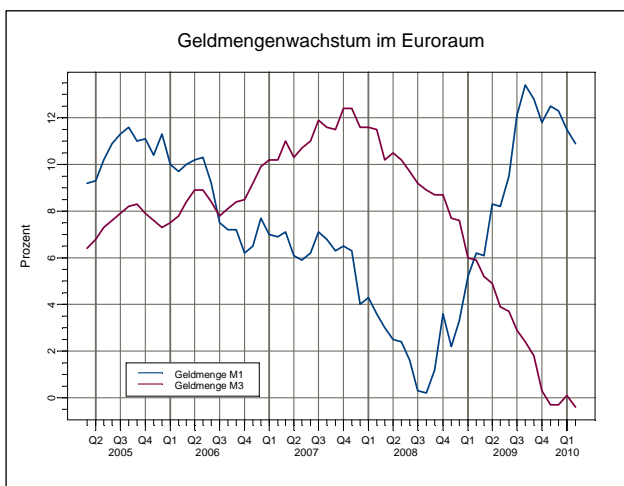
Aufgrund der gegenwärtigen wirtschaftlichen Lage und der Turbulenzen am Anleihe- und Aktienmarkt halten wir die Renditen der Bundesanleihen für gerechtfertigt. Die Schwäche des Euros, der überdurchschnittliche Anstieg des Deutschen Aktienmarktindex und die hohe Aufmerksamkeit, die griechische und portugiesische Anleihen derzeit erhalten, dürften die Nachfrage nach Bundesanleihen stabil halten, wenn nicht sogar erhöhen. Zwar müsste das hohe Anleiheangebot durch die enorme Verschuldung vieler Staaten auf der einen Seite und mehr Stabilität an den Aktienmärkten durch den jüngsten Beschluss des Europäischen Rates auf der anderen Seite für steigende Renditen sorgen. Kurzfristig werden viele Anleger aber den Anleihemarkt nicht aus den Augen verlieren wollen. Erst wenn die Staaten nachhaltige Erfolge bei ihrer Haushaltssanierung und wirtschaftlichen Erholung melden können, werden auch die Renditen der Bundesanleihen steigen.

Erwartete Wechselkursentwicklung

Die hohe Verschuldung einiger Peripherieländer des Europäischen Währungsraums wird den Euro weiterhin kurzfristig unter Druck setzen. Auch wenn der jüngste Beschluss des Europäischen Rates den Abwärtstrend beenden konnte, wird der Eurokurs in den nächsten Wochen wenig stabil verlaufen. Erst eine Haushaltskonsolidierung in diesen Länder wird auch den Euro stabilisieren können. Einen Kurs von 1,35 US-Dollar pro Euro halten wir daher für gerechtfertigt.

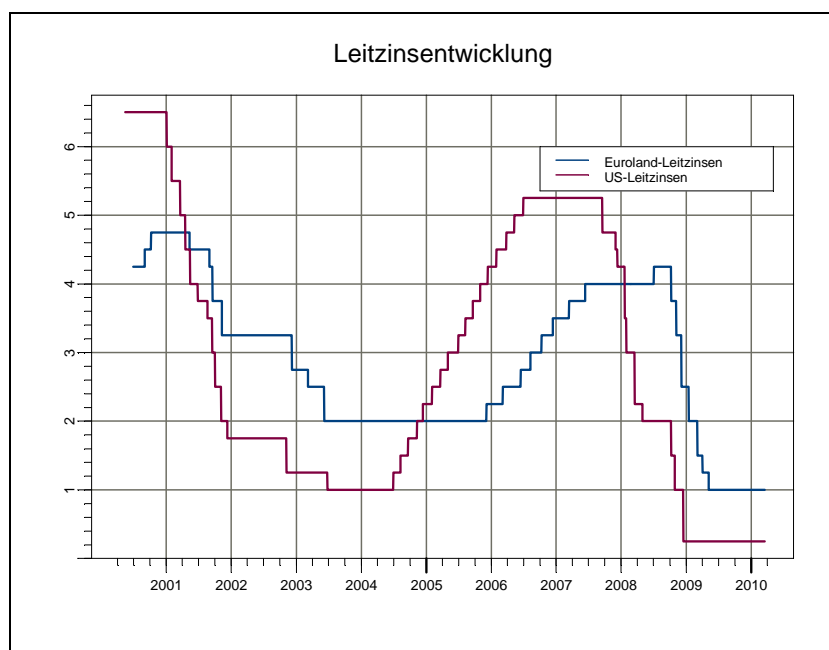
Euroland-Preisniveau und Geldmengenentwicklung

Der Harmonisierte Verbraucherpreisindex (HVPI) in Euroland lag im Januar mit vorläufig prognostizierten 0,9 Prozent deutlich unter der Zielmarke der Europäischen Zentralbank (EZB) von „knapp unter 2 Prozent“. Die Geldmenge M3 verringerte sich leicht im Vergleich zum Vorjahresmonat, wobei die Geldmenge M1 um 10,9 Prozent stieg. Dies zeigt, dass der Inflationsdruck durch die Geldmenge nur gering ist und dass die Opportunitätskosten von Bargeld und Sichteinlagen niedrig bleiben. Damit soll vor allem der Verbrauch und somit die konjunkturelle Erholung unterstützt werden.



Euroland-Geldpolitik/Geldmarktzins

Für den Finanzmarkt werden die Spekulationen über mögliche Exitszenarien der Notenbanken und deren Auswirkungen auf den Geldmarkt und die Volkswirtschaften bestimmend bleiben. Zwar rechnen wir für die kommenden Wochen und Monate kaum mit einer Änderung der Zinspolitik. Aber schon Anfang April könnte seit der Finanzkrise erstmals ersichtlich werden, wie Finanzmarktteilnehmer reagieren, wenn Rettungsmaßnahmen und Maßnahmen zur Stützung der Liquidität zurückgefahren werden. Denn am 31. März 2010 läuft das Term Asset-Backed Securities Loan Facility-Programm der US-amerikanischen Regierung aus. Dieses Gesetz hatte Banken ermöglicht, strukturierte Finanzprodukte gegen liquide Mittel einzutauschen.



Die Kreditvergabe an private Haushalte im Euroraum befindet sich seit November 2009 wieder im Aufwind. So stieg die Vergabe im Februar um 1,8 Prozent im Vergleich zum Vorjahresmonat. Im Januar war sie bereits um 1,6 Prozent gestiegen. Das Kreditgeschäft mit nicht-finanziellen Unternehmen ist dagegen weiterhin rückläufig und fiel im Februar 2010 um 2,5 Prozent im Vergleich zum Vorjahr. Ein Trendwende ist bisher nicht in sight.

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:

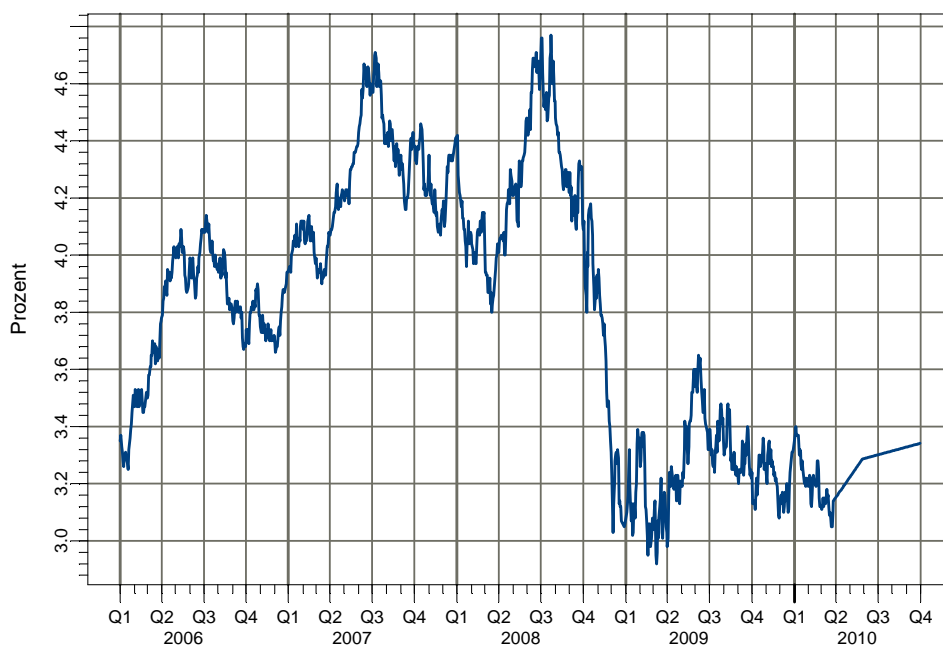
- Geldpolitik und Geldmarkt in USA und Euroland,
- 10-jährige US-Treasuries,
- Preisniveau- und Konjunktorentwicklung sowie die
- Staatsverschuldung in Euroland.

Eine weitere wichtige Rolle spielt die Aktienmarktentwicklung.

Fazit

Basierend auf den fundamentalen Bestimmungsfaktoren und dem MLR-Modell der Zinsentwicklung wird auf zwei Monate in Bezug auf das Prognoseband von +/- 10 Basispunkten mit steigenden Renditen gegenüber dem Durchschnittswert vom Dezember in Höhe von 3,17 Prozent gerechnet. Auf sechs Monate erwarten wir einen Anstieg der Rendite.

Prognose



	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 Landesbank Hessen-Thüringen

Fundamental-markttechnische Zinsprognose

Die Helaba verfolgt bei der Prognose der Kapitalmarktzinsen einen mehrdimensionalen Ansatz: Die Bestimmung der mittel- und langfristigen Entwicklung am internationalen Geld- und Kapitalmarkt erfolgt sowohl durch fundamental qualitative Determinantenmodelle als auch mit Hilfe quantitativer Bewertungsmodelle. Hingegen fließen auf kurze Sicht vorwiegend charttechnische und marktpsychologische Faktoren in die Prognose ein. Ziel des fundamental-markttechnischen Ansatzes ist neben einer hohen Treffsicherheit insbesondere auch Transparenz und Konsistenz der Vorhersagen.

Für die mittel- bis langfristige Prognose wird ein Determinantenmodell verwendet, welches die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen durch fundamentale Bestimmungsfaktoren erklärt. Auf Basis der volkswirtschaftlichen Prognosen der Helaba wird eine qualitative Einschätzung der Renditeentwicklung durchgeführt.

Die wesentlichen Determinanten sind:

- Konjunkturerwartungen
- Inflationserwartungen
- Fiskal- und Geldpolitik
- Internationale Kapitalströme

Ergänzt und abgeglichen werden die Ergebnisse durch eine quantitative Analyse, die darauf abzielt, einen fundamentalen fairen Gravitationswert zu ermitteln. Die Gegenüberstellung des „fairen“ mit dem aktuellen Wert gibt Hinweise, ob der Rentenmarkt über- oder unterbewertet ist. Ausgehend von der Schätzung für den US-Rentenmarkt leiten wir die Prognose für die europäischen Kapitalmarktzinsen ab. Basis unseres Bewertungsansatzes ist ein Regressionsmodell für die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen. Zur Bestimmung des angemessenen Niveaus werden die US-Leitzinsen, die langfristigen Inflationserwartungen sowie ein demographischer Faktor herangezogen. Zur Bestimmung eines realistischen Leitzinsniveaus wird u.a. auf die Taylor-Regel zurückgegriffen. Der europäische Rentenmarkt wird in hohem Maße vom Geschehen am US-Rentenmarkt beeinflusst, so dass für die Ableitung des Renditeniveaus im Euroraum neben der EZB-Geldpolitik insbesondere die Prognose für die 10-jährige US-Staatsanleihe Berücksichtigung findet. Die Ermittlung einer Zinsstrukturkurve erfolgt ebenfalls mittels Regressionsgleichungen.

Für die Ableitung von Zinsszenarien, die sich über einen längeren Zeitraum von bis zu fünf Jahren erstrecken, verwenden wir ein quantitatives Modell, das als Inputfaktor auf eingängigen Größen wie BIP-Wachstums- und Inflationsprognosen zurückgreift. Ziel ist dabei in erster Linie ein hohes Maß an Transparenz – welche konjunkturelle Verlaufsvorstellung steckt dahinter

ter? – sowie Konsistenz – passt das Renditeniveau zu unserem Fundamentalszenario? – bei den Prognosen zu erzielen.

Die Ableitung der kurz- bis mittelfristigen Dynamik am Rentenmarkt erfolgt unter Einbeziehung der technischen Analyse ebenso wie marktpsychologischer Elemente. So erklärt die technische Kursanalyse den Renditeverlauf aus der Betrachtung vergangener Verläufe. Zusätzlich werden Indikatoren analysiert, die Aufschluss über das Verhalten der Marktteilnehmer geben, die nicht aus der Kapitalmarkttheorie abgeleitet werden können. Dort wird unterstellt, dass die Marktteilnehmer als „Homo oeconomicus“ rational handeln, so dass eigentlich immer effiziente Märkte ohne hohe Volatilitäten zu beobachten sein müssten. Im Vergleich zu dieser theoretischen Überlegung lassen sich auf den Finanzmärkten jedoch erhebliche Volatilitäten beobachten und hohe Spekulationsgewinne realisieren. Ein Teil dieser Entwicklungen lässt sich mittels psychologischer Überlegungen erklären. Beispiele für irrationales Verhalten auf den Finanzmärkten gibt es viele, so sei nur an die Aktienblase der Jahre 1999/2000 sowie die negative Wachstumsillusion auf den Rentenmärkten im Jahr 2005 erinnert. Dabei kamen gleich mehrere psychologische Phänomene zum Tragen: Das bekannteste ist sicherlich der Herdentrieb.

Aktuelle Analyse der Kapitalmarktdeterminanten:

Konjunkturerwartungen

Nach den enttäuschenden BIP-Zahlen im Schlussquartal 2009 sorgten spürbar ansteigende Auftragseingänge in Deutschland für wieder wachsenden Konjunkturoptimismus. Die Vorjahresrate notiert im Januar bei rund 20 %, immerhin der höchste Wert seit 1976. Der Produktionsanstieg hinkt mit 2 % noch hinterher, so dass in den kommenden Monaten mit einer Fortsetzung der Erholung im Verarbeitenden Gewerbe zu rechnen ist. Die Stimmung in der Industrie ist in fast allen Euroländern im Aufwärtstrend. Der deutsche Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe erreichte mit 59,6 zuletzt den zweithöchsten Stand seit Beginn der Umfrage im Jahr 1996. Der ifo-Geschäftsklimaindex legte im März ebenfalls deutlich zu und konnte damit den leichten Rückgang im Februar mehr als ausgleichen. Sowohl Lagebeurteilung als auch die Erwartungen der Unternehmen sind aufwärtsgerichtet. Dagegen ist die Verbraucherstimmung in einigen Mittelmeerländern, insbesondere in Griechenland zuletzt spürbar gesunken. Dies begrenzt das Potenzial für den Privaten Verbrauch im Euroraum, der 2010 bestenfalls einen Anstieg um 0,5 % aufweisen dürfte. Insgesamt dürfte das Wirtschaftswachstum in diesem Jahr mit +1,3 % in der Eurozone und +1,6 % in Deutschland nach dem Einbruch 2009 wieder im positiven Bereich liegen.

Inflationserwartungen

Der im März 2009 begonnene Aufwärtstrend des CRB-Rohstoffindex befindet sich auf dem Prüfstand. Zuletzt zeigten sich bis auf den Bereich Genussmittelrohstoffe alle Teilindizes erholt. Den größten Kurssprung machten Industrierohstoffe, die von der wieder größeren Risikofreude der Investoren und neu aufkeimendem Konjunkturoptimismus profitieren. Auch der Rohölpreis bewegt sich erneut im Bereich der Marke von 80 USD pro Fass. Dies dürfte allerdings nicht der Beginn eines neuerlichen Höhenflugs sein, sondern lediglich eine Kursbewegung innerhalb des volatilen Seitwärtsbandes, das sich seit Herbst letzten Jahres etabliert hat. Ein wichtiger Grund gegen eine Akzeleration der Preise sind die weltweit gut gefüllten Öllager.

Im März sprang die Euro-Teuerung von 0,9 % auf 1,5 % an. Zwar hat die Kernrate im Januar erstmals in diesem Zyklus die 1 %-Marke unterschritten und signalisiert damit Preisstabilität bei Gütern- und Dienstleistungen. Die jüngste Beschleunigung zeigte jedoch, dass die Inflationsspitze 2010 vermutlich noch nicht erreicht wurde. Setzt sich die Konjunkturerholung fort und bleiben die Rohstoffpreise bei sinkendem Euro-Außenwert stabil, dürfte die Jahresdurchschnittsrate von +0,3 % auf +1,6 % ansteigen. Mittelfristig sprechen sinkende Löhne infolge wachsender Sparzwänge nicht nur in den angezählten Konsolidierungsländern gegen einen markanten Inflationsanstieg. Das Inflationsniveau dürfte auch 2011 unter der 2 %-Marke bleiben.

Wachstums- und Inflationsprognosen, % gg. Vj

	Bruttoinlandsprodukt				Verbraucherpreise			
	2008	2009	2010p	2011p	2008	2009	2010p	2011p
USA	0,4	-2,4	3,1	2,5	3,8	-0,3	1,8	1,4
Deutschland	1,0	-4,9	1,6	1,7	2,6	0,4	1,2	1,5
Frankreich	0,3	-2,2	1,7	1,6	3,2	0,1	1,8	1,7
Italien	-1,3	-5,1	1,0	1,3	3,5	0,8	1,6	2,1
Spanien	0,9	-3,6	0,0	1,0	4,1	-0,3	2,0	1,9
Euroland	0,5	-4,0	1,3	1,5	3,3	0,3	1,6	1,7

Deutschland: arbeitstäglich bereinigt Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

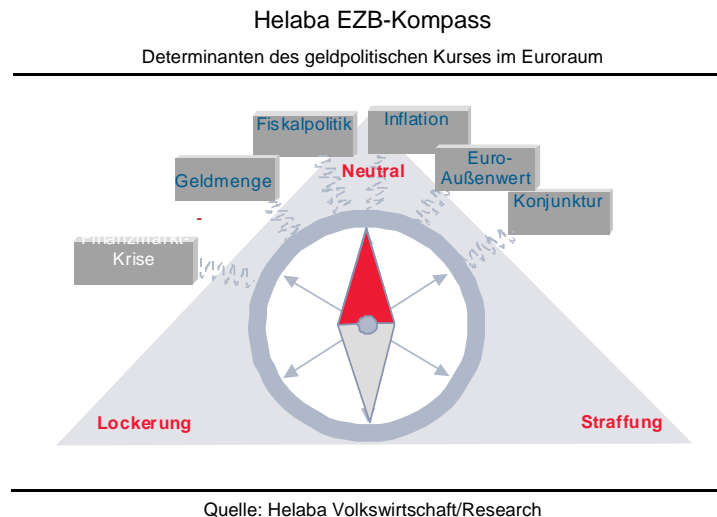
Internationale Kapitalströme

Während im ersten Quartal 2010 die zyklische Konjunkturerholung in die Aktienmarktkurse einfluss, standen heimische Renten im Bann der Griechenlandkrise. Die Korrelationsanalyse zeigt, dass der Renditeanstieg in Griechenland einhergeht mit einem Kursanstieg des Bund-Futures. Über viele Jahre war der Korrelationswert bei -1, zuletzt erreichte er ein Niveau von +0,55. Dass Bundesanleihen Krisengewinnler sind zeigt auch der Vergleich mit einer klassischen Krisenwährung: der Schweizer Franken hat seit Jahresbeginn gegenüber dem Euro um fast 4 % an Wert zugelegt. Insgesamt ist der Zinsabschlag infolge der Griechenlandkrise bei 10-jährigen Bunds mit rund 40 Basispunkten zu veranschlagen. Der EUR-USD-Kurs konnte sich zuletzt im Bereich von 1,35 stabilisieren nachdem sich die Lage um Griechenland durch die Einigung der Staats- und Regierungschefs auf einen Notfallplan zuletzt etwas entspannt hat. In diesem Umfeld dürfte die Bedeutung von Bundesanleihen als sicherer Hafen etwas nachlassen.



Geld- und Fiskalpolitik

Die Ankündigung der EZB, Ende April zum variablen Dreimonatstender zurückzukehren sowie den Sechsmontatstender auslaufen zu lassen, zeigt, dass die Liquiditätshilfen langsam aber stetig zurückgeführt werden. Zwar dürften die Sorgen vor einem Zahlungsausfall Griechenlands in den kommenden Monaten etwas in den Hintergrund rücken. Die strukturellen Ungleichgewichte des Euroraums, der sprunghaft angestiegene Konsolidierungsdruck in großen Teilen Europas sowie die damit einhergehenden anhaltenden Belastungen für die Verbraucherstimmung lassen eine zügige Normalisierung der Euro-Leitzinsen jedoch nicht zu. Die EZB wird deshalb den Hauptrefinanzierungssatz von derzeit 1 % voraussichtlich erst Anfang 2011 anheben.



US-Kapitalmarkt

Trotz des harten Winters mehren sich die Anzeichen auf eine Stabilisierung des US-Arbeitsmarktes. Die deutlich angestiegene Nachfrage nach Zeitarbeitskräften könnte Vorbote einer spürbaren Frühjahrsbelebung sein. Die Stimmung bei den US-Unternehmen ist gut: sowohl der ISM-Index für die Industrie als auch für das Dienstleistungsgewerbe liegen im Expansionsbereich. Die Anleger von US-Renten sind in Wartestellung gegangen. Von der Fed droht zwar kein abrupter Kurswechsel. Die steile Zinsstruktur signalisiert gleichwohl eine gewisse Anspannung bei langen Laufzeiten. Gründe hierfür dürften die hohen Staatsdefizite und der geringe Konsolidierungseifer der Regierung sein. In Verbindung mit tendenziell positiven Konjunkturdaten ist in den kommenden Monaten mit tendenziell steigenden Renditen zu rechnen.

Die amerikanische Wirtschaft hat das Jahr 2009 mit einer hohen konjunkturellen Dynamik beendet. Das reale Bruttoinlandsprodukt (BIP) legte im Q4 mit einer Jahresrate von 5,6 % gegenüber Vorquartal zu. Dabei überraschte nicht nur die Höhe des Wachstums, sondern auch seine Zusammensetzung positiv. Zwar kam Ende 2009 der mit Abstand kräftigste Impuls vom Lager und nicht von der Endnachfrage. Die Unternehmen hatten in der Rezession ihre Produktion so massiv zurückgefahren, dass die Lager in diesem Zyklus ungewöhnlich deutlich fielen. Im Q4 näherten sich nun Produktion und Nachfrage an, ohne dass sich die Lücke allerdings schon wieder geschlossen hätte. Bereits ein geringerer Lagerabbau reichte aus, um 3,8 Prozentpunkte zum Wachstum beizusteuern. Doch auch die Endnachfrage bleibt im Aufwärtstrend. Sie legte im Q4 real um 1,7 % zu, nach 1,5 % im Q3. Und dies war nicht, wie Skeptiker vorher behauptet hatten, nur die Folge von hohen Staatsausgaben. Die Staatsnachfrage ist im Q4 sogar um 1,3 % gefallen. Stattdessen gaben die schon totgesagten Konsumenten real 1,6

% mehr aus. Der Wohnungsbau legte um 3,8 % zu. Wichtig ist aber vor allem die Wende bei den Ausrüstungsinvestitionen – sie stiegen im Q4 um kräftige 19 % und damit deutlich stärker als erwartet. Der Investitionszyklus läuft.

Die im Sommer 2009 begonnene gesamtwirtschaftliche Expansion sollte sich als nachhaltig erweisen, d.h. es wird nicht zu einem Rückfall in die Rezession kommen. In den kommenden Monaten erhält der Arbeitsmarkt – und damit die Einkommen der privaten Haushalte – einen zusätzlichen Impuls: Der Staat wird für die Datenerhebung im Rahmen der alle zehn Jahre stattfindenden Volkszählung (Census) temporär über eine Million Helfer einstellen. Dies dürfte die Beschäftigtenzahlen in der Spitze um einige hunderttausend anheben. Regierung und Kongress werden trotz der angespannten Haushaltslage im Vorfeld der im November 2010 stattfindenden Kongresswahlen die Finanzpolitik nicht plötzlich straffen. Stattdessen werden in Washington sogar zusätzliche Maßnahmen gegen die hohe Arbeitslosigkeit diskutiert. Der Haushaltsentwurf für das im Oktober beginnende Haushaltsjahr 2011, den die Regierung Obama Anfang Februar dem Kongress zugeleitet hat, sieht keine ambitionierten Sparmaßnahmen vor. Die zyklischen Impulse vom Lager und die Anschubwirkung der Finanzpolitik werden im Jahresverlauf gleichwohl nachlassen. Damit stellt sich die Frage, ob Investitionsnachfrage und Konsum den Staffelstab übernehmen können. Für die Unternehmen steht hierbei die Frage der Kreditversorgung im Vordergrund, d.h. letztlich der Zustand des Bankensystems. Bisher scheint es, als sei das Kreditvolumen primär wegen der schwachen Nachfrage gefallen. Bis Ende 2009 hatten die Unternehmen außerhalb des Finanzsektors insgesamt keinen Bedarf an externen Mitteln, um die Investitionen zu finanzieren: Der Cashflow war erneut höher als die Ausgaben für Investitionen.

Da die Krise vorbei ist, entfällt zunehmend die Rechtfertigung für die extrem lockere Geldpolitik. Wir gehen davon aus, dass die Notenbank im Q3 die entscheidenden Leitzinsen erhöhen und im Vorfeld erste Schritte unternehmen wird, um die geschaffene Liquidität einzusammeln. So sind zum Beispiel bereits im Q2 so genannte „reverse repos“ denkbar, mit denen die Fed ohne Zinserhöhungen Liquidität aus dem Markt nehmen und so den Wachstumsprozess ihrer Bilanz umkehren könnte. Ein neutrales Zinsniveau ist gleichwohl nicht vor 2011/2012 zu erwarten. Allerdings wird der sehr niedrige Startpunkt des Zinszyklus die Fed vor ein erhebliches Kommunikationsproblem stellen. Sie muss die Zinswende einleiten, ohne dass die Finanzmärkte dies als Signal für eine zügige Rückkehr zu „normalen“ Geldmarktzinsen von 4 % bis 5 % interpretieren.

Fazit

- Gefahren für heimische Renten gehen derzeit vor allem vom US-Anleihemarkt aus. Die Fed wird angesichts der stärkeren Konjunkturdynamik in den USA die Zinswende vermutlich im dritten Quartal einläuten. Zur Jahresmitte dürften die Renditen 10-jähriger US-Treasuries auf über 4 % ansteigen.
- Die strukturellen Ungleichgewichte des Euroraums, der sprunghaft angestiegene Konsolidierungsdruck in vielen Euroländern sowie die damit einhergehenden anhaltenden Belastungen für die Verbraucherstimmung lassen eine zügige Normalisierung der Euro-Leitzinsen nicht zu. Die EZB wird den Hauptrefinanzierungssatz voraussichtlich erst 2011 anheben.

Helaba Determinantenmodell
Basisszenario (70% Eintrittswahrscheinlichkeit)

Determinanten	auf Sicht von ...	
	2 Monaten	6 Monaten
Konjunkturerwartungen	-	-
Inflationserwartungen	0	0
Haushaltspolitik	-	-
Geldpolitik	0	0
Politisches Umfeld	0	0
Internationale Kapitalströme	+	0
US-Kapitalmarkt	-	-
Rendite 10j. Bunds	3,40%	3,60%

Erläuterung: + kurssteigend, - kurssenkend, 0 neutral

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

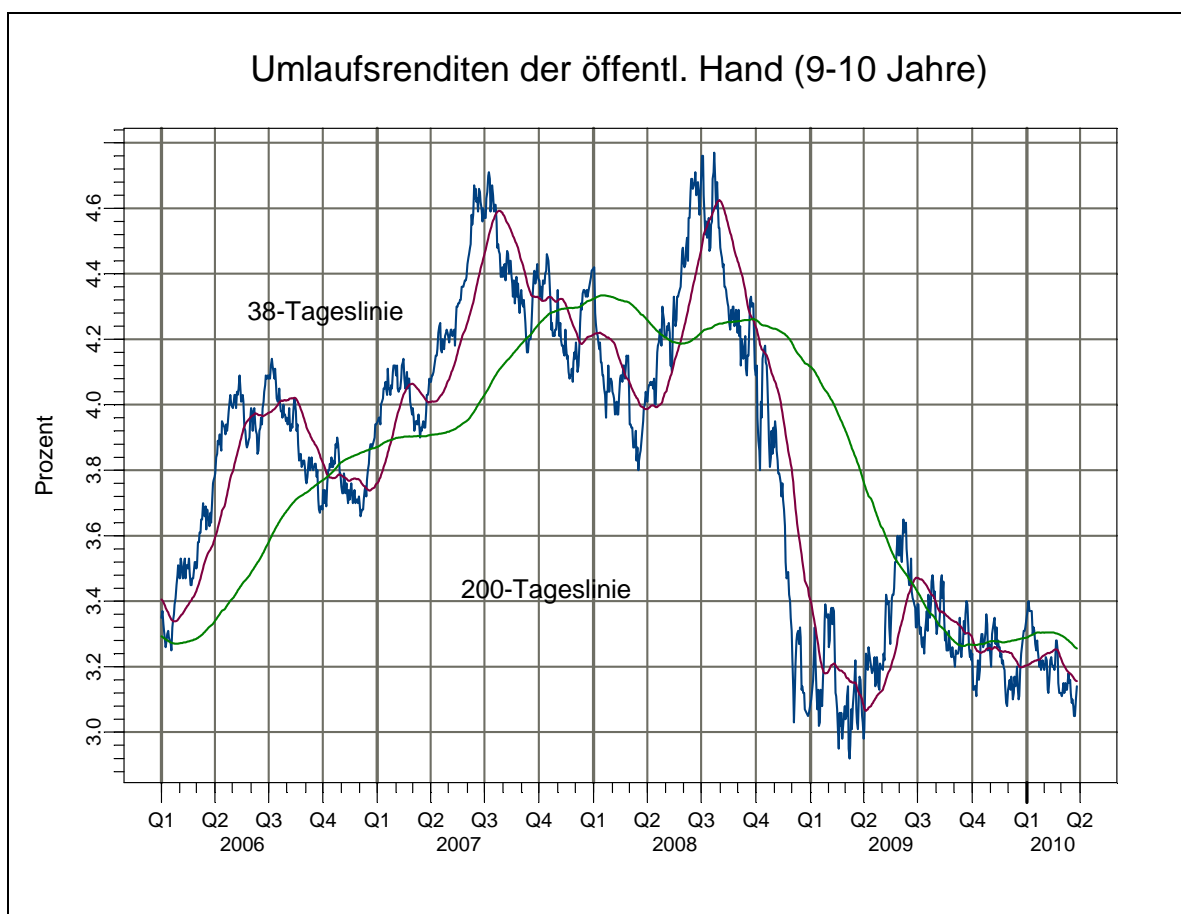
Zusammenfassung:

Zinsentwicklung	zwei Monate	sechs Monate
Fundamentalanalytische Prognose der Helaba	→ (3,40 %)	→ (3,60 %)

Technische Analyse der Zinsentwicklung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken, VÖB

Methode der gleitenden Durchschnitte

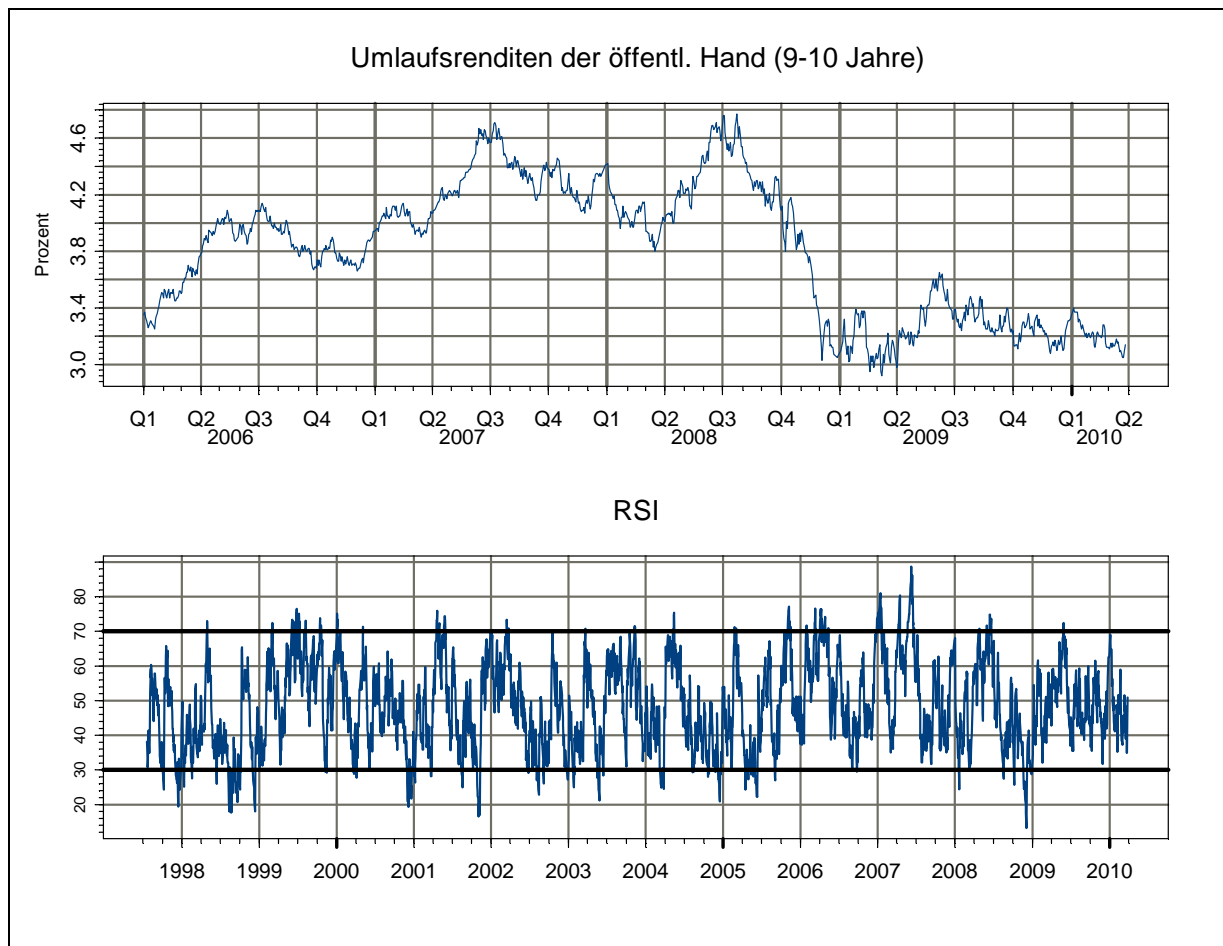
Die Kurve des gleitenden Durchschnitts auf Basis von 38 und 200 Tagen wurde zuletzt von oben durchstoßen. Es liegt ein Signal für sinkende Zinsen vor.



Relative Strength Index / RSI

RSI-Werte oberhalb von 70 zeigen eine Situation künftig eher sinkender Zinsen an. Werte unterhalb von 30 sind als Signal für steigende Zinsen zu interpretieren. Vgl. auch Erläuterungen Seite 31 ff.

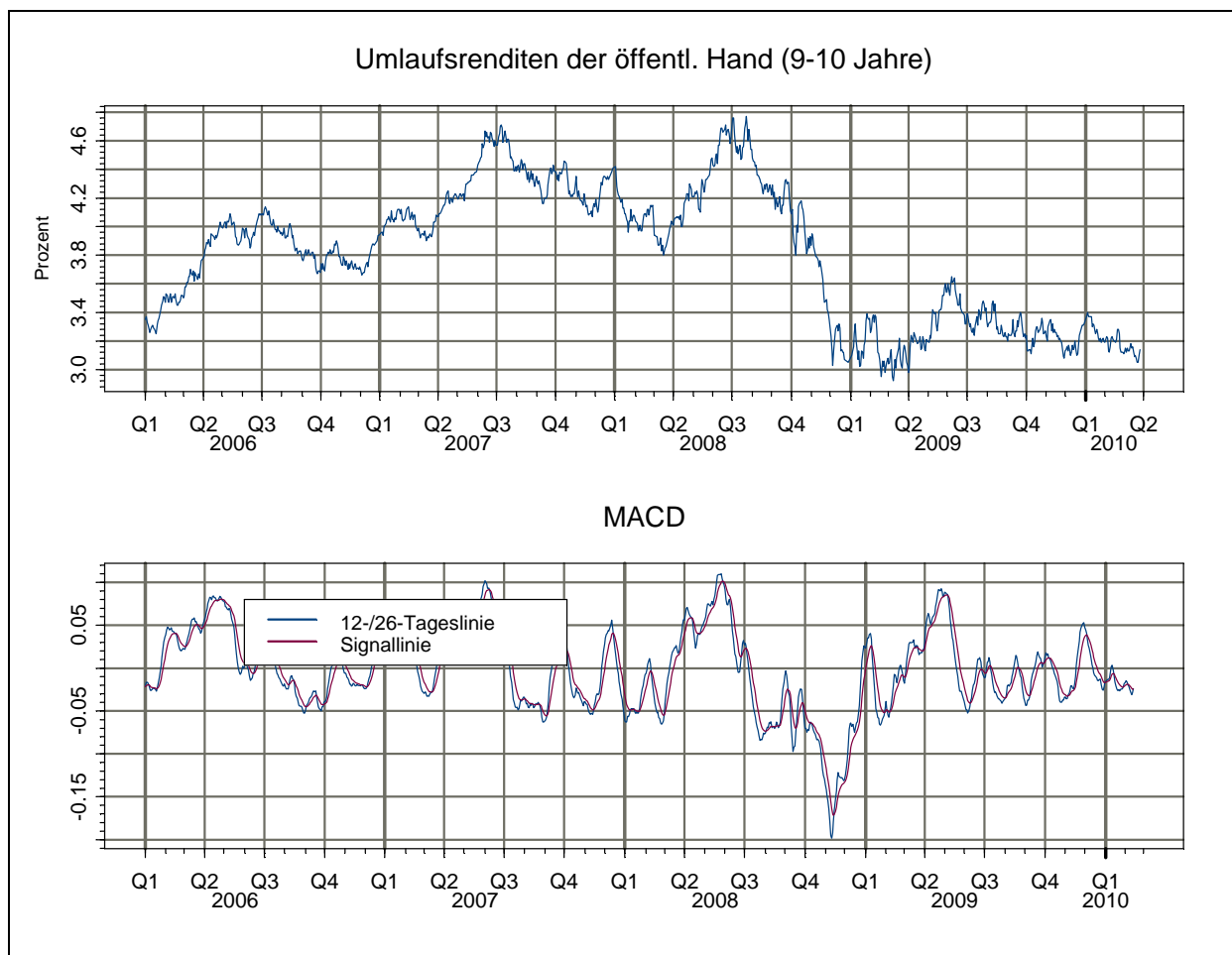
Der RSI-Wert liegt am aktuellen Rand im neutralen Bereich zwischen 30 und 70. Es wird kein Signal generiert.

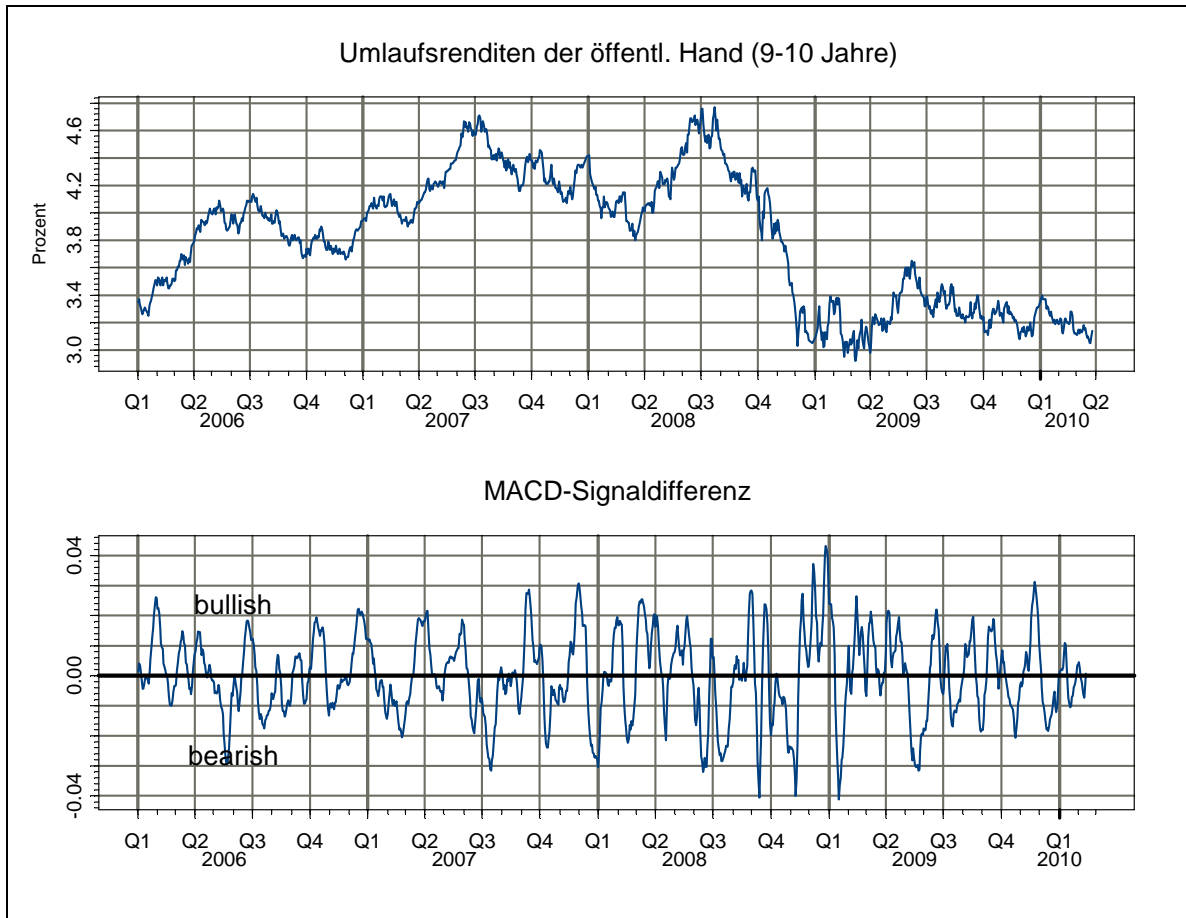


Moving Average Convergence-Divergence / MACD

Der MACD liefert Signale für steigende oder fallende 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 bis auf den RSI widersprüchliche Signale für die Renditen an. Wir gehen hier auf Basis der Entwicklung am aktuellen Rand und der hohen Volatilität von einem Trend zu gleichbleibenden Zinsen innerhalb eines Trendkanals von +/- 10 Basispunkten auf zwei Monate aus.

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

Methodische Erläuterungen

Methoden 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 überkauften Markt hin und werden damit als Verkaufssignal interpretiert. Der RSI besitzt seine Stärken in zyklischen oder Seitwärtsmärkten 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 fallende 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 sogenannte MACD-Histogramm. Es stellt nur die Differenz zwischen den Werten 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

Verzeichnis weiterer Publikationen des VÖB

37

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 –
- Aktuelle Übersicht: Neuregulierungen im Bankensektor
- 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:
Manuel Pauser

Stand: 31. 03. 2010

Herstellung:
DCM · Druck Center Meckenheim



www.voeb.de