

VÖB-Zinsprognose-Spektrum

Mai 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 Mai 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 DekabBank	17
Technische Analyse der Zinsentwicklung Bundesverband Öffentlicher Banken (VÖB)	22
Anhang	
Absatz festverzinslicher Wertpapiere der Landesbanken	30
Verzeichnis weiterer Publikationen des VÖB	31

Prognose-Überblick und Rückschau

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

Ausgangswert:

Umlaufrendite Öffentlicher Anleihen*, Monatsdurchschnittswert April 2009: 3,13 %.

PROGNOSEKONTROLLE der vorangegangenen Berichte:

(VÖB-Kapitalmarktbericht vom November 2008 und März 2009).

	zwei Monate	sechs Monate
VÖB-Fundamentalanalyse	√	√
Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba)	√	-
Dekabank	-	√
VÖB-Technische Analyse	√	-

Bezugswert Umlaufrendite Öffentlicher Anleihen*:

- zwei Monate: Monatsdurchschnittswert Februar 2009: 3,13 %
- sechs Monate: Monatsdurchschnittswert Oktober 2008: 3,88 %

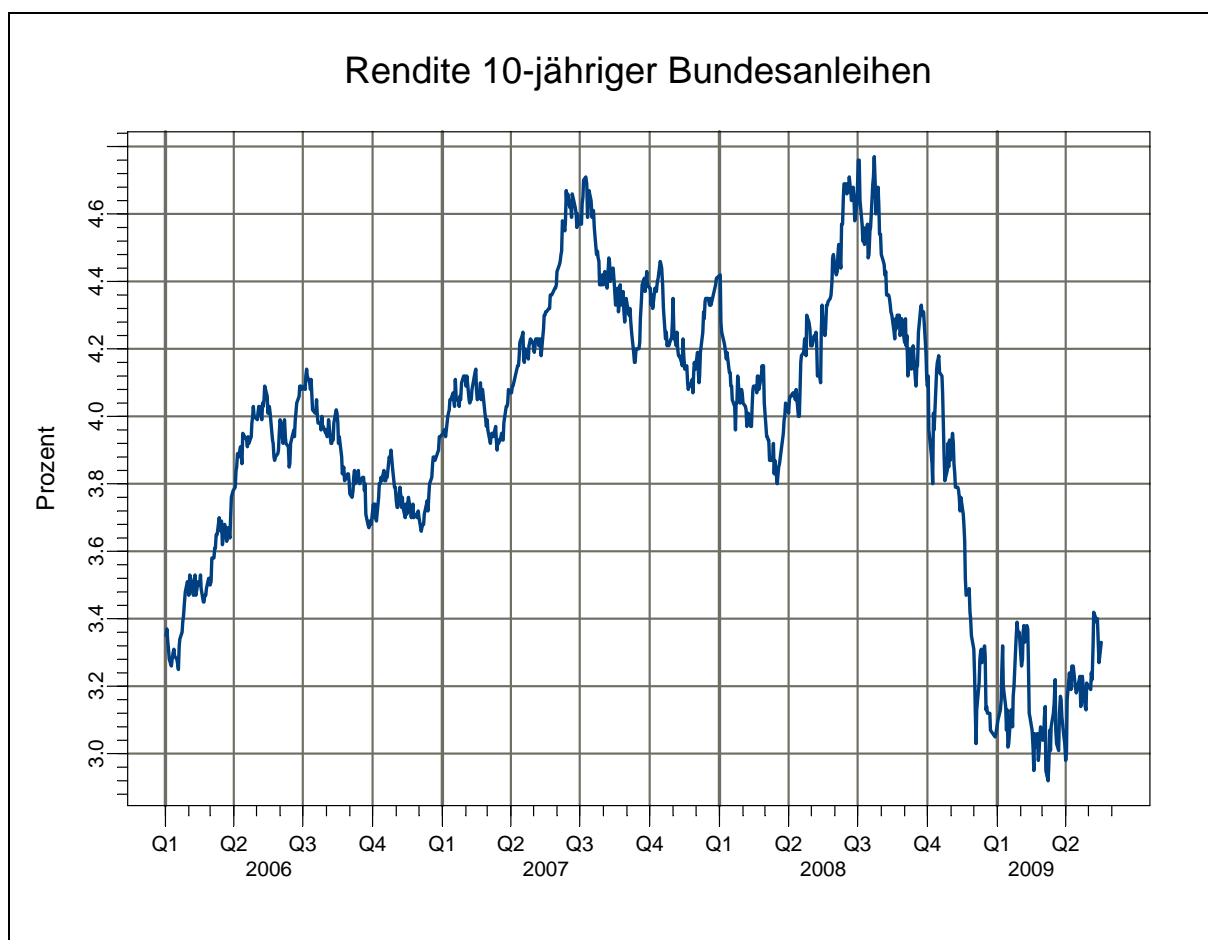
Legende:

- ↑ = 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

In den letzten beiden Monaten ist der Monatsdurchschnittswert der Umlaufrendite per Saldo von 3,13 % (Februar 2009) exakt gleich geblieben. Im Verlauf der vergangenen sechs Monate sind die Kapitalmarktzinsen gefallen, und zwar um 75 Basispunkte, gegenüber dem Monatsdurchschnittswert von 3,88 % im Oktober 2008.



An den Finanzmärkten ist seit unserem letzten Bericht vom März 2009 der tiefgreifende Pessimismus der Hoffnung auf ein Ende der konjunkturellen Talfahrt gewichen. Mittlerweile interpretieren die Akteure nicht mehr jede negative Nachricht als Beleg für ein weiteres Fortschreiten der Rezession. Vielmehr geben die letzten Daten Anlass zur Hoffnung. Insbesondere die Einkaufsmanager- und Vertrauensindizes signalisieren das mittelfristige Erreichen eines Wendepunktes bzw. zumindest eine deutliche Abschwächung der Abwärtsbewegung. Leider hat auch der Ölpreis die mögliche konjunkturelle Wende bereits vorweggenommen. Er notiert für US-Rohöl (WTI) bereits wieder nahe bzw. teilweise leicht über 60 USD. Dies belastet Industrie und Verbraucher wieder stärker.

Seit dem Bankrott der Investmentbank Lehman Brothers, war die Kreditvergabe unter den Banken aufgrund des mangelnden Vertrauens beinahe völlig zum Erliegen gekommen. Allmählich bessert sich die Stimmung und die Zinssätze, zu denen die Institute untereinander Kredite vergeben, sinken deutlich.

Der Interbankenzins Libor fiel zuletzt deutlich. Er ist der täglich festgelegte Referenzzinssatz im Interbankengeschäft. Sprich: Der Zinssatz, zu dem in London ansässige Banken bereit sind, sich am Geldmarkt untereinander Geld zu leihen. Aktuelle Werte von 0,83 % signalisieren den tiefsten Stand seit die US-Investmentbank Bear Stearns nur durch einen Notverkauf an JP Morgan vor dem Ruin gerettet werden konnte. Der noch stärker beachtete Spread – also der Zinsabstand – zwischen dem Libor und dem Zielsatz für Dreimonatszinsen der US-Notenbank Fed liegt mit ca. 0,60 Prozentpunkten sogar so niedrig wie seit August 2007 nicht mehr.

Die Stabilisierungsmaßnahmen der Fed und der EZB zeigen demnach Wirkung. Das Vertrauen kehrt wieder zurück. Ursache hierfür sind auch die neuen Bilanzierungsregeln. Diese haben natürlich nicht dazu beigetragen, dass sich die Substanz der Banken ändert, sondern sie helfen, insbesondere die Werte der problematischen Assets anders darzustellen. Derzeit noch ungewiss sind die Auswirkungen der aufgrund der konjunkturellen Schwäche steigenden Kreditausfälle auf die Banken selbst. Zuletzt waren, insbesondere auch seitens der deutschen BaFin Befürchtungen laut geworden, dass die zunehmenden Ausfallraten die Kreditinstitute gegen Jahresende erneut stark belasten könnten.

Eckpfeiler der aktuellen Renditeentwicklung in Euroland sind zudem:

- Die Veränderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) in Euroland liegt mit vorläufig prognostizierten 0,6 % im April 2009 deutlich unter der Zielmarke der Europäischen Zentralbank (EZB) von „knapp unter 2 %“.
- Die Expansionsrate der Geldmenge M3 lag im Zeitraum Januar 2009 bis März 2009 bei 5,6 % und damit wesentlich niedriger, wie in der Vorperiode Dezember 2008 bis Februar 2009 mit 6,4 %. Sie übertrifft damit zwar noch etwas den Referenzwert der EZB für das Geldmengenwachstum in Höhe von 4,5 %. Das Geldmengenwachstum ist jedoch enorm zurückgegangen. Es wird damit hinsichtlich der mittelfristigen Inflationsrisiken eher im Blickfeld der EZB untergewichtet.
- Der Euro-Außenwert ist im Berichtszeitraum von 1,3625 EUR/USD (EuroFX am 23. März 2009) auf 1,3632 EUR/USD (EuroFX am 23. März 2009) gestiegen.
- Die Kursnotierungen an den Aktienmärkten in Euroland bewegen sich nun stark aufwärts. Der Dax notiert aktuell bei ca. 4.960 Zählern. Die Hoffnung auf ein Ende der konjunkturellen Talfahrt könnte die Kurse weiter treiben.

Konjunkturelle Lage und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

USA

Die amerikanische Regierung erhält im Kampf um die Eindämmung der Rezession anhaltend starke Unterstützung von der amerikanischen Notenbank. Die Fed pumpt immer größere Summen in den Markt. Wir rechnen mit einer konjunkturellen Erholung zum Jahresende.

Euroland

Politik und Wirtschaftsforschungsinstitute rechnen nicht mehr mit einer deutlichen Erholung der deutschen Konjunktur in 2009. Die Bremsspuren, die die globale Finanzkrise in der Weltkonjunktur hinterlässt, werden immer tiefer. Die Verwerfungen im Finanzsektor können nur mühsam und über einen langen Zeitraum hinweg beseitigt werden. Angesichts der aktuellen Entwicklungen halten wir an unserer eher zurückhaltenden Einschätzung bezüglich der Dynamik des Wachstumspfad ab der Jahresmitte fest. Die Belastungen aus der Krise führen dazu, dass die Erholung der Weltwirtschaft extrem zäh verläuft. Aufgrund der zunehmenden Arbeitslosenzahlen wird die Stützung der Wirtschaft durch den privaten Konsum immer schwächer ausfallen. Die Hoffnung, dass gerade die Investitionsgüternachfrage aus dem Ausland schnell wieder anziehen wird und diesen Rückgang auffängt, teilen wir nicht. Wir haben es nicht mit einer normalen Rezession zu tun, sondern mit einer so genannten Bilanzrezession, die durch einen wirtschaftsweiten Schuldenabbau hervorgerufen wird. Solche Rezessionen sind hartnäckig. Dass wir überhaupt recht bald schon wieder mit Wachstum rechnen, liegt an den Finanzmarktstabilisierungsprogrammen von Notenbanken und Finanzministerien sowie an den umfangreichen Konjunkturpaketen weltweit.

Die Teuerungsraten zeigen deutliche Entspannung auf der Preisseite an:

	Februar 2009	März 2008	April 2009
Verbraucherpreise	+ 1,0	+ 0,5	+ 0,7
Großhandelspreise	- 5,7	- 8,0	- 8,1

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 eine Seitwärtsbewegung und auf sechs Monate eine leichte Aufwärtsbewegung der Renditen gegenüber dem Monatsdurchschnittswert vom April 2009 i.H.v. 3,13 % 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

Die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten überinterpretiert aus unserer Sicht die fundamentale konjunkturelle Entwicklung. Die deutliche Kurserholung basiert auf der Hoffnung, dass die konjunkturelle Wende nun eintritt. Im ersten Quartal 2009 hat sich aber beispielsweise der Rückgang der gesamtwirtschaftlichen Produktion beschleunigt. Zwar dürfte die Abwärtsdynamik ihren Höhepunkt tatsächlich überschritten haben, dennoch bleibt die konjunkturelle Grundtendenz abwärts gerichtet. Die Unternehmensinvestitionen dürften weiter rückläufig sein.

Bisher präsentierte sich der private Konsum als stabilisierender Faktor. Da wir bis Ende 2010 mit einem starken Anstieg der Arbeitslosenzahlen auf bis zu ca. 5 Millionen rechnen, wird mittelfristig auch der private Konsum spürbar zurückgehen. Auch in 2010 ist unserer Meinung nach nicht mit einer durchgreifenden Erholung zu rechnen. Aus diesem Grund halten wir die Entwicklung am Aktienmarkt für deutlich übertrieben.

Die konjunkturelle Vollbremsung wird deutliche Auswirkungen auf die Finanzen von Bund und Ländern haben. Wir rechnen für 2009 mit einem Minus von 100 Mrd. Euro, also einem Defizit von knapp 4,5 %. Im kommenden Jahr halten wir 150 Mrd. Euro und ca. 6 bis 7 % für nicht ausgeschlossen. Verantwortlich hierfür sind mehr die automatischen Konjunkturstabilisatoren als die Konjunkturprogramme selbst.

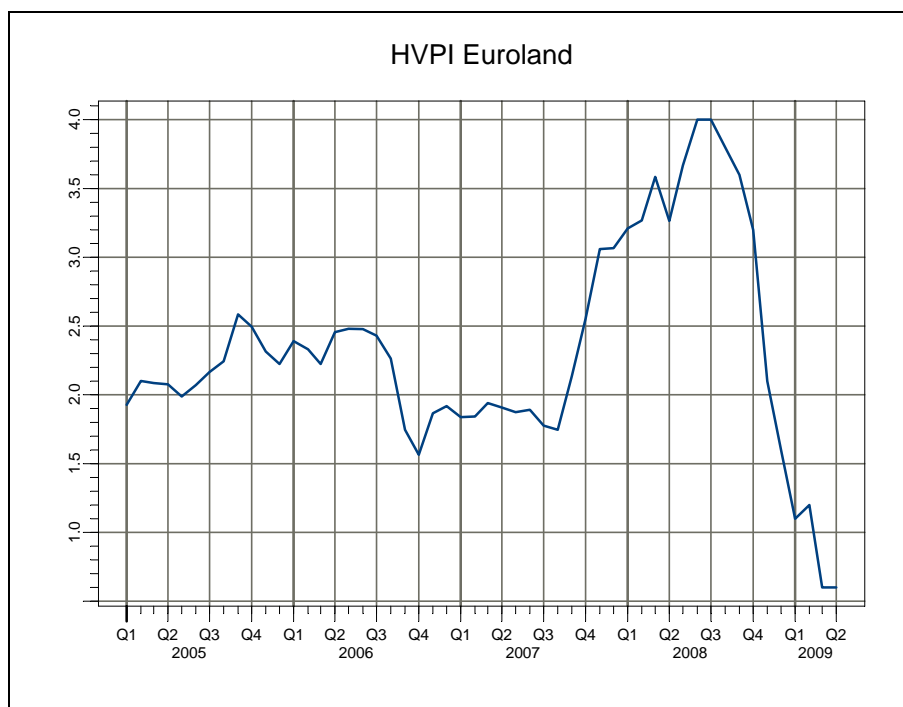
Die Inflationsraten werden in den nächsten Monaten deutlich sinken. Dennoch besteht kein Spielraum für weitere Zinssenkungen. Eine mit den USA vergleichbare Nullzinspolitik ist unwahrscheinlich.

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 kurz- bis mittelfristig einen Wechselkurs von ca. 1,35 EUR/USD.

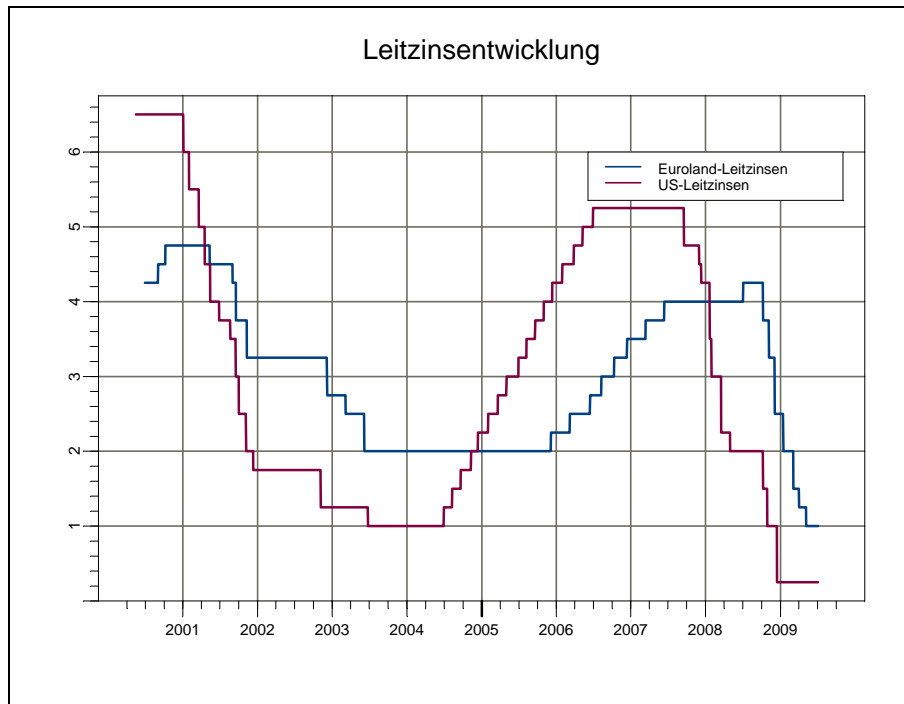
Euroland-Preisniveau und Geldmengenentwicklung

Die Veränderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindexes (HVPI) in Euroland lag im April mit vorläufig prognostiziertem 0,6 % sehr deutlich im/unter dem Zielbereich der Europäischen Zentralbank (EZB) von „knapp unter 2 %“. Die Geldmenge M3 wuchs leicht. Im März hat sie sich gegenüber dem Vorjahresmonat um 5,1 % ausgeweitet.



Euroland-Geldpolitik/Geldmarktzins

Der Hoffnung der Marktteilnehmer auf eine Zinssenkung der EZB kam die Zentralbank am 7. Mai 2009 mit 25 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.



Derzeit ist schwer abschätzbar, in wieweit das großen Angebot durch die Geldaufnahme der Nationalstaaten zur Finanzierung der Konjunkturprogramme das nach wie vor hohe Interesse der sicherheitsorientierten Anleger übertrifft. Mangels neuer, kräftiger Impulse aus der Geldpolitik sind aber starke Rückgänge bei den Renditen von Staatsanleihen nicht zu erwarten. Gegen sinkende Zinsen spricht, dass die Maßnahmen der EZB und die Konjunkturprogramme Hoffnung geben. Auch eine Trendwende zu höheren Zinssätzen ist nicht in Sicht. Nach wie vor sind die Konjunkturdaten dafür zu schwach. Die Etablierung eines Trends im Rentenmarkt folgt erst auf Änderungen der Geldpolitik. In der EWU erwarten wir dies für Ende 2010. In den USA dürften die Leitzinsen schon früher steigen.

Zusatz: Die Kreditvergabe an den Privaten Sektor in Euroland ließ mit 5,1 % im März gegenüber 5,8 % im Februar gegenüber dem Vorjahr deutlich nach. Zudem hat sich die Kreditvergabe an die nicht-finanziellen Unternehmen (exklusive Versicherungen und Pensionsfonds) mit 3,6 % gegenüber Vorjahr verlangsamt. Im März betrug dieser Wert noch 7,8 %. Das Kreditgeschäft mit den privaten Haushalten war mit 0,4 % 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.

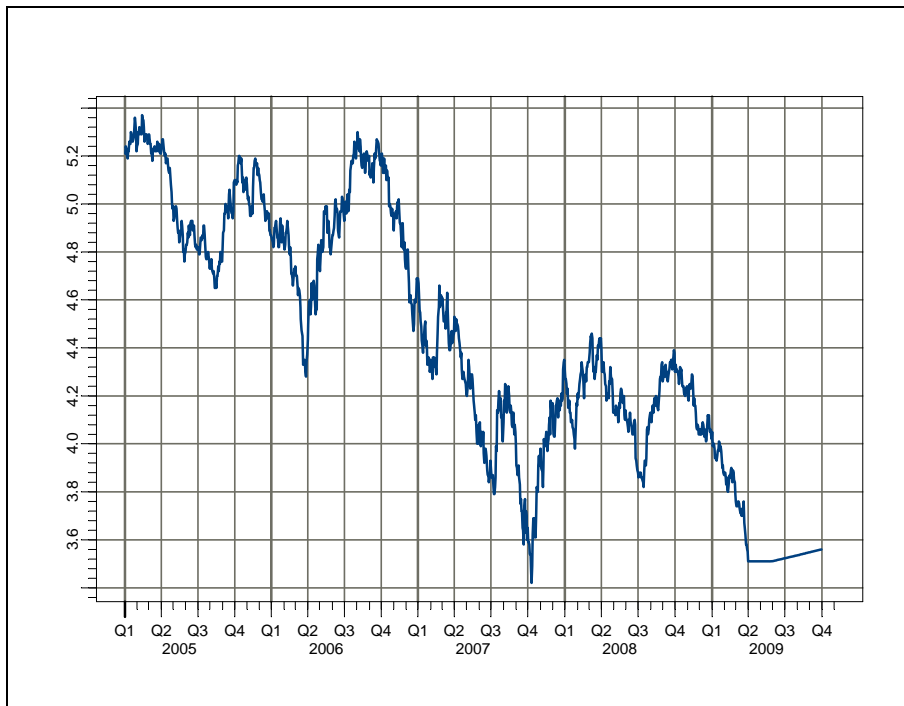
Für die tatsächliche Zielgröße werden, unabhängig vom verwendeten Modell, stets Näherungswerte berechnet. Dazu greift das VÖB-Modell u. a. auf folgende Einflussgrößen zurück:

- 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 mit einer Seitwärtsbewegung der Renditen gegenüber dem Durchschnittswert vom Februar i.H.v. 3,13 % 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 DekaBank

Da die Entwicklung an den Rentenmärkten von einer Vielzahl an Einflussfaktoren bestimmt wird, ist für ihre Vorhersage grundsätzlich ein Nebeneinander von quantitativen und qualitativen Methoden erforderlich. Die quantitativen Zinsprognosen der Dekabank beruhen auf mehreren, voneinander weitgehend unabhängigen Ansätzen zur Bestimmung der gleichgewichtigen Renditen in den verschiedenen Laufzeitbereichen des Rentenmarktes. Deren gemeinsame Grundlage ist eine Geldpolitikreaktionsfunktion, die das Verhalten der Zentralbank des jeweiligen Währungsraums empirisch abbildet. Als zentrale Determinanten der Geldpolitik betrachten wir dabei den Anstieg der Verbraucherpreise und die von uns geschätzte Outputlücke als Maß für die Über- bzw. Unterauslastung der Volkswirtschaft. Neben den aktuellen und verzögerten Werten dieser Variablen gehen auch deren Prognosen über einen Zeithorizont von zwölf Monaten in diese Gleichung ein, um dem stark vorausschauenden Charakter der Geldpolitik Rechnung zu tragen.

Der auf diese Weise vorhergesagte Pfad für die Leitzinsen bildet wiederum eine der erklärenden Variablen in den Gleichungen für die Renditen zwei- und zehnjähriger Staatsanleihen. Da der kurzfristige Teil des Rentenmarktes sehr stark die Erwartungen über die zukünftige Geldpolitik reflektiert, wird die Rendite zweijähriger Anleihen neben den prognostizierten Leitzinsen lediglich auf gleichlaufende Konjunktur- und Inflationsindikatoren zurückgeführt. Die Gleichung für die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen berücksichtigt darüber hinaus zum Beispiel auch öffentlich verfügbare Informationen über die mittelfristigen Konjunktur- und Inflationserwartungen. Eine separate Prognose des Renditespreads zwischen zehnjährigen und zweijährigen Anleihen dient der Robustheitskontrolle und rundet die empirische Analyse ab.

Die Ergebnisse der verschiedenen quantitativen Ansätze werden anschließend zu einem in sich konsistenten Szenario für die gesamte Zinsstruktur zusammengefügt. Berücksichtigung findet dabei auch die qualitative Einschätzung solcher Einflussfaktoren, die für die Zinsentwicklung als wichtig eingestuft werden, sich in empirische Modelle aber nicht gut einarbeiten lassen. Die relative Gewichtung quantitativ und qualitativ hergeleiteter Aussagen ist dabei variabel und hängt von der Beurteilung der Umfeldbedingungen der Kapitalmärkte ab. Zudem werden die Zinsprognosen für die verschiedenen Währungsräume vor dem Hintergrund unserer Konjunktur- und Inflationsprognosen auf Konsistenz geprüft.

Aktueller Konjunkturthergrund

Aus der Wirtschaft mehren sich die Anzeichen für ein Ende der rasanten Talfahrt. So haben insbesondere Frühindikatoren wie der ifo-Index oder Einkaufsmanagerindizes vorläufig ihre Tiefpunkte durchschritten und sind wieder in den Steigflug übergegangen. Allerdings befinden sie sich unverändert noch auf Rezessionsniveaus. Die harten Wirtschaftsdaten sehen dagegen nach wie vor sehr düster aus, wie beispielsweise die jüngsten ernüchternden Zahlen zur Industrieproduktion in Euroland zeigen. Bis auf die von der Abwrackprämie in Deutschland beflügelte Autoproduktion bricht die Vorleistungsgüterproduktion, die am Anfang der Wertschöpfungskette steht und damit den Takt für nachfolgende Wirtschaftszweige angibt, weiterhin ein. Dementsprechend ist auch die Bilanz für das Bruttoinlandsprodukt (BIP) im ersten Quartal erschreckend schlecht ausgefallen. In Deutschland ist die Wirtschaft mit -3,8 % regelrecht eingebrochen und auch in Euroland betrug der Rückgang der des BIP mit -2,5 % den schlechtesten Wert seit Bestehen der Gemeinschaftswährung. Aufgrund der positiven Frühindikatoren sollte das laufende Quartal für Euroland aber bereits deutlich besser ausfallen und nur noch in einer Größenordnung von 0,5 % rückläufig sein. Im weiteren Verlauf des Jahres sehen wir zwar ein leichtes Anziehen der Wirtschaftsaktivitäten, insbesondere da die Konjunkturpakete langsam Wirkung zeigen, doch wird sich dieser Aufschwung nur sehr mühsam vollziehen. Auch vom privaten Konsum dürfte kaum eine Unterstützung zu erwarten sein, da die schwere Rezession am Arbeitsmarkt gerade erst ankommt. Wenn auch einzelne Quartale bereits einen leichten Anstieg in den BIP-Raten aufzeigen können, rechnen wir erst in der zweiten Jahreshälfte 2010 mit einer nachhaltigen Rückkehr zu Wachstumsraten. Und auch diese werden wesentlich geringer ausfallen, als dies in der Vergangenheit nach einer Rezession zu beobachten gewesen ist. Für 2009 erwarten wir eine Schrumpfung der Weltwirtschaft um 1,5 % und für 2010 ein Plus von 2,6 %, in Euroland fällt unsere Erwartung mit einem Rückgang um 4,2 % in 2009 und einem leichten Anstieg um 0,5 % in 2010 deutlich verhaltener aus. Deutschland wird voraussichtlich einen Einbruch um 6,0 % für das laufende Jahr zu verbuchen haben und im nächsten Jahr wieder knapp an die Nulllinie heranreichen.

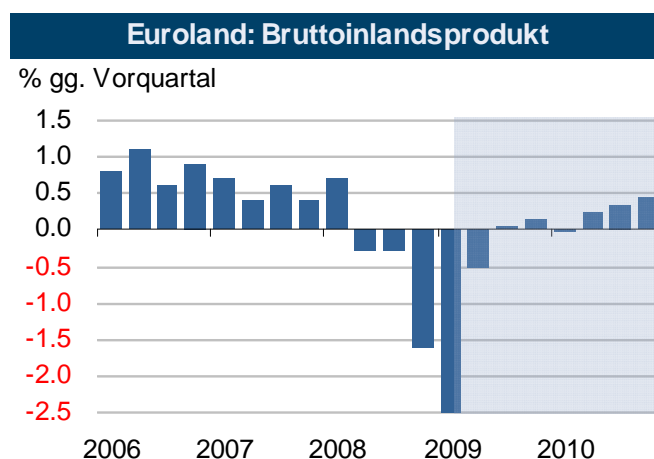


Bild 1

Zentralbanken haben ihren Teil beigetragen

Die meisten Zentralbanken haben inzwischen die Tiefpunkte bei ihren Leitzinsen erreicht. Weitere Stimuli können nur noch von einer quantitativen Lockerung der Geldpolitik kommen. So hat nun auch die EZB angekündigt, über den Ankauf von Covered Bonds dieses Marktsegment stimulieren zu wollen, um damit die Kreditvergabe wieder anzukurbeln. Über weitere quantitative Lockerungsmaßnahmen scheint momentan aber innerhalb der EZB Uneinigkeit zu herrschen. Die Zentralbanken stehen vor dem Spagat, sowohl kurzfristige Deflations- als auch langfristige Inflationserwartungen bekämpfen zu müssen. In vielen Währungsräumen werden die Inflationsraten im Sommer unter Null liegen. Dies ist zwar noch keine Deflation, angesichts der negativen Outputlücken sind deflationäre Gefahren jedoch zumindest in diesem Jahr vorhanden. In Euroland halten wir einen Abbau der realen Staatsverschuldung über deutlich steigende Inflationsraten für sehr unwahrscheinlich. In den USA könnten die Raten auf lange Sicht etwas stärker ansteigen, da hier der Refinanzierungsdruck aufgrund der riesigen Konjunktur- und Bankenhilfspakete bereits jetzt stark auf dem Rentenmarkt lastet.

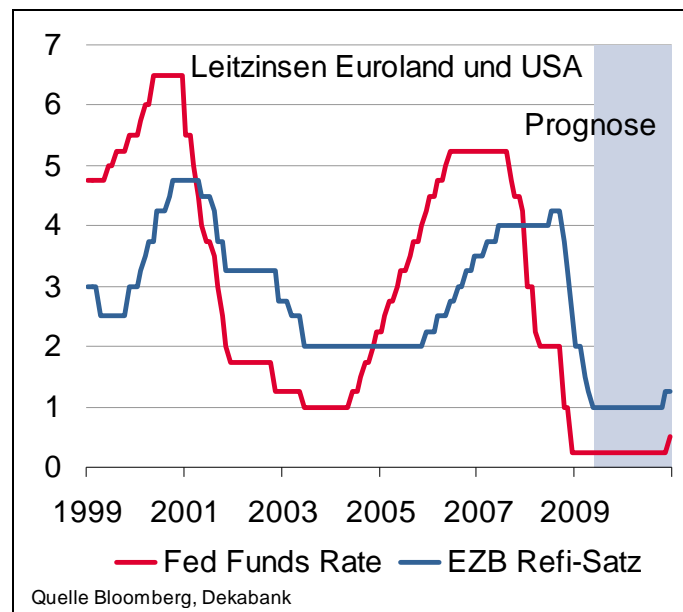


Bild 2

Auswirkungen auf die Rentenmärkte

Die Hoffnung auf ein Ende der Krise hat am Rentenmarkt zu einem Anstieg der Zinsen geführt. Zudem nähern sich die Leitzinsen in Euroland einer impliziten Untergrenze und über weitere quantitative Lockerungsmaßnahmen scheint in der EZB momentan Uneinigkeit zu herrschen, sodass von dieser Seite her zumindest nicht unmittelbar weitere flankierende Maßnahmen zu erwarten sind. Da das kurze Marktende durch die um den Zwölfmonatstender ergänzten Liquiditätsunterstützungen auf absehbare Zeit niedrig gehalten wird, hat sich die Zinskurve dadurch deutlich versteilert.

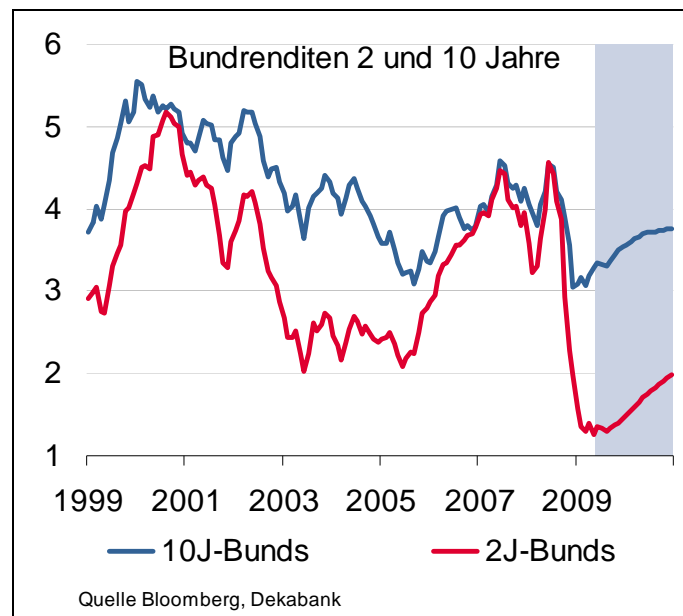


Bild 3

Fazit

Da das Ende der Finanzmarktkrise zumindest greifbar erscheint, wurde am Rentenmarkt bereits eine Wende von stark fallenden zu moderat ansteigenden Zinsen vollzogen. Der Euphorie über den Trendwechsel bei den Frühindikatoren dürfte jedoch eine Ernüchterung über den mühsamen Anstieg in der Realwirtschaft folgen. Auch dürften unter die Nullgrenze fallende Inflationsraten in den Sommermonaten wieder Diskussionen über Deflationsgefahren aufkommen lassen. Daher erwarten wir, dass die Rentenmärkte hierdurch kurzfristig noch einmal Unterstützung erfahren sollten. Mittelfristig rechnen wir jedoch mit weiter ansteigenden Renditen.

	Aktuell	3 Monate	6 Monate	12 Monate
EZB-Leitzins	1,00 %	1,00 %	1,00 %	1,00 %
2 J Bundesanleihen	1,26 %	1,30 %	1,40 %	1,70 %
10 J Bundesanleihen	3,42 %	3,30 %	3,50 %	3,70%

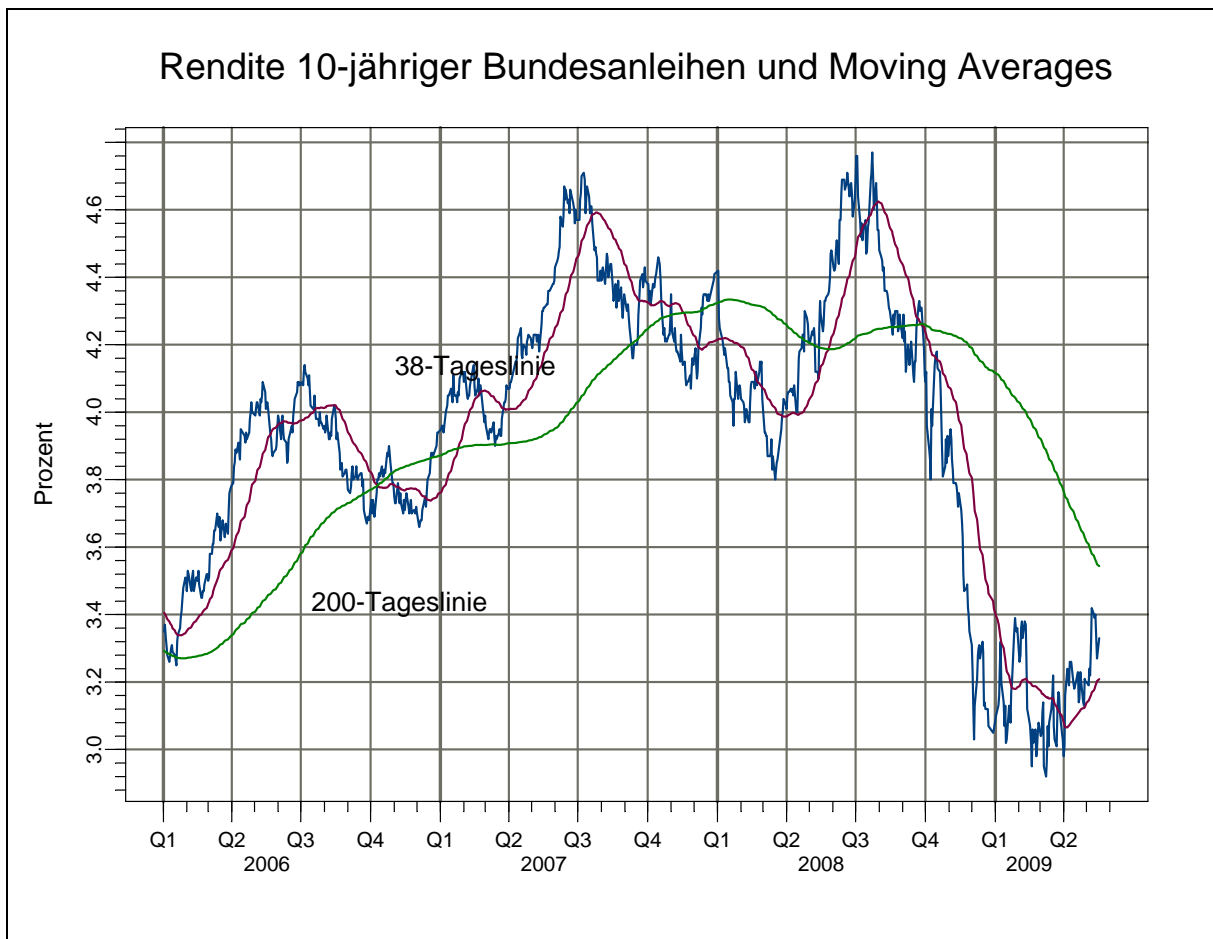
Zusammenfassung:

Zinsentwicklung	zwei Monate	sechs Monate
Fundamentalanalytische Prognose der Dekabank	→	↑

Technische Analyse der Zinsentwicklung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken, VÖB

Methode der gleitenden Durchschnitte

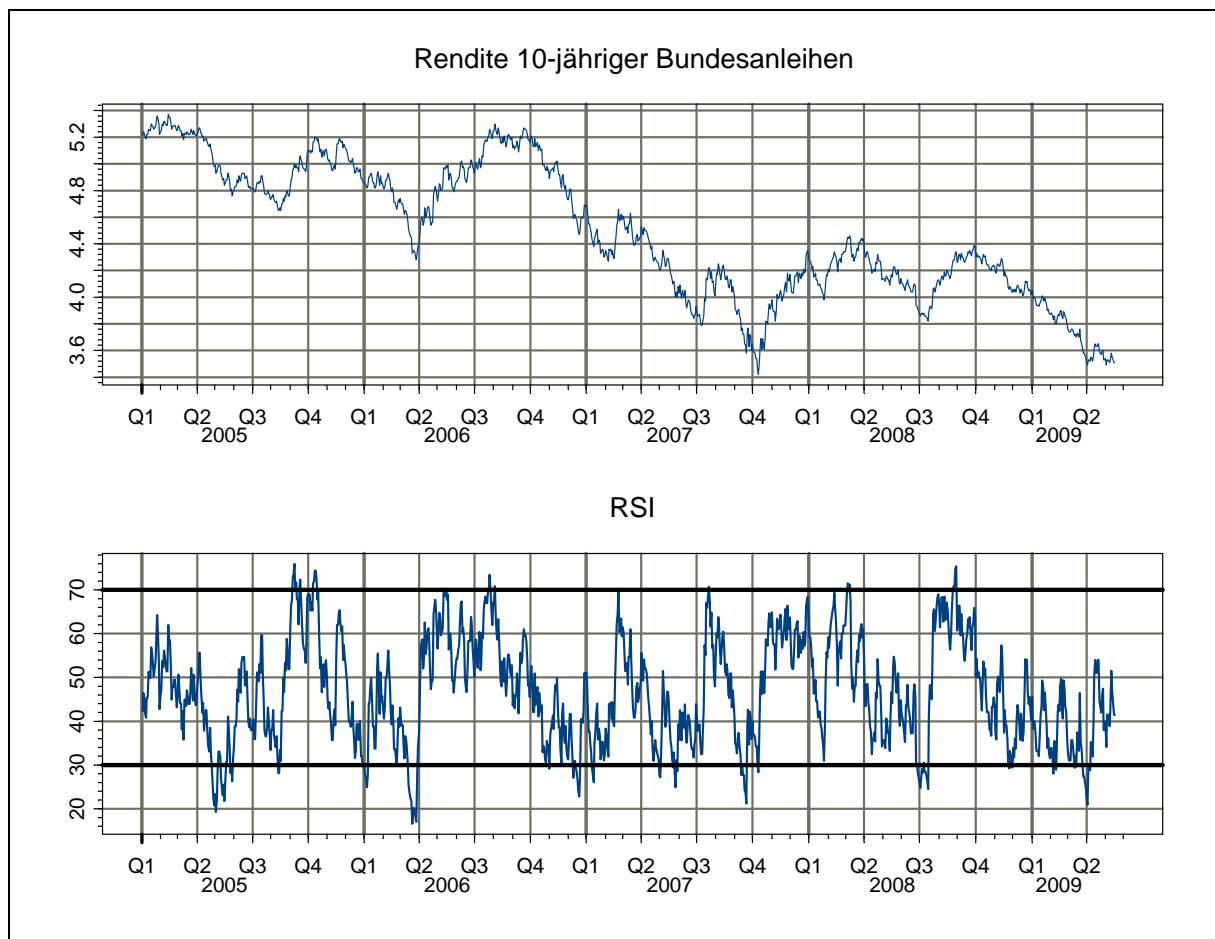
Die Kurve des gleitenden Durchschnitts auf Basis von 38 Tagen wurde zuletzt von unten durchstoßen. Die 200-Tageslinie wurde (noch) nicht durchbrochen. Es liegt ein schwaches Signal für steigende Zinsen vor.



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 26 ff.

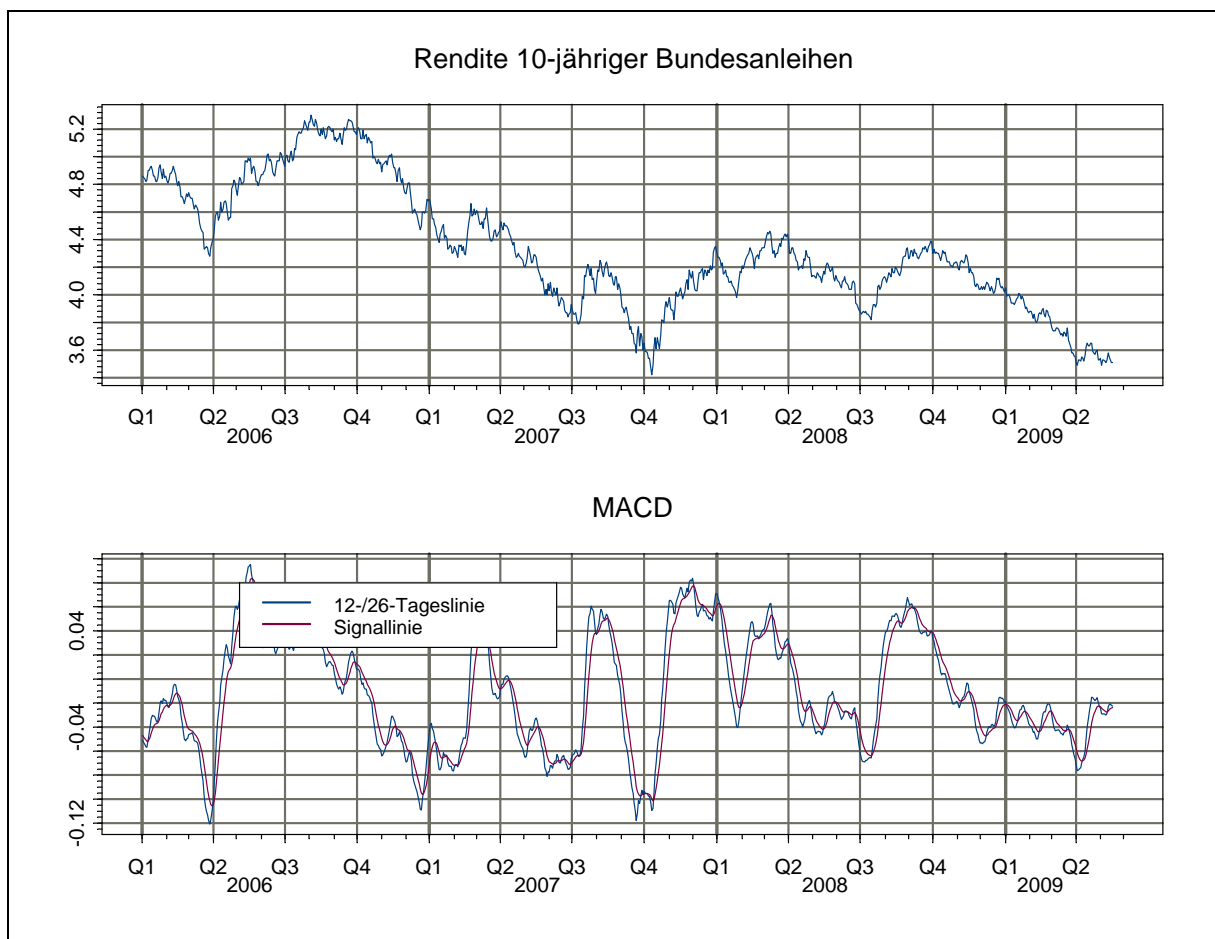
Der RSI-Wert liegt am aktuellen Rand deutlich im neutralen Bereich von 30 und 70. Es wird kein Signal generiert.

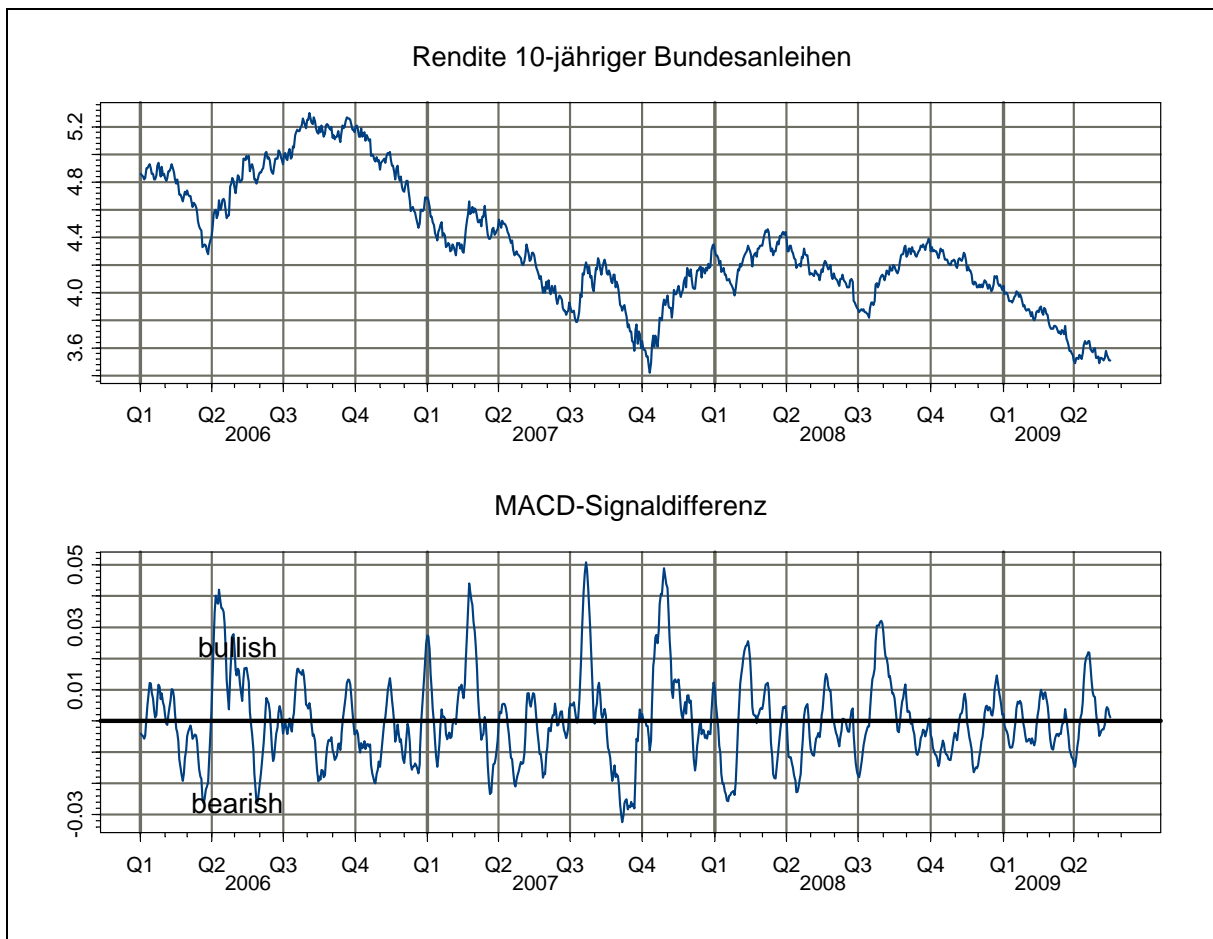


Moving Average Convergence-Divergence / MACD

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 Signale für leicht steigende Renditen an. Der RSI generiert kein Signal. Da der RSI kein sowie MACD am aktuellen Rand kaum ausgeprägte Signale generiert, gehen wir von einem Trend hin zu gleichbleibenden Zinsen über einen Kanal 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 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	30
Verzeichnis weiterer Publikationen des VÖB	31

Absatz festverzinslicher Wertpapiere der Landesbanken

Berichtsmonat: März 2009

1. Schuldverschreibungen insgesamt

Art der Schuldverschreibungen	Umlauf Stand Ende Vormonat	Entwicklung im Berichtsmonat					Entwicklung seit Jahresbeginn 2009				Umlauf Stand Ende Berichtsmonat	
		Brutto-Absatz		Tilgung	Netto-Absatz		Brutto-Absatz		Netto-Absatz		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	Veränderung gegenüber Vj. Zeitraum in % ²⁾		
Hypothekendarlehen insgesamt	33.200,95	2.036,90	..	568,63	1.468,28	..	4.384,23	31,05	1.965,01	42,88	34.669,22	16,75
Inhaberpapiere	19.447,85	917,11	126,29	336,12	581,00	..	1.782,44	-42,37	83,76	-95,57	20.028,85	23,68
Namenspapiere	13.753,09	1.119,79	..	232,51	887,28	..	2.601,79	..	1.881,24	..	14.640,37	8,44
Öffentliche Pfandbriefe insgesamt	228.829,56	3.179,08	101,93	7.263,39	-4.084,31	..	8.760,87	-18,47	-10.474,00	..	224.745,25	-13,38
Inhaberpapiere	134.150,57	2.504,18	164,05	5.605,95	-3.101,77	..	6.559,65	-27,48	-8.841,69	..	131.048,80	-15,63
Namenspapiere	94.678,98	674,90	7,82	1.657,43	-982,54	-199,81	2.201,22	29,38	-1.632,31	-108,57	93.696,45	-10,01
Sonst. Schuldverschr. ¹⁾ insgesamt	387.290,26	13.581,17	115,49	15.732,88	-2.151,71	19,76	50.467,11	60,97	9.378,65	..	385.138,56	6,60
Inhaberpapiere	374.488,21	13.292,69	114,22	15.589,27	-2.296,58	10,07	49.823,03	74,49	8.888,17	..	372.191,63	6,59
Namenspapiere	12.802,06	288,47	196,81	143,60	144,87	..	644,08	-76,97	490,48	-80,33	12.946,93	6,88
Schuldverschreibungen insgesamt	649.320,76	18.797,15	125,20	23.564,89	-4.767,74	-19,70	63.612,22	39,98	869,66	141,57	644.553,03	-0,91
Inhaberpapiere	528.086,63	16.713,99	121,12	21.531,34	-4.817,35	-46,48	58.165,13	42,94	130,25	103,96	523.269,28	0,49
Namenspapiere	121.234,13	2.083,16	164,31	2.033,55	49,61	107,15	5.447,09	14,66	739,41	-38,05	121.283,75	-6,51

¹⁾ Nicht deckungspflichtige Schuldverschreibungen (einschl. Kassenobligationen).

Quelle: Meldungen der Landesbanken

²⁾ Werte über 200 % mit .. gekennzeichnet.

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: 20. 05. 2009

Herstellung:
DCM · Druck Center Meckenheim



www.voeb.de