

VÖB-Zinsprognose-Spektrum

Juli 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 Juli 2009

Karl-Heinz Boos

Dr. Tilo Wendler

Inhaltsverzeichnis

Prognose-Überblick und Rückschau	7
Zinsprognose mit Multipler Linearer Regression Bundesverband Öffentlicher Banken (VÖB)	13
Zinsprognose der WestLB AG	19
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	→	↑
WestLB AG	→	↑
VÖB-Technische Analyse	→	–

Ausgangswert:

Umlaufrendite Öffentlicher Anleihen*, Monatsdurchschnittswert Juni 2009: 3,47 %.

PROGNOSEKONTROLLE der vorangegangenen Berichte:

(VÖB-Kapitalmarktbericht vom Januar und Mai 2009).

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

Bezugswert Umlaufrendite Öffentlicher Anleihen*:

- zwei Monate: Monatsdurchschnittswert April 2009: 3,13 %
- sechs Monate: Monatsdurchschnittswert Dezember 2008: 3,05 %

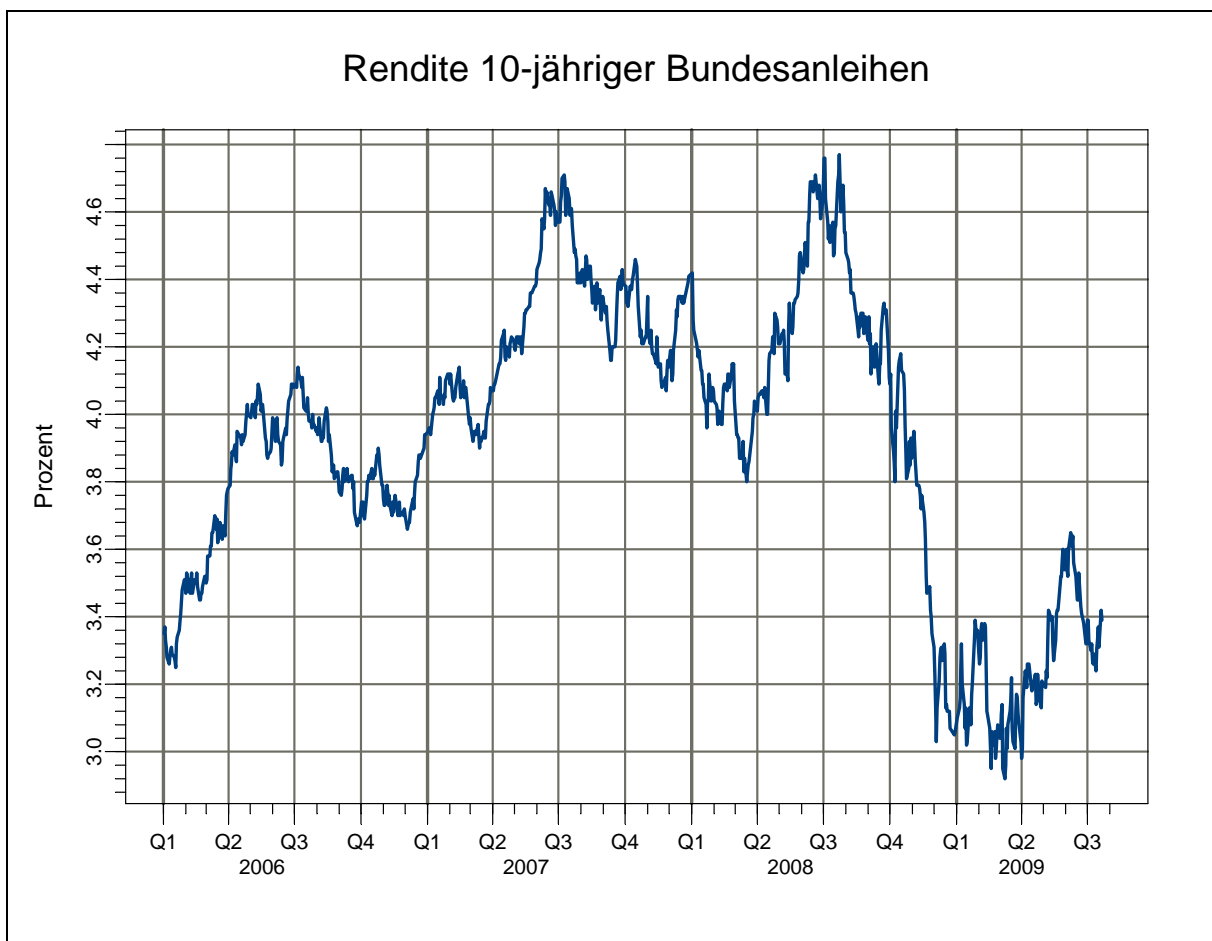
Legende:

- ↑ = 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 % (April 2009) um 34 Basispunkte gestiegen. Im Verlauf der vergangenen sechs Monate sind die Kapitalmarktzinsen gefallen, und zwar um 42 Basispunkte, gegenüber dem Monatsdurchschnittswert von 3,05 % im Dezember 2008.



An den Finanzmärkten ist seit unserem letzten Bericht vom Mai 2009 der tiefgreifende Pessimismus wieder der Hoffnung auf ein Ende der konjunkturellen Talfahrt gewichen. Mittlerweile ignorieren die Akteure mehr negative Nachrichten bzw. interpretieren diese nicht mehr 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 65 USD.

Die amerikanische Notenbank sowie die EZB haben mit den letzten Zinssenkungen bis auf nahe Null bzw. 1,00 % bei der Geldpolitik ihre Möglichkeiten weitgehend ausgeschöpft. Mit zusätzlichen und teils ungewöhnlichen aber wirksamen Maßnahmen versuchen sie derzeit weitere deutliche Impulse für eine Entspannung der Märkte zu geben.

Auf der letzten Sitzung ließ die EZB, wie erwartet, die Leitzinsen unverändert. Die Pressekonferenz brachte ebenfalls keine Überraschung. Erneut stellt die EZB fest, dass die bisherigen Leitzinssenkungen an nicht-finanzielle Unternehmen und die Privaten Haushalte weitergegeben werden, wenngleich sich die Kreditvergabe an den Privaten Sektor weiterhin gedämpft zeige. Grundsätzlich wäre demnach der geldpolitische Transmissionsmechanismus weiterhin noch intakt. Dies widerspricht ständigen Skeptikern, die den Banken vorwerfen, die gesunkenen Leitzinsen nicht an Unternehmen sowie Privatpersonen weiter zu geben. Bei diesen Argumentationen wird stets verkannt, dass die zur Disposition stehenden Kredite eine lange Laufzeit aufweisen und deshalb anders bepreist werden müssen.

Eine zweite, allerdings wesentlich weniger starke Welle der Krise scheint uns relativ wahrscheinlich. Diese könnte gekennzeichnet sein durch die Zunahme der Zahl der Insolvenzen sowie damit einhergehend mit steigender Zahl und Volumina von Wertberichtigungen. Für 2010 wird mit einer tendenziell leichten konjunkturellen Aufhellung gerechnet, die jedoch nicht stetig verlaufen wird. Das Negativszenario, dem von uns eine sehr geringe Eintrittswahrscheinlichkeit zugeordnet wird, besteht in einer massiven Ausweitung des Arbeitsplatzabbaus, einer rückläufigen Kreditvergabe sowie sinkenden Investitionen in der Industrie. In diesem Falle wären weitere massive Interventionen der Notenbanken vorstellbar.

Eckpfeiler der aktuellen Renditeentwicklung in Euroland sind zudem:

- Die Verbraucherpreise in der Eurozone sind im Juni zum ersten Mal seit Bestehen des Währungsraums auf Jahressicht gefallen. Lt. Eurostat sanken die Lebenshaltungskosten um 0,1 % im Vergleich zum Vorjahr. Die Veränderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) in Euroland lag damit deutlich unter der Zielmarke der Europäischen Zentralbank (EZB) von „knapp unter 2 %“.
- Die Expansionsrate der Geldmenge M3 lag im Zeitraum März bis Mai 2009 bei 4,5 % und damit wesentlich niedriger, wie in der Vorperiode Februar bis April 2009 mit 5,2 %. Sie übertrifft damit nicht mehr den Referenzwert der EZB für das Geldmengenwachstum in Höhe von 4,5 %. Das Geldmengenwachstum ist enorm zurückgegangen. Es wird damit hinsichtlich der mittelfristigen Inflationsrisiken eher im Blickfeld der EZB untergewichtet.
- Der Euro-Außenwert ist im Berichtszeitraum von 1,3632 EUR/USD (EuroFX am 23. März 2009) auf 1,4189 EUR/USD (EuroFX am 22. Juli 2009) gestiegen.
- Die Kursnotierungen an den Aktienmärkten in Euroland bewegen sich nun stark aufwärts. Der Dax notiert aktuell bei ca. 5.110 Zählern. Die Hoffnung auf ein Ende der konjunkturellen Talfahrt könnte die Kurse kurzfristig weiter treiben.

Konjunkturelle Lage und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

USA

Die abrupte Talfahrt der US-Konjunktur manifestierte sich im Schlussquartal 2008 mit einer Jahresrate des Bruttoinlandsproduktes von -6,3 %. Im ersten Quartal nahm das BIP um weitere 5,5 % ab. Tendenziell zeigt dies eine Abflachung der negativen „Wachstumsraten“ an. Für das zweite Quartal dieses Jahres wird mit einer weiteren Moderierung und einem Wert um die -3 % gerechnet. Allein diese Werte lassen zumindest für die Zukunft Hoffnung aufkommen. Doch bleiben wir bei der Zustandsbeschreibung der konjunkturellen Situation in den USA: Der Index der Uni Michigan über das Verbrauchervertrauen in den USA ist im Juli deutlich gefallen. Diese Korrektur ist der erste negative Wert nach vier Anstiegen in Serie. Allerdings hat er die Zuwächse der vorangegangenen drei Monate komplett eingeebnet. Negativ ist zudem zu bewerten, dass die Verschlechterung in erster Linie auf einer pessimistischeren Erwartungshaltung beruht und weniger auf einer schlechteren Bewertung der aktuellen Lage. Auf seinem derzeitigen Niveau lässt der Index der Uni Michigan erwarten, dass der private Verbrauch in den USA in den nächsten Monaten bestenfalls stagnieren könnte. Dies spricht aus unserer Sicht nicht gegen eine moderate Erholung der US-Konjunktur. Wie die Außenhandelszahlen gezeigt haben, profitiert die US-Wirtschaft offensichtlich von einer sich bessernden globalen Nachfrage. Aufgrund der schlechten Arbeitsmarktlage sowie dem massiven Rückgang der Vermögenswerte halten sich die US-Verbraucher derzeit mit Ausgaben zurück. Im Zuge fallender Hauspreise und niedriger Wertpapierkurse leiden die Amerikaner unter einem Wertverlust von nominal 11 Billionen USD allein aus 2008 und nochmals 1,3 Billionen USD aus dem ersten Quartal 2009. Seit Ausbruch der Rezession Ende 2007 sind der Wirtschaftskrise bereits sechs Millionen US-Arbeitsplätze zum Opfer gefallen. Die Arbeitslosenquote in den USA stieg im Mai mit 9,4 % auf den höchsten Stand seit mehr als 25 Jahren. Zugleich warnte Präsident Obama zuletzt mit großer Offenheit vor weiter steigenden Arbeitslosenzahlen. Die Zahl der Menschen ohne Job werde voraussichtlich über mehrere Monate noch zunehmen. Auch wenn sich ein Land wieder dem Aufschwung nähert, sei es typisch, dass der Stellenaufbau dieser Entwicklung hinterherhinkt. Hier baut sich leider eine allzu deutliche Parallele zur Entwicklung in Euroland auf.

Euroland

Rein statistisch ging die Arbeitslosenquote im Juni leicht um 0,1 Prozentpunkte auf 8,1 Prozent zurück. In den vergangenen drei Jahren verringerte sich die Zahl der Arbeitlosen im Juni damit im Schnitt um 129 000. Allerdings wird unserer Meinung nach das sehr geringe Wachstum von in diesem Jahr ca. -5,5 % beim Bruttoinlandsprodukt sehr bald seine Spuren auf dem Arbeitsmarkt hinterlassen. Derzeit fangen viele Unternehmen die rückläufigen Auftragseingänge durch staatlich unterstützte Kurzarbeit auf. Gleichzeitig hoffen sie, mit diesen Mitteln die Stammelegschaft solange halten zu können, bis die Bestellungen wieder anziehen. Unserer Meinung nach beruht diese Hoffnung teilweise auf der Interpretation der Werte kurz vor der Finanzkrise. Es ist jedoch nicht anzunehmen, dass Deutschland an dieses Wachstumstempo schnell wieder anknüpfen kann. Je stärker Unternehmen diese Meinung teilen, desto stärker werden die Arbeitslosenzahlen steigen. Die OECD geht in einem sehr pessimistischen

Szenario bei einem Rückgang des BIP um 6,1 % in diesem Jahr, nur um 0,2 % in 2010 von einer Arbeitslosenquote von bis zu 12 % aus. Derart gravierend wird die Entwicklung unserer Meinung nach jedoch nicht verlaufen. Dennoch rechnen auch wir mit einem starken Anstieg der Arbeitslosenzahlen im Herbst dieses Jahres. Weitere Fakten zur aktuellen konjunkturellen Lage: Nach acht Anstiegen in Folge gab es im Juli einen Rückgang bei den ZEW-Konjunkturerwartungen für Deutschland. Der Index gab von 44,8 Punkten auf 39,5 Punkte nach. Diese Entwicklung macht deutlich, dass nach wie vor Skepsis gegenüber einer bevorstehenden Konjunkturerholung auf breiter Front besteht. Dies gilt übrigens keineswegs nur für Deutschland. Auch für die EWU, die USA und Japan wurden Rückgänge bei den Erwartungen verzeichnet. Durch die relativ lange Phase an Zuwächsen befinden sich die 3-Monats-Durchschnitte dagegen weiterhin im Aufwind.

Die Industrieproduktion in Deutschland ist im Mai um 3,7 % gegenüber dem Vormonat gestiegen. Die Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes steigerten ihren Ausstoß auf breiter Front. Die Kapitalgüterproduktion stieg um 8,3 %, die von Vorleistungsgütern um 4,3 % und die von Konsumgütern um 0,6 %. Per Saldo erhöhte das Verarbeitende Gewerbe die Produktion um 5,1 %. Dagegen schrumpfte die Energieerzeugung um 3,8 % und die Bauproduktion wurde um 3,2 % zurückgeführt. Dass sich die deutsche Industrie trotz des kräftigen und erfreulichen Zuwachses im Mai weiterhin in einer insgesamt sehr schwierigen Lage befindet, zeigt die Tatsache, dass der Ausstoß des entsprechenden Vorjahresmonats immer noch um 17,9 % (!) unterschritten wird.

Die Teuerungsraten zeigen deutliche Entspannung auf der Preisseite an:

	April 2009	Mai 2009	Juni 2008
Verbraucherpreise	+ 0,7	+ 0,0	+ 0,1
Großhandelspreise	- 8,1	- 8,9	- 8,8

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 Juni 2009 i.H.v. 3,47 % 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 aktuellen Werte der Frühindikatoren lassen auf eine konjunkturelle Erholung hoffen. Doch besser sollte man formulieren: „Auf ein Ende der Talfahrt“. Von einer konjunkturellen Erholung kann insbesondere deshalb keine Rede sein, weil die Werte noch weit unter dem Niveau der Vorjahre zurückliegen. Um eine realistische Einschätzung der Lage zu bekommen, scheint es jedoch ratsam, sich von den Vergleichswerten der Vorkrisenzeit zu verabschieden. Der insbesondere mit dem Niedergang von Lehman Brothers am 15. September 2008 ausgelöste extreme externe Schock für die Finanzmärkte und die Konjunktur in Euroland und Deutschland war derartig gewaltig, dass eine tatsächliche deutliche Erholung noch lange auf sich warten lassen wird. In der Öffentlichkeit wird versucht, eine „Kennlinie“ der wirtschaftlichen Entwicklung mit Hilfe von Buchstaben oder Zeichen zu beschreiben. Eines ist bisher klar: Wir werden keine V-förmige Entwicklung sehen. Auch die in letzter Zeit oft zitierte Wurzel scheint die Situation nicht gut zu beschreiben, da der rechte Teil des Wurzelzeichens nun einmal ein wesentlich höheres Niveau aufweist als der Beginn. Welches Symbol also dann? Ein „Lw“ ist derzeit wohl die beste Kombination. Starker abrupter Abschwung mit anschließender Berg- und Talfahrt.

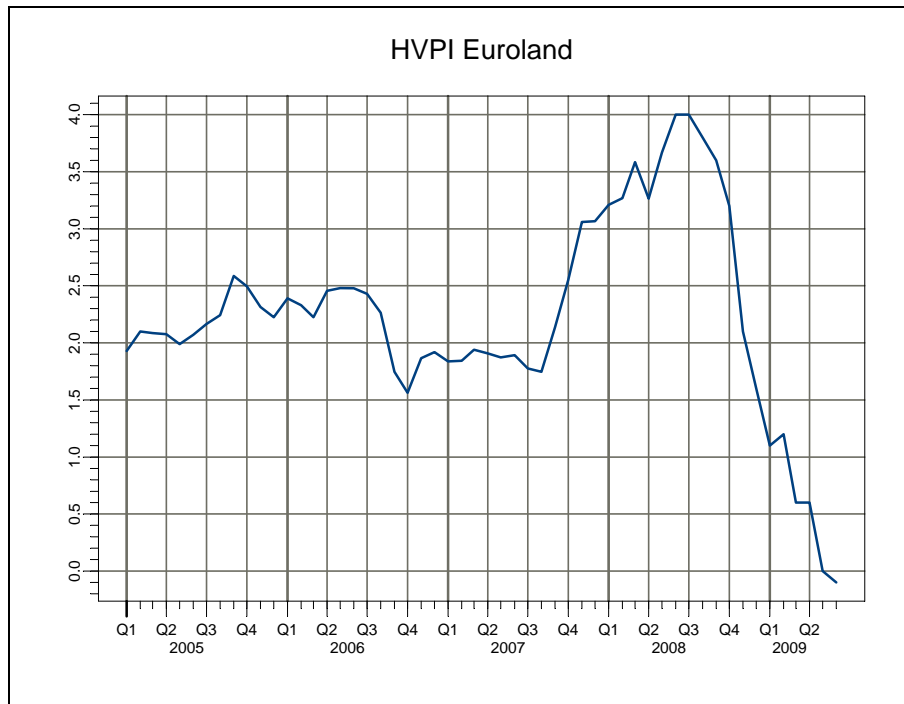
Die Inflationsraten werden in den nächsten Monaten deutlich sinken. Dennoch besteht kein Spielraum für weitere Zinssenkungen. Eine mit den USA vergleichbare Nullzinspolitik ist unwahrscheinlich.

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. 1,38 EUR/USD.

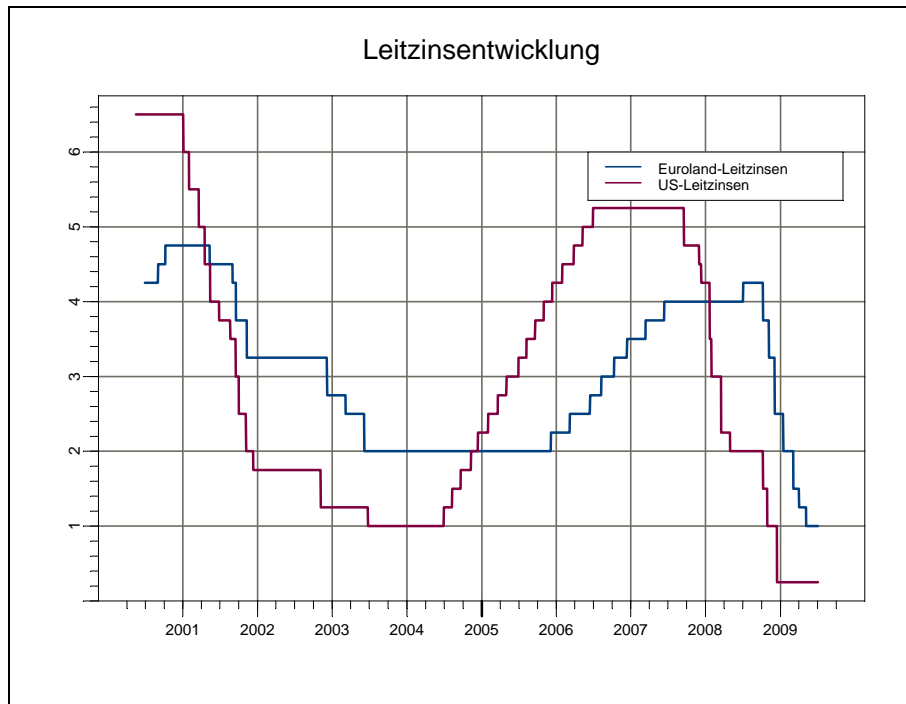
Euroland-Preisniveau und Geldmengenentwicklung

Die Veränderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindexes (HVPI) in Euroland lag im April mit -0,1 % sehr deutlich im/unter dem Zielbereich der Europäischen Zentralbank (EZB) von „knapp unter 2 %“. Die Geldmenge M3 wuchs leicht. Im Mai hat sie sich gegenüber dem Vorjahresmonat um 3,7 % ausgeweitet.



Euroland-Geldpolitik/Geldmarktzins

Die amerikanische Notenbank sowie die EZB haben mit den letzten Zinssenkungen bis auf nahe Null bzw. 1,00 % bei der Geldpolitik ihre Möglichkeiten weitgehend ausgeschöpft. Mit zusätzlichen und teils ungewöhnlichen aber wirksamen Maßnahmen versuchen sie derzeit weitere deutliche Impulse für eine Entspannung der Märkte zu geben.



Derzeit ist schwer abschätzbar, in wieweit das große 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. Eine Trendwende zu höheren Leitzinssätzen ist in Sicht. Die Erholung der Konjunkturdaten ist dafür unserer Meinung nach ausreichend.

Zusatz: Die Kreditvergabe an den Privaten Sektor in Euroland ließ mit 1,8 % im Mai gegenüber 2,3 % im Februar gegenüber dem Vorjahr weiter nach. Zudem hat sich die Kreditvergabe an die nicht-finanziellen Unternehmen (exklusive Versicherungen und Pensionsfonds) mit 4,4 % gegenüber Vorjahr verlangsamt. Im April betrug dieser Wert noch 5,3 %. Das Kreditgeschäft mit den privaten Haushalten erholte sich mit 1,8 % gegenüber dem Vorjahr etwas.

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:

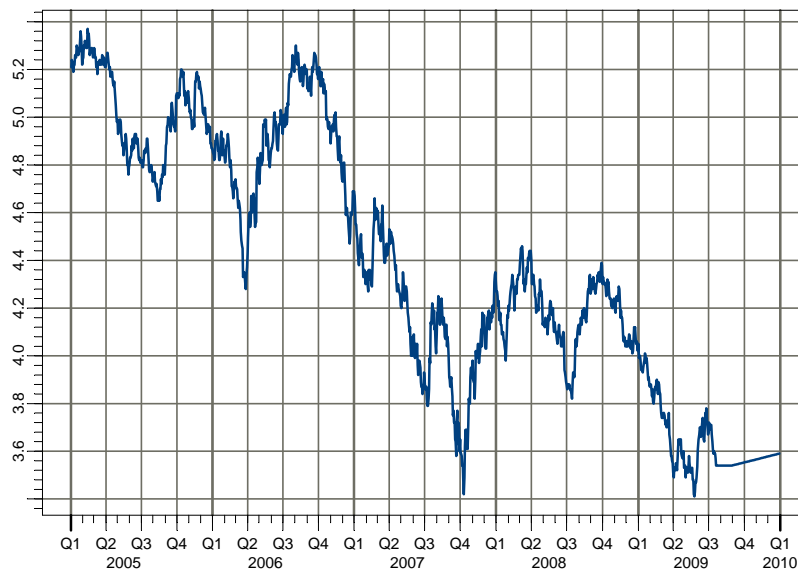
- Geldpolitik und Geldmarkt in USA und Euroland,
- 10-jährige US-Treasuries,
- Preisniveau- und Konjunkturentwicklung sowie die
- Staatsverschuldung in Euroland.

Eine weitere wichtige Rolle spielt die Aktienmarktentwicklung.

Fazit

Basierend auf den fundamentalen Bestimmungsfaktoren und dem MLR-Modell der Zinsentwicklung wird auf zwei Monate mit gleichbleibenden und auf sechs Monate in Bezug auf das Prognoseband von +/- 10 Basispunkten mit steigenden Renditen gegenüber dem Durchschnittswert vom Juni i.H.v. 3,47 % gerechnet.

Prognose der Rendite 10-jähriger Bundesanleihen



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

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

Zusammenfassung:

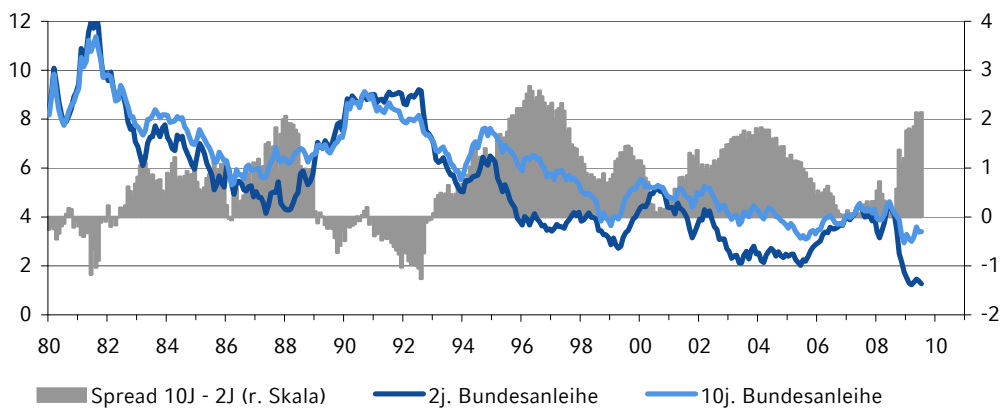
Zinsentwicklung	zwei Monate	sechs Monate
Fundamentalanalyse Prognose des VÖB	→	↑

Zinsprognose der WestLB AG

Renditeanstieg erst auf längere Sicht

Im zweiten Quartal war der Rentenmarkt von einem deutlichen Renditeanstieg geprägt. Die Erwartung, dass der Tiefpunkt der Wirtschaftskrise überwunden und in den kommenden Monaten mit einer Erholung zu rechnen sei, hat die Renditen am langen Ende steigen lassen. Im Zuge dessen hat sich die Zinsstrukturkurve deutlich versteilt: Im Euroraum weitete sich der Zinsabstand zwischen 2- und 10-jährigen Bundesanleihen auf über 200 Basispunkte aus und ist damit so hoch wie zuletzt im Juli 1997. Die Rendite am langen Ende liegt allerdings deutlich unter dem Hoch von Anfang Juni.

Renditen von Bundesanleihen und Rendite-Spread
in % bzw. Prozentpunkten



Quelle EcoWin, WestLB Research

Übertriebene Konjunkturerhoffnungen

Zunächst haben im Euroraum vor allem die Stimmungsindikatoren eine Verbesserung der konjunkturellen Lage signalisiert. Mittlerweile wird dies allerdings auch durch „harte“ Daten belegt. So ist die Industrieproduktion zuletzt auf breiter Front gestiegen. Zudem haben in einigen Mitgliedsländern die Exporte angezogen. Zusammen mit den rückläufigen Importen sorgt dies für eine Besserung des Außenbeitrags. Allerdings muss davon ausgegangen werden, dass auch im Frühjahr die gesamtwirtschaftliche Produktion noch gesunken ist, wenngleich deutlich weniger stark als zu Jahresbeginn. Da zudem viele Indikatoren auch zu Beginn des dritten Quartals immer noch auf niedrigem Niveau liegen, kann von einem echten Aufschwung keine Rede sein. Angesichts belastender Faktoren wie der noch nicht überwundenen Probleme im Bankensektor und eine restriktiveren Kreditvergabe, strukturellen Problemen in einigen Euro-Ländern sowie der anhaltenden Verschlechterung der Lage am Arbeitsmarkt dürfte die Erholung eher flach und holprig werden. Vor diesem Hintergrund und aufgrund des anhaltend geringen Preisdrucks wird die EZB den Leitzins nach unserer Einschätzung auf Sicht der nächs-

ten zwölf Monate bei 1 % belassen. Der Spielraum für einen Renditeanstieg der kürzeren Laufzeiten bleibt damit begrenzt.

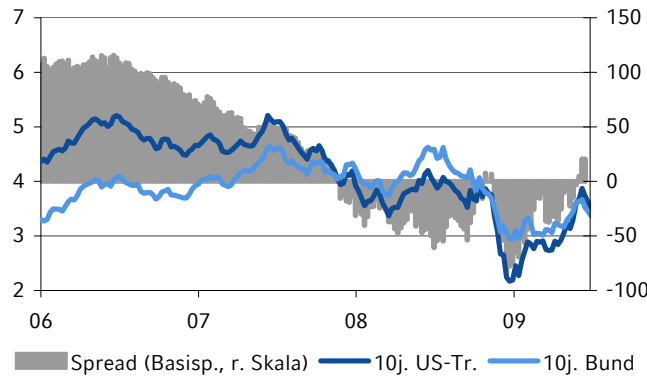
Am langen Ende dürften die Renditen in den nächsten Monaten um ein Niveau von 3,50 % schwanken. Der zyklische Tiefpunkt der Renditen liegt wohl zwar hinter uns. Für einen nachhaltigen Anstieg über das aktuelle Niveau hinaus ist es u .E. aber noch zu früh. Sollte sich an den Märkten die Meinung durchsetzen, dass der Weg aus der Rezession steinig ist, dürfte dies die Kursverluste der Renten begrenzen.

Auf Jahressicht rechnen wir mit einem Anstieg der Rendite der 10-jährigen Bundesanleihe auf rund 4 %. Zum einen dürfte sich die Konjunktur bis dahin hinreichend gefestigt haben, Leitzinsanhebungen zumindest schon wieder diskutiert werden, und die EZB dürfte damit beginnen, die reichliche Liquidität wieder abzuschöpfen. Zum anderen dürften die auch im Jahr 2010 noch hohen und zum Teil sogar weiter steigenden Staatsdefizite und der damit weiterhin hohe Emissionsbedarf der Staaten die Kurse belasten. Mit der Überwindung der Rezession dürfte auch die Inflationsgefahr stärker in den Vordergrund treten, die von der reichlichen Liquiditätszufuhr der Zentralbanken ausgehen. Auch wenn wir Inflationsängste aufgrund der dann immer noch außerordentlich niedrigen Kapazitätsauslastung für überzogen halten, dürfte die Inflationsprämie steigen.

Treasuries rentieren wieder über Bundesanleihen

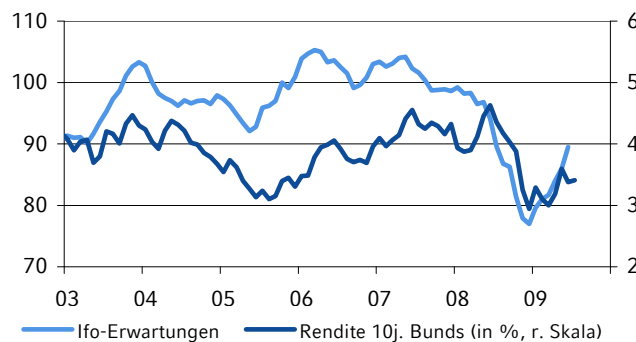
Anfang Juni ist die Rendite der 10-jährigen Treasuries wieder über die der 10-jährigen Bundesanleihe geklettert. Der Markt traut den USA offensichtlich eine schnellere Konjunkturerholung als dem Euroraum zu. Zudem belasten der höhere Emissionsbedarf des amerikanischen Staates und größere Inflations Sorgen der Marktteilnehmer als Folge der Ankaufprogramme der US-Notenbank den Markt stärker. Schließlich wird sogar über Leitzinsanhebungen noch in diesem Jahr spekuliert. Wir halten diesen Konjunkturoptimismus jedoch auch für die USA für nicht gerechtfertigt. Die US-Notenbank wird ihren Leitzins voraussichtlich noch auf absehbare Zeit niedrig halten, dies wurde von der Fed auch bereits angedeutet. Auch das Rückkaufprogramm der Notenbank für US-Staatsanleihen steht einem kräftigen Renditeanstieg auf kurze Sicht entgegen. Wir erwarten daher für die kommenden sechs Monate eine Seitwärtsbewegung der Rendite 10-jähriger Treasuries um ein Niveau von 3,6 %. Auf Sicht von zwölf Monaten dürften die Renditen mit der Festigung der Konjunktur und steigenden Leitzinserwartungen wieder auf über 4 % steigen.

Renditen von Bundesanleihen und Treasuries
in %



Quelle EcoWin, WestLB Research

Rendite 10-jähriger Bundesanleihen und Ifo-Geschäftserwartungen (in % bzw. Indexpunkten)



Quelle EcoWin, WestLB Research

Renditestrukturkurve bleibt steil

Vor dem Hintergrund dieser Prognosen dürfte die Renditestrukturkurve sowohl im Euroraum als auch in den USA im Prognosehorizont weiterhin steil verlaufen. Die Leitzinsen dürften noch für längere Zeit niedrig bleiben. Die Aussichten auf eine – wenn auch vergleichsweise matte – konjunkturelle Erholung, der erhöhte Emissionsbedarf sowie gegebenenfalls entstehende Inflationsorgen dürften dagegen auf Jahressicht die Kurse am langen Ende belasten.

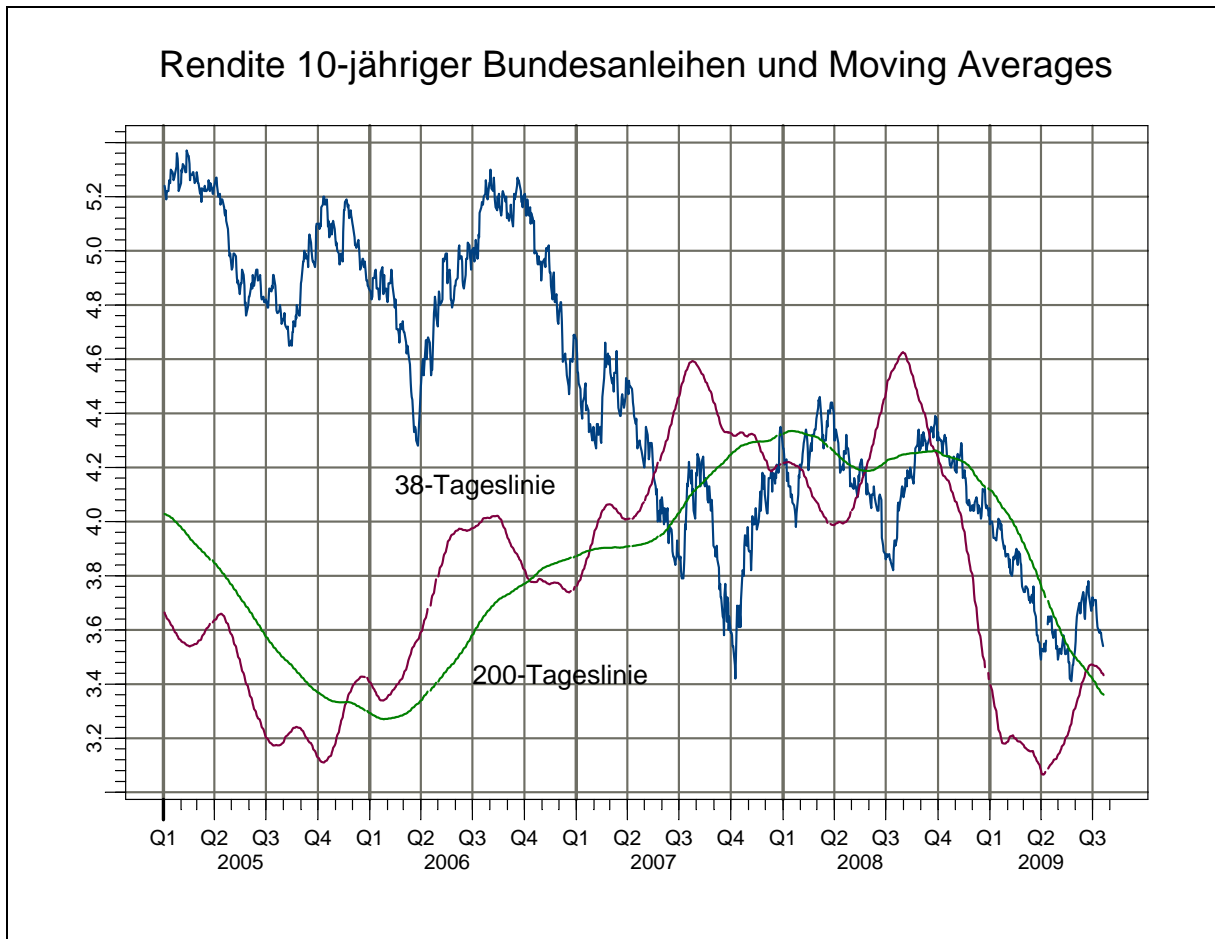
Zusammenfassung:

Zinsentwicklung	zwei Monate	sechs Monate
Fundamentalanalytische Prognose der Dekabank	→	↑

Technische Analyse der Zinsentwicklung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken, VÖB

Methode der gleitenden Durchschnitte

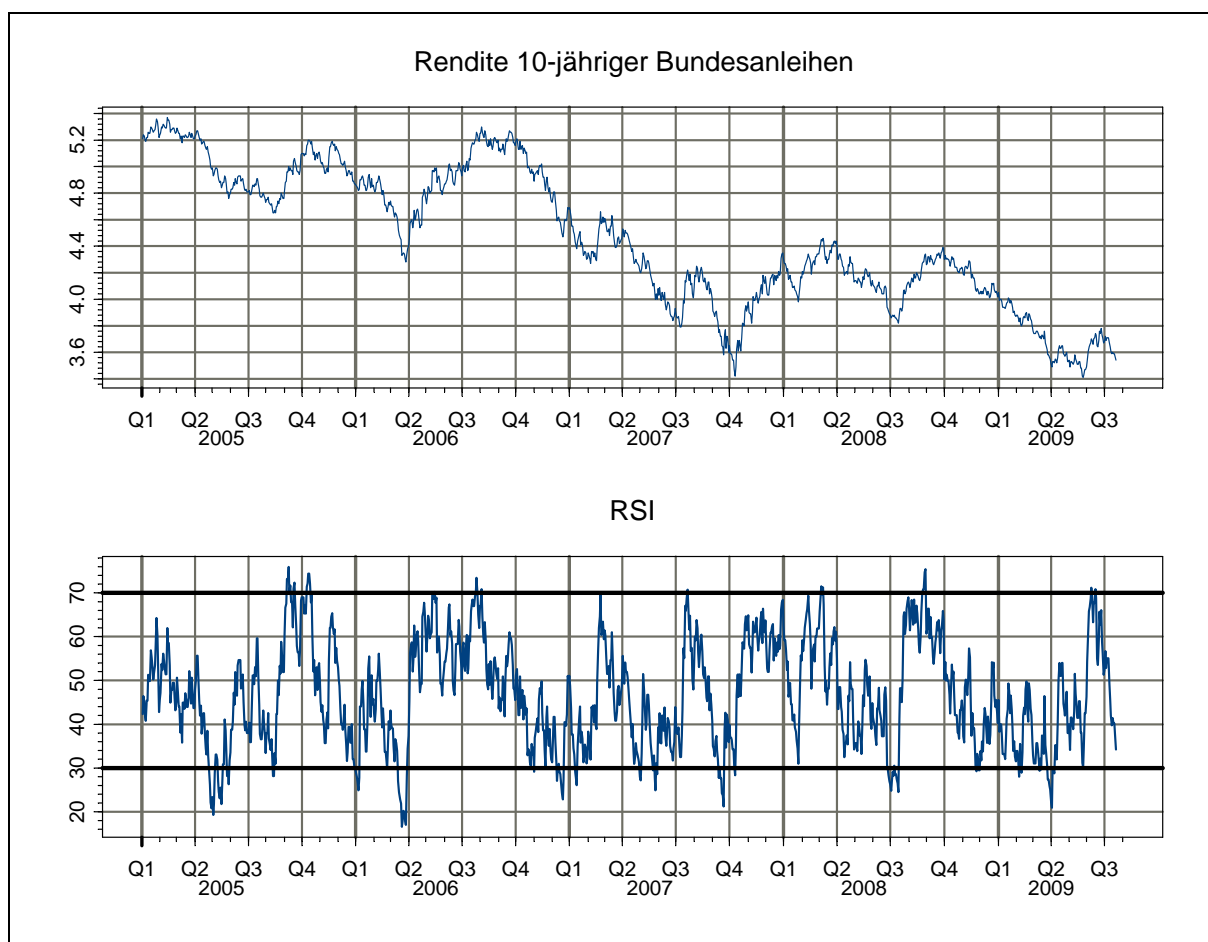
Die Kurve des gleitenden Durchschnitts auf Basis von 38 Tagen wurde zuletzt von unten durchstoßen. Die 200-Tageslinie wurde (noch) nicht durchbrochen. Es liegt ein schwaches Signal für steigende Zinsen vor.



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.

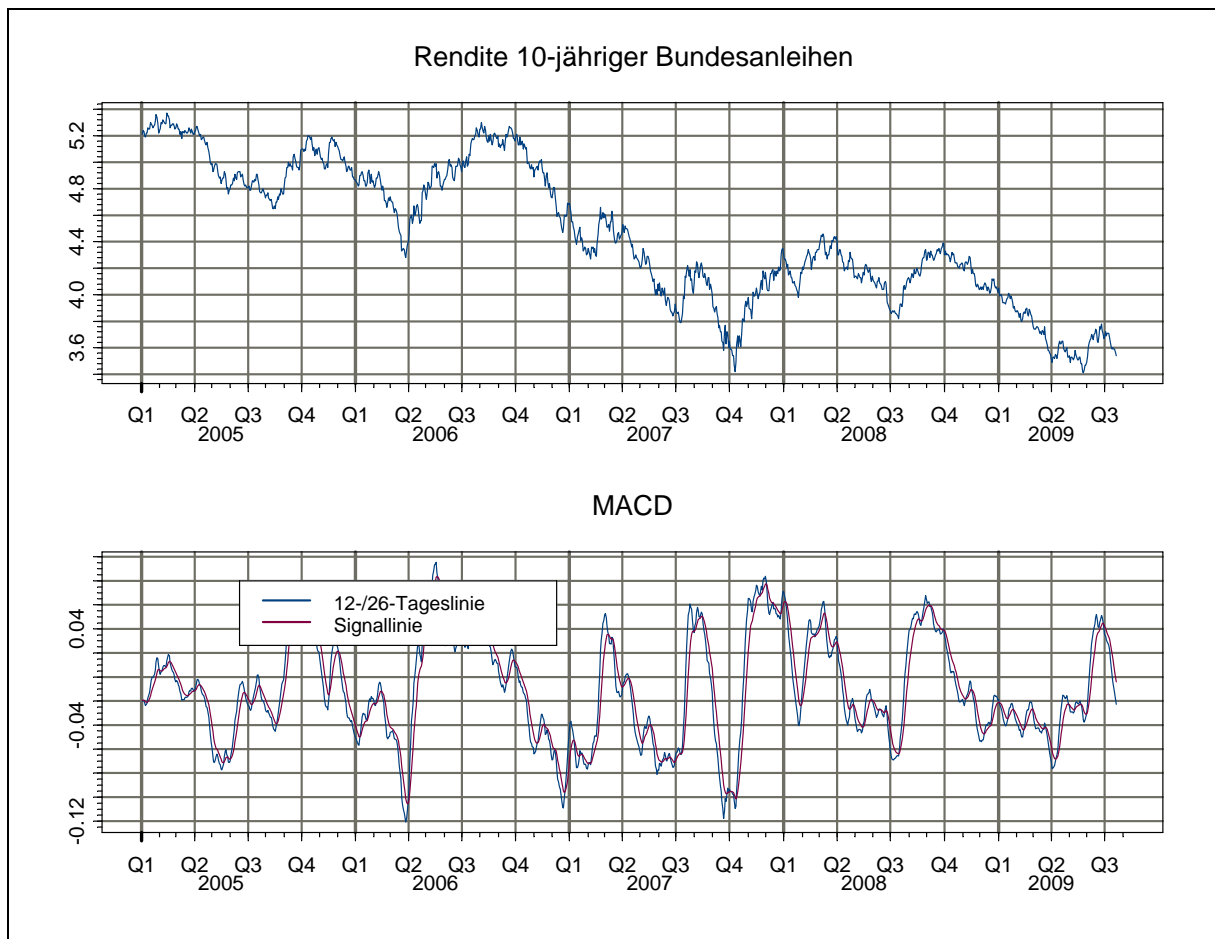
Der RSI-Wert liegt am aktuellen Rand deutlich im neutralen Bereich von 30 und 70. Es wird kein Signal generiert.

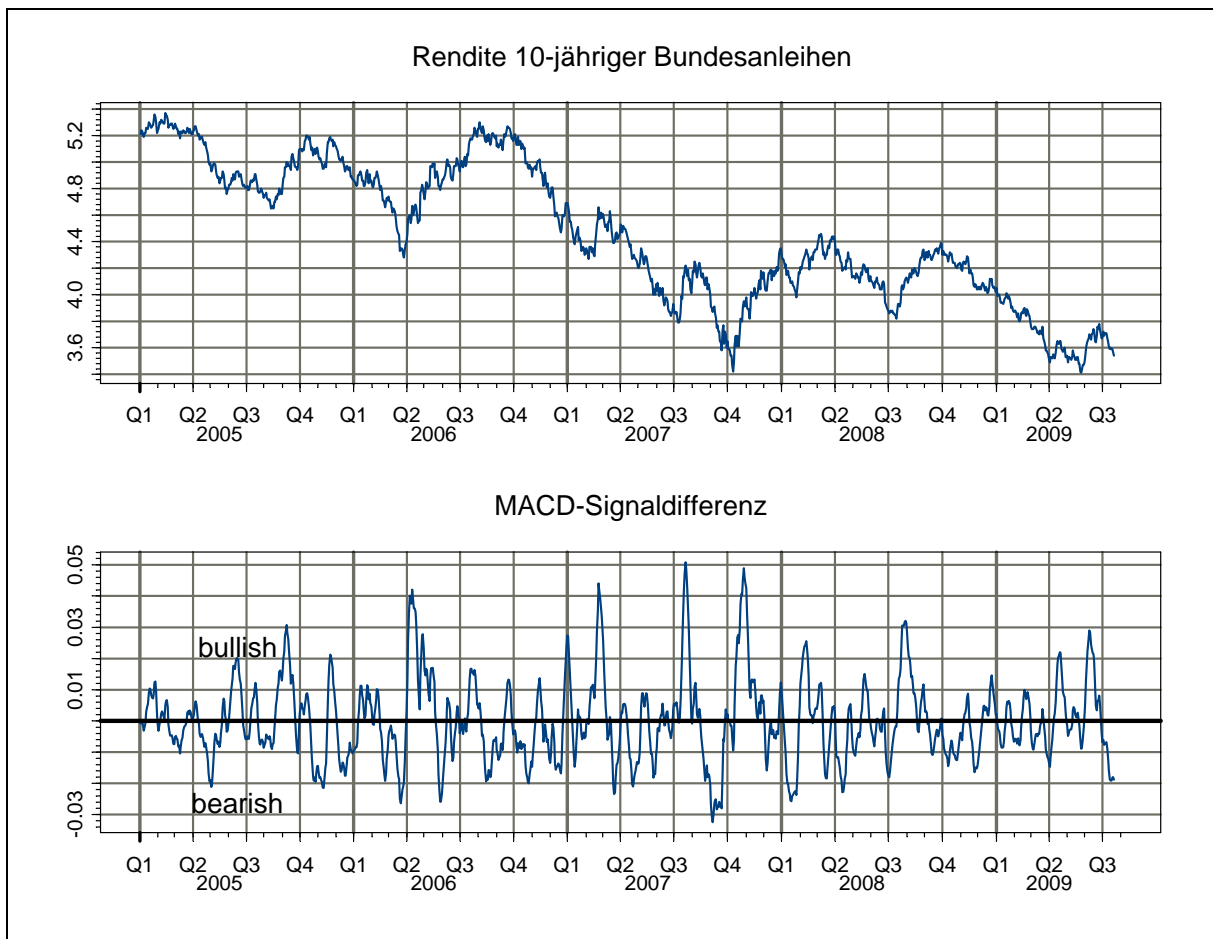


Moving Average Convergence-Divergence / MACD

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 fallende Zinsen an.





Fazit der technischen Analyse

Die Analyseinstrumente zeigen Signale für steigende sowie fallende Renditen an. Der RSI generiert kein Signal. Da der RSI kein und Moving Average sowie MACD am aktuellen Rand widersprüchliche Signale generieren, gehen wir von einem Trend hin zu gleichbleibenden Zinsen in einem Trendkanal 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: Mai 2009

1. Schuldverschreibungen insgesamt

Art der Schuldver- schreibungen	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 ³⁾												
insgesamt	51.933,34	2.114,52	191,56	934,76	1.179,76	..	10.681,54	54,01	4.609,31	194,51	53.113,10	5,86
Inhaberpapiere	29.520,77	1.083,26	127,50	658,49	424,77	..	5.507,04	-5,61	968,00	-57,43	29.945,54	3,31
Namenspapiere	22.412,57	1.031,26	..	276,27	755,00	..	5.174,50	..	3.641,31	..	23.167,56	2,56
Öffentliche Darlehen ³⁾												
insgesamt	231.576,90	2.768,44	-52,49	3.168,93	-400,49	94,11	15.138,30	-31,01	-13.379,04	-29,19	231.176,41	25,52
Inhaberpapiere	133.562,13	2.204,32	-61,15	2.403,76	-199,44	87,14	11.696,91	-38,07	-10.406,85	-179,57	133.362,69	14,72
Namenspapiere	98.014,78	564,12	..	765,17	-201,06	96,17	3.441,39	12,55	-2.972,19	55,19	97.813,72	10,80
Sonst. Schuldverschr. ⁴⁾												
insgesamt	612.794,49	28.793,21	-39,37	19.920,19	8.873,02	-4,38	147.427,08	-6,05	16.828,85	20,00	621.667,51	68,62
Inhaberpapiere	542.929,03	28.034,80	-38,29	19.175,63	8.859,16	15,98	143.236,70	-4,58	14.793,14	69,42	551.788,19	60,91
Namenspapiere	69.865,47	758,42	-63,16	744,56	13,86	-99,16	4.190,38	-38,47	2.035,71	-61,53	69.879,32	7,71
Schuldverschreibungen												
insgesamt	896.304,73	33.676,17	-37,69	24.023,88	9.652,29	..	173.246,93	-6,76	8.059,12	54,01	905.957,02	100,00
Inhaberpapiere	706.011,92	31.322,37	-39,28	22.237,88	9.084,49	47,59	160.440,66	-8,23	5.354,29	-26,48	715.096,41	78,93
Namenspapiere	190.292,81	2.353,80	-4,35	1.786,00	567,80	115,32	12.806,27	16,75	2.704,83	..	190.860,61	21,07

1) Erfassung aller ordentlichen Mitglieder; ohne Bremer Aufbaubank GmbH, Internationales Bankhaus Bodensee AG, InvestitionsBank Hessen AG, Investitions- und Strukturbank Rheinl.-Platz, Investitionsbank des Landes Brandenburg, Sächsische Aufbaubank GmbH, Thüringer Aufbaubank und VÖB-ZVD GmbH

2) Werte über 200 % mit .. gekennzeichnet.

3) Einschließlich entsprechender Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten.

4) Nicht deckungspflichtige Schuldverschreibungen (einschl. Kassenobligationen); besondere Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten.

Quelle: Meldungen der Mitgliedsinstitute d.VÖB.

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: 23. 06. 2009

Herstellung:
DCM · Druck Center Meckenheim



www.voeb.de