

VÖB-Zinsprognose-Spektrum

September 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 September 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 Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba)	19
Technische Analyse der Zinsentwicklung Bundesverband Öffentlicher Banken (VÖB)	25
Anhang	
Absatz festverzinslicher Wertpapiere der Landesbanken	33
Verzeichnis weiterer Publikationen des VÖB	35

Prognose-Überblick und Rückschau

Zinsentwicklung	zwei Monate	sechs Monate
VÖB-Fundamentalanalyse	↑	↑
Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba)	→	↑
VÖB-Technische Analyse	↑	–

Ausgangswert:

Umlaufrendite Öffentlicher Anleihen*, Monatsdurchschnittswert August 2009: 3,31 %.

PROGNOSEKONTROLLE der vorangegangenen Berichte:

(VÖB-Kapitalmarktbericht vom März und Juli 2009).

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

Bezugswert Umlaufrendite Öffentlicher Anleihen*:

- zwei Monate: Monatsdurchschnittswert Juni 2009: 3,47 %
- sechs Monate: Monatsdurchschnittswert Februar 2009: 3,13 %

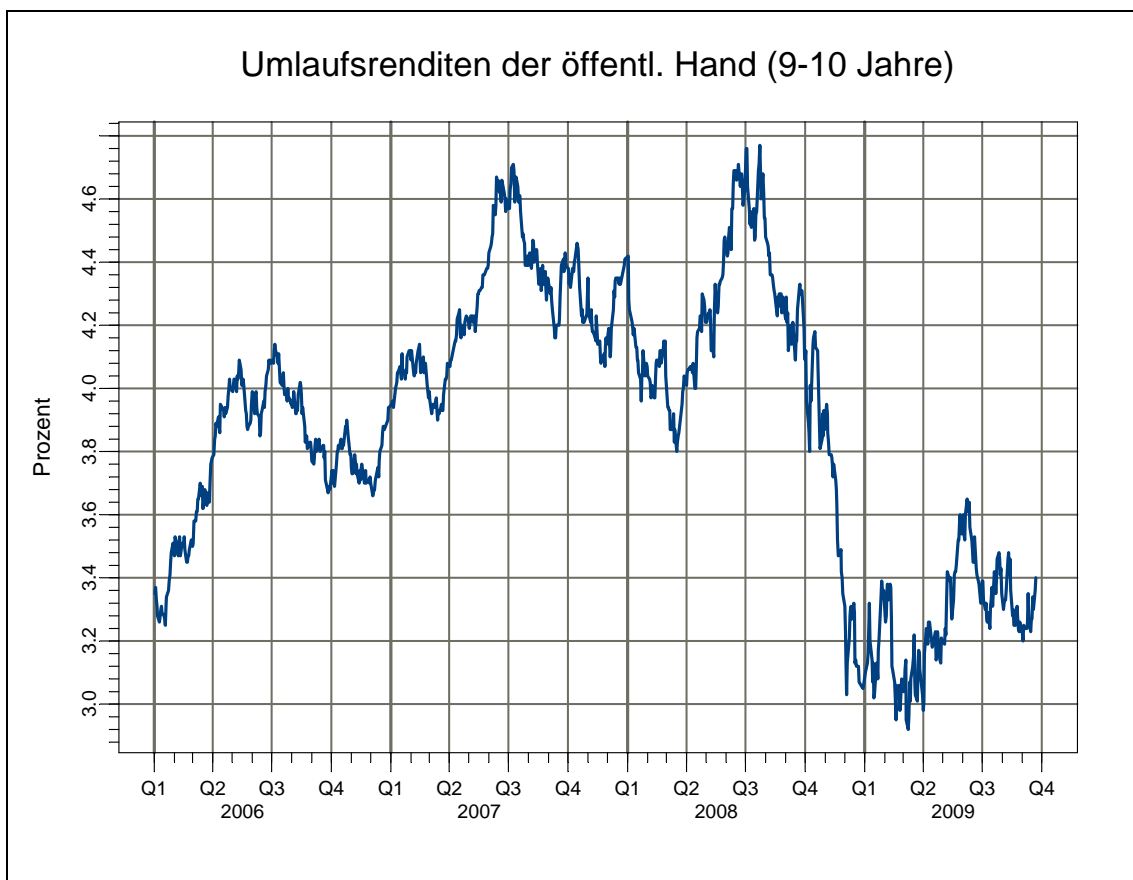
Legende:

- ↑ = 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 3,47 % (Juni 2009) um 16 Basispunkte gesunken. Im Verlauf der vergangenen sechs Monate sind die Kapitalmarktzinsen gestiegen, und zwar um 19 Basispunkte, gegenüber dem Monatsdurchschnittswert von 3,13 % im Februar 2009.



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

An den Finanzmärkten ist seit unserem letzten Bericht vom Juli 2009 wieder Zuversicht, man kann schon sagen Euphorie eingetreten. Der tiefgreifende Pessimismus ist der Hoffnung auf einen zaghaften Aufschwung gewichen. Mittlerweile ignorieren die Akteure immer stärker Nachrichten. Die letzten Konjunkturdaten geben Anlass zur Hoffnung. Insbesondere die Einkaufsmanager- und Vertrauensindizes signalisieren das Erreichen eines Wendepunktes. Leider liegt der Ölpreis, gemessen am US-Rohöl (WTI) bereits wieder sehr hoch bei derzeit 66 USD.

Die amerikanische Notenbank sowie die EZB haben mit ihren Zinssenkungen bis auf nahe Null 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. Im Vordergrund steht jedoch mehr und mehr die Schaffung einer Exitstrategie sowie die Festlegung des Timings für einen Ausstieg. Ein zu frühzeitiger hin zur restriktiveren Geldpolitik würde die sich gerade erst erholende Konjunktur negativ beeinflussen. Ein zu später Politikwechsel würde zu zunehmender Inflation führen.

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.

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.

Eckpfeiler der aktuellen Renditeentwicklung in Euroland sind zudem:

- Die Verbraucherpreise in der Eurozone waren im Juni zum ersten Mal seit Bestehen des Währungsraums auf Jahressicht gefallen. Lt. Eurostat sanken die Lebenshaltungskosten auch im Juli um 0,7 % im Vergleich zum Vorjahr und im August wiederum um prognostizierte 0,2 %. 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 Juni bis August 2009 bei 3,0 %. 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 1,4189 EUR/USD (EuroFX am 22. Juli 2009) auf 1,4767 EUR/USD (EuroFX am 24. September 2009) gestiegen.
- Die Kursnotierungen an den Aktienmärkten in Euroland bewegen sich nach enormen Kursgewinnen in kurzer Zeit derzeit seitwärts. Der Dax notiert aktuell bei ca. 5.580 Zählern. Die Hoffnung auf ein Ende der konjunkturellen Talfahrt könnte die Kurse kurzfristig weiter treiben. Langfristig rechnen wir mit deutlichen aber kurzfristigen Kurskorrekturen.

Konjunkturelle Lage und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

USA

Der Index der US-Frühindikatoren ist im August zum fünften Mal in Folge angestiegen. Das Vorjahresniveau übertrifft der Index mittlerweile um 1,9 %. Zur Verbesserung im August haben vor allem die Lieferzeiten, Aktienkurse und Zinsstruktur beigetragen. Aber auch die Baubeginne und die Verbrauchererwartungen stützten den Index. Der Indikator untermauert damit die Erholungstendenz der US-Wirtschaft.

Der Philadelphia Fed Index, ein Geschäftsklimaindikator für das Verarbeitende Gewerbe, konnte sich im September deutlich von 4,2 auf 14,1 Punkte verbessern. Allerdings folgten nicht alle wichtigen Komponenten des Indexes diesem kräftigen Sprung. So hat der Indikator für die Neuaufträge wieder etwas nachgegeben, verblieb aber im positiven Bereich, was auf steigende Auftragseingänge hinweist. Auch der Teilindex für die Beschäftigung, die aber ohnehin ein konjunktureller Nachläufer ist, hat sich gegenüber August etwas eingetrübt und legt nach wie vor einen Stellenabbau nahe. Die Erwartungskomponente auf Sicht eines halben Jahres signalisiert, dass die Befragten zunehmend optimistisch für die Auftragseingänge und auch die Beschäftigungssituation sind. Die allgemeinen Geschäftsaktivitäten werden dagegen etwas weniger positiv erwartet als in den letzten Monaten.

Die US-Baubeginne sind im August von (auf das Jahr hochgerechnet) 589.000 auf 598.000 Einheiten angestiegen. Auch die Baugenehmigungen haben von 577.000 auf 592.000 Einheiten angezogen. Der Anstieg bei den Baubeginnen ging allerdings auf das Segment der Mehrfamilienhäuser zurück, die den Rückgang des Vormonats damit wieder ausglich. Das wesentlich bedeutendere Segment der Einfamilienhäuser verzeichnete im August dagegen einen Rückgang der Neubauten und fiel auf das Niveau von Juni zurück. Gleichwohl hat nach dem Erreichen des Tiefs im Februar bei 357.000 Einheiten ein leichter Aufwärtstrend eingesetzt.

Insgesamt zeichnet sich ab, dass der konjunkturelle Abschwung in der Industrie sowie am Wohnimmobilienmarkt langsam sein Ende findet.

Euroland

Die Einkaufsmanagerindizes für den Euroraum haben ihren leichten Aufwärtstrend im September fortgesetzt. Per saldo der vorläufigen Veröffentlichungen blieben die Aufschläge aber geringer als erwartet. Der EWU-Index für das Verarbeitende Gewerbe kletterte von 48,2 auf 49,0 Punkte und blieb damit unterhalb der Expansionsmarke von 50 Punkten. Dem EWU-Serviceindex gelang dagegen mit 50,6 nach 49,9 Punkten der Sprung über diese Grenze. Etwas enttäuschend fielen die Ergebnisse für Deutschland aus: Der Index für das Verarbeitende Gewerbe verbesserte sich nur leicht von 49,2 auf 49,6 Punkte. Insgesamt untermauern die Einkaufsmanagerindizes die Erholungstendenz der europäischen Wirtschaft. Die Verteilung der einzelnen Indikatoren um die Expansionsmarke von 50 Punkten zeigt aber auch, dass die Entwicklung noch auf wackeligen Füßen steht. Das zeigt auch der ifo-Index, im September um 0,8 auf 91,3 Punkte gestiegen ist. Dies entspricht zwar dem höchsten Stand seit einem Jahr. Man hatte jedoch mit einer deutlicheren Verbesserung gerechnet.

Die Teuerungsraten zeigen deutliche Entspannung auf der Preisseite an:

	Juni 2008	Juli 2009	August 2009
Verbraucherpreise	+ 0,1	- 0,5	+ 0,0
Großhandelspreise	- 8,8	- 10,6	- 8,3

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

Fundamentalanalyse der Zinsentwicklung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken, VÖB

Annahmen für die Prognose

Die Hauptbestimmungsfaktoren des Rentenmarktes zeigen aus unserer Sicht – gemessen auf Monatsbasis – im Verlauf der nächsten zwei eine Seitwärtsbewegung und auf sechs Monate eine leichte Aufwärtsbewegung der Renditen gegenüber dem Monatsdurchschnittswert vom August 2009 i.H.v. 3,31 % 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 im Euroraum sowie in den USA berechtigt erscheinen. Die Unternehmen schauen wieder etwas zuversichtlicher in die Zukunft und der private Verbrauch ist auch während der schweren Krise nicht zusammengebrochen. Sucht man nach Negativschlagzeilen, so fallen die Meldungen vom deutschen Export sofort ins Auge: Insgesamt lieferten deutsche Firmen nach Angaben des Statistischen Bundesamtes zwischen Januar und Juni Waren im Wert von 391,2 Mrd. EUR ins Ausland, was einem Rückgang von 23,5 % (!) im Vergleich zum ersten Halbjahr 2008 entsprach. Der Wert nach Deutschland eingeführter Produkte schrumpfte demnach im gleichen Zeitraum um 18,2 % auf 333,5 Mrd. EUR. Deutschland erwirtschaftete damit einen Außenhandelsüberschuss von 57,7 Mrd. EUR. 2008 verzeichnete die Exportbranche noch ein Plus in der Handelsbilanz von 103,6 Mrd. EUR. Ein besonders deutliches Minus verzeichneten die Ausfuhren nach Russland (-39 %) und in die Türkei (ca. -36 %). Die Exporte in die USA schrumpften um ca. 27 %.

Derartige Werte lassen jeden die positiven Meldungen der Wirtschaftspresse etwas vorsichtiger interpretieren. Fakt ist und bleibt nun einmal, dass der Export in wichtige Abnehmerländer sich noch nicht derart positiv entwickelt, wie dies für eine Vermeidung eines nennenswerten Beschäftigungsabbaus erforderlich wäre. Nach dem Ende der Kurzarbeit werden, so erwarten wir, die Arbeitslosenzahlen im Herbst/Winter deutlich steigen. Dies wird unserer Meinung nach kaum Auswirkungen auf den privaten Konsum haben, auch wenn Arbeitnehmer unter Einrechnung der Preisentwicklung real jetzt schon 1,2 % weniger Geld haben.

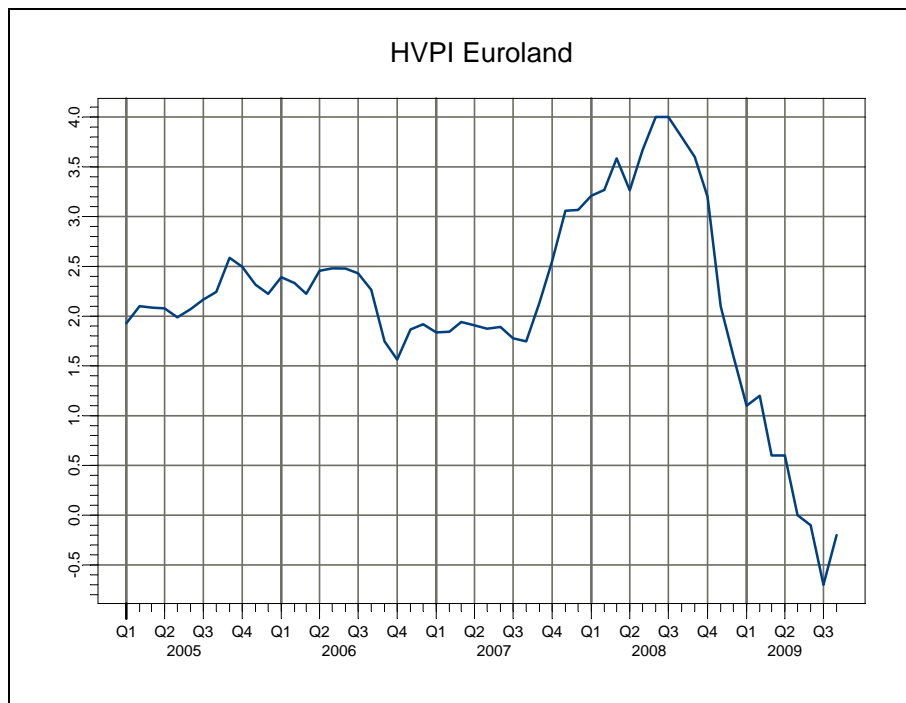
Die Inflationsraten werden in den nächsten Monaten vorerst auf ihrem niedrigen Niveau verharren. Die EZB wird die Fed genau beobachten und Leitzinserhöhungen ab Mitte 2010 vorbereiten.

Erwartete Wechselkursentwicklung

Das Verschuldungsproblem der USA bleibt unserer Ansicht nach im Blickfeld der Anleger. Darüber hinaus dürfte das Wachstum in den USA längerfristig gedämpft verlaufen. Insgesamt erwarten wir daher bei zunächst weiter hoher Volatilität kurz- bis mittelfristig einen weiteren Wertverlust des Dollars.

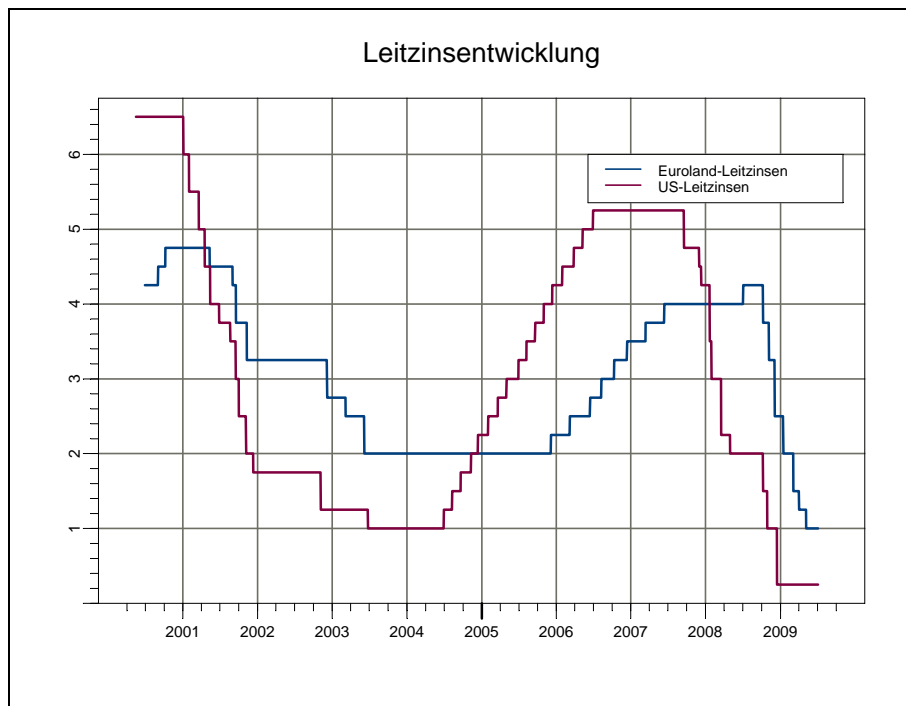
Euroland-Preisniveau und Geldmengenentwicklung

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



Euroland-Geldpolitik/Geldmarktzins

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



Die Rückführung der Liquidität steht für die Fed aufgrund der Inflationsrisiken derzeit ganz oben auf der Tagesordnung: Im November 2008 hatte sie angekündigt, hypotheckenbesicherte Anleihen und Schuldtitel der Immobilienfinanzierer Fannie Mae und Freddie Mac zu kaufen, um den Hypotheken- und Häusermarkt zu stützen, der im Zentrum der US-Finanzkrise und -Rezession stand. Das Programm wurde danach mehrfach aufgestockt. Die US-Notenbank Fed denkt nun wieder darüber nach, ihr Programm im Volumen von 1.450 Mrd. USD zum Kauf von Hypothekenschulden über das Jahresende hinaus zu verlängern.

Zusatz: Die Kreditvergabe an den Privaten Sektor in Euroland ließ mit 2,5 % im August gegenüber 3,0 % im Juli jeweils gemessen gegenüber dem Vorjahr weiter nach. Zudem hat sich die Kreditvergabe an die nicht-finanziellen Unternehmen (exklusive Versicherungen und Pensionsfonds) mit -1,0 % gegenüber Vorjahr verlangsamt. Im Juli betrug dieser Wert noch -0,1 %. Das Kreditgeschäft mit den privaten Haushalten erholte sich mit 1,4 % 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.

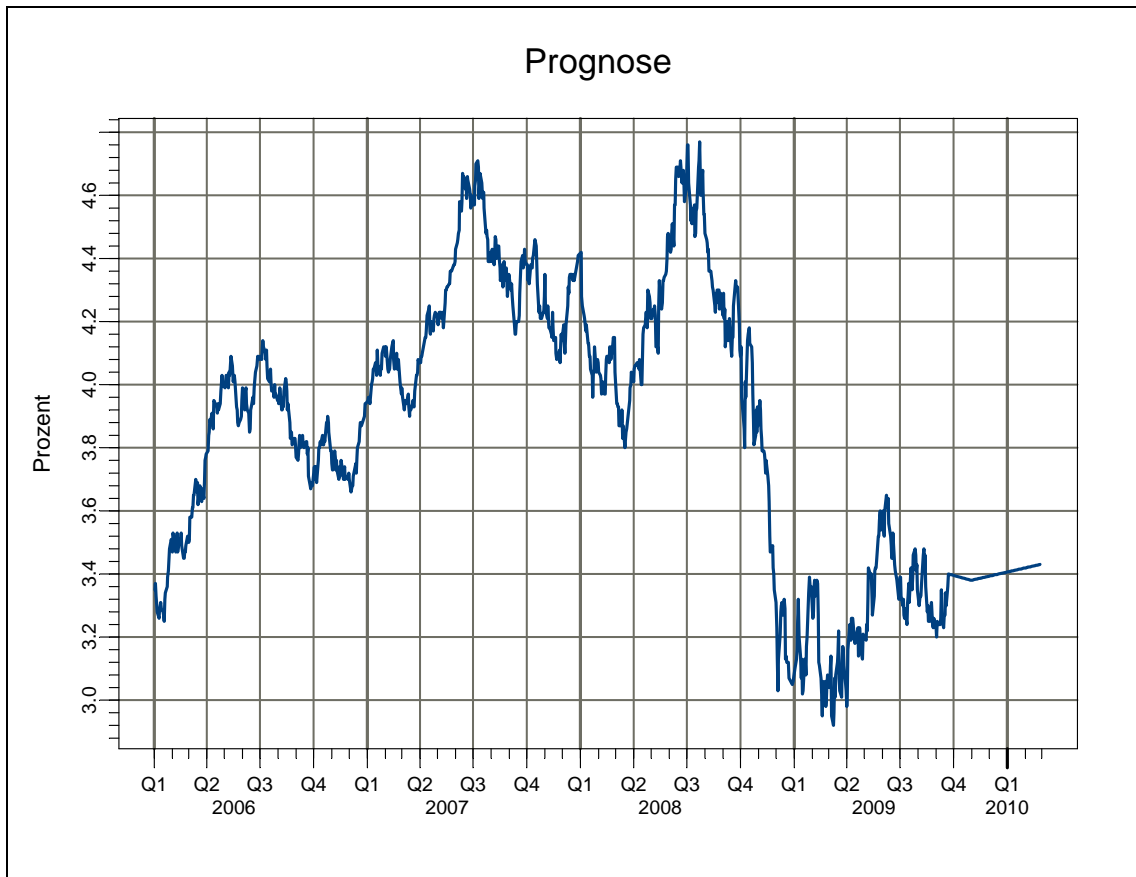
Für die tatsächliche Zielgröße werden, unabhängig vom verwendeten Modell, stets Näherungswerte berechnet. Dazu greift das VÖB-Modell u. a. auf folgende Einflussgrößen zurück:

- Geldpolitik und Geldmarkt in USA und Euroland,
- 10-jährige US-Treasuries,
- Preisniveau- und 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 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.



	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 (Helaba)

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? – 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.

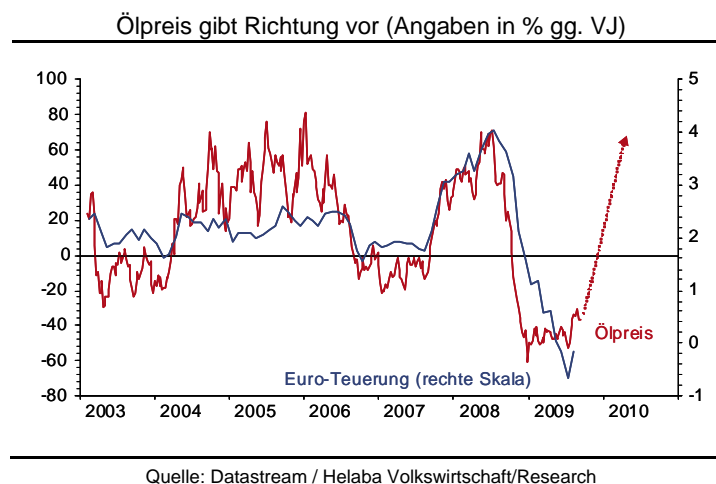
Aktuelle Analyse der Kapitalmarktdeterminanten:

Konjunkturerwartungen

Die Stimmungsindikatoren im Euroraum wie der ifo-Geschäftsklimaindex haben sich in den letzten Monaten deutlich verbessert. Der ifo-Index verbesserte sich im September zum sechsten Mal in Folge. Auch die Auftragslage und Produktion im Verarbeitenden Gewerbe erholen sich von dem gewaltigen Einbruch unerwartet schnell. Der GfK-Konsumindex in Deutschland ist auf den höchsten Stand seit 16 Monaten gestiegen. Zuletzt sind auch die Konjunkturerwartungen der Verbraucher in positives Terrain zurückgekehrt. Aber auch die Werte zu Einkommenserwartungen und Anschaffungsneigung sind deutlich angestiegen. Nicht nur bei den Unternehmen, sondern auch bei den Verbrauchern kehrt allmählich Vertrauen zurück, ohne das eine Überwindung der Krise kaum möglich ist. Dies dürfte dazu beitragen, dass der deutsche Arbeitsmarkt nicht ganz so stark getroffen wird wie noch zu Jahresbeginn befürchtet wurde. Am Rentenmarkt werden diese Entwicklungen weitgehend ignoriert. Vergleicht man das anhaltend niedrige Renditeniveau mit dem Anstieg der ifo-Geschäftserwartungen, so ergibt sich mittlerweile eine beträchtliche „optische Lücke“. Das Wirtschaftswachstum im Euroraum wird nach einem geschätzten Rückgang von rund 3,5 % im kommenden Jahr vermutlich um über 1,5 % zulegen und damit zumindest einen Teil des wirtschaftlichen Einbruchs wieder korrigieren. Für Deutschland erwarten wir 2010 eine Rate von 1,8 %.

Inflationserwartungen

Die Bestandsaufnahme an den Rohstoffmärkten fällt gemischt aus. Der Goldpreis ringt derzeit mit der 1000-USD-Marke. Der Rohölpreis hält sich relativ stabil um die Marke von 70 US-Dollar. Seit Jahresbeginn sind die Kontraktnotierungen für Energieträger gleichwohl um über 40 % gestiegen. Noch stärker war der Zuwachs mit über 60 % bei den Industrierohstoffen. Im Gegensatz dazu haben sich wichtige Teilindizes des CRB-Rohstoffindex aus dem Nahrungsmittelbereich um bis zu 20 % reduziert. Dass die Rohölnotierungen trotz wachsendem Konjunkturoptimismus seit Juni per saldo allerdings nicht angestiegen sind, liegt vor allem an extrem hohen Lagerbeständen. Diese dürften einem weiteren Preisanstieg vorerst entgegenstehen, was sich jedoch positiv auf die Konjunkturerwartungen niederschlagen sollte.



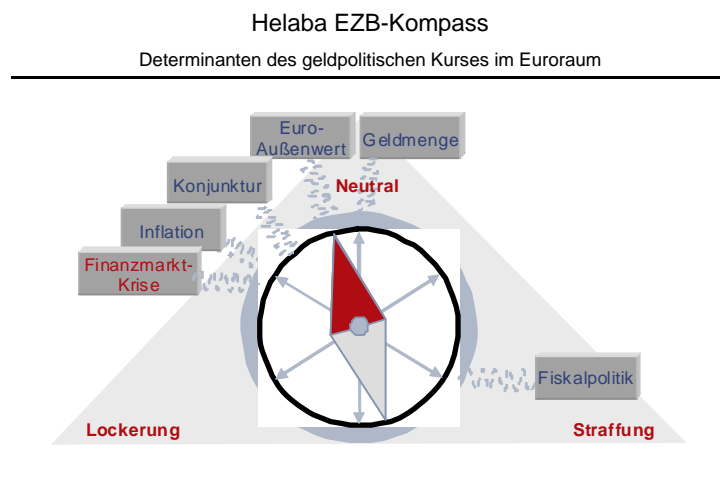
Der Teuerungsrückgang dürfte inzwischen den Tiefpunkt erreicht haben. Im August ist die Vorjahresrate im Euroraum von -0,7 % auf -0,2 % angestiegen. Die bislang positiven Basisefekte seitens der Energiepreise laufen allmählich aus. Das zyklische Ölpreistief wurde bereits Ende letzten Jahres bei rund 35 USD pro Fass erreicht. Seither haben sich die Notierungen fast verdoppelt. Die Sorge vor einer deflationären Spirale dürften durch anhaltend positive Konjunkturdaten in den Hintergrund gedrängt werden. Bis Mitte nächsten Jahres wird die Euro-Teuerung mit hoher Wahrscheinlichkeit dennoch weiterhin unter der wichtigen 2 %-Marke verlaufen. Die Güter- und Dienstleistungspreise können sich infolge der Wirtschaftskrise nur sehr langsam erholen. Vermutlich wird die Teuerung im Euroraum von durchschnittlich 0,3 % in diesem Jahr auf 1,8 % ansteigen.

Internationale Kapitalströme

Niedrige Geldmarktzinsen in den Industrieländern und die verbesserten Konjunkturaussichten befeuerten die Performance von Unternehmensanleihen sowie Dividententiteln. Seit dem März-Tief legten Aktienkurse weltweit um ca. 50 % zu. Rentenpapiere aus den Emerging Markets, Rohstoffindizes und US-Unternehmensanleihen erzielten einen Zuwachs von rund 20 %. Staatsanleihen weisen hingegen nur ein leichtes Plus auf. Deutliche Abschläge musste der US-Dollar hinnehmen. Die globale Hauptreservewährung verlor handelsgewichtet seit Anfang März rund 12 %. Der Euro-Außenwert stieg im gleichen Zeitraum um über 3 %. Die Erfahrung hat jedoch gezeigt, dass im Vorfeld eines Zinserhöhungszyklus in den USA der US-Dollar spürbar aufwertet. Der US-Notenbank kommt bei der Stabilisierung des US-Dollars somit die größte Bedeutung zu.

Geld- und Fiskalpolitik

Die EZB hat durch die massive Liquiditätsausweitung und einer Quasi-Nullzinspolitik – der Tagesgeldsatz liegt bei nur 0,3 % – günstige Bedingungen zur Gesundung des Finanzsystems geschaffen. Sie hat damit auch maßgeblich zur Verhinderung einer Liquiditätsklemme beigetragen. Die Wertpapiermärkte profitieren ebenfalls von der hohen Überschussliquidität. Noch stützt die EZB diesen Prozess, wohl auch in der Tradition, der US-Notenbank den Vortritt bei Zinswenden zu überlassen. In der zweiten Jahreshälfte 2010 dürfte es jedoch ernst werden. Die Stabilisierung der Konjunktur und steigende Inflationserwartungen erfordern einen weniger expansiven geldpolitischen Kurs. Die Diskussion um „Exit-Strategien“ der EZB, wird sich in den kommenden Monaten wieder intensivieren.



Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

US-Kapitalmarkt

Die Renditen von US-Staatsanleihen zeigen sich seit Ende Mai relativ stabil, obwohl beispielsweise der ISM-Einkaufsmagerindex für das Verarbeitende Gewerbe mit 52,9 den höchsten Stand seit zwei Jahren erreicht hat. Offenbar wirkt das Ankaufprogramm der US-Notenbank, das nunmehr bis März 2010 laufen soll. Erste aktive Schritte zum Einsammeln der geschaffenen Liquidität noch in diesem Jahr sind nicht zu erwarten. Insgesamt wachsen jedoch die Kursrisiken bei US-Renten, denn die zyklische Erholung schreitet voran. Die verfügbaren Konjunkturdaten lassen einen merklichen Anstieg des realen BIP im dritten Quartal erwarten.

Die beiden Treiber des Wachstums im Q3 werden die Lager und der private Konsum sein. Im Frühjahr hatten die Unternehmen die Lager massiv geräumt. Auch im Sommer sollten die Lagerbestände fallen – aber weniger stark. Da für das BIP die Veränderung der Lagerhaltung zählt, reicht schon ein schwächerer Lagerabbau aus, um einen positiven Wachstumsbeitrag zu liefern. Selbst vorsichtig geschätzt könnten die Lager mehr als zwei Prozentpunkte zum Wachstum beisteuern. Dies stellt zwar ein temporäres, aber deshalb nicht etwa „minderwertiges“ Wachstum dar. Zwar wird ein Lageraufbau möglicherweise noch bis zum Frühjahr 2010 auf sich warten lassen. Selbst ein geringerer Lagerabbau bedeutet aber schon, dass die Produktion relativ zur Nachfrage wieder anzieht. Dies zeigen auch die Monatsdaten der Fed zur Produktion im Verarbeitenden Gewerbe. Im Juli verzeichneten sie – mit der Ausnahme vom Oktober letzten Jahres – das erste Plus seit Anfang 2008. Dies war nicht zuletzt dem Sprung bei der Produktion im Automobilbau (+20 % gegenüber Vormonat) geschuldet. Im kommenden Jahr dürfte das US-Wirtschaftswachstum um rund 2,5 % ansteigen und damit den diesjährigen Rückgang praktisch wieder ausgleichen.

Gleichzeitig hellt sich am Arbeitsmarkt der Ausblick auf. Der Hochpunkt der Arbeitslosenquote dürfte in den kommenden Monaten bei knapp 10 % erreicht werden. Das Wachstum in der zweiten Jahreshälfte 2009 wird nicht ohne Wirkung auf die Beschäftigung bleiben, selbst wenn bei den Unternehmen noch Skepsis über die Nachhaltigkeit der Erholung dominieren sollte. Vor allem die früher als prognostiziert eingetretene Verbesserung bei der Investitionsnachfrage lässt einen robusteren Arbeitsmarkt erwarten. Steigende Investitionen bringen stets höhere Beschäftigung mit sich. In diesem Zyklus haben die Unternehmen, sogar gemessen an ihren Einschnitten bei den Investitionen, überdurchschnittlich viele Stellen abgebaut. Dadurch steigt die Wahrscheinlichkeit, dass auch die Wende nach oben kräftiger ausfallen könnte als derzeit allgemein erwartet wird. Zuverlässige Frühindikatoren für den Arbeitsmarkt gibt es nur wenige. Einer davon ist die Zahl der bei Zeitarbeitsfirmen beschäftigten Mitarbeiter. Hier hat die Vorjahresrate ihren Tiefpunkt bereits durchschritten. Die Beschäftigtenzahl außerhalb der Landwirtschaft sollte dem bald folgen. Die Diskussion, wann die Fed auf die Normalisierung der Konjunkturlage mit einer Anpassung der Leitzinsen reagiert, wird sich in den nächsten Monaten verstärken.

Fazit

- Das Wachstum der US-Wirtschaft fällt vermutlich dynamischer aus, als viele Anleger es erwartet haben. Die US-Notenbank wird zwar vorerst an ihrem sehr expansiven Kurs festhalten. Es steigt jedoch das Risiko, dass sich die Inflationserwartungen langsam nach oben schaukeln.
- Auch im Euroraum gewinnt die Konjunkturerholung an Breite, was die EZB auf mittlere Sicht unter Druck setzen dürfte. Zumal die Euro-Teuerungsrate bald schon wieder positives Terrain erreichen wird.
- Die vergangenen Wochen haben gezeigt, dass das Kurspotenzial bei Renten offenbar begrenzt ist. Die kommenden zwei Quartale werden angesichts der zyklischen Erholung wahrscheinlich zu ernststen Belastungen führen.

Helaba Determinantenmodell
Basisszenario (70% Eintrittswahrscheinlichkeit)

Determinanten	auf Sicht von ...	
	2 Monaten	6 Monaten
Konjunkturerwartungen	-	-
Inflationserwartungen	0	-
Haushaltspolitik	-	-
Geldpolitik	0	-
Politisches Umfeld	0	0
Internationale Kapitalströme	0	0
US-Kapitalmarkt	-	-
Rendite 10j. Bunds	3,50%	4,10%

Erläuterung: + kurssteigend, - kurssenkend, 0 neutral

Quelle: Helaba Volkswirtschaft/Research

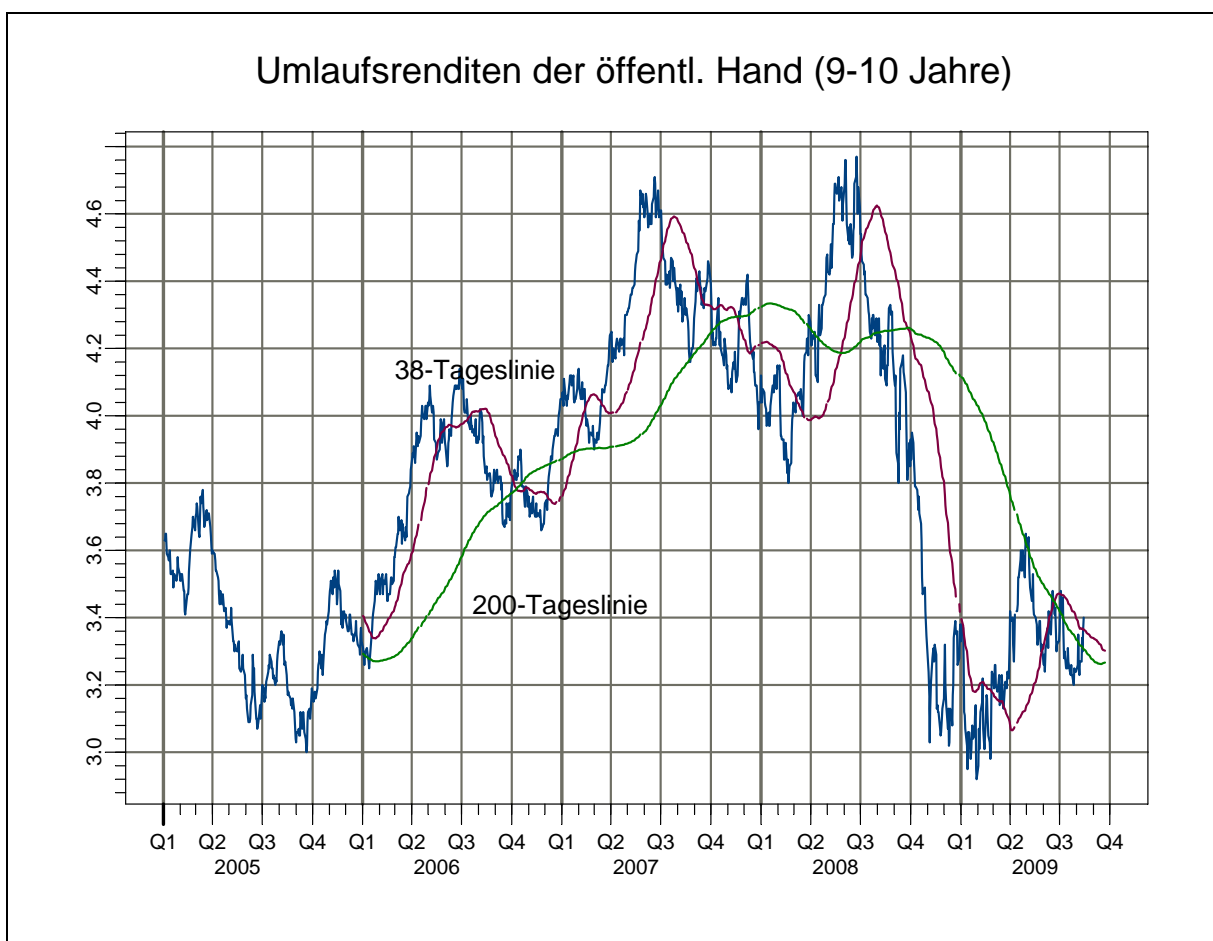
Zusammenfassung:

Zinsentwicklung	zwei Monate	sechs Monate
Fundamentalanalytische Prognose der Helaba	→ (3,50 %)	↑ (4,10 %)

Technische Analyse der Zinsentwicklung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken, VÖB

Methode der gleitenden Durchschnitte

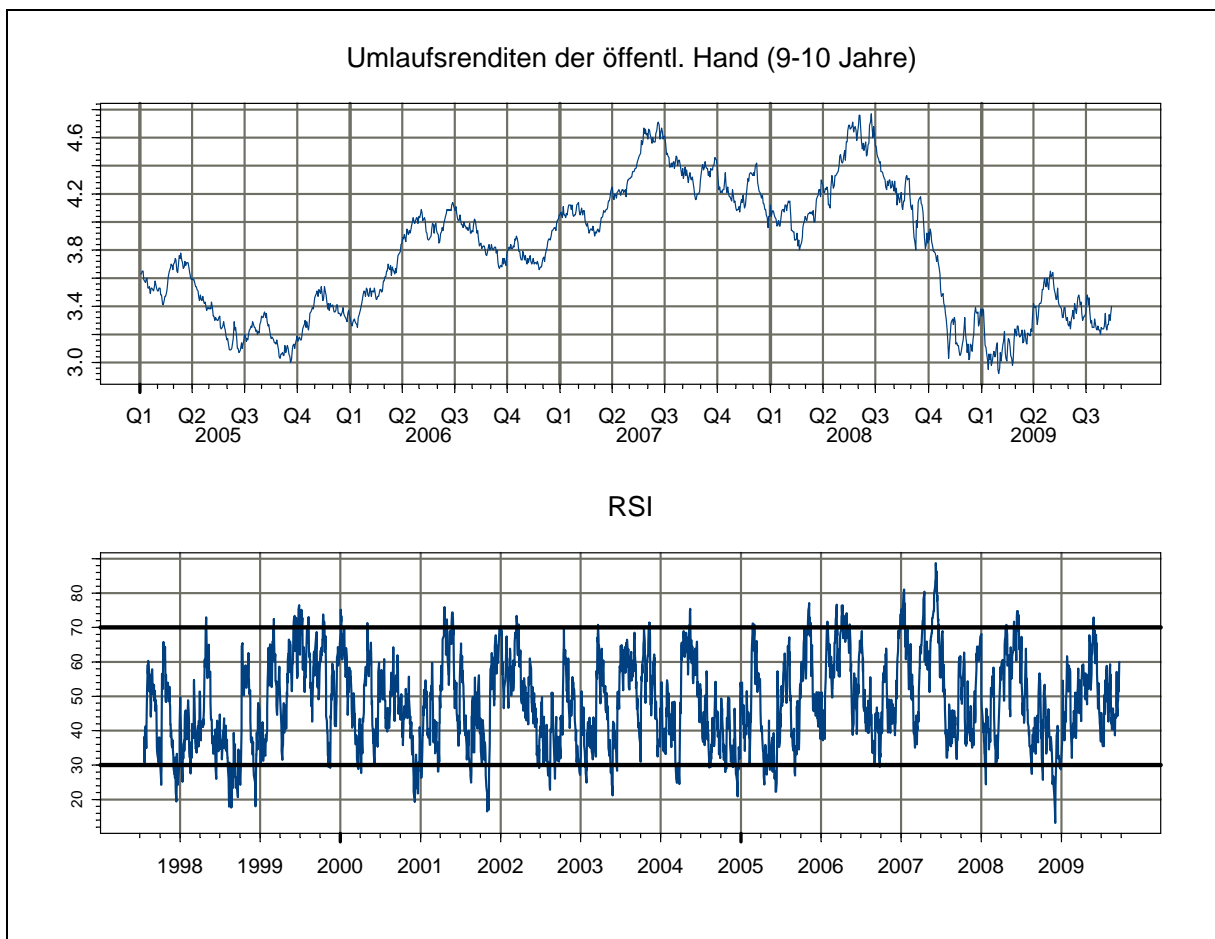
Die Kurve des gleitenden Durchschnitts auf Basis von 38 und 200 Tagen wurde zuletzt von unten durchstoßen. Es liegt ein Signal für steigende Zinsen vor.



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 29 ff.

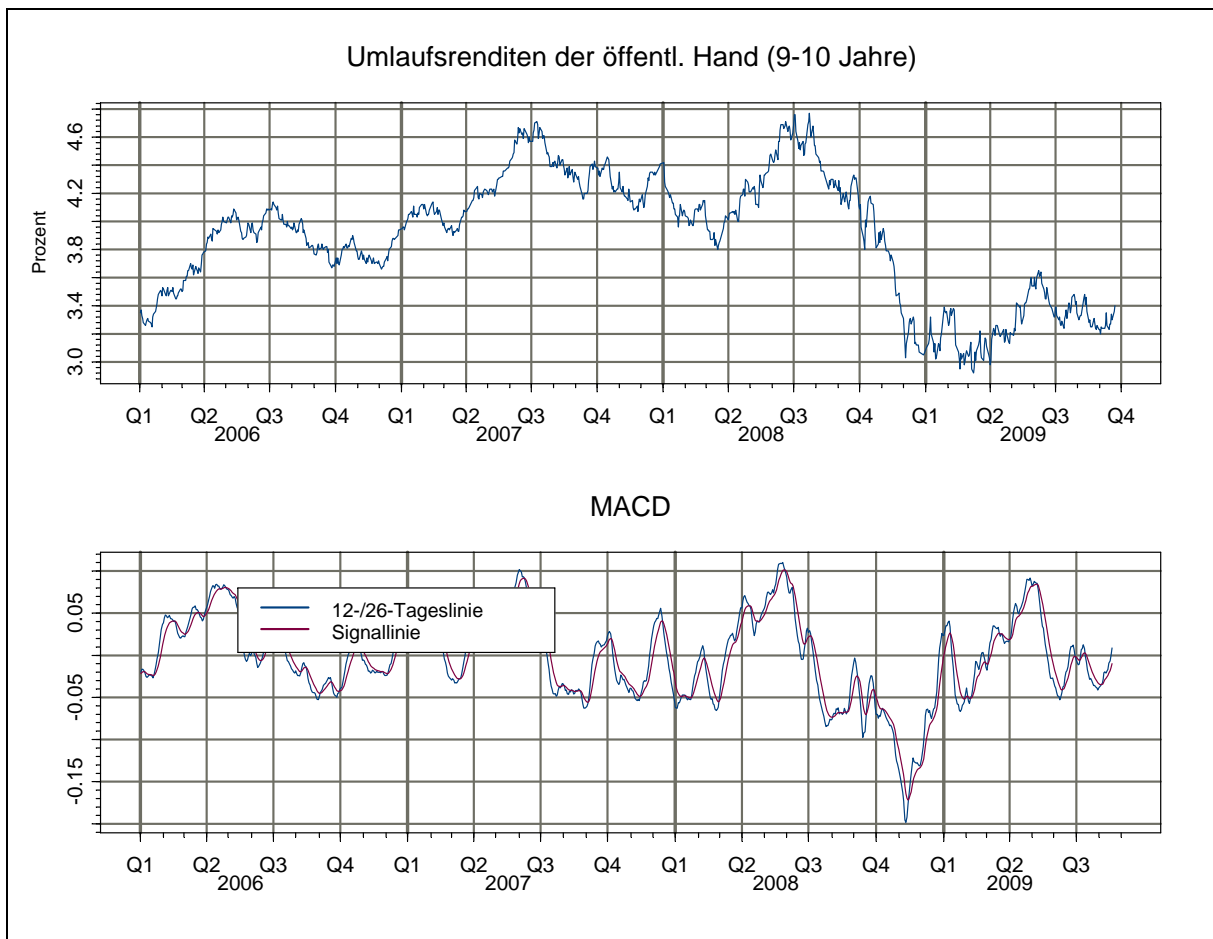
Der RSI-Wert liegt am aktuellen Rand im neutralen Bereich zwischen 30 und 70. Es wird kein Signal generiert.

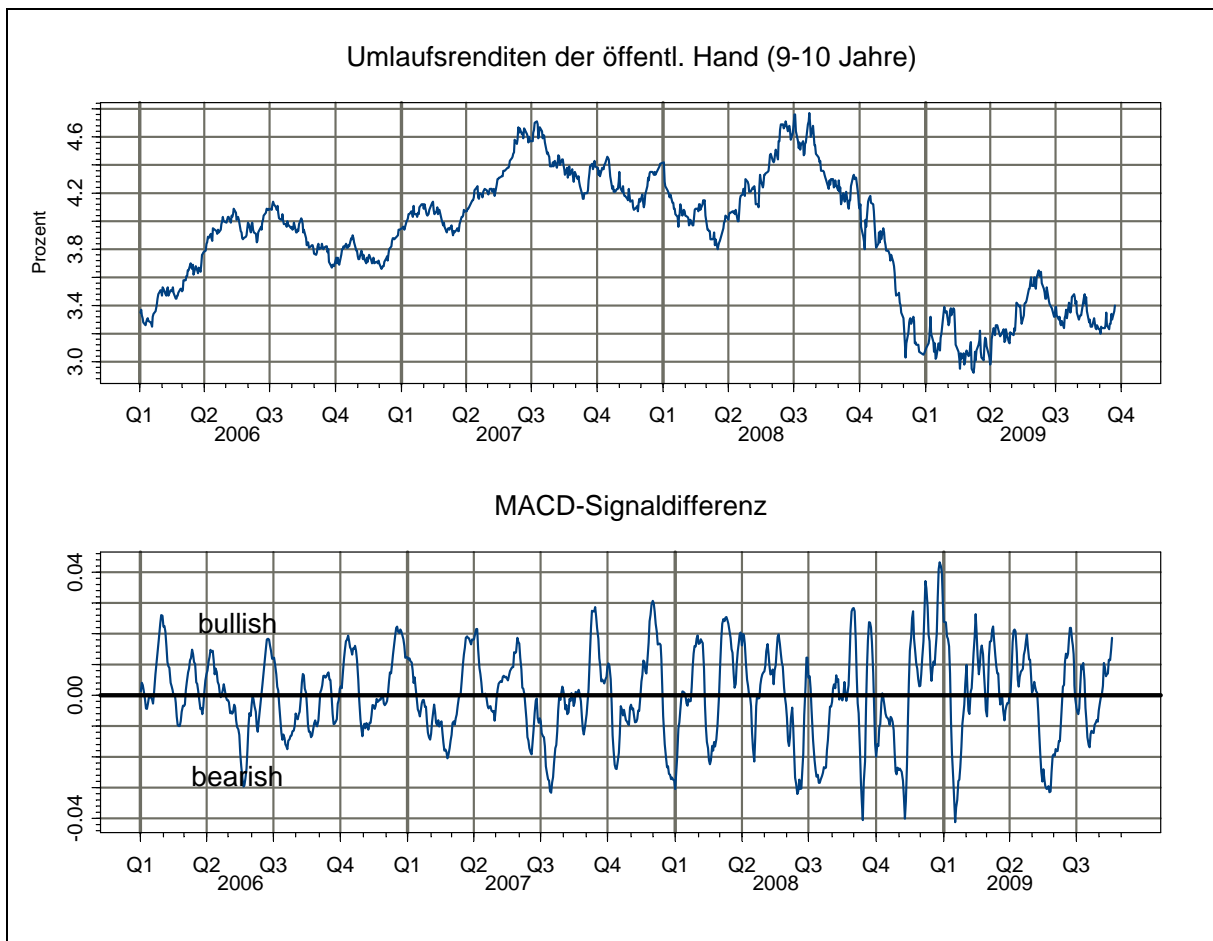


Moving Average Convergence-Divergence / MACD

Der MACD liefert Signale für steigende oder 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 bis auf den RSI Signale für steigende Renditen an. Wir gehen wir von einem Trend hin zu steigenden Zinsen oberhalb 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 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	33
Verzeichnis weiterer Publikationen des VÖB	35

Absatz festverzinslicher Wertpapiere der Landesbanken

Berichtsmonat: Juli 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 insgesamt	37.699,68	1.117,60	-9,24	1.005,09	112,51	-61,96	11.553,97	52,08	5.107,97	109,55	37.812,18	5,81
Inhaberpapiere	22.501,64	839,10	-17,07	640,84	198,25	-49,67	6.996,72	8,28	2.754,81	-13,38	22.699,89	3,49
Namenspapiere	15.198,04	278,50	26,88	364,25	-85,75	12,60	4.557,25	..	2.353,16	..	15.112,29	2,32
Öffentliche Darlehen insgesamt	220.584,80	2.708,37	-69,74	4.359,14	-1.650,77	-137,74	21.833,11	-38,61	-16.285,21	..	218.934,03	33,66
Inhaberpapiere	129.099,44	2.051,74	-58,68	2.594,89	-543,16	-135,28	17.190,71	-39,28	-11.334,21	..	128.556,29	19,76
Namenspapiere	91.485,36	656,63	-83,52	1.764,25	-1.107,62	-139,08	4.642,40	-36,00	-4.951,01	-41,57	90.377,75	13,89
Sonst. Schuldversch. ¹⁾ insgesamt	393.314,47	14.518,13	9,74	14.141,17	376,96	-78,30	112.713,78	16,04	17.931,53	118,35	393.691,43	60,53
Inhaberpapiere	379.799,14	14.346,03	10,54	14.044,17	301,86	-84,91	111.111,19	19,20	16.797,54	..	380.101,00	58,44
Namenspapiere	13.515,34	172,10	-31,66	97,00	75,10	128,51	1.602,59	-59,13	1.133,98	-60,99	13.590,43	2,09
Schuldverschreibungen insgesamt	651.598,95	18.344,10	-21,64	19.505,40	-1.161,31	-118,13	146.100,86	4,14	6.754,28	-1,68	650.437,65	100,00
Inhaberpapiere	531.400,22	17.236,87	-9,06	17.279,91	-43,04	-101,09	135.298,62	5,71	8.218,14	0,18	531.357,18	81,69
Namenspapiere	120.198,73	1.107,23	-75,15	2.225,50	-1.118,27	-145,22	10.802,23	-12,25	-1.463,86	-9,77	119.080,47	18,31

¹⁾ Nicht deckungspflichtige Schuldverschreibungen (einschl. Kassenobligationen).

²⁾ Werte über 200 % sowie Jahres- oder Vorjahreswerte mit Negativangaben mit .. gekennzeichnet.

Quelle: Meldungen der Landesbanken

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: 28. 09. 2009

Herstellung:
DCM · Druck Center Meckenheim



www.voeb.de