

VÖB-Zinsprognose-Spektrum

November 2011

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 HSH Nordbank, der Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba), der NORD/LB sowie der BayernLB 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 November 2011

Dr. Ralf Hannemann

Manuel Pauser

Inhaltsverzeichnis

Prognoseüberblick und Rückschau	7
Fundamentalanalyse der Zinsentwicklung Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB	13
Zinsprognose der DekaBank	19
Technische Analyse der Zinsentwicklung Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB	27
Anhang	
Verzeichnis weiterer Publikationen des VÖB	33

Prognoseüberblick und Rückschau

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

Ausgangswert:

Umlaufrendite Öffentlicher Anleihen*, Tageswert 15. November 2011: 1,86 %

PROGNOSEKONTROLLE der vorangegangenen Berichte:

(VÖB-Kapitalmarktbericht von Mai 2011 und September 2011)

	zwei Monate	sechs Monate
VÖB-Fundamentalanalyse	√	f
HSH Nordbank	√	-
NORD/LB	-	f
VÖB-Technische Analyse	f	–

Bezugswert Umlaufrendite öffentlicher Anleihen*:

- zwei Monate: Umlaufrendite Tageswert vom 19. September 2011: 1,86 %
- sechs Monate: Umlaufrendite Tageswert vom 19. Mai 2011: 3,08 %

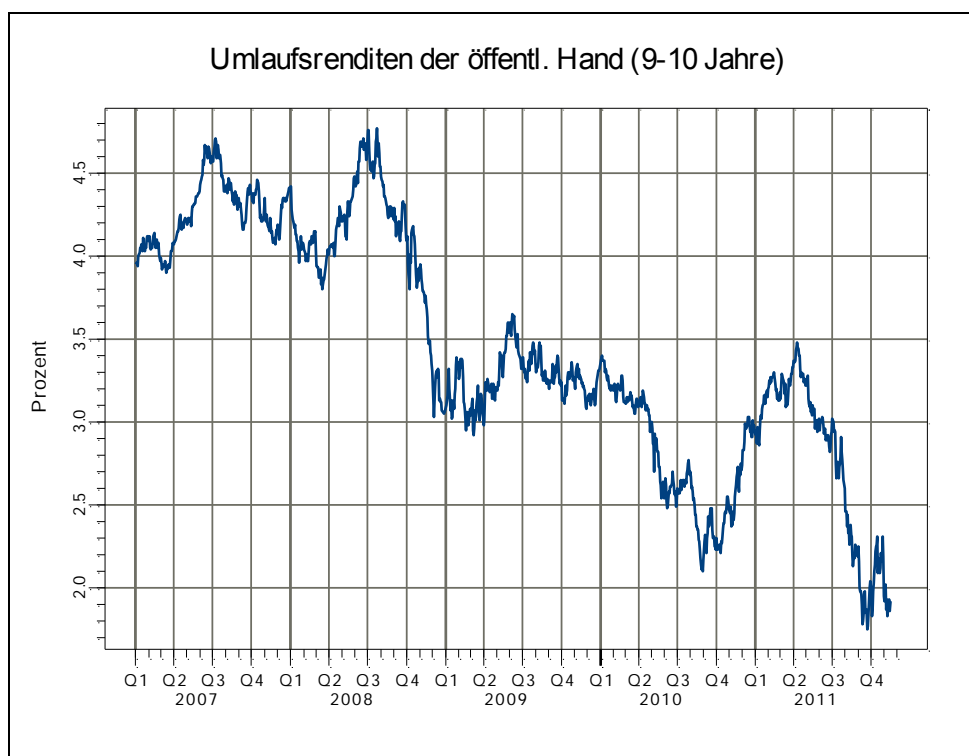
Legende:

- ↑ = 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: Deutsche Bundesbank: Umlaufrenditen inländischer Inhaberschuldverschreibungen / Anleihen der öffentlichen Hand / Mittlere RLZ von über 9 bis einschl. 10 Jahren / Tageswerte

Entwicklung des Kapitalmarkts seit Veröffentlichung des letzten Berichts

Nach einer kurzen Erholungsphase Ende September hat sich die Lage an den Rentenmärkten wieder zugespitzt. Renditen für als sicher geltende Staatsanleihen gaben deutlich nach, darunter auch die deutschen Staatstitel. Die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe notierte zuletzt bei 1,86 Prozent (Stand: 15. November 2011).



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

Trotz des Eurogipfels vom 26. Oktober 2011 und seiner zahlreichen Beschlüsse zur Eindämmung der Staatsschuldenkrise hat sich am Rentenmarkt keine Entspannung eingestellt. Stattdessen sind mittlerweile auch französische Staatstitel unter Druck geraten, so dass die erste Ratingagentur bereits Zweifel geäußert hat, ob Frankreich höhere Zinsen dauerhaft stemmen kann. Gleichzeitig engagiert sich die Europäische Zentralbank (EZB) im Sekundärmarkt, um den Druck von den Staatsanleihen bereits von der Schuldenkrise betroffener Staaten wie Italien, Spanien und Portugal zu nehmen. Zum Stichtag 18. November 2011 belief sich der Wert der im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte getätigten Ankäufe auf insgesamt 194,7 Mrd. EUR. Gleichzeitig sterilisierte die EZB aber die überschüssige Liquidität und konnte somit bisher eine Beschleunigung der monetären Dynamik im Euroraum verhindern.

Die Flucht in sichere Anlagehäfen ist weiterhin groß. Hinzu kommt, dass sich die Fluchtmöglichkeiten weiter verringern, indem Investoren und Anleger nun auch für vormals sichere Staatsanleihen höhere Renditen verlangen. Für die Aktienmärkte bedeutet die Suche nach Sicherheit weiterhin hohe Volatilität und kaum nachhaltige Kurszuwächse. Zudem drücken Staatsschuldenkrise und Konjunkturabschwächung zusätzlich die Kurse. Der DAX gab beispielsweise im letzten Monat um 1,3 Prozent nach, der S&P 500 um knapp 3 Prozent. Finanzwerte waren hier hauptsächlich kursbestimmend. Eine Änderung dieses Trends ist bisher nicht in Sicht.

Von der großen Nachfrage nach sicheren Anlagemöglichkeiten profitierten auch die US-amerikanischen Staatsanleihen. Die Rendite der zehnjährigen Treasury Note, beispielsweise, notierte zuletzt bei knapp über 2 Prozent. Allerdings waren bisher die Sorgen um die Haushaltslage der USA nicht eingepreist. Die erst kürzlich gescheiterte Einigung zwischen Republikanern und Demokraten über ein nachhaltiges Konzept zum Abbau der Schulden dürfte sich auch auf amerikanische Staatsschuldtitel auswirken und insgesamt den Staatsanleihenmarkt unter Druck setzen.

Mario Draghi hat Ende Oktober die Aufgabe des neuen EZB-Chefs übernommen. Trotz einer anhaltend hohen Preisdynamik im Euroraum senkte er den Leitzins im Euroraum um 0,25 Prozentpunkte auf 1,25 Prozent und sorgte damit für eine Überraschung auf seiner ersten Pressekonzferenz. Da die Abstimmung über den Zinsschritt im Rat der EZB aber einstimmig verlief, kann von einer Kontroverse, zumindest innerhalb der EZB, nicht die Rede sein.

Die wesentlichen Entwicklungen in Kürze:

- Die annualisierte Veränderungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) für die Eurozone lag im Oktober 2011 mit vorläufig geschätzten 3 Prozent deutlich über der Zielmarke der EZB von „knapp unter 2 Prozent“.
- Die Geldmenge M3 legte im September 2011 nach ersten Schätzungen um 3,1 Prozent zu, ist aber vom Referenzwert der EZB von 4,5 Prozent noch weit entfernt.
- Der Euro-Außenwert ist unter dem Eindruck der Staatsfinanzkrise im Euroraum auf zuletzt 1,3524 US-Dollar gefallen (Stand: 18. November 2011).

Konjunkturelle Lage und ihre Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

USA

Im Zuge der Staatsfinanzkrise im Euroraum und der Abkühlung der globalen Konjunktur deuten die Frühindikatoren besonders in Europa auf einen kalten Winter hin. Bisher aber verlief die zweite Jahreshälfte besser als von vielen erwartet. So wuchs in den USA das Bruttoinlandsprodukt nach ersten Berechnungen im dritten Quartal um annualisierte 2,5 Prozent im Vergleich zum Vorquartal. Der Wert der Vorperiode betrug dagegen noch 1,3 Prozent. Impulse für den deutlichen Anstieg kamen insbesondere vom privaten Verbrauch, den Ausrüstungsinvestitionen und dem Außenhandel. Bremsend wirkte hingegen der Rückgang bei Lagerinvestitionen.

Dass die Konsumlaune der Amerikaner gestiegen ist, zeigen die Einzeldaten. So sind die Konsumausgaben im September nominal um 0,6 Prozent gegenüber dem Vormonat gestiegen. Die Sparquote verringerte sich von 4,1 auf 3,6 Prozent. Darüber hinaus nahm das Verbrauchervertrauen laut University of Michigan im Oktober erneut zu. Der entsprechende Index stieg von 59,4 auf 60,9 Punkte. Nach einer ersten Schnellschätzung ist er zudem im November erneut gestiegen und liegt nun bei 64,2 Punkten. Sowohl die Erwartungs- als auch die Lagekomponente trugen zum Anstieg bei. Von diesem besseren Konsumklima profitiert der Einzelhandel. Dessen Umsätze legten im Oktober um 0,5 Prozent gegenüber dem Vormonat zu. Ohne Autoverkäufe betrug der Zuwachs sogar 0,6 Prozent. Der Ausblick auf das konsumreiche vierte Quartal ist deshalb äußerst positiv.

Bremsend für die Entwicklungen im Einzelhandel und privaten Verbrauch wirkt weiterhin die hohe Arbeitslosigkeit. Die Arbeitslosenquote ging zwar im Oktober um 0,1 Prozentpunkte zurück, lag aber immer noch bei 9 Prozent. Grund für den leichten Rückgang war die Zahl der neugeschaffenen Stellen, die sich um 80.000 erhöhte. Die Löhne legten hingegen nur um 0,2 Prozent zu und erhöhten sich im Vergleich zum Vorjahresmonat um lediglich 1,8 Prozent. Die Arbeitsmarkt- und Beschäftigungsentwicklung ist weiterhin zu schwach.

Deutlich positivere Signale kommen von der US-amerikanischen Industrie. Deren Ausstoß wuchs im Oktober um 0,7 Prozent gegenüber dem Vormonat und um 4,2 Prozent gegenüber dem Vorjahresmonat. Zudem stiegen die Auftragseingänge der Industrie im September um 1,7 Prozent ohne den Transportsektor. Mit den Fahrzeugherstellern sanken die Auftragseingänge um 0,8 Prozent. Die regionalen Indizes für den Industriesektor legten ebenfalls kräftig zu. Der Index der Federal Reserve von Philadelphia stieg von -17,5 auf 8,7 Punkte, während der Empire State Index für die Region New York von -8,5 auf 0,6 Punkte zulegen.

Die Nachfrage aus dem Ausland stieg zuletzt ebenso an. Das Handelsbilanzdefizit sank aufgrund wachsender Exporte und stagnierender Importe um 1,8 Mrd. US-Dollar auf nun 43,1 Mrd. US-Dollar.

Die Verbraucherpreise sind im Oktober um 0,1 Prozent gegenüber dem Vormonat gesunken, bedingt durch niedrigere Energiepreise. Die Inflationsrate gab damit von zuletzt 3,9 auf 3,5 Prozent nach. Da aber andere Komponenten einen leichten Anstieg verzeichneten, erhöhte sich die Kerninflationsrate von 2,0 auf 2,1 Prozent.

Euroland

Ähnlich wie in den USA konnte in Deutschland die Wirtschaft im dritten Quartal noch einmal zulegen. Der Zuwachs betrug nach ersten Schätzungen 0,5 Prozent im Vergleich zum Vormonat. Die Wachstumsrate des zweiten Quartals wurde zudem von 0,1 auf 0,3 Prozent nach oben korrigiert. Wachstumstreiber in Deutschland war im dritten Quartal insbesondere die Inlandsnachfrage, darunter private Konsumausgaben und Ausrüstungsinvestitionen. Exporte konnten nur noch wenig zum Konjunkturanstieg beitragen, da Importe und Exporte gleich stark zulegten. Mit einem starken Wirtschaftswachstum in Deutschland und einem ebenso deutlichen Anstieg in Frankreich (+0,4 Prozent) konnte die Wirtschaft des Euroraums im Oktober um 0,2 Prozent gegenüber dem Vorquartal zulegen.

Grund für die höheren privaten Ausgaben in Deutschland dürfte unter anderem die gute Lage am Arbeitsmarkt sein. So erhöhte sich die Zahl der Erwerbstätigen im dritten Quartal auf 41,2 Millionen, 495.000 mehr Erwerbstätige als noch im Vorjahresquartal. Die Zahl der offenen Stellen stieg im Oktober um 7.000 und lag damit bei 500.000. Damit ist die Nachfrage anhaltend hoch. Insgesamt fiel die Arbeitslosenzahl um 59.000 auf 2,737 Millionen. Saison- und kalenderbereinigt stieg sie jedoch um 10.000. Damit lag die Arbeitslosenquote zuletzt bei 6,5 Prozent, saison- und kalenderbereinigt aber bei 7 Prozent.

Die deutsche Industrie bekommt mittlerweile die Abkühlung der Weltkonjunktur zu spüren. Die Industrieproduktion fiel im September um 2,7 Prozent gegenüber dem Vormonat. Grund für diesen deutlichen Rückgang waren auch saisonbedingte Faktoren wie längere Schulferien in Bayern, Baden-Württemberg und Nordrhein-Westfalen. Eine leichte Korrektur im Oktober ist wahrscheinlich. Dennoch deuten die Auftragseingänge daraufhin, dass eine generelle Abschwächung der Industrieproduktion zu erwarten ist. Sie brachen im September mit 4,3 Prozent gegenüber dem Vormonat deutlich ein. Dies war der dritte Rückgang in Folge, so dass hier nicht mehr von kurzfristigen Effekten gesprochen werden kann.

Die Indizes für Wirtschaftsvertrauen und -erwartungen bestätigen dies. So gab der ifo-Geschäftsklimaindex zuletzt leicht nach, bestimmt durch eine Stimmungseintrübung bei der Lageeinschätzung und den Erwartungen. Das Industrievertrauen im Euroraum, bestimmt durch die Staatsfinanzkrise in einigen Mitgliedsländern, fiel von -5,9 auf -6,6 Punkte. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe in der Eurozone fiel von 48,5 auf 47,3 Punkte, für Deutschland gab der entsprechende Index von 50,3 auf 48,9 Punkte nach. Der Stimmung Indikator für das deutsche Dienstleistungsgewerbe stieg auf 52,1 Punkte, wobei das Pendant für den Euroraum von 48,8 auf 47,2 fiel. Darüber hinaus senkten die vom ZEW befragten Analysten ihre Konjunkturerwartungen, so dass der entsprechende Index für November 2011 von -48,3 auf -55,2 Punkte nachgab.

Die Preisdynamik in Deutschland verlangsamt sich etwas, im Euroraum hält sie an. In Deutschland änderte sich das Preisniveau im Oktober gegenüber dem Vormonat nicht, so dass die Inflationsrate von 2,6 auf 2,5 Prozent sinken konnte. Maßgeblich war ein Einmaleffekt durch die Abschaffung der Studiengebühren in Nordrhein-Westfalen. Die Großhandelspreise haben aber deutlich nachgegeben. Im Euroraum stagnierte die jährliche Inflationsrate im Oktober bei 3 Prozent, die Preise legten aber von September auf Oktober um 0,3 Prozent zu. Damit bleibt der Preisdruck vor allem im Euroraum groß.

	August 2011	September 2011	Oktober 2011
Verbraucherpreise	+ 2,4	+ 2,6	+ 2,5
Großhandelspreise	+ 6,5	+ 5,7	+ 5,0

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

Fundamentalanalyse der Zinsentwicklung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken, VÖB

Annahmen für die Prognose

Ausgehend vom Tageswert vom 15. November 2011 (1,86 Prozent) erwarten wir für die kommenden zwei Monate entsprechend unserer Fundamentalanalyse bei zehnjährigen Bundesanleihen kaum Bewegungen der Rendite außerhalb des Korridors von +/- 10 Basispunkten. Dafür ist eine Lösung der Staatsschuldenkrise und eine Beruhigung der Lage an den Märkten noch nicht in Sicht. Bis Mai 2012 rechnen wir aber mit einem leichten Zinsanstieg.

Konjunktur und Zinsniveau

Für die europäische Wirtschaft deutet sich ein strenger Konjunkturwinter an. Die Staatsschuldenkrise in einigen Eurostaaten sowie die langsamere Weltkonjunktur machen sich bemerkbar. Wachstumsraten knapp über 0 Prozent sind deshalb für die deutsche Wirtschaft im vierten Quartal 2011 und ersten Quartal 2012 wahrscheinlich. Für die Eurozone sind im selben Zeitraum durchaus leichte Rückgänge möglich. Eine Rezession halten wir aber derzeit für wenig wahrscheinlich. Die Staatsschuldenkrise bleibt aber ein großes Risiko für die Konjunktur. Deutschland dürfte sich mit einer starken Inlandsnachfrage über das nächste Halbjahr hinwegretten.

In den USA sehen die Zeichen zumindest für die Industrie und den Einzelhandel etwas besser aus. Dennoch werden die hohe Arbeitslosenquote und die nachlassende Weltkonjunktur auch das US-amerikanische Wirtschaftswachstum bremsen. Eine Rezession halten wir aber auch hier nicht für wahrscheinlich.

Die Notenbanken werden in den kommenden Wochen und Monaten versuchen, der Abkühlung der Konjunktur und der großen Unsicherheit am Kapitalmarkt Rechnung zu tragen. Die EZB wird wahrscheinlich ihren Leitzinssatz auf einer ihrer kommenden Sitzungen um weitere 25 Basispunkte senken. Zudem werden die Stützungskäufe an den Sekundärmärkten anhalten, solange der Staatsanleihemarkt im Euroraum unter Druck bleibt. Die Fed wird sich darüber hinaus die Möglichkeit für ein weiteres „Quantitative Easing-Programm“ offen halten.

An den Rentenmärkten wird sich kurzfristig wenig Entspannung zeigen. Grund dafür bleiben anhaltende Unsicherheiten über die Nachhaltigkeit der Haushaltslage Griechenlands sowie möglicher Überschwappungseffekte auf Italien. Zudem werden Staaten wie Frankreich oder Spanien, die ebenfalls durch hohe Verschuldungsquoten und wirtschaftliche Schwierigkeiten unter Druck geraten sind, weiterhin höhere Aufschläge für ihre Schuldtitel zahlen müssen. Das Vertrauen in die Eurozone wird kurz- bis mittelfristig eingetrübt bleiben. Die Wirt-

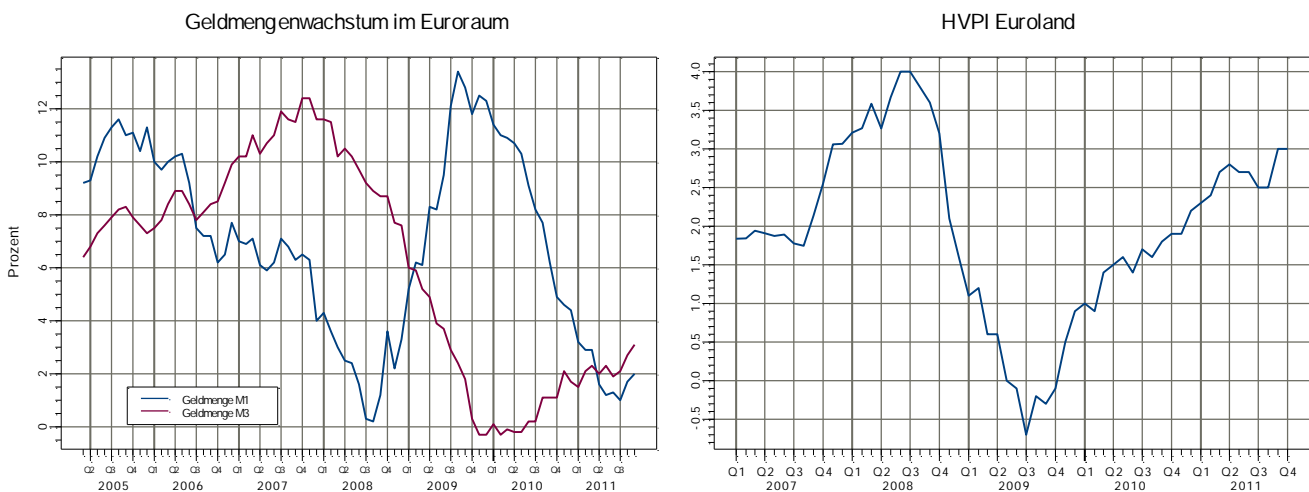
schaftsentwicklung im Euroraum wird dabei in den Hintergrund fallen, auch wenn sie natürlich zur pessimistischen Grundstimmung an den Kapitalmärkten beitragen wird.

Erwartete Wechselkursentwicklung

Unter dem Eindruck des langsameren Wachstums der Weltwirtschaft, des sinkenden Wirtschaftsvertrauens und der Auswirkungen der Staatsfinanzkrise hat der Euro gegenüber dem US-Dollar weiter an Wert verloren. Er gab von 1,3675 US-Dollar (am 19. September 2011) auf 1,3524 US-Dollar (am 18. November 2011) nach. Die Risiken im Euroraum werden eine Aufwertung kaum ermöglichen. Allein eine Zuspitzung der Schuldendebatte in den USA könnte den US-Dollar schwächen und damit dem Euro, zumindest gegenüber dem US-Dollar, Aufwind geben.

Euroland-Preisniveau und Geldmengenentwicklung

Seit knapp einem Jahr liegt nun die Inflationsrate im Euroraum über der Zielmarke der EZB von „knapp unter 2 Prozent“. Sowohl im September als auch im Oktober lag sie bei 3 Prozent. Die Preisdynamik ist anhaltend hoch. Die Opportunitätskosten für Bargeldhaltung sind wieder leicht gesunken. So stieg die Wachstumsrate der Geldmenge M1 im September auf 2 Prozent, nachdem sie im Juli noch 1 Prozent betrug. Auch das Wachstum der Geldmenge M3 beschleunigte sich weiter und lag zuletzt bei 3,1 Prozent. Da der Schwellenwert für das M3-Wachstum von 4,5 Prozent noch weit entfernt ist, dürfte für die EZB aus Geldmengensicht kein Handlungsbedarf bestehen.



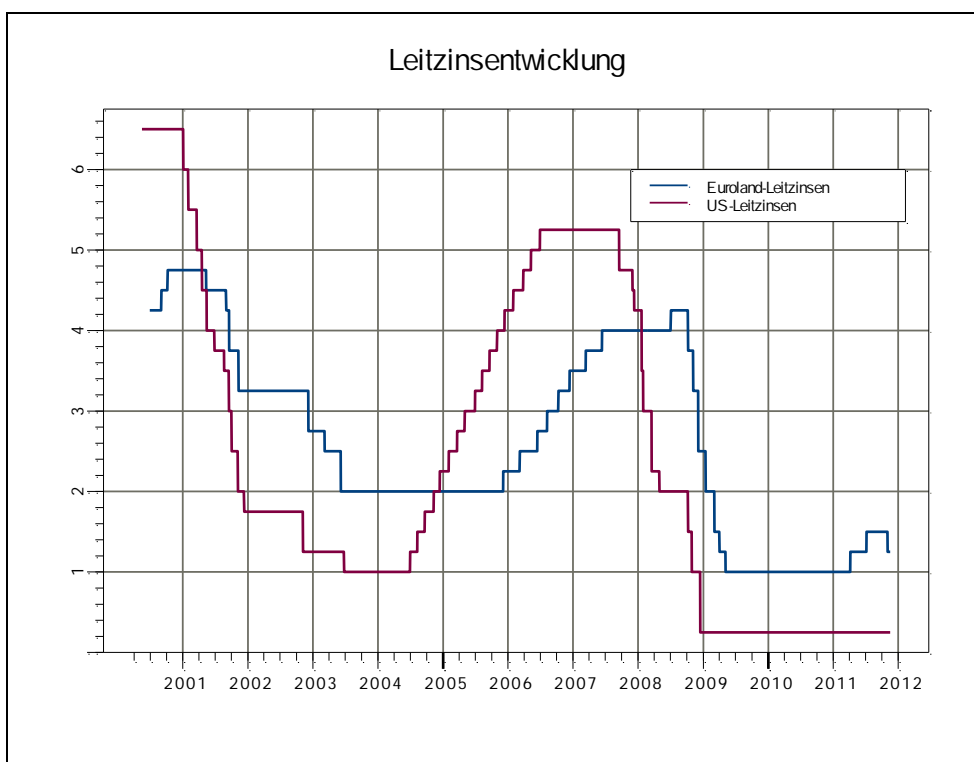
Der Gegenpart zur Geldmengenentwicklung ist die Bilanz der Finanzinstitute, hier insbesondere die Kreditvergabe. Das Wachstum der Kredite an private Haushalte betrug im August und September 2011 2,9 Prozent und lag damit 0,1 Prozentpunkte unter dem Wert vom Juli. Die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen legte im September um 1,6 Prozent zu, 0,1 Prozentpunkte mehr als im August 2011. Insgesamt entwickelt sich die Kreditvergabe an

den Privatsektor äußerst moderat, so dass Inflationsdruck von der Kreditvergabe nicht ausgehen dürfte.

Geldpolitik/Geldmarktzins in den USA und Euroland

In seiner Sitzung vom 3. November 2011 hat der Rat der EZB den Leitzins um 25 Basispunkte auf 1,25 Prozent gesenkt. Der Verbrauch im Inland und die Nachfrage aus dem Ausland lasse laut EZB deutlich nach, so dass der Druck auf Preise, Löhne und Kosten ebenso nachgeben werde. Eine Normalisierung des Preisklimas unter diesen konjunkturellen Voraussetzungen sei wahrscheinlich. Man werde die Preisdynamik aber weiterhin genau verfolgen. Ein weiterer Zinsschritt in den kommenden Monaten ist durchaus möglich.

Die Notenbank der USA wird vorläufig keine Änderung an ihrer Zinspolitik vornehmen. Sie bekräftigte, angesichts der schwierigen konjunkturellen Lage im Land, ihre Aussage, den derzeitigen Zinssatz von 0 bis 0,25 Prozent bis Mitte 2013 beizubehalten.



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.

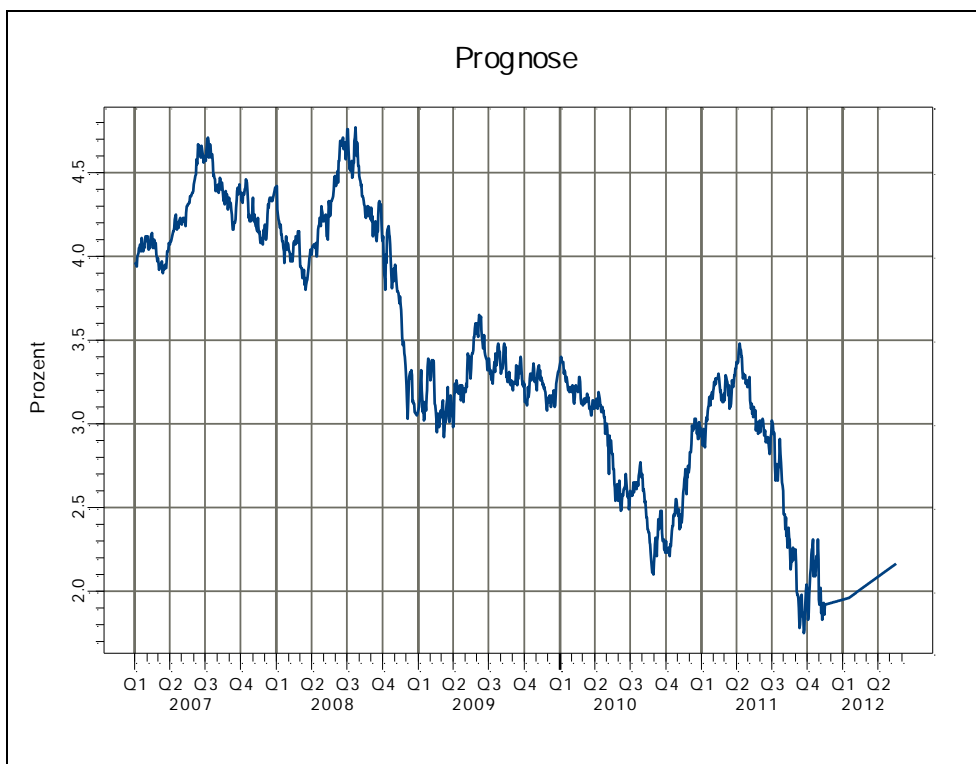
Für die tatsächliche Zielgröße werden, unabhängig vom verwendeten Modell, stets Näherungswerte berechnet. Dazu greift das VÖB-Modell u. a. auf folgende Einflussgrößen zurück:

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

Eine weitere wichtige Rolle spielt die Aktienmarktentwicklung.

Fazit

Basierend auf den fundamentalen Bestimmungsfaktoren und dem MLR-Modell der Zinsentwicklung wird auf zwei Monate in Bezug auf das Prognoseband von +/- 10 Basispunkten mit gleichbleibenden Renditen gegenüber dem Tageswert der zehnjährigen Bundesanleihe vom 15. November 2011 in Höhe von 1,86 Prozent gerechnet. Auf sechs Monate erwarten wir einen Anstieg der Rendite.



	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 (Richtwert: 1,86%)	→ 1,90 %	↑ (2,10 %)

Zinsprognose der DekaBank

Die Entwicklung an den Rentenmärkten wird von einer Vielzahl an Einflussfaktoren bestimmt, daher 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.

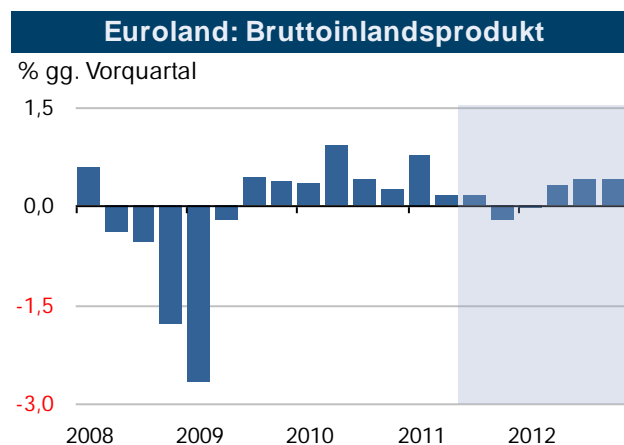
Aktueller Konjunkturrückblick

Der November bescherte gleich zu Beginn eine der turbulentesten Handelswochen des Jahres. Die Euroschuldenkrise weitet sich mehr und mehr zu einer politischen Krise in einzelnen Ländern und der Europäischen Union gesamt aus. Solche Krisen sind nicht schnell lösbar, denn es handelt sich um Neuorientierungen für die kommenden Jahrzehnte. Wir rechnen damit, dass die Eurozone im kommenden Jahr langsam Fortschritte macht – mit Griechenland.

Die Erleichterung an den Märkten, für die die Gipfelbeschlüsse vom 26. Oktober 2011 kurzfristig gesorgt hatten, ist schnell wieder verfliegen. Einerseits zeichnet sich ab, dass die beschlossene Erhöhung der Schlagkraft der Finanzmarktstabilisierungsfazilität EFSF noch keine ausgemachte Sache ist, sondern sehr stark vom guten Willen bzw. Vertrauen der potenziellen privaten und staatlichen Investoren abhängt. Andererseits hat die Ausweitung der freiwilligen Umschuldung Griechenlands ihre Haken und Ösen: Werden die Banken so sehr belastet, dass sie ihre Kreditvergabe drastisch einschränken müssen? Um die Ängste noch zu komplettieren, schüren die Griechen und Italiener die Zweifel an ihrer Reformfähigkeit bzw. überhaupt Handlungsfähigkeit. Angesichts all dieser Unwägbarkeiten sind die Prognosen der Konjunktur- und Marktentwicklung weiterhin von extremer Unsicherheit belastet.

Die Unsicherheit an den Finanzmärkten ist ohne Frage ein Wachstumshemmnis. Die Signale der Frühindikatoren deuten auf einen starken Abschwung, aber nicht auf einen Absturz der Konjunktur in Euroland hin. Dabei ist die Rezession nicht nur auf kleine Länder wie Griechenland und Portugal beschränkt. Mit Italien und Spanien werden wohl auch zwei Schwergewichte der Währungsunion im zweiten Halbjahr in eine Rezession fallen.

Doch es gibt auch Hoffnungssignale: Die Abkühlung der Weltkonjunktur hat sich verlangsamt. Der Welteinkaufsmanagerindex ist im Oktober nur noch geringfügig von 50 auf 49,9 Punkte gefallen. Damit verharrt er im Bereich der Expansionsschwelle von 50 Punkten. Zwar zeichnet sich in Westeuropa eine leichte Rezession ab, dafür gewinnen die anderen Regionen langsam wieder an Wachstumsdynamik. Weiterhin überrascht die globale Industrie mit Produktionszuwächsen, die höher sind, als es die Frühindikatoren signalisieren. Dennoch bleibt unseres Erachtens Vorsicht angeraten. Für die Weltwirtschaft erwarten wir nach einem Wachstum von 5,1 Prozent im Jahr 2010 für dieses Jahr eine Zuwachsrate von 3,7 Prozent und für das nächste Jahr von 3,6 Prozent.

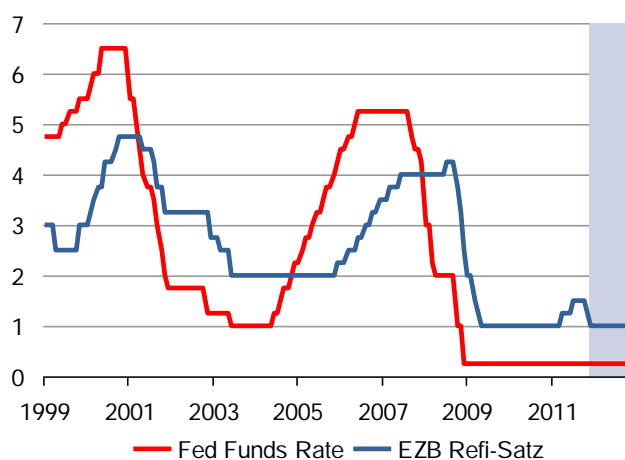


Zentralbanken (erneut) im ultra-expansiven und akkomodierenden Modus

Eine Verschlechterung der Konjunkturaussichten und damit einhergehende, mittelfristig rückläufige Inflationsraten hat die EZB unter ihrem neuen Präsidenten Mario Draghi dazu veranlasst, bereits im November erneut den Zinssenkungskurs einzuleiten. Damit verabschiedete sich die EZB nach zwei Zinserhöhungen um je 25 Bp im April und Juli von ihrem Normalisierungskurs. Zwar verharrte die Inflation in Euroland im Oktober erneut bei 3 Prozent und damit noch weit über der EZB-Zielmarke. Doch Draghi begründete die Leitzinssenkung auf 1,25 Prozent mit dem Ausblick, dass die Konjunktur Eurolands auf eine „milde Rezession“ zusteure, wodurch es einen dämpfenden Effekt auf Preise, Kosten und Löhne geben werde. Damit würden die Inflationsrisiken in der geldpolitisch relevanten mittleren Frist wieder sinken. Ansonsten blieb der neue Notenbankchef in der Kontinuität der bisherigen EZB-Standpunkte: Das Anleiheprogramm wird keine neue Funktion und damit keine neuen Ausmaße erhalten. Die außergewöhnlichen Liquiditätsmaßnahmen bleiben so lange, wie das Bankensystem sie benötigt, mindestens bis Ende nächsten Jahres. Ihren Zinssenkungskurs wird die EZB nach unserer Einschätzung schon im Dezember fortsetzen, auf dann 1 Prozent.

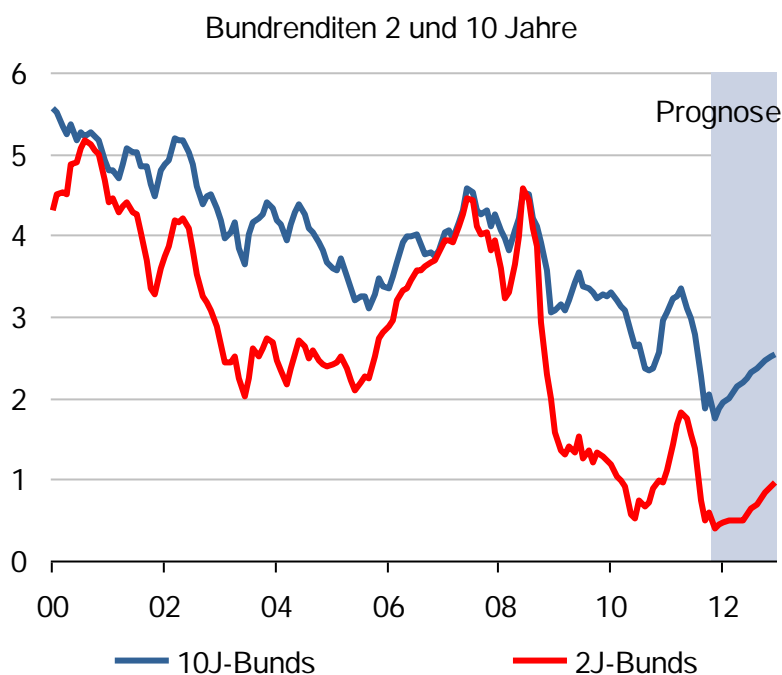
Auch in den USA zeichnet sich trotz der zuletzt hohen Inflationsraten ein schon bald nachlassender Preisaufrtrieb ab. Dies dürfte die Fed in ihrer Haltung bestätigen, die Geldpolitik bei Bedarf noch weiter zu lockern. Dennoch sehen wir bei ihr eine vorerst geringe Bereitschaft zu weiteren quantitativen Maßnahmen. So halten wir zusätzliche Staatsanleihekäufe nur dann für wahrscheinlich, wenn Deflationsgefahren wieder stärker in den Vordergrund treten. Daneben diskutieren die Notenbanker über einen erneuten Ankauf hypothekenbasierter Anleihen, da sie die Schwäche des Wohnimmobilienmarktes als ein wesentliches Hindernis für die gesamte wirtschaftliche Erholung ansehen. Aber auch hier rechnen wir für die nähere Zukunft mit keinen Maßnahmen. Stattdessen dürfte die Fed durch eine intensivere Kommunikation ihrer Ziele und Einschätzungen versuchen, für mehr Zuversicht und ein stimulierenderes finanzielles Umfeld zu sorgen.

Leitzinsen Euroland und USA



Auswirkungen auf die Rentenmärkte

Extreme Ausschläge in der Nachrichtenlage rund um die Eurolandkrise wirken sich in ebenso extremen Schwankungen in den Renditen von Staatsanleihen aus. Hier setzt sich das bisherige Muster fort, nach dem Bundesanleihen umso stärker nachgefragt werden, je unsicherer sich die Lage gestaltet. Anleihen von Peripheriestaaten weisen spiegelbildlich dazu jeweils anspringende Risikoaufschläge aus. Besonders bedenklich ist in diesem Zusammenhang, dass die Renditen von italienischen und spanischen Staatsanleihen trotz fortgesetzter Stützungskäufe durch die EZB neue Höchststände seit Einführung des Euro erreicht haben. Ebenfalls einen kräftigen Anstieg verzeichneten die Renditen von französischen Staatsanleihen und markierten damit einen neuen Höchststand im Risikoaufschlag gegenüber Bundesanleihen. Da sich sowohl der Konsolidierungsprozess in den Krisenländern als auch die Ausgestaltung des Euro-Rettungsschirms als äußerst kompliziert und langwierig erweisen, müssen wir für lange Zeit mit sehr volatilen und von Unsicherheit geprägten Kapitalmärkten rechnen. Wir gehen davon aus, dass die EZB ihre Leitzinsen noch für geraume Zeit sehr niedrig halten wird.



Fazit

Die Regierungskrisen in Athen und Rom haben erneute Unsicherheit über die Implementierung bereits vereinbarter Konsolidierungsmaßnahmen und Strukturreformen hervorgerufen und damit zu einer nochmaligen Verschärfung der Finanzkrise in der Eurozone geführt. Zwar haben sich in beiden Ländern mittlerweile Übergangsregierungen gebildet, was die Finanzmärkte ein Stückweit beruhigt hat. Es bleibt jedoch der Eindruck, dass die Eurozone nicht darauf eingerichtet ist, mit einem politischen Machtvakuum in einzelnen Mitgliedsländern umzugehen. Unterdessen macht die Hebelung der EFSF-Ressourcen allenfalls sehr langsame Fort-

schritte. Insgesamt zeigen die Ereignisse der letzten Wochen, dass die Handlungsfähigkeit der europäischen Politik bei der Bewältigung der Finanzkrise nach wie vor sehr eingeschränkt ist. Dies alles findet vor dem Hintergrund eines sich eintrübenden konjunkturellen Umfelds und wieder sinkender Leitzinsen in der Eurozone statt. Wir rechnen daher mit anhaltend niedrigen Renditen von Bundesanleihen.

Auf Sicht der nächsten sechs Monate dürfte sich die Bundkurve mit klareren Perspektiven für die Krisenländer Eurolands und damit nachlassender Unsicherheit vom langen Ende her leicht versteilern.

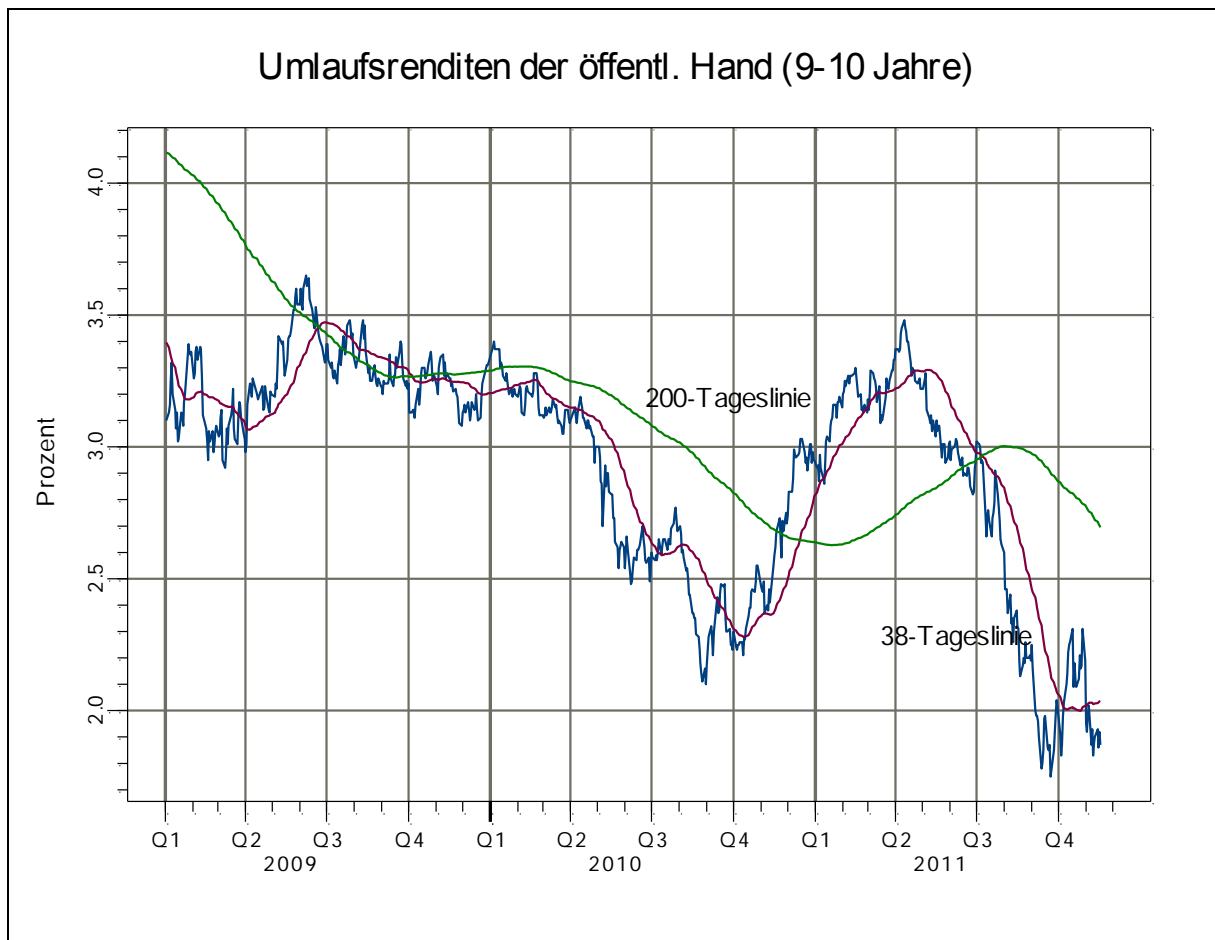
Zusammenfassung:

Zinsentwicklung	Aktuell	3 Monate	6 Monate	12 Monate
EZB-Leitzins	1,25 %	↑ (1,00 %)	↑ (1,00 %)	↑ (1,00 %)
Zweijährige Bundesanleihen	0,40 %	↑ (0,50 %)	↑ (0,50 %)	↑ (0,90 %)
Zehnjährige Bundesanleihen	1,90 %	↑ (2,00 %)	↑ (2,20 %)	↑ (2,50 %)

Technische Analyse der Zinsentwicklung

Methode der gleitenden Durchschnitte

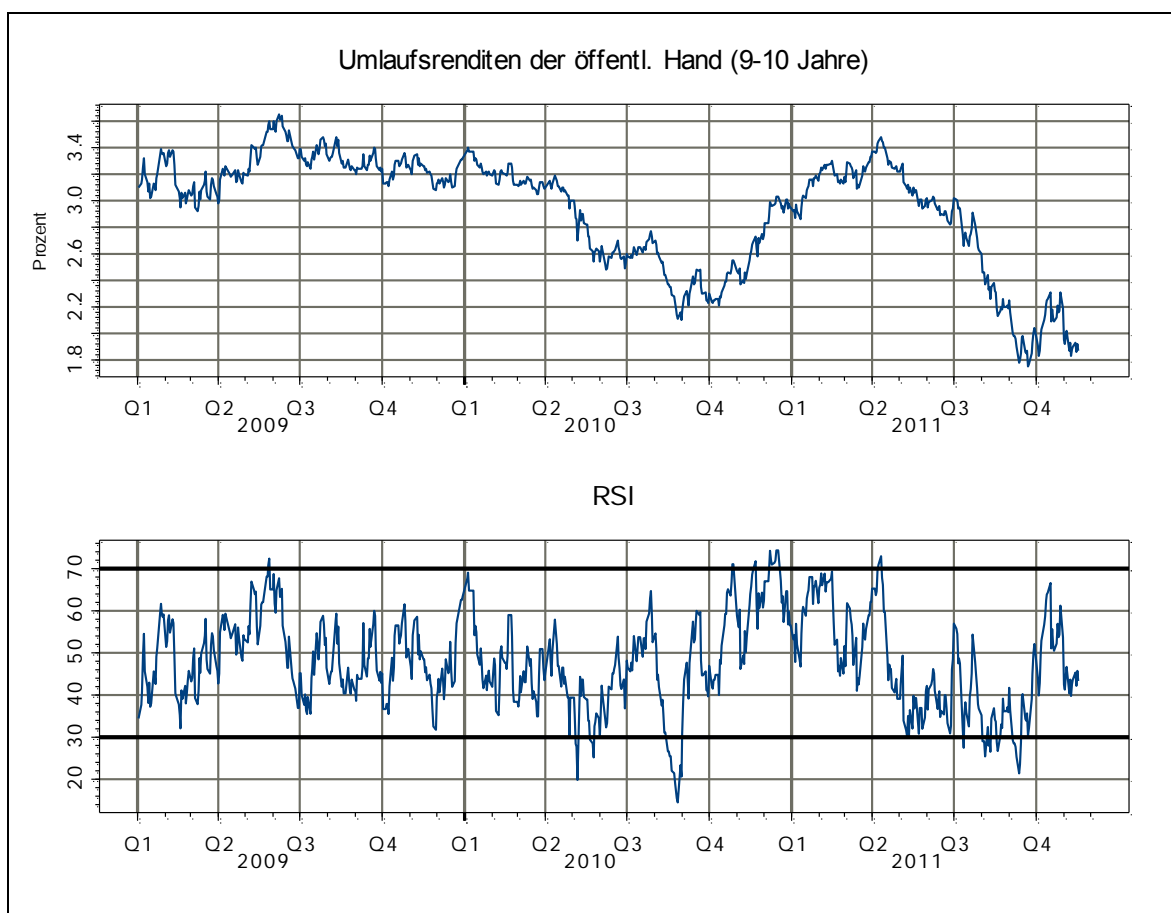
Die Kurve der gleitenden Durchschnitte auf Basis von 38 Tagen wurde zuletzt von oben durchstoßen. Es liegt ein schwaches Signal für fallende Zinsen vor.



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 auf den folgenden Seiten

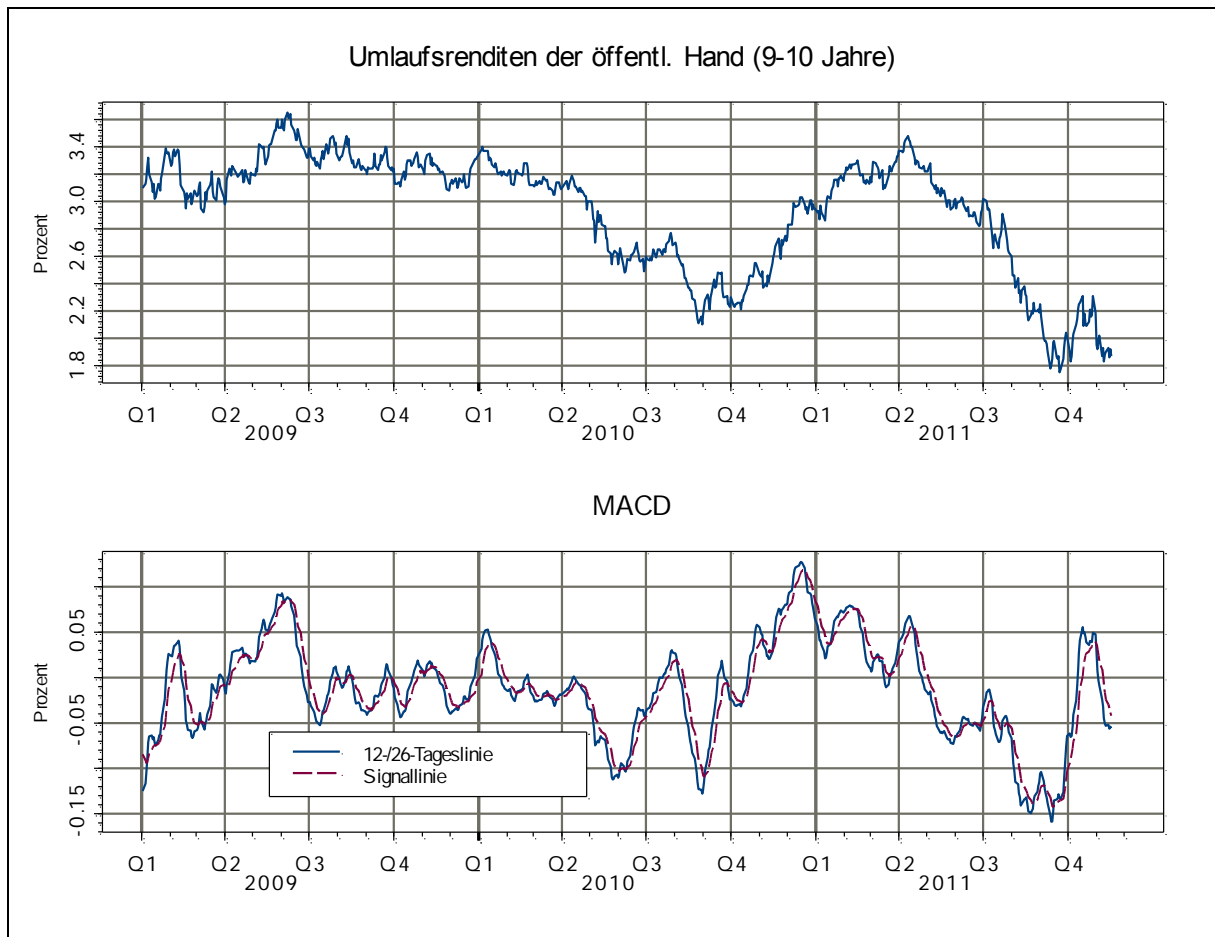
Der RSI-Wert liegt im neutralen Bereich zwischen 30 und 70. Es wird kein Signal generiert.

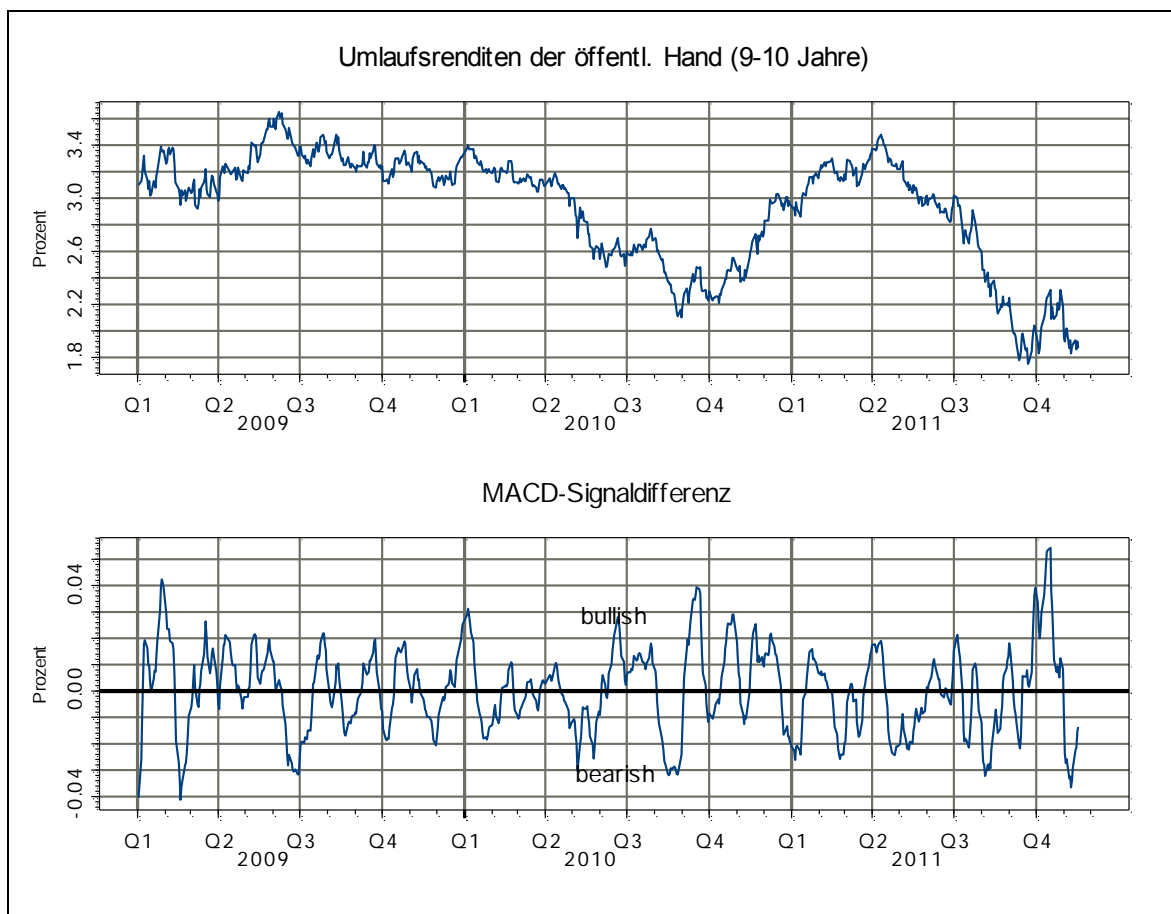


Moving Average Convergence-Divergence (MACD)

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

Am aktuellen Rand hat die Tageslinie die Signallinie letztmalig von oben durchbrochen. Somit liegt ein Signal für fallende Zinsen vor.





Fazit der technischen Analyse

Die Analyseinstrumente Moving Average und MACD signalisieren eine Tendenz hin zu fallenden Renditen. Der RSI bewegt sich im neutralen Bereich. Es wird für den Prognosehorizont von zwei Monaten von tendenziell fallenden Zinsen ausgegangen.

Tendenz der Zinsentwicklung	zwei Monate	sechs Monate
Prognose auf Basis der Technischen Analyse	↓	—

Methodische Erläuterungen

Grundsätzliche Annahmen der Technischen Analyse

Unter der Technischen Analyse versteht man das Studium von Marktbewegungen (Kurs, Umsatz sowie Open Interest bei Futures und Optionen) auf der Basis von Charts, um künftige Kurstrends vorherzusagen. Der technische Ansatz basiert auf den folgenden Grundannahmen (vgl. John Murphy, 2006):

1. Die Marktbewegung diskontiert alles.
2. Kurse bewegen sich in Trends.
3. Die Geschichte wiederholt sich selbst.

Daraus folgt, dass neben den zu untersuchenden Kursbewegungen keine weiteren Einflüsse in Betracht gezogen werden müssen! Die Technische Analyse konzentriert sich auf das Studium von Marktbewegungen und fragt nicht nach den ökonomischen Gründen für das Verhältnis von Angebot und Nachfrage. Dies verhilft ihr zu Objektivität und macht sie von Meinungen und Vermutungen weitgehend unabhängig.

Methode der gleitenden Durchschnitte (Moving Averages)

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

Ein gleitender Durchschnitt wird durch die Bildung des arithmetischen Mittels aus einer bestimmten Anzahl von Werten einer Zeitreihe bestimmt. Die Breite des Berechnungszeitraumes des arithmetischen Mittels (der Ordnung des gleitenden Durchschnitts) ist von hoher Bedeutung für die Analyse von Zeitreihen. Meist werden gleitende Durchschnitte über 38 sowie 200 Tagen berechnet.

Der so berechnete gleitende Durchschnitt repräsentiert einen Trend, aus dessen Verhalten Rückschlüsse auf die zukünftige Entwicklung eines Kurses gezogen werden. Je größer die Ordnung des signalgebenden gleitenden Durchschnitts (z. B. 38 Tage oder 200 Tage) ist, desto zuverlässiger ist in der Regel das angezeigte Signal. Allerdings sinkt mit zunehmender Ordnung auch die Erkennungsgeschwindigkeit, da Entwicklungen am aktuellen Rand stärker nivelliert werden.

Relative Stärke Index (RSI)

Der RSI misst die "innere" Stärke eines Titels. Er dient der Erkennung unter- bzw. überverkaufter 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 auf 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) basiert auf insgesamt drei exponentiell geglätteten gleitenden Durchschnitten, die zur Konstruktion zweier Linien benutzt werden. Die Werte der ersten Linie werden über die Differenz zwischen einem auf 12- und auf einem 26-Tage exponentiell geglätteten gleitenden Durchschnitt errechnet. Die zweite Linie, die man als Signallinie bezeichnet, erhält man als 9-Tage exponentiell geglätteter gleitender Durchschnitt der Linie 1.

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

Der MACD liefert in Märkten mit einem starken Aufwärts- oder Abwärtstrend sehr gute Signale. In Seitwärtsphasen erhält man jedoch leicht Fehlsignale. Eine Möglichkeit, Fehleinschätzungen zu vermeiden, ist die Nutzung des sog. MACD-Histogramms. Es stellt nur die Differenz zwischen den Werten beider o. g. Linien dar und bewegt sich daher um eine Null-Linie. Ein Abflachen unter 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.

Autor: Prof. Dr. Tilo Wendler

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 –
- Aktuelle Übersicht: Neuregulierungen im Bankensektor
- Auswirkungen der Bevölkerungsentwicklung auf Banken und Volkswirtschaft
- Bankgeschäfte mit Kommunen in Europa I – Kommunalfinanzierung in den "alten" EU-Staaten
- Basel II – Informationen für Unternehmen (CD-ROM)
- Beherbergungsgewerbe in Deutschland – Leitfaden für Immobiliensachverständige –
- Betrugsbekämpfung – Leitfaden zur Erstellung der Gefährdungsanalyse zur Verhinderung betrügerischer Handlungen zu Lasten des Instituts nach § 25c KWG –
- BoniKomm – Kommunen auf einen Klick – Finanzdaten und Kennzahlen
- Demografieatlas Deutschland – Auswirkungen des demografischen Wandels auf Wirtschaft, Finanzen und Immobilienmarkt
- Demographie ist Gegenwart – Förderbanken in der Verantwortung
- Der europäische Pass für Wertpapierprospekte und seine Anforderungen
- Der Ombudsmann der Öffentlichen Banken – Tätigkeitsbericht
- Einführung von Flugzeugpfandbriefen
- Einlagensicherung
- EU-Finanzsanktionen
- Finanzkolloquium IAS 32 – Weiterentwicklung von IAS 32 zwingend erforderlich
- Finanzmarktrichtlinie-Umsetzungsgesetz
- Fördern und Finanzen
- Förderstatistik 1997 - 2007: Wirtschafts-, Wohnungsbau- und Agrarförderung
- Gesetz zur Modernisierung des Finanzrechts
- 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 2011
- 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 2010
- 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)
- Umstellung der Rechnungslegung auf IAS/IFRS (2004)
- VÖB-ImmobilienAnalyse – Instrument zur Beurteilung des Chance-Risikoprofils von Immobilien
- VÖB-Strukturpapier – Struktur der Förderbanken auf Bundes- und Länderebene
- Wertpapiererwerbs- und Übernahmegesetz

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

Redaktion:
Manuel Pauser

Stand: 21. 11. 2011

Herstellung:
DCM · Druck Center Meckenheim



www.voeb.de