

VÖB-Zinsprognose-Spektrum

Februar 2018

100 Jahre
Bundesverband
Öffentlicher Banken
Deutschlands

www.voeb.de

Vorwort

Das Zinsprognose-Spektrum des Bundesverbandes Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB, umfasst verschiedene Prognoseansätze, die eine breit fundierte Einschätzung der zukünftigen Zinsentwicklung ermöglichen. Prognostiziert wird die Entwicklung der Rendite öffentlicher Anleihen für einen Zeitraum von zwei und sechs Monaten (Monatsdurchschnittswerte).

Die Grundlage der fundamentalen Analyse des VÖB bildet ein System von Frühindikatoren, das die Tendenz der Haupteinflussfaktoren des Rentenmarktes abschätzt. Die Zinsprognosen der BayernLB, DekaBank, HSH Nordbank, Helaba, LBBW sowie NORD/LB verwenden Elemente verschiedener Theorien und sind breit aufgestellt. Sie erscheinen alternierend in dieser Publikation. Die zusammengefassten Ergebnisse sowie eine Kontrolle der Prognosen sind dem Bericht vorangestellt. Die technische Analyse wird durchgehend von der BayernLB zur Verfügung gestellt. Wir danken den teilnehmenden Instituten für ihre Unterstützung.

Sie finden im nachfolgenden Text Tabellen der ökonomischen Indikatoren, die Ihnen eine einfachere Übersicht über die wesentlichen Kennzahlen ermöglichen. Die Erläuterung der ökonomischen Entwicklung ist auf aktuell im Fokus stehende Indikatoren beschränkt und wird durch die Geschehnisse am Markt abstrahiert.

Wir wünschen viel Spaß beim Lesen.

Berlin, im Februar 2018

Dominik Lamminger
Mitglied der Geschäftsleitung
Leiter Leitungsstab
Strategie & Kommunikation

Dr. Kai Wohlfarth
Volkswirt

VORWORT 1

 Entwicklungen seit der Veröffentlichung des letzten Berichtes 4

 Geldpolitik und konjunkturelle Lage 6

**FUNDAMENTALANALYSE DER ZINSENTWICKLUNG DES
BUNDESVERBANDES ÖFFENTLICHER BANKEN, VÖB11**

 Annahmen für die Prognose11

 Fazit13

ZINSPROGNOSE DER DEKABANK.....14

CHARTTECHNIK DER BAYERISCHEN LANDESBANK16

 Die 2-jährige Bundrendite kämpft mit wichtigem Widerstand16

 Technische Analyse des Bundmarktes.....17

WEITERE PUBLIKATIONEN DES VÖB19

Prognoseüberblick und Rückschau

Prognoseüberblick	zwei Monate	sechs Monate
VÖB-Fundamentalanalyse	→	↑
DekaBank	→	↑

Ausgangswert:

10-jährige Bundesanleihen*, per 29. Januar 2018: 0,68 Prozent

PROGNOSEKONTROLLE der vorangegangenen Berichte:

(VÖB-Kapitalmarktbericht von Juli/August 2017 und Dezember 2017)

Rückschau	zwei Monate	sechs Monate
VÖB-Fundamentalanalyse	f	f
Landesbank Baden-Württemberg	√	-
Landesbank Hessen-Thüringen (Helaba)	-	√

Renditerückblick 10-jährige Bundesanleihen*:

- zwei Monate Rückblick, Schlusskurs per 4. Dezember 2017: 0,34 Prozent
- sechs Monate Rückblick, Schlusskurs per 25. Juli 2017: 0,56 Prozent

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
- = rotationsbedingt keine Prognose

* Quelle: Bloomberg: Renditen für Bundesanleihen mit einer Restlaufzeit von 10 Jahren

Entwicklungen seit der Veröffentlichung des letzten Berichtes

In den letzten beiden Monaten war abermals die Politik der Notenbanken der treibende Faktor an den Kapitalmärkten. Die amerikanische Notenbank setzte im Dezember ihre Politik der steigenden Zinsen fort und erhöhte abermals den Leitzins auf nunmehr 1,25 – 1,50 %. Während die Ratssitzung der EZB im Dezember keine Überraschungen aufzeigte, positionierten sich einige Ratsmitglieder in den Wochen danach mit eher hawkish – also für eine straffere Geldpolitik. Auch das im Januar veröffentlichte Protokoll der EZB-Dezember-Sitzung ließ am Markt die Erwartungen keimen, dass die EZB bereits früh im Jahr 2018 die geldpolitische Ausrichtung neu justieren könnte. Zwar enttäuschte diesbezüglich die Sitzung im Januar, dennoch sind Bundesanleihen unter Druck geraten und die Renditen 10-jähriger Bunds bis auf fast 0,7 % gestiegen. Die Forderungen nach einem schnellen Ende der Ankäufe und einem möglichen ersten Zinsschritt Anfang 2019 aus den Reihen der europäischen Notenbanken sorgten für die steigenden Renditen. Alle Bestrebungen von EZB-Präsident Draghi, die Glaubwürdigkeit der aktuellen Forward Guidance aufrechtzuerhalten, waren von wenig Erfolg gekrönt. Auch die Aussage bei seiner Pressekonferenz, dass die Zinsen nicht mehr in diesem Jahr angehoben werden und auch nach einem Ende der Anleihekäufe noch lange auf dem gegenwärtig niedrigen Niveau bleiben, konnten den Trend steigender Renditen lediglich bremsen.

Gleichzeitig setzt sich der Höhenflug des Euro gegenüber dem US-Dollar (USD) fort. Während der Euro noch vor einem Jahr nahe der Parität (1,05 USD) notierte, war er im Dezember 2017 bereits 1,17 und zuletzt 1,25 USD wert. Allerdings handelt es sich bei einer vermeintlichen Euro-Stärke vielmehr um eine Schwäche des USD. Als Hauptursache lässt sich das Ziel der US-Administration heranziehen, den USD schwach zu reden, um den heimischen Export zu fördern. Entsprechende Aussagen des US-Finanzministers Steven Mnuchin, dass ein schwacher USD gut für die USA seien, löste Ängste über einen neuen Handels- und Währungskrieg aus. Die Reaktionen am Devisenmarkt waren derart deutlich, dass Donald Trump kurze Zeit später ein halbherziges Bekenntnis für einen starken USD abgab.

Indes markierten die Aktienmärkte erneut Rekorde. Während der Dow Jones bei über 26.600 Punkten ein neues Allzeithoch sehr geradlinig erklomm, absolvierte der DAX eine volatile Phase. Seit Anfang Dezember 2017 wurde die Marke von 13.000 Punkten mehrfach verteidigt, zu Jahresbeginn 2018 dann aber mit einem Tiefststand von rund 12.800 Punkte deutlich unterschritten. Am 23. Januar notierte der deutsche Leitindex bereits wieder 800 Punkte höher bei circa 13.600 Punkte. Auch wenn die europäische und die deutsche Wirtschaft weiterhin ordentlich wächst, nehmen die geopolitischen Risiken zu. Die Verschärfung der protektionistischen Tendenzen werden weiter auf dem europäischen Leitindex lasten. Indes profitieren amerikanische Unternehmen von der Steuerreform, den ersten Strafzöllen der US-Administration und dem schwachen US-Dollar. Alles mittelfristige Argumente für US-Aktien.

Der Preis für Rohöl der europäischen Sorte Brent ist im Januar auf über 70 US-Dollar gestiegen. Wir vertreten weiterhin die Meinung, dass die Preissteigerungen zu einem großen Teil auf spekulative Überlegungen zurückzuführen sind. Die Ausweitung der US-Produktion ist in vollem Gange und wird mit jedem USD mehr pro Barrel attraktiver. Dennoch schließen wir nicht aus, dass aufgrund der erhöhten Nachfrage im Zuge des Konjunkturzyklus die Ausweitung nicht schnell genug vonstatten geht, der Ölpreis sich somit temporär auf diesem Niveau halten könnte. Der Ölpreis sollte jedoch nicht nachhaltig auf dem aktuellen Niveau notieren und wieder sinken.

Die wesentlichen Entwicklungen in Kürze:

- protektionistische Tendenzen nehmen zu
- US-Steuerreform sollte Wachstumsschub erzeugen
- Fed forciert restriktivere Geldpolitik
- weiterhin positive Wachstumsaussichten auch für Europa

Geldpolitik und konjunkturelle Lage

Die Konjunktur in den USA entwickelt sich weiterhin dynamisch, im vierten Quartal 2017 wuchs die US-Wirtschaft um 2,6 % zum Vorquartal. Im Gesamtjahr erhöhte sich das Bruttoinlandsprodukt um 2,3 %. Insbesondere der Konsum aber auch die Investitionen waren die starken Stützen des Wachstums. Vor dem Hintergrund der US-Steuerreform erwarten wir auch in 2018 eine weiter dynamisch wachsende US-Wirtschaft. Dies sollte den geldpolitischen Kurs der Fed stützen und zu mindestens 3 Zinsschritten in 2018 führen. Sowohl die Stundenlöhne als auch die Inflation – vorrangig die Kernrate – ziehen langsam an und sollten die Notenbank zum Handeln zwingen. Auch in Europa – und zwar selbst durch die EZB – wird die wirtschaftliche Entwicklung für den Euroraum deutlich positiver bewertet, allerdings wertet sie den starken Euro sowie das Nichterreichen des Inflationszieles von nahe bei 2 Prozent als Risiko für die Dynamik der wirtschaftlichen Entwicklung.

USA

Die US-Wirtschaft wächst bei anhaltend niedriger Arbeitslosenquote (rund 4 %). Auch die Löhne entwickeln sich dynamisch. Entsprechend steigt die Inflationsrate kontinuierlich weiter und sollte nun nachhaltig die 2-Prozent-Marke übersteigen. Auch die Kernrate nähert sich zunehmend diesem Wert. Die Auslastung der US-Wirtschaft – als Indikator für die künftige Geldpolitik – lässt sich an der Arbeitslosenquote, der Partizipationsrate und der Lohndynamik messen. Diese Indikatoren deuten auf Vollbeschäftigung und weiter anziehende Löhne hin. Die Arbeitsmarktsituation ist somit der wichtigste Gradmesser für die Fed für den weiteren Zinserhöhungspfad und deutet auf mindestens einen weiteren Zinsschritt in diesem Jahr hin. Ebenfalls deutlich expansiv sind die Einkaufsmanagerindizes. Im Gesamtjahr 2017 wuchs die US-Wirtschaft um 2,3 %, nach 1,5 % in 2016, für 2018 sollte dieser Wert deutlich höher in Richtung 3 % liegen.

Frühindikatoren	Dez 2017	Nov 2017	Okt 2017
Einkaufsmanagerindizes ISM			
<i>Verarbeitendes Gewerbe</i>	59,3	58,2	58,5
<i>Dienstleistungsgewerbe</i>	56,0	57,3	59,8
Auftragseingänge langlebiger Güter*		1,3 %	0,4 %
Verbrauchervertrauen Uni Michigan	95,9	98,5	100,7
Conference Board	122,1	128,6	126,2

* im Monatsvergleich

Die Frühindikatoren in den USA zeigen seit geraumer Zeit weiteres Wachstum an. Der Einkaufsmanagerindex für das verarbeitende Gewerbe verharrt seit mehreren Monaten auf einem Wert von deutlich über 50 Punkten und suggeriert somit, dass dieser Wirtschaftssektor weiter expandieren wird. Weiterhin auf hohem Niveau ist das Verbrauchervertrauen der Uni Michigan ebenso wie der Index des Conference Board – beide zeigen fortlaufend eine gute Stimmung der Verbraucher an – die sich für Januar nach Abschluss der US-Steuerreform noch weiter verbessern sollten. Die Stimmung ist von großer Bedeutung für den heimischen Konsum, der

wiederum eine wichtige Stütze für die US-Konjunktur darstellt. Sehr spannend sollten sich die kommenden Daten der Einkaufsmanagerindizes darstellen, in denen die Unternehmer die anstehende Steuerreform antizipiert haben sollten.

Gegenwartsindikatoren	Dez 2017	Nov 2017	Okt 2017
Einzelhandelsumsätze*	0,4 %	0,9 %	0,7 %
Industrieproduktion*	0,9 %	-0,1 %	1,8 %
Kapazitätsauslastung	77,9 %	77,2 %	77,4 %
Veränderung der Lagerbestände	0,4 %	0 %	0 %
	Q4 2017	Q3 2017	Q2 2017
Bruttoinlandsprodukt**	2,6 %	3,2 %	3,1 %

* im Monatsvergleich, ** im Quartalsvergleich

Die Industrieproduktion ist im Dezember aufgrund des eisigen Winters in vielen Teilen der USA deutlich gestiegen. Insbesondere die Energieproduktion wurde aufgrund der hohen Nachfrage nach Strom für die vorwiegend elektrischen Heizungen deutlich ausgeweitet. Umgekehrt war die Industrieproduktion aufgrund des Wetters sicherlich teilweise eingeschränkt, was die Produktion im begrenzten Umfang einschränkte. Je nach Witterungsbedingungen im Januar könnte sich der hohe Zuwachs der Produktion wiederholen – ist aber zugleich nicht nachhaltig. Für die kommenden Monate ist nach diesem Extremwinter daher von einer volatilen Entwicklung der Industrieproduktion auszugehen.

Nachgelagerte Indikatoren	Dez 2017	Nov 2017	Okt 2017
Produzentenpreise*	2,6 %	3,1 %	2,8 %
Verbraucherpreise*	2,1 %	2,2 %	2 %
• Kernrate*	1,8 %	1,7 %	1,8 %
Arbeitslosenquote	4,1 %	4,1 %	4,1 %
Veränderung der Beschäftigung**	148.000	252.000	211.000
• Veränderung der Stundenlöhne	2,5 %	2,4 %	2,4 %
• Partizipationsrate	62,7 %	62,7 %	62,7 %

* im Jahresvergleich, ** ohne Landwirtschaftssektor

Nachdem der US-Arbeitsmarkt mit einer Arbeitslosenquote von 5 % bereits seit Oktober 2015 das von der Fed ausgegebene Ziel erreicht hatte, benötigte die zweite relevante Kenngröße der US-Geldpolitik bis zum Dezember 2016. Erst zu diesem Zeitpunkt sprang die Inflation, unterstützt von den steigenden Energiepreisen, erstmals über die Marke von 2 %. Der anhaltende Lohnauftrieb zeigt Kontinuität bei einer der wesentlichen Komponenten der Inflations-

entwicklung an, die sich über der Marke von 2 % hält, allerdings noch nicht richtig absetzen konnte.

Euroland

Die Konjunktur entwickelt sich in der Eurozone weiterhin dynamisch. Mit einem Wachstum von 0,6 % nach vorläufigen Schätzungen von Eurostat wuchs die Eurozone auch im 4. Quartal 2017. Die ultraexpansive Geldpolitik ist in der Realwirtschaft deutlich sichtbar angekommen. Der Binnenkonsum und der Export in die Schwellenländer stützen das Wachstum. Die Auswirkungen des Brexits und die protektionistische Politik der neuen US-Administration skizzieren sich immer deutlicher am Horizont, finden sich aber noch nicht in den ökonomischen Kenngrößen wieder. Beeindruckend ist die überaus positive Stimmung in der Wirtschaft. Alle relevanten Indikatoren auf aggregierter europäischer oder deutscher Ebene zeigen eine deutlich expansive Entwicklung an und verzeichnen teilweise historische Höchststände. Belastend wirkt sich aktuell die Stärke des Euro gegenüber dem US-Dollar aus. Risiken ergeben sich weiterhin – neben dem Fachkräftemangel in Deutschland und damit verbunden die Grenzen des Wachstums – durch die geopolitischen Unsicherheiten, ausgelöst durch die neue protektionistische Politik der US-Administration. Dennoch, die Aussichten für die europäische und insbesondere die deutsche Wirtschaft sind positiv.

Frühindikatoren	Jan 2018	Dez 2017	Nov 2017
Einkaufsmanagerindizes (Euroraum)			
• <i>Verarbeitendes Gewerbe</i>	59,6	60,6	60,1
• <i>Dienstleistungsgewerbe</i>	57,6	56,6	56,2
Ifo-Geschäftsklimaindex	117,6	117,2	117,6
• <i>Erwartungen</i>	108,4	109,4	111,0
ZEW-Konjunkturerwartungen	20,4	17,4	18,7
Sentix	32,9	31,1	34,0
Auftragseingänge			
• <i>Deutschland</i>		-0,4 %	0,7 %
Economic Sentiment Indikator (ESI)		115,9	114,3
GfK-Konsumklima	10,8	10,7	10,7

Dementsprechend bilden die Frühindikatoren aktuell ein Bild der Zuversicht. Die drohende neue protektionistische Weltordnung wird durch den breiten Aufschwung in Europa und der prosperierenden Weltwirtschaft überkompensiert. Auch die unsichere Regierungsbildung in Deutschland bietet trotz weiterhin schwieriger Koalitionsverhandlungen keinen Anlass zur Sorge. Insbesondere der weiterhin hohe Wert des Ifo-Geschäftsklimaindex deutet ein starkes Wachstum auch für das erste Quartal 2018 an.

Gegenwartsindikatoren	Dez 2017	Nov 2017	Okt 2017
Einzelhandelsumsätze • <i>Deutschland*</i>		1,8 %	-1,1 %
Industrieproduktion • <i>Deutschland</i>		3,4 %	-1,2 %
Bruttoinlandsprodukt • <i>Deutschland**</i>	Q3 2017 0,8 %	Q2 2017 0,6 %	Q1 2017 0,9 %

* im Monatsvergleich, ** im Quartalsvergleich

Die größte europäische Volkswirtschaft, Deutschland, konnte im Jahr 2017 stark wachsen. Der Inlandskonsum und die Investition in Ausrüstungen waren neben der guten Weltkonjunktur treibende Faktoren. Diese Entwicklung lässt sich auch für das erste Quartal 2018 fortschreiben und für das Gesamtjahr 2018 ein nochmals stärkeres Wachstum von 2,3 % erwarten. Der Exportsektor wird neben dem Binnenkonsum und den Investitionen auch im Jahr 2018 für starke Zuwachsraten sorgen.

Nachgelagerte Indikatoren	Dez 2017	Nov 2017	Okt 2017
Erzeugerpreise*		2,8 %	2,5 %
Verbraucherpreise (HVPI)* • <i>Kernrate (HVPI)*</i>	1,4 % 0,9 %	1,5 % 0,9 %	1,4 % 0,9 %
Arbeitslosenquote (EU-weit) • <i>Deutschland</i>		8,7 % 5,5 %	8,8 % 5,6 %

* im Jahresvergleich

Der Anstieg der Verbraucherpreise pendelt sich bei rund 1,5 % ein. Auch die in Deutschland leicht höhere Inflation von rund 1,7 % entspricht noch nicht der Zielmarke der EZB. Der weitere Abbau der Arbeitslosigkeit in der Euro-Peripherie und der erwartete Lohndruck durch die anstehende Tarifrunde in Deutschland sollten im Jahr 2018 die Inflation moderat steigen lassen. Die Strukturreformen, insbesondere in Frankreich, benötigen Zeit zur Entfaltung, sollten aber der konjunkturellen Entwicklung weiteren Schub geben. Weiterhin behindern der Bankensektor, insbesondere der hohe Anteil an notleidenden Krediten, in Italien sowie die Reform blockierende Situation der dortigen politischen Institutionen eine nachhaltige Reduzierung der Wachstumshemmnisse in der drittgrößten Volkswirtschaft der Eurozone.

Auswirkungen auf den Kapitalmarkt

Wir erwarten für das Jahr 2018 einen anhaltenden Wachstumspfad, der abermals über 2,0 % (BIP-Wachstum für Deutschland) verlaufen sollte. Die Teuerung (Gesamtinflation) wird in diesem Zusammenhang zwar auch über den Werten der letzten Jahre liegen, aber mit +1,8 % im Gesamtjahr das Ziel der EZB leicht verfehlen. Daher wird die Geldpolitik entsprechend expansiv bleiben.

Getragen wird der Aufschwung weiterhin von verschiedenen Komponenten. Während der Export von der anhaltend starken Weltwirtschaft und dem sich weiter erholenden Euroraum profitiert, gewinnt die Binnenwirtschaft durch die sehr gute Beschäftigungslage in Deutschland und dem damit verbundenen starken Konsum. Ergänzend ziehen die Investitionen in Deutschland an. Gefahren für die Entwicklung ergeben sich neben geopolitischen Risiken, insbesondere durch eine Überauslastung der deutschen Wirtschaft.

Der Konjunkturzyklus in den USA läuft dem in Europa voraus. Allerdings sollte die US-Wirtschaft von der Steuerreform des US-Präsidenten profitieren und den Wachstumspfad nochmals versteilern. Während das Jahr 2017 eine Wachstumsrate von rund 2,3 % aufzeigt, gehen wir für 2018 von einer Wachstumsrate von 2,7 % aus.

Entsprechend differenziert wird sich die Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks darstellen. Während die US-Notenbank deutlicher auf die Bremse treten und die Zinsen in vermutlich 3 Schritten in 2018 erhöhen wird, ist die EZB noch dabei, den Fuß zunächst vom Gas zu nehmen. Der Zinsunterschied zwischen US-Staatsanleihen und Bundesanleihen mit 10-jähriger Laufzeit könnte unter diesen Vorzeichen nochmals zunehmen. Die EZB wird weiterhin sehr klar kommunizieren, dass die Zinsen noch lange niedrig bleiben werden, um das Ziel einer Inflation von unter, aber nahe bei 2 % zu erreichen. Und auch nach Erreichen des Zieles wird die Europäische Zentralbank einen zu schnellen Zinsanstieg zu verhindern wissen. Ergänzend wird die EZB den starken Euro als Gefahr für die wirtschaftliche Entwicklung brandmarken und möglicherweise als Grundlage für Überlegungen zu einem langsameren Ausstieg aus der ultra-expansiven Geldpolitik anführen.

Für die Kapitalmärkte bedeutet dies weiterhin steigende Kurse an den Aktienmärkten und ein im Jahresverlauf nur steigendes Zinsniveau bei Staats- und Unternehmensanleihen in Europa. Aufgrund des hohen Niveaus an den Aktienmärkten sind die Kursanstiege jedoch begrenzt. Die hohe Volatilität insbesondere an den europäischen Börsen sollte anhalten. Eine Korrektur an den europäischen Aktienmärkten sollte mit großer Wahrscheinlichkeit durch Vorgaben aus den USA eingeläutet werden. Infrage kommt auch die Positionierung des US-Präsidenten beispielsweise in der Rede zur Lage der Nation. Das Skizzieren eines möglichen Handelskrieges würde Investoren verunsichern. Weitere Risiken ergeben sich aus den schwelenden Konflikten zwischen den USA und Nordkorea sowie dem Iran, aber auch zwischen Iran und Saudi-Arabien und zuletzt dem Einmarsch türkischer Truppen in Syrien.

Fundamentalanalyse der Zinsentwicklung des Bundesverbandes Öffentlicher Banken, VÖB

Annahmen für die Prognose

Konjunktur und Zinsniveau/Geldpolitik

Die konjunkturelle Entwicklung und die globale Nachfrage verbesserten sich in den letzten Monaten weiter deutlich. Die US-Konjunktur ist weiterhin in einer Boom-Phase und wird auch im kommenden Jahr deutlich wachsen. Die US-Notenbank wird, insbesondere aufgrund des Arbeitsmarktes, den eingeschlagenen Zinserhöhungspfad beibehalten und weitere Zinsschritte, wie angekündigt, vollziehen. Der Druck auf Bundesanleihen sollte im Jahresverlauf weiter zunehmen. Die geopolitischen Risiken bleiben ein Unsicherheitsfaktor – insbesondere die Krisenherde Nordkorea und Iran, aber auch der Brexit sowie die protektionistische Politik von Donald Trump sind kaum berechenbar.

Die Stimmungsindikatoren in der Eurozone sind weiter euphorisch und somit deutlich expansiv. Neben der gestiegenen globalen Nachfrage ist die Wirkung der Geldpolitik in Europa ein treibender Faktor für Investitionen und Konsum. Die weiterhin positive Stimmungslage findet sich in höheren Wachstumsraten wieder. Die Konjunktur wuchs im Jahr 2017 deutlich stärker als zu Beginn des Jahres erwartet. Auch das Jahr 2018 sollte eine Fortsetzung dieser seit längerem anhaltenden Wachstumsphase werden.

Erwartete Wechselkursentwicklung

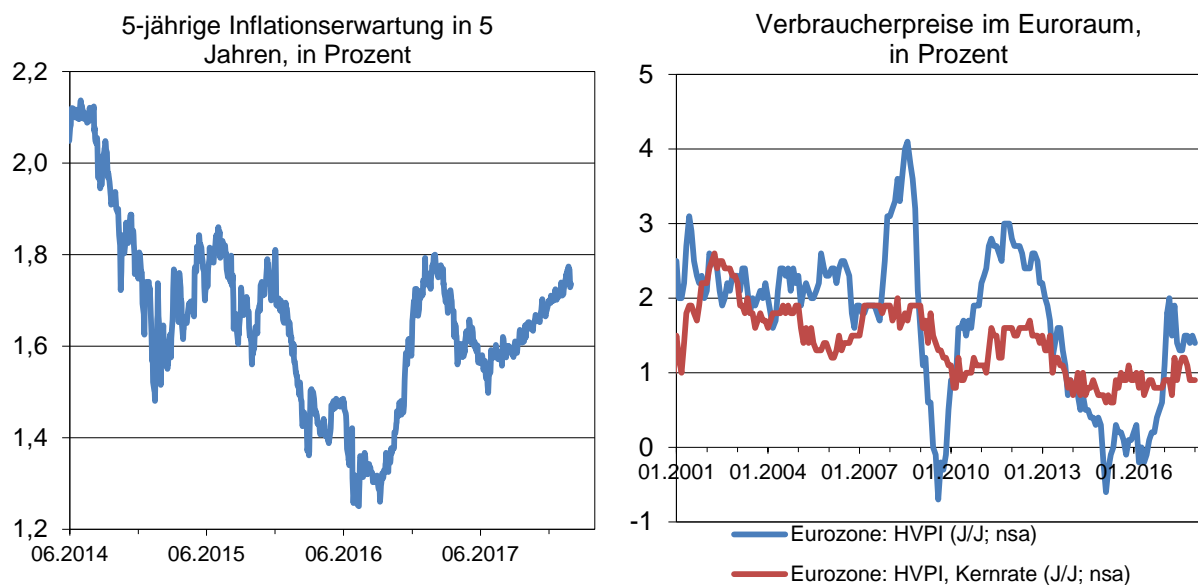
Der Kurs des Währungspaares Euro und US-Dollar hatte sich nach der US-Wahl zunächst neu justiert. Nachdem die Erwartungen an eine erfolgreiche Umsetzung der mutmaßlichen fiskalischen Programme der US-Regierung gesunken sind, stieg auch der Euro im Wert gegenüber dem US-Dollar wieder an, vice versa wurde der US-Dollar geschwächt. Mittelfristig spricht sowohl die expansiv orientierte US-Fiskalpolitik als auch der konjunkturelle Vorlauf der US-Wirtschaft und damit verbunden ein sich beschleunigender Zinsanstiegspfad in den USA für die Stärke des US-Dollar. Insbesondere die beschlossene Steuerreform wird den US-Dollar – in Erwartung eines verstärkten Wachstums – weiter stärken. Dem gegenüber steht das Interesse der US-Administration, den USD eher zu schwächen um den heimischen Konsum zu stärken.

Euroland-Preisniveau und Geldmengenentwicklung

Die jährliche Teuerungsrate sank nach einer deutlichen Steigerung – bedingt durch den Basiseffekt bei den Energiekosten – im Frühjahr anschließend wieder signifikant unter die 2-Prozent-Marke (rechte Grafik). Zudem verharrt die Kernrate weiterhin in der Nähe der 1-Prozent-Marke. Auch die 5-jährige Inflationserwartung in 5 Jahren (linke Grafik) bleibt deutlich unter der Marke von 2 Prozent, steigt aber seit Mitte 2017 kontinuierlich an. Die Nachhaltigkeit der Preissteigerung kann mit Recht noch angezweifelt werden und die EZB selbst weist auf die schwache Kernrate hin. Entsprechend hat die EZB ihr Ankaufprogramm verlängert, wenngleich mit einem geringeren monatlichen Ankaufvolumen. Auch wenn die Preise in Deutschland durch einen erhöhten Lohndruck infolge des Fachkräftemangels und möglicher-

weise höhere Tarifrunden stärker steigen sollten als im Rest der Eurozone, wird dies zunächst keine Auswirkungen auf die geplante Politik der EZB haben.

Die für einen Inflationsanstieg wichtige Veränderungsrate der Geldmenge M3 schwankt weiterhin um die Marke von 5 % und liegt somit über dem Schwellenwert der EZB von mindestens 4,5 %.

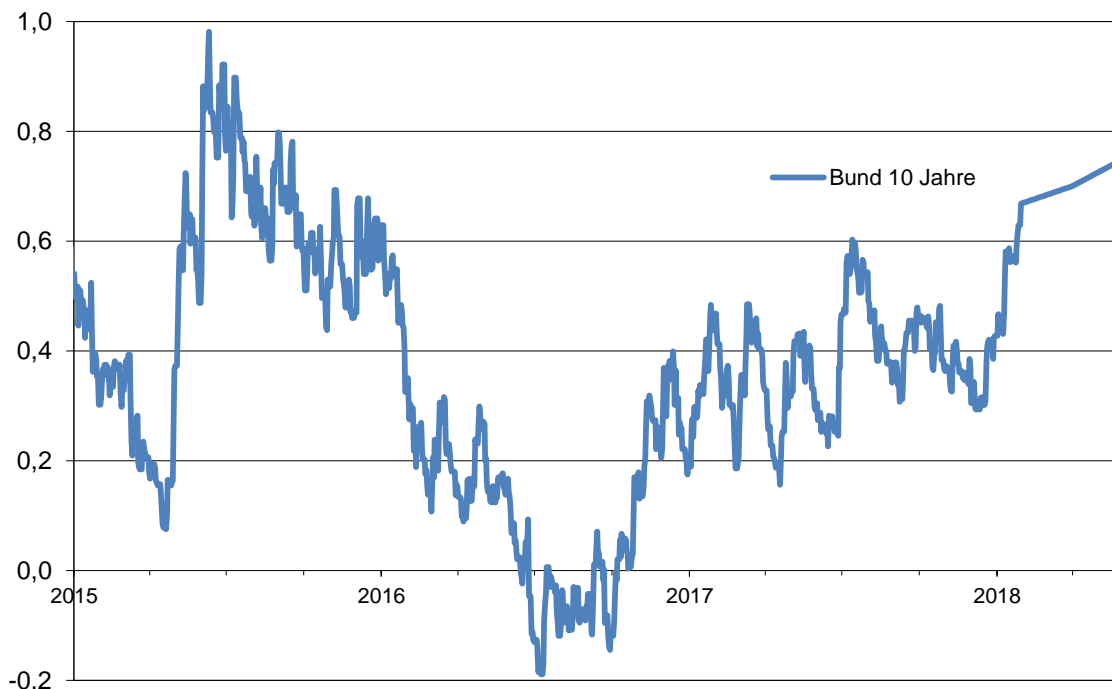


Quelle: Bloomberg

Fazit

Basierend auf den fundamentalen Bestimmungsfaktoren rechnen wir für die nächsten zwei Monate mit einem leichten Anstieg der Rendite gegenüber dem Tageswert der 10-jährigen Bundesanleihen vom 29. Januar 2018 (0,68 %). Dieser Trend sollte sich auch in den kommenden sechs Monaten fortsetzen.

Renditeprognose für Bundesanleihen mit 10j. Restlaufzeit in Prozent



Quelle: Bloomberg, eigene Kalkulationen

	zwei Monate	sechs Monate
US-Geldpolitik	↑	↑
Euroland-Preisniveauentwicklung	→	→
Euroland-Geldpolitik/Geldmarktzins	→	↑

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

Zusammenfassung:

Zinsentwicklung in Deutschland	zwei Monate	sechs Monate
Prognose des VÖB für die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen (Richtwert: 0,68 %):	0,70 %	0,80 %

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. Mit dem Erreichen der Nullzins-Grenze wurden Zentralbanken gezwungen, ihren Maßnahmenkatalog für zusätzliche geldpolitische Unterstützung auf unkonventionelle, quantitative Instrumente auszuweiten. Diese wirken sich wesentlich stärker auf den längerfristigen Zinskurvenbereich aus als reine Zinssenkungen und überlagern konventionelle Geldpolitikreaktionsfunktionen in erheblichem Maße. Als zentrale Determinanten der Geldpolitik betrachten wir 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 langen Zeithorizont 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 und Liquiditätshilfen 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.

Zinsmeinung Euroland

Es zeichnet sich ab, dass die Normalisierung der Geldpolitik vor dem Hintergrund anhaltend niedriger Inflationsraten stattfinden und deshalb sehr langsam sein wird. Die verhaltene Lohnentwicklung, nur mäßig steigende Rohstoffpreise und der feste Euro dürften in näherer Zukunft keinen allzu starken Inflationsdruck aufkommen lassen. Gleichzeitig wird die Umsetzung der Wertpapierkäufe mit der Zeit immer schwieriger, da insbesondere zum Kauf infrage kommende Bundesanleihen knapp werden. Die Mitglieder des EZB-Rats wollen nach Möglichkeit

vermeiden, die Regeln des Kaufprogramms erneut lockern zu müssen. Deshalb erwarten wir nach September 2018 allenfalls vorübergehend noch geringe Wertpapierkäufe, aber keine neue Runde der quantitativen Lockerung. Dennoch sollten der Aufwärtsdruck auf die Renditen langlaufender Bundesanleihen und die Ausweitung der Risikoprämien von Staatsanleihen der Peripherieländer durch die immer noch expansive Ausrichtung der Geldpolitik begrenzt werden. Die EZB dürfte auch in den kommenden Monaten an einer Forward Guidance festhalten, die auf keine baldigen Leitzinserhöhungen hindeutet. Zudem bekräftigte die EZB ihre Absicht, noch für längere Zeit die Rückflüsse aus fällig werdenden Anleihen wiederanzulegen. Dies sollte einerseits dazu beitragen, die Spreads auf den Staatsanleihemärkten der Peripherieländer in Schach zu halten. Andererseits dürfte speziell in Deutschland ein Großteil der Reinvestitionen in die kürzeren Laufzeitbereiche fließen und dort einem Anstieg der Renditen entgegenwirken.

Zinsmeinung USA

Die Fed ist seit Ende 2015 bestrebt, ihren geldpolitischen Expansionsgrad langsam zurückzudrehen. Auf einen einzigen Zinsschritt 2016 folgten 2017 weitere Erhöhungen. Für 2018 erwarten wir zwei bis drei sowie für 2019 drei Leitzinsanhebungen. Neben den Zinserhöhungen begann die Fed im Oktober 2017 mit der passiven Verkürzung ihrer Bilanz. Hierbei werden nicht mehr alle in ihrer Bilanz fälligen Anleihen reinvestiert. Über das Jahr 2018 hinweg wird fahrplanmäßig das monatliche Volumen der nicht mehr reinvestierten Anleihen sukzessive angehoben. Es wird Anfang 2019 den Maximalwert in Höhe von 50 Mrd. US-Dollar pro Monat erreichen, sodass es zunehmend Monate geben wird, in denen keine Reinvestitionen mehr stattfinden. Der aktive Verkauf von Anleihen ist nicht geplant. Der Konjunkturaufschwung befindet sich inzwischen in seiner Spätphase. Hierdurch resultieren gegenläufige Risiken für die Geldpolitik: Eine zu rasche geldpolitische Straffung könnte unerwünschte Finanzmarktentwicklungen auch auf globaler Ebene nach sich ziehen. Eine zu langsame Reduzierung könnte hingegen für Inflationsgefahren bzw. Übertreibungen an den Kapitalmärkten sorgen. Deren anschließende Bekämpfung würde erfahrungsgemäß von einer späteren Rezession begleitet werden. Für die US-Staatsanleihen ist in den kommenden Quartalen mit einer weitergehenden tendenziellen Verflachung der Zinskurve zu rechnen. Die Zinsanhebungen der Fed sorgen hierbei im kurzen Laufzeitenbereich für Anstiege, während beim langen Ende zunehmende Konjunktursorgen in den Vordergrund rücken könnten.

Zinsentwicklung in Deutschland und USA sowie Euro/USD-Wechselkurs	zwei Monate	sechs Monate
Prognose der DekaBank für die Rendite 10-jähriger Bundesanleihen	0,60 %	0,80 %
Prognose der DekaBank für die Rendite 10-jähriger US-Treasuries	2,65 %	2,75 %

Charttechnik der Bayerischen Landesbank

Die 2-jährige Bundrendite kämpft mit wichtigem Widerstand

Anfang der 1990er Jahre bewegte sich die 2-jährige Bundrendite in der Region um 9 % und knapp darüber. 1992 begab sich der Zins dann auf eine jahrzehntelange Talfahrt. 2012 und 2013 rutschte die Rendite der 2-jährigen deutschen Staatsanleihen erstmals temporär in den negativen Bereich ab. Im August 2014 fiel diese dann endgültig unter die Marke von 0,0 % und dann immer tiefer ins Minus, wobei sich der Renditerückgang mit beachtlichem Tempo unterhalb der schwarzen Abwärtstgeraden von März 2014 vollzog. Am 24. Februar 2017 markierte die 2-jährige Bundrendite bei -0,958 % einen historischen Tiefstand, der seither nicht mehr unterboten wurde. Es folgte ein Renditeanstieg, der den Zins über die 2014er Abwärtstrendgerade sowie die charttechnische Hürde bei -0,7 % trug. In der Spitze vom 27. Juni 2017 touchierte die 2-jährige Bundrendite mit -0,603 % die Oberkante der Widerstandszone -0,6 %/-0,7 % (pink), von der sie nach unten abprallte. Anschließend sackte die Rendite wieder unter die pink skizzierte Widerstandszone -0,6 %/-0,7 % ab und kehrte im Tief zur gebrochenen schwarzen Abwärtstrendgeraden (stellt jetzt eine Unterstützung dar) zurück. Es folgten eine mehrmonatige Seitwärtsbewegung sowie eine weitere Zinsrally, die die 2-jährige Rendite mittlerweile knapp über die Widerstandszone -0,7 %/-0,6 % (pink) getragen hat.

Deutschland - Rendite 2-jähriger Staatsanleihen

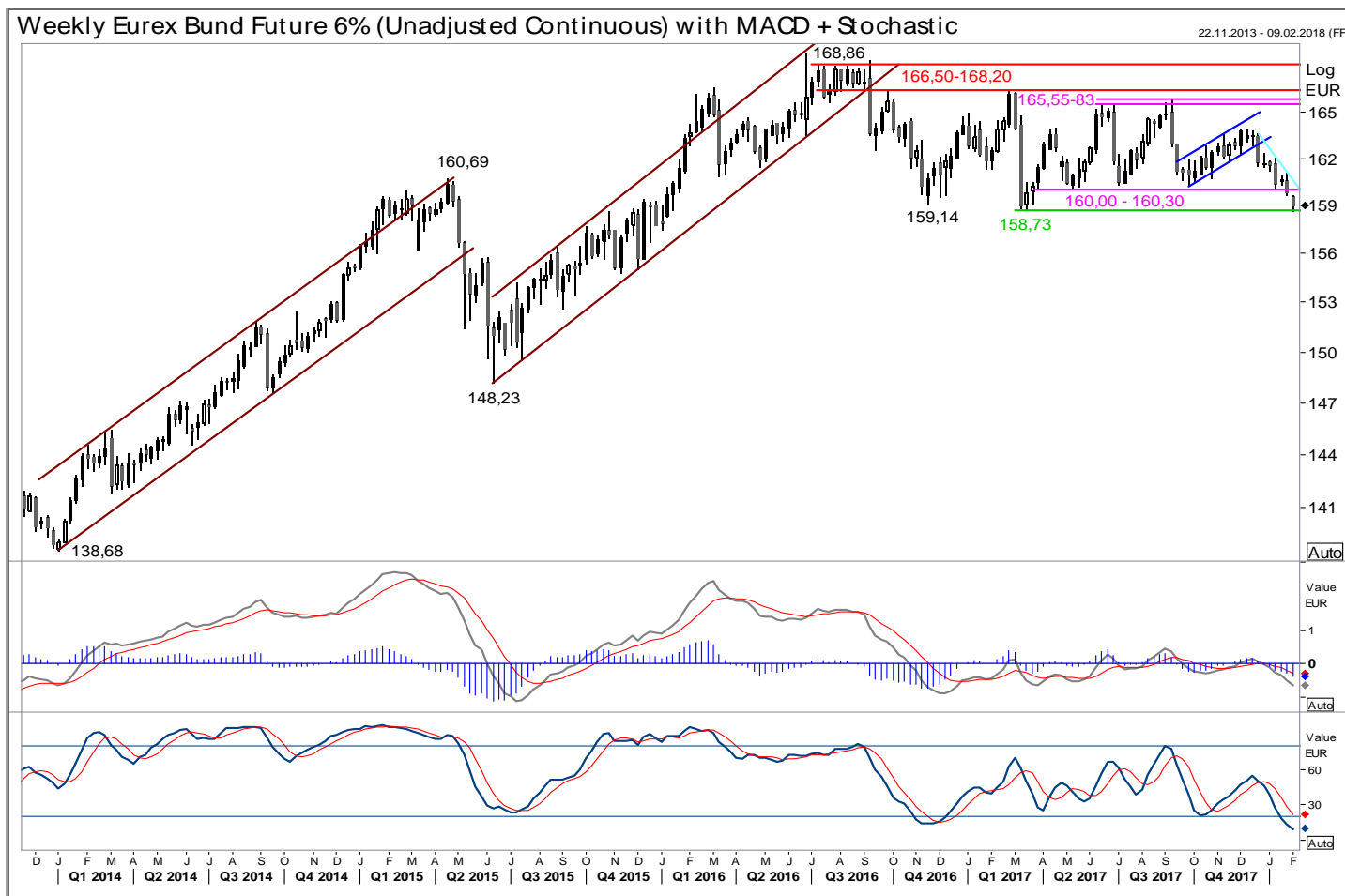


Quelle: BayernLB Research, Thomson Reuters Datastream

Die jahrzehntelange Phase fallender Renditen ist zwar mit ziemlicher Sicherheit beendet. Allerdings gilt: Erst wenn die 2-jährige Bundrendite klar über -0,6 % nach oben ausbricht, ist eine mächtige Bodenformation vollendet und stehen die Zeichen auf weiter steigende Renditen. Der längst vollzogene Aufwärtsdreh des abgebildeten Monats-MACD würde gut zu diesem Szenario passen. Es ist gut vorstellbar, dass in diesem Fall die am Allzeittief von -0,958 % ansetzende grüne Aufwärtstrendgerade die zukünftige Richtung vorgibt. Die Schwelle zum positiven Bereich ist aber auch im Falle eines überzeugenden Breaks von -0,6 % noch meilenweit entfernt.

Technische Analyse des Bundmarktes

Bund Future durchbricht Unterkante der seit April 2017 gültigen Handelsspanne und sendet Verkaufssignal aus



Quelle: BayernLB Research, Thomson Reuters Eikon

Am 10.06.2015 erreichte der unadjustierte Endloskontrakt des Eurex Bund Future bei 148,23 Punkten ein markantes Tief. Es folgte eine ausgedehnte Aufwärtsbewegung innerhalb des braunen Trendkanals. Nach der Brexit-Entscheidung Großbritanniens schoss der Bund durch

die Decke und markierte am 24.06.2016 das seither gültige Allzeithoch von 168,86 Punkten. Anders als beim adjustierten Endloskontrakt und der 10-jährigen Bundrendite wurde dieses Niveau also nicht mehr erreicht oder gar übertroffen. Es folgte eine monatelange Seitwärtskonsolidierung, während der sich die Widerstandzone 166,50 - 168,20 (rot) ausbildete. Die anschließende Schwächephase warf den Bund im Tief vom 14.11.2016 auf 159,14 Zähler zurück. Es folgte eine ausgedehnte Seitwärtsbewegung, die sich ab April 2017 in den pinkfarbenen Grenzen zwischen der Unterstützungszone 160,00 - 160,30 und der Barriere 165,55 - 165,83 vollzog. In diesen Grenzen kletterte der Bund von September bis Dezember 2017 in dem blauen Trendkanal nach oben. Am 19. Dezember durchbrach er diesen Kanal (= Verkaufssignal) und geriet mächtig unter Druck. Am 11. Januar erreichte er die Unterkante jener Trading Range, die zunächst hielt. Am 26.01. wurde der Druck jedoch zu groß. Der Bund stürzte unter 160,00 - 160,30 ab, generierte so ein klares Verkaufssignal und fand erst an der Unterstützung 158,73 (Tief vom 14.03.2017/grün) Halt. Diese Marke steht seit dem 29.01. im Fokus. Unter längerfristigen Gesichtspunkten sehen wir den Bund seit dem Sturz unter die Unterstützung 160,00 - 160,30 negativ. Fallen auch 158,73 Punkte, erfolgt ein weiteres Verkaufssignal und eröffnet sich für den Bund mangels weiterer charttechnischer Unterstützungen viel Luft nach unten. Im Falle einer Erholung achten wir auf die hellblaue Abwärtstrendgerade vom 15. Dezember. Sie stellt einen Widerstand dar und gibt aktuell die Richtung vor.

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: <http://www.voeb.de/de/publikationen>.

Publikationen

- Aktuelle Positionen zur Banken- und Finanzmarktregulierung
- Kreditwirtschaftlich wichtige Vorhaben der EU
- Fördergeschäft in Deutschland 2008 - 2016: Aktivitäten der deutschen Förderbanken
- Studie: Der deutsche Green Bond Markt – Für ein langfristiges Wachstum
- Zusammenspiel von Regulierung und Profitabilität – eine quantitative Impact-Studie für die deutschen Top-17-Banken – update
- Das neue Marktmissbrauchsrecht
- Positionspapier „Brexit“
- Regulatorische Anforderungen an die Kreditwirtschaft – Umsetzungsplan bis 2020
- Auswirkung der Leverage Ratio auf die Finanzierung der Kommunen
- Bankenregulierung in Europa – Glossar

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. Kai Wohlfarth

Stand: 29. Januar 2018

Herstellung:
DCM · Druck Center Meckenheim

100 Jahre
Bundesverband
Öffentlicher Banken
Deutschlands

www.voeb.de