

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte  
im Zeichen  
anhaltender  
Niedrigzinsen*

Die internationalen Finanzmärkte standen im vierten Quartal 2013 unter dem Einfluss sich aufhellender Konjunkturperspektiven für die USA, die Ende Dezember die US-Notenbank Federal Reserve (Fed) zu dem Beschluss veranlassten, das Programm der quantitativen Lockerung schrittweise zu reduzieren. Auch die konjunkturelle Erholung im Euro-Raum hat etwas an Schwung gewonnen. Im Zuge dieser Entwicklung zogen die Anleiherenditen in den wichtigsten Volkswirtschaften bis zum Jahresende deutlich an, und die Aktienmärkte verzeichneten weitere Kursanstiege. Überdurchschnittlich gut entwickelten sich Bankenwerte, die vor allem in Europa auch davon profitierten, dass die Anspannungen an den Staatsanleihemärkten der Peripherieländer nachließen.

Zu Beginn dieses Jahres kam an den globalen Finanzmärkten zeitweilig erneut Unsicherheit auf. Auslöser waren aktuelle Entwicklungen in einigen Schwellenländern, deren Aktien- und Devisenkurse durch Mittelabzüge internationaler Investoren zum Teil stark unter Druck geraten waren. In den Industrieländern führte die steigende Risikoaversion zu nachgebenden Aktienkursen und einer Flucht in die sicheren Häfen liquider Staatsanleihen. An den Devisenmärkten gewann im neuen Jahr vor allem der Yen an Wert. Verglichen mit dem Beginn des vierten Quartals 2013 wertete sich der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 20 wichtiger Handelspartner per saldo leicht auf.

### ■ Wechselkurse

An den Devisenmärkten standen im Herbst zunächst weniger die Währungen der Schwellenländer als vielmehr der Kurs des Euro zum US-Dollar im Zentrum des Interesses. Die Gemeinschaftswährung fiel Anfang November auf

einen Kurs von knapp 1,34 US- $\text{\$}$ , als der EZB-Rat eine Leitzinssenkung beschloss, auf die in den Tagen zuvor schon wegen einer überraschend geringen Inflationsrate im Euro-Raum spekuliert worden war. Aussagen mehrerer Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed, die einen baldigen Beginn der Rückführung der laufenden Anleihekäufe nahelegten, übten zusätzlichen Druck auf den Euro aus. Ihre Wirkung an den Devisenmärkten wurde durch die Bekanntgabe eines unerwartet starken amerikanischen Wirtschaftswachstums für das dritte Quartal sowie ausgesprochen günstiger Daten vom US-Arbeitsmarkt noch unterstützt.

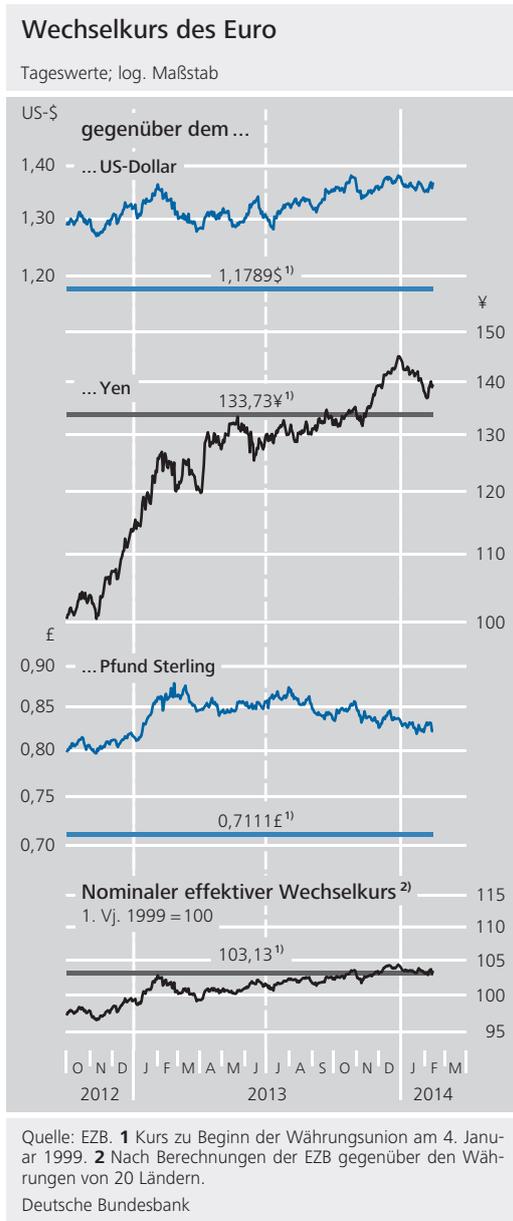
In den folgenden Wochen gewann der Euro aber allmählich wieder an Wert, als den Markt neue Zweifel in Bezug auf kommende geldpolitische Maßnahmen in den USA befielen. Dies hing auch damit zusammen, dass die Inflation in den Vereinigten Staaten niedriger, im Euro-Raum hingegen etwas höher ausfiel als prognostiziert. Der EZB-Rat schließlich beschloss entgegen den Erwartungen einiger Marktteilnehmer keine weiteren Lockerungsmaßnahmen. Mitte Dezember jedoch kam die Euro-Aufwertung zum Erliegen, als sich Regierung und Opposition in den USA auf ein Haushaltsgesetz einigen konnten und die amerikanische Notenbank schließlich eine erste Verringerung der Anleihekäufe ankündigte.

In der handelsarmen Zeit unmittelbar vor dem Jahresende 2013 erreichte der Euro kurzzeitig zwar noch einen Jahreshöchststand von über 1,38 US- $\text{\$}$ . Im Januar 2014 gab er jedoch angesichts sich festigender Markterwartungen auf eine kontinuierliche Rückführung der Anleihekäufe durch die Fed nach. Diese Tendenz wurde allerdings mehrmals vorübergehend unterbrochen als schwache Zahlen vom US-Arbeitsmarkt bekannt wurden, ein US-Einkaufsmanagerindex enttäuschte und der EZB-Rat auch Anfang Februar keine weitere geldpolitische Lockerung einleitete. So notierte die Gemein-

*Euro verlor gegenüber US-Dollar im Zusammenhang mit Zinssenkung durch EZB-Rat Anfang November an Wert*

*Nachfolgende Erholung des Euro kam nach Beschluss der US-Notenbank zur Verringerung ihrer Anleihekäufe zum Erliegen*

*Per saldo wertete sich der Euro zum US-Dollar auf*



die ohnehin schon sehr expansive Geldpolitik mittelfristig noch weiter lockern sowie eine spürbare Revision der erwähnten Wachstumsrate des Bruttoinlandsprodukts (BIP) nach unten wurde der Yen im Dezember zusätzlich geschwächt. In der Folge erreichte der Euro in den letzten Dezembertagen einen Jahreshöchststand von 145 Yen. Im Januar 2014 jedoch zogen Anleger vermehrt Mittel aus mehreren Schwellenländern ab. Von den damit zusammenhängenden Portfolioumschichtungen profitierte offensichtlich vor allem die japanische Währung, sodass der Euro zum Yen einen Teil seiner Gewinne wieder abgab. Zum Ende des Berichtszeitraums notierte der Euro mit einem Kurs von 139 Yen dennoch 6% stärker als zu Beginn des vierten Quartals 2013.

Seit Anfang November verlor der Euro gegenüber dem Pfund Sterling sukzessive an Wert. Hierzu trug vor allem die in den letzten Monaten überraschend kräftige konjunkturelle Erholung im Vereinigten Königreich bei. Insbesondere weil davon auch der britische Arbeitsmarkt merklich profitierte, spekulierten Marktteilnehmer auf eine baldige geldpolitische Straffung durch die Bank von England. Diese hatte zuvor zugesichert, die Leitzinsen nicht zu erhöhen, bevor die britische Arbeitslosenquote nicht auf 7% gesunken sei, ist inzwischen von dieser Ankündigung aber abgerückt. Zuletzt stand der Euro bei 0,82 Pfund Sterling, 1½% schwächer als noch zum Ende des dritten Quartals 2013.

... kontrastierten mit Verlusten gegenüber dem Pfund Sterling

schaftswährung zuletzt 1½% stärker als zu Beginn des Schlussquartals 2013 bei 1,37 US-\$.  
 Gegenüber dem Yen gewann der Euro von Mitte November an merklich an Wert. Zu jener Zeit wurde bekannt, dass das japanische Wirtschaftswachstum im dritten Quartal weit geringer gewesen war als zuvor. Darüber hinaus erwähnte der japanische Finanzminister die Möglichkeit von Devisenmarktinterventionen zur Schwächung des Yen. Durch einen politischen Konflikt zwischen China und Japan, ein zunehmendes japanisches Handelsbilanzdefizit, das dann auch die Leistungsbilanz ins Defizit zog, Erwartungen, die japanische Notenbank könne

*Merkliche Gewinne des Euro gegenüber dem Yen ...*

Gegenüber dem Yen gewann der Euro von Mitte November an merklich an Wert. Zu jener Zeit wurde bekannt, dass das japanische Wirtschaftswachstum im dritten Quartal weit geringer gewesen war als zuvor. Darüber hinaus erwähnte der japanische Finanzminister die Möglichkeit von Devisenmarktinterventionen zur Schwächung des Yen. Durch einen politischen Konflikt zwischen China und Japan, ein zunehmendes japanisches Handelsbilanzdefizit, das dann auch die Leistungsbilanz ins Defizit zog, Erwartungen, die japanische Notenbank könne

Weil Lettland zum Jahresbeginn 2014 dem Euro-Raum beigetreten ist, wird der effektive Wechselkurs des Euro seither als gewichteter Durchschnitt gegenüber 20 Ländern berechnet. Gegenüber diesem Länderkreis hat sich der effektive Euro vom Beginn des vierten Quartals 2013 bis zum Ende des Berichtszeitraums um 1% aufgewertet. Im neuen Jahr hat der Euro im Zuge der Turbulenzen an den Finanzmärkten von Schwellenländern zudem gegenüber einigen Währungen, die in diesem Index meist nicht berücksichtigt sind, wie zum Beispiel dem Forint, dem Rubel, dem Rand oder der tür-

*Effektiver Euro wertete moderat auf*

kischen Lira, zum Teil spürbar an Wert gewonnen.

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

*Internationale Rentenmärkte mit starken Kurschwankungen*

An den internationalen Rentenmärkten kamen vor dem Hintergrund zunächst gemischter Konjunkturindikatoren für die Weltwirtschaft und die USA zu Beginn des Berichtszeitraums Unsicherheiten auf, woraufhin die Renditen von Staatsanleihen bis Ende Oktober tendenziell sanken. Lediglich der „Government shutdown“ in den USA Anfang Oktober wirkte zwischenzeitlich leicht renditetreibend. Die Festigung der konjunkturellen Aussichten in den USA im Laufe des November, die vermehrt als Indiz für eine bevorstehende Reduzierung der Anleihekäufe durch die Fed gewertet wurden, führten zum Ende des Jahres in der Tendenz dann aber zu einem deutlichen Zinsanstieg bei US-Treasuries. Die Ankäufe sowohl langfristiger Staatsanleihen als auch besicherter Anleihen wurden mit einem entsprechenden Beschluss um jeweils 5 Mrd US-\$ auf ein Volumen von insgesamt 75 Mrd US-\$ im Januar reduziert. Ende Januar beschloss die US-Notenbank, die Käufe im Februar um weitere 5 Mrd US-\$ pro Anleihekategorie zu reduzieren. Zugleich stellte sie in Aussicht, den Leitzins auch nach dem Unterschreiten des zuvor kommunizierten Schwellenwerts für die Arbeitslosenquote (6,5%) auf seinem aktuellen Niveau zu belassen.

*Beginn der Rückführung der Anleihekäufe in den USA*

*Turbulenzen in Schwellenländern drücken zwischenzeitlich Renditen*

Als Folge der verbesserten Konjunkturperspektiven und in der Erwartung geringerer Stützungsmaßnahmen stiegen die Renditen zehnjähriger US-Treasuries bis zum Ende des vergangenen Jahres auf gut 3,1%, bevor zu Beginn des aktuellen Jahres wiederum eine Zinssenkungstendenz einsetzte, die bis Ende Januar anhielt. Vor dem Hintergrund von Turbulenzen an den Finanzmärkten in einigen Schwellenländern fragten Investoren vermehrt als sicher angesehene Anleihen nach. Im Ergebnis lagen die Renditen von US-amerikanischen Staats-

### Anleiherenditen in Deutschland, Japan und in den USA

Tageswerte



1 Quelle: Thomson Reuters.  
 Deutsche Bundesbank

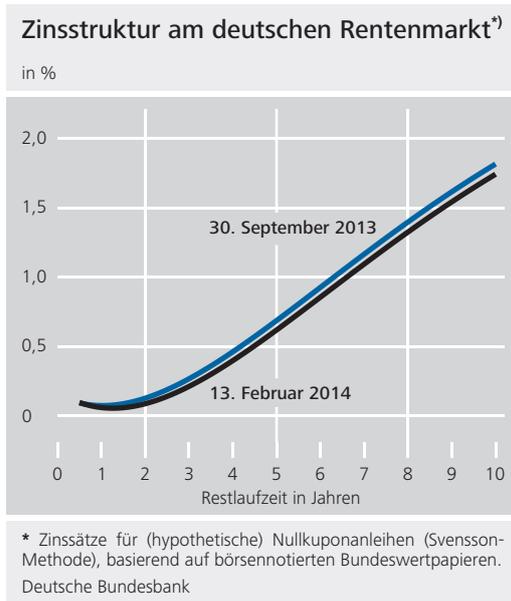
anleihen zuletzt mit 2,8% wieder etwas höher als Ende September.

Ein ähnliches Auf und Ab vollzogen auch japanische Staatsanleihen, die sich im vierten Quartal weniger deutlich als zuvor von der Renditeentwicklung in anderen Ländern abgekoppelt haben. Im Vergleich zu Ende September rentierten zehnjährige japanische Staatsanleihen 9 Basispunkte niedriger; sie erreichten jüngst ein Niveau von 0,6%. Zuletzt wirkten binnenwirtschaftliche konjunkturelle Impulse zinssteigernd, während Kapitalzuflüsse aus dem Ausland tendenziell die Renditen senkten.

*Weiterhin sinkende Renditen in Japan*

Durch den engen Zinszusammenhang mit den USA übertrug sich die Entwicklung der Renditen langfristiger US-Staatsanleihen in einem hohen Maße sowohl auf die Renditen von Bundesanleihen als auch auf die der übrigen EWU-Kernländer. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen stieg im vierten Quartal 2013 auf 1,9%. Der Zinsrückgang zu Beginn des aktuel-

*Renditen in EWU-Kernländern seit dem Jahreswechsel fallend*



len Jahres trug dazu bei, dass sie jüngst auf ein Niveau von 1,6% nachgab; im Vergleich zu Ende September bedeutete dies einen Rückgang von 13 Basispunkten. Im Ergebnis weitete sich der Zinsvorsprung der USA gegenüber Deutschland damit um 25 auf 116 Basispunkte aus; er befindet sich damit auf einem vergleichsweise hohen Wert wie zuletzt Mitte letzten Jahres.

*Deutsche Zinsstrukturkurve weiter steil*

Trotz des Renditerückgangs bei längerfristigen Laufzeiten, der zu einer leichten Abflachung der aus Bundeswertpapieren ermittelten deutschen Zinsstrukturkurve im Laufzeitbereich von zwei bis zehn Jahren – verglichen mit Ende September – geführt hat, weist diese weiterhin eine recht hohe Steigung auf. Dies bedeutet, dass die Marktteilnehmer in diesem Zeitraum höhere Kurzfristzinsen erwarten. Die Senkung des Leitzinses im Euro-Raum Anfang November hatte so gesehen – anders als am Geldmarkt – kaum Einfluss auf die längerfristigen Zinserwartungen (siehe oben stehendes Schaubild). Die impliziten Inflationserwartungen (BEIR) im zehnjährigen Bereich, die sich aus der Differenz von Nominal- und Realrenditen von Bundesanleihen ergeben, gingen seit Ende September um 28 Basispunkte auf 1,2% zurück. Die entsprechende fünfjährige Termin-BEIR in fünf Jahren reduzierte sich um 16 Basispunkte; sie befindet sich aktuell auf einem Niveau von 1,3%.

Die BIP-gewichtete Rendite langfristiger Anleihen von EWU-Staaten (ohne Deutschland) ist seit Ende September mit 51 Basispunkten (auf 3,0%) deutlich stärker gefallen als die Rendite von Bundesanleihen. Dies ist vorwiegend auf die Renditeentwicklung in den Peripherieländern zurückzuführen, wo sich die makroökonomische Entwicklung im vierten Quartal 2013 weiter gefestigt hat. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Suche nach Rendite im Niedrigzinsumfeld ging mit der konjunkturellen Stabilisierung eine teils deutliche Reduzierung der Risikoaufschläge einher, was sich unter anderem in den gesunkenen Zinsdifferenzen zu Deutschland widerspiegelt. Auch der Rückgang der entsprechenden CDS-Prämien unterstreicht diese Entwicklung (siehe Schaubild auf S. 53). Mit Irland und Spanien beendeten inzwischen ferner die ersten Peripherieländer ihre finanziellen Unterstützungsprogramme. In einem stabilisierten Marktumfeld konnten zudem Irland, Portugal und Spanien im Januar Anleihen am Kapitalmarkt bei guter Nachfrage emittieren. Gestützt wurde diese Entwicklung durch die Wiedererlangung des Investmentgrade-Status bei Irland als Folge der Heraufstufung der Kreditwürdigkeit durch eine größere Ratingagentur. Zehnjährige irische und spanische Staatsanleihen rentierten mit 3,3% beziehungsweise 3,7% phasenweise auf dem niedrigsten Niveau seit 2006. Laufzeitäquivalente Renditen griechischer, italienischer und portugiesischer Anleihen befanden sich zeitweise ungefähr auf ihren jeweiligen Niveaus von Mitte 2010. Als Folge sank die Zinsdispersion zwischen langfristigen Staatsanleihen innerhalb des Euro-Raums im Ergebnis auf den geringsten Wert seit Mitte 2010. Offenbar honorieren die Märkte durchaus die Anpassungsfortschritte in den einzelnen Ländern, die sich auch in verbesserten gesamtwirtschaftlichen Perspektiven zeigen, und erwarten ihre Fortsetzung.<sup>1)</sup> Dies macht deutlich, dass die niedrigeren Finanzierungskosten nicht zu einem Nachlassen der Reformanstren-

*Positive Markteinschätzung für die EWU-Peripherie*

<sup>1)</sup> Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Anpassungsprozesse in den Ländern der Wirtschafts- und Währungsunion, Monatsbericht, Januar 2014, S. 13 ff.

gungen führen dürfen. Umgekehrt werden die Marktteilnehmer darauf zu achten haben, dass sich die Renditen an den Anleihemärkten im Einklang mit den spezifischen Risiken entwickeln.

*Finanzierungsbedingungen von Unternehmen weiter verbessert*

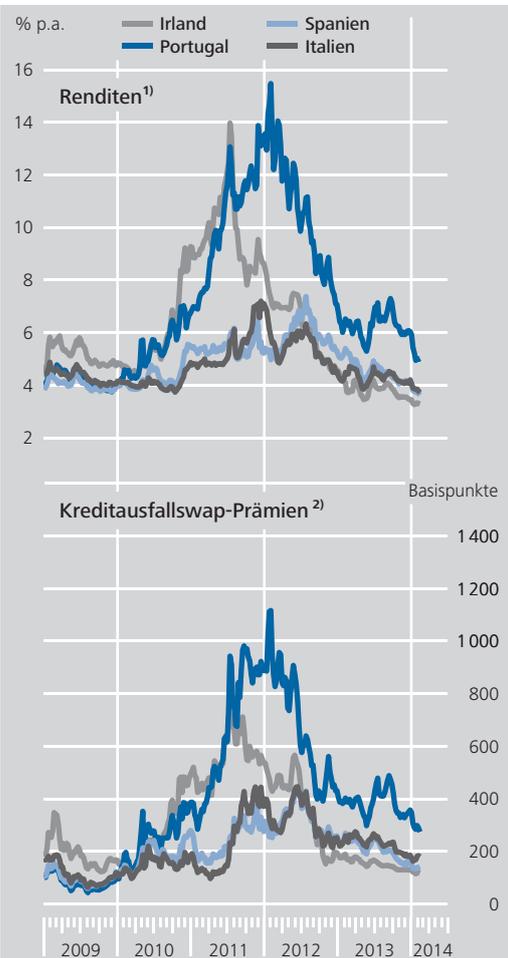
Finanzielle Unternehmen in Europa profitierten gleichfalls von dem günstigen Marktumfeld, sodass sich ihre Finanzierungsbedingungen am Rentenmarkt leicht verbesserten. Die Renditen der von ihnen emittierten Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren und einem BBB-Rating sanken über den Berichtszeitraum um 77 Basispunkte auf zuletzt 4,1%.<sup>2)</sup> Zwischenzeitlich erreichten sie ein geringeres Niveau als vor dem Ausbruch der Finanzkrise. Die laufzeit- und ratingäquivalenten Renditen von Anleihen europäischer realwirtschaftlicher Unternehmen fielen im Vergleich zu Ende September 2013 ebenfalls. Im Ergebnis bewegten sie sich zuletzt bei 2,9%, gegenüber 3,2% zu Beginn des Berichtszeitraums, womit sie deutlich unterhalb des Niveaus vor Finanzkrisenbeginn Mitte 2008 lagen. Im Ergebnis verengten sich die Renditedifferenzen zu laufzeitäquivalenten Bundesanleihen um 64 Basispunkte auf 252 Basispunkte bei finanziellen Unternehmen beziehungsweise um 20 Basispunkte auf 130 Basispunkte bei nichtfinanziellen Unternehmen. Diese Entwicklung steht im Einklang mit rückläufigen Kreditausfallrisikoprämien (iTraxx) sowie Liquiditätsprämien und kann vor dem Hintergrund einer ausgeprägten Suche nach Rendite in einem globalen Niedrigzinsumfeld gesehen werden.

*Emissionen am Rentenmarkt*

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im vierten Quartal 2013 deutlich unter dem Wert des Vorquartals. Insgesamt begaben hiesige Schuldner Papiere für 366 Mrd €, verglichen mit 380½ Mrd € in den drei Monaten zuvor. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen hat sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten nach Nettotilgungen im vorangegangenen Quartal erneut verringert (- 30 Mrd €). Schuldtitel ausländischer Provenienz wurden im vierten Quartal für 17 Mrd € am

### Finanzierungsbedingungen von ausgewählten Ländern im Euro-Raum

Wochendurchschnitte



**1** Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren. Quelle: Thomson Reuters. **2** Prämien für zehnjährige Kreditausfallswap (CDS)-Kontrakte auf Basis laufzeitäquivalenter Staatsanleihen. Quelle: Markt.

Deutsche Bundesbank

deutschen Markt abgesetzt. Im Ergebnis sank der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 13 Mrd €.

Die öffentliche Hand begab im Berichtsquartal Schuldtitel für netto 9 Mrd €. Der Bund emittierte dabei vor allem zehn- und 30-jährige Anleihen (12 Mrd € bzw. 1½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von unverzinslichen Bubills (4½ Mrd €) und fünfjährigen Bundesobligationen (2 Mrd €) gegenüber. Die Länder nahmen

*Nettoemissionen der öffentlichen Hand*

<sup>2</sup> Hierbei werden Renditen von Anleihen der Unternehmen aus den nach Ratingklassen unterschiedenen Anleiheindizes von iBoxx zugrunde gelegt.

## Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2012		2013	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	3. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>				
Inländer	- 26,2	- 11,6	5,8	
Kreditinstitute	- 17,3	- 7,7	- 0,6	
darunter:				
ausländische Schuldverschreibungen	0,3	- 0,1	2,3	
Deutsche Bundesbank	- 2,4	- 2,7	- 2,1	
Übrige Sektoren	- 6,5	- 1,1	8,5	
darunter:				
inländische Schuldverschreibungen	- 27,6	- 20,8	- 9,1	
Ausländer	11,9	- 11,5	- 18,8	
<b>Aktien</b>				
Inländer	20,2	6,1	- 7,0	
Kreditinstitute	8,2	6,9	- 2,2	
darunter:				
inländische Aktien	0,4	3,2	- 1,9	
Nichtbanken	11,9	- 0,7	- 4,8	
darunter:				
inländische Aktien	0,6	- 6,5	- 1,4	
Ausländer	- 0,3	3,8	4,7	
<b>Investmentzertifikate</b>				
Anlage in Spezialfonds	29,4	15,6	29,1	
Anlage in Publikumsfonds	3,0	3,2	- 0,5	
darunter:				
Aktienfonds	0,7	0,6	1,2	

Deutsche Bundesbank

11 Mrd €), in geringerem Umfang aber auch Öffentliche Pfandbriefe (6½ Mrd €) sowie Hypothekendarlehen (1 Mrd €).

Erworben wurden Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2013 ausschließlich von inländischen Nichtbanken, sie nahmen Rentenwerte für per saldo 8½ Mrd € in ihre Portfolios auf. Hingegen trennten sich vor allem ausländische Investoren (19 Mrd €), aber auch die Bundesbank (2 Mrd €) sowie heimische Kreditinstitute (½ Mrd €) von festverzinslichen Titeln.

*Erwerb von Schuldverschreibungen ausschließlich von inländischen Nichtbanken*

Die Aktienkurse an den wichtigsten internationalen Finanzplätzen setzten im vierten Quartal 2013 ihren Aufwärtstrend der Vormonate fort. Ausschlaggebend hierfür war – neben dem anhaltenden Niedrigzinsumfeld – die Aufhellung der konjunkturellen Aussichten beiderseits des Atlantiks. Die in der zweiten Januarhälfte beobachteten Marktturbulenzen in einigen Schwellenländern haben anschließend jedoch auch zu einem vorübergehenden Rückgang der Aktiennotierungen an den wichtigsten Finanzplätzen geführt, der von einer Erhöhung der Aktienmarktvolatilität begleitet wurde.<sup>3)</sup> Gemessen an den marktbreiten Indizes Euro Stoxx und S&P 500 notierten europäische und US-amerikanische Aktien zuletzt gleichwohl 8,3% beziehungsweise 8,8% höher als Ende September. Der CDAX-Kursindex gewann 11,4% hinzu. Besonders kräftig fiel der Kursanstieg bei den Banken aus: Seit Ende September gewannen europäische und US-amerikanische Bankaktien 21,1% beziehungsweise 11,2% an Wert. Auch die Dividendenwerte in den Peripherieländern des Euro-Raums profitierten vom Ende rezessiver Entwicklungen. Sie verzeichneten im Berichtszeitraum überdurchschnittliche Kurszuwächse.

*Aktienmärkte im Zeichen konjunktureller Aufhellung*

*Besonders starker Kursanstieg bei europäischen Banken*

Trotz des jüngsten Kursrückgangs ist das Bewertungsniveau von Aktien auf beiden Seiten des Atlantiks weiterhin vergleichsweise hoch.

<sup>3)</sup> Trotz des vorübergehenden Anstiegs lag die Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung beiderseits des Atlantiks zuletzt weiterhin unterhalb ihrer fünfjährigen Durchschnitte.

den Rentenmarkt mit netto 2 Mrd € in Anspruch.

*Nettoabsatz von Anleihen nicht-finanzieller Unternehmen*

Zugleich weiteten nichtfinanzielle Unternehmen, die typischerweise eine hohe Innenfinanzierungsquote haben, ihre Kapitalmarktverschuldung um netto 1 Mrd € aus. Dabei wurden Papiere mit Laufzeiten von unter einem Jahr getilgt, während länger laufende Titel im Ergebnis am Markt untergebracht werden konnten. Finanzunternehmen verringerten demgegenüber den Marktumlauf eigener Anleihen um netto 1½ Mrd €.

*Sinkende Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute*

Inländische Kreditinstitute führten im Rahmen von Jahresschlussdispositionen ihr Bilanzvolumen der Tendenz nach weiter zurück. Dabei verringerten sie auch ihre Kapitalmarktverschuldung, und zwar im letzten Quartal 2013 insgesamt um 38½ Mrd €. Vor allem die flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen sowie Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute wurden getilgt (20 Mrd € bzw.

So lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf der Grundlage 12-monatiger Gewinnwachstums-erwartungen sowohl für den Euro Stoxx als auch für den S&P 500 mit zuletzt 13,0 beziehungsweise 14,5 oberhalb des Niveaus von Ende September. Zugleich haben sich seither im Einklang mit der konjunkturellen Aufhellung die Dividendenzahlungen von Unternehmen im Euro Stoxx und das mittelfristig erwartete Gewinnwachstum erhöht. Mithilfe von Dividen-denbarwertmodellen gelangt man auf dieser Basis zu einer recht hohen impliziten Risiko-prämie (für den Euro Stoxx derzeit 8,0%). Darin kommt eine gewisse Vorsicht der Anleger bei Aktienengagements zum Ausdruck. Dabei ist allerdings zu berücksichtigen, dass sich die in den Berechnungen verwendeten langfristigen Realzinsen, ermittelt aus zehnjährigen Bundes-anleihen und Inflationserwartungen aus Um-fragen (Consensus Forecast), im Ergebnis er-mäßigt haben und derzeit leicht negativ sind. Auch im Vergleich zum Vorkrisenniveau Mitte 2007 zeigt sich, dass vor allem der ausge-sprochen starke Rückgang der Realzinsen die geschätzte Risikoprämie nach oben getrieben hat.

*Aktienkurs-rückgänge in Schwellen-ländern*

Wesentlich ausgeprägter als in den Industrieländern waren die Aktienkursrückgänge in Schwellenländern, die nicht nur wegen des „Tapering“ der Fed Kapitalabflüsse zu verzeichnen hatten; hinzu kamen mancherorts interne makroökonomische Schwachstellen, wie Leistungs-bilanz- und Haushaltsdefizite, Stabilitäts-probleme oder ein schwächeres Wirtschaftswachstum, sowie in einigen Ländern politische Spannungen. Gemessen am MSCI-Emerging-Markets-Kursindex betrug das Minus seit Ende September 4,2%.

*Geringe Mittel-aufnahme am Aktienmarkt*

Ungeachtet der insgesamt positiven Kursent-wicklung blieb die Emissionstätigkeit am he-mischen Aktienmarkt auch im vierten Quartal 2013 vergleichsweise verhalten. Die Mittelauf-nahme inländischer Unternehmen betrug im Berichtsquartal per saldo 1½ Mrd €. Der Um-lauf ausländischer Aktien in Deutschland sank im gleichen Zeitraum um 3½ Mrd €. Erworben

### Aktienbewertungen europäischer und amerikanischer Unternehmen und langfristige Realzinsen für Deutschland und die USA

monatlich



Quellen: IBES Global Aggregates (Thomson Reuters), Consensus Economics und eigene Berechnungen. <sup>1)</sup> Renditen zehnjähriger Staatsanleihen abzüglich zehnjähriger Inflationserwartungen aus Umfragen (Consensus Forecast).

Deutsche Bundesbank

wurden Dividendenwerte im Ergebnis ausschließlich von ausländischen Investoren, und zwar für per saldo 4½ Mrd €. Heimische Nicht-banken sowie inländische Kreditinstitute verringerten ihr Aktienengagement um 5 Mrd € beziehungsweise 2 Mrd €.

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im letzten Quartal 2013 einen Mittelzufluss in Höhe von 28½ Mrd €, nach 19 Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis ausschließlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (29 Mrd €). Unter den Anlageklassen erzielten vor allem Rentenfonds ein positives Mittelaufkommen (10 Mrd €), in geringerem Umfang aber auch Gemischte Wertpapierfonds und Gemischte Fonds (jeweils 5½ Mrd €) sowie Aktienfonds und Offene Immobilienfonds (jeweils 3 Mrd €). Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 8 Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate fast ausschließlich von inlän-

*Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten*

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2012		2013	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	3. Vj.
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 53,8	+ 44,4	+ 65,6	+ 44,4
Außenhandel 1) 3)	+ 44,8	+ 49,8	+ 51,2	+ 49,8
Dienstleistungen 1)	+ 2,0	- 6,0	+ 5,7	- 6,0
Erwerbs- und Vermögens-einkommen 1)	+ 20,1	+ 18,4	+ 22,1	+ 18,4
Laufende Übertragungen 1)	- 5,9	- 10,3	- 5,3	- 10,3
II. Vermögensübertragungen 1) 4)	- 0,6	+ 0,1	+ 1,0	+ 0,1
III. Kapitalbilanz 1)				
(Netto-Kapitalexport: -)	- 79,8	- 66,7	- 72,7	- 66,7
1. Direktinvestitionen				
Deutsche Anlagen	- 1,4	- 3,4	+ 10,7	- 3,4
im Ausland	- 4,5	- 7,9	- 8,9	- 7,9
Ausländische Anlagen	+ 3,1	+ 4,4	+ 19,6	+ 4,4
im Inland				
2. Wertpapiere	- 33,5	- 39,4	- 31,3	- 39,4
Deutsche Anlagen				
im Ausland	- 45,8	- 33,0	- 22,0	- 33,0
Aktien	- 13,3	- 8,8	+ 3,2	- 8,8
Investmentzertifikate	- 12,6	- 7,7	- 8,2	- 7,7
Schuldverschreibungen	- 20,0	- 16,5	- 16,9	- 16,5
Anleihen 5)	- 23,8	- 16,4	- 16,5	- 16,4
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 16,6	- 7,5	- 11,1	- 7,5
Geldmarktpapiere	+ 3,7	- 0,1	- 0,5	- 0,1
Ausländische Anlagen	+ 12,4	- 6,5	- 9,3	- 6,5
im Inland				
Aktien	- 0,2	+ 3,9	+ 3,9	+ 3,9
Investmentzertifikate	+ 0,6	+ 1,2	+ 5,6	+ 1,2
Schuldverschreibungen	+ 11,9	- 11,5	- 18,8	- 11,5
Anleihen 5)	+ 11,0	- 5,1	+ 11,8	- 5,1
darunter: öffentliche Anleihen	+ 14,2	+ 4,3	+ 16,1	+ 4,3
Geldmarktpapiere	+ 1,0	- 6,5	- 30,6	- 6,5
3. Finanzderivate 6)	- 4,2	- 2,1	- 6,3	- 2,1
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	- 41,2	- 22,6	- 44,3	- 22,6
Monetäre Finanzinstitute 8)	- 70,0	- 15,5	- 64,0	- 15,5
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privatpersonen	- 79,5	- 25,9	- 74,7	- 25,9
darunter: kurzfristig Staat	+ 11,3	+ 3,0	- 22,2	+ 3,0
darunter: kurzfristig Staat	+ 12,1	+ 8,9	- 13,3	+ 8,9
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 32,7	- 12,1	- 9,6	- 12,1
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 15,1	- 10,4	- 6,3	- 10,4
Bundesbank	+ 50,2	+ 2,0	+ 51,4	+ 2,0
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 9)	+ 0,5	+ 0,8	- 1,5	+ 0,8
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen	+ 26,6	+ 22,3	+ 6,1	+ 22,3

1 Saldo. 2 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. 3 Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). 4 Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. 5 Ursprungslaufzeit über ein Jahr. 6 Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. 7 Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. 8 Ohne Bundesbank. 9 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

dischen Nichtbanken; sie nahmen Anteilscheine für 31 Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich weit überwiegend um inländische Fondsanteile. Gebietsfremde Investoren und heimische Kreditinstitute erwarben Investmentzertifikate für 5½ Mrd € beziehungsweise ½ Mrd €.

## ■ Direktinvestitionen

Anders als im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, welcher Mittelabflüsse im Umfang von netto 31½ Mrd € verzeichnete, ergaben sich im Bereich der Direktinvestitionen im vierten Quartal 2013 Netto-Kapitalimporte in Höhe von 10½ Mrd €.

*Kapitalimporte im Bereich der Direktinvestitionen*

Ausschlaggebend dafür war die vergleichsweise hohe Mittelbereitstellung ausländischer Investoren an ihre Tochterunternehmen in Deutschland. Diese lag im Schlussquartal bei 19½ Mrd € und erfolgte im Wesentlichen über konzerninterne Finanzkredite (14 Mrd €). Daneben stellten die gebietsfremden Eigner Beteiligungskapital in Höhe von 5 Mrd € bereit. Wichtige Herkunftsländer waren Luxemburg (7 Mrd €), Spanien (3 Mrd €) und das Vereinigte Königreich (2½ Mrd €).

*Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland*

Gebietsansässige Unternehmen erhöhten ihre ausländischen Direktinvestitionen im vierten Quartal ebenfalls (9 Mrd €). Zwar wurden die direkten Kapitalbeteiligungen per saldo um 2½ Mrd € zurückgeführt. Die Ausweitung des Auslandsengagements erfolgte aber über reinvestierte Gewinne der Direktinvestitionsunternehmen sowie über den konzerninternen Kreditverkehr (jeweils 6 Mrd €). Die Kreditbeziehungen zwischen den verbundenen Unternehmen waren im Berichtszeitraum von Kreditrückzahlungen hiesiger Eigner an ihre Auslandsniederlassungen geprägt. Eine bedeutende Rolle spielten dabei die Beziehungen zu Finanzierungstöchtern in Luxemburg und den Niederlanden.

*Deutsche Direktinvestitionen im Ausland*