

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte
trotz belastender
Faktoren robust*

Die Finanzmärkte zeigten sich im ersten Quartal 2014 angesichts einer Vielzahl belastender Faktoren vergleichsweise robust. Die geopolitischen Anspannungen um die Ukraine wirkten zwar immer wieder je nach tagespolitischer Nachrichtenlage auf die Kurse ein. Eine den gesamten Finanzmarkt erfassende erhöhte Risikoaversion, die in der Regel mit hohen Preisabschlägen einhergeht, war aber nicht zu verzeichnen. Auch die Finanzmarkturbulenzen in einigen Schwellenländern zu Beginn des Jahres ebten recht zügig wieder ab. Einige bis Ende März überwiegend auf der negativen Seite überraschende Konjunkturindikatoren belasteten die Märkte ebenfalls nur moderat. Offenbar schirmten das als relativ robust eingeschätzte Grundtempo des weltwirtschaftlichen Wachstums und die weiterhin – trotz der schrittweisen Zurücknahme der Wertpapierkäufe der amerikanischen Zentralbank – expansiv ausgerichtete Geldpolitik der großen Industrieländer die Finanzmärkte teilweise von Belastungen ab. Zudem hellte sich das Stimmungsbild zuletzt wieder auf. Im Ergebnis gaben die Renditen von Anleihen weltweit nach, während die Aktienmärkte überwiegend Kursgewinne verzeichneten. An den Devisenmärkten gewann zu Beginn des Jahres vor allem der Yen an Wert, was neben seiner Rolle als traditionelle „Safe Haven“-Währung auch auf die Auflösung riskanter „Carry Trade“-Geschäfte zurückzuführen sein dürfte. Der Euro hat sich im gewogenen Durchschnitt dagegen nur wenig verändert (–½%), bleibt aber weiterhin vergleichsweise hoch bewertet.

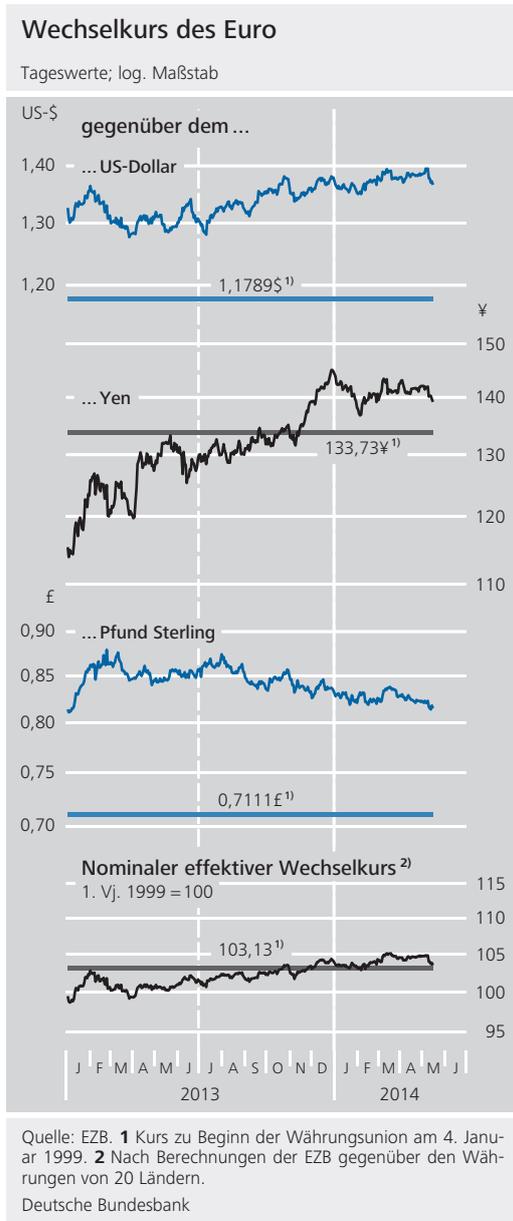
■ Wechselkurse

*Wechselkurs-
entwicklung des
Euro gegenüber
dem
US-Dollar, ...*

Nachdem der Euro-Dollar-Kurs Anfang Februar bei 1,36 US-\$ notierte, wertete er in der Folgezeit spürbar auf. Auslöser für die deutliche Befestigung des Euro war, dass die EZB auf ihrer

geldpolitischen Sitzung im Februar – entgegen den bestehenden Erwartungen einiger Marktteilnehmer – weitere Lockerungsmaßnahmen weder angedeutet noch beschlossen hatte. Zusätzlich gestützt wurde der Euro durch die Veröffentlichung überraschend negativer Daten zu den amerikanischen Einzelhandelsumsätzen und zum US-Immobilienmarkt. Nachdem der EZB-Rat auf seiner Sitzung im März sich erneut abwartend positioniert hatte und besser als erwartet ausgefallene Konjunkturdaten aus dem Euro-Währungsgebiet und aus Deutschland gemeldet wurden, stieg der Euro-Dollar-Kurs weiter an. Mit einer Notierung von 1,39 US-\$ erreichte er Mitte März den höchsten Stand seit 2½ Jahren.

In der Folgezeit gab der Euro einen Teil der erzielten Kursgewinne gegenüber dem US-Dollar zunächst wieder ab. In dieser Zeit hatten Äußerungen der Vorsitzenden des Federal Open Market Committee Spekulationen aufkommen lassen, dass die US-Leitzinsen bereits Mitte nächsten Jahres – und damit überraschend früh – heraufgesetzt werden könnten. Doch schon Anfang April hat die Veröffentlichung des Sitzungsprotokolls gezeigt, dass einige Mitglieder des geldpolitischen Ausschusses der Fed die jüngsten Zinserwartungen für überzeichnet halten, woraufhin sich der Euro erneut befestigte. Mitte April wurde der Euro zusätzlich durch besser als erwartet ausgefallene Daten zur deutschen und zur spanischen Industrieproduktion und die reibungslose Emission einer griechischen Staatsanleihe gestützt. In den folgenden Wochen bewegte sich der Euro-Dollar-Kurs ohne klar erkennbaren Trend in einem engen Band zwischen 1,38 US-\$ und 1,39 US-\$. Erneut aufkommende Erwartungen auf weitere Lockerungsmaßnahmen der EZB haben den Euro zuletzt unter Druck gesetzt. Bei Abschluss dieses Berichts notierte er bei 1,37 US-\$ und damit 1% unter seinem Stand zu Jahresbeginn.



... dem Yen ...

In den ersten Wochen des Jahres 2014 hatte der Euro – wie auch eine Vielzahl anderer Währungen – deutliche Wertverluste gegenüber dem Yen zu verkraften; bis Mitte Februar fiel er auf 137 Yen. Nachdem Erwartungen auf eine weitere Lockerung der Geldpolitik im Euro-Raum gedämpft wurden, gewann der Euro gegenüber dem Yen anschließend spürbar an Wert und stieg bis Mitte März auf 143 Yen; ein Teil der Wertzuwächse hat er in der zweiten Monatshälfte aber wieder abgegeben. Anfang April erhöhte sich der Euro erneut auf 143 Yen. Eine Rolle spielten dabei aufkommende Spekulationen, dass die japanische Notenbank die Wirtschaft – angesichts der Mehrwertsteuer-

erhöhung in Japan und den zu erwarteten Belastungen für die Konjunktur – durch zusätzliche geldpolitische Expansionsmaßnahmen stimulieren würde. Entgegen dieser Erwartungen blieben weitere Lockerungsmaßnahmen der Bank von Japan bislang aber aus. Zuletzt stand der Euro bei 139 Yen und war damit rund 4% schwächer als zu Jahresbeginn.

Gegenüber dem Pfund Sterling hat der Euro im Berichtszeitraum per saldo an Wert verloren. Gestützt wurde das Pfund durch überraschend günstige Zahlen vom britischen Arbeitsmarkt, einer zuversichtlichen Wirtschaftsprognose der Bank von England sowie Daten vom Immobilienmarkt. Zuletzt gipfelten die positiven Konjunkturnachrichten in der Meldung eines starken Anstiegs des britischen Bruttoinlandsprodukts (BIP) im ersten Quartal 2014, der mit 3,1% noch etwas besser als erwartet ausgefallen ist. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro bei 0,82 Pfund Sterling; er notierte somit 2% unter seinem Wert zu Beginn des Jahres.

... und dem Pfund Sterling

Im Durchschnitt gegenüber den Währungen 20 wichtiger Handelspartner hat der Euro seit Jahresbeginn um ½% an Wert verloren. Neben den erwähnten Kursverlusten gegenüber dem Yen und dem britischen Pfund, gab er unter anderem gegenüber dem australischen Dollar spürbar nach. Diesen Verlusten standen leichte Kursgewinne zum US-Dollar sowie Wertzuwächse gegenüber den Währungen Chinas, Kanadas, Schwedens und Ungarns entgegen. Vor dem Hintergrund der Auseinandersetzungen in der Ukraine legte der Euro auch gegenüber dem russischen Rubel und der ukrainischen Hrywnja, die nicht in dem 20er-Länderkreis enthalten sind, merklich zu. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euro-Raums gegenüber wichtigen Handelspartnern hat sich durch die Euro-Aufwertung etwas verschlechtert; sie ist – gemessen am langfristigen Durchschnitt – tendenziell ungünstig.

Effektiver Wechselkurs des Euro

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Fallende Zinsen in den USA, ...

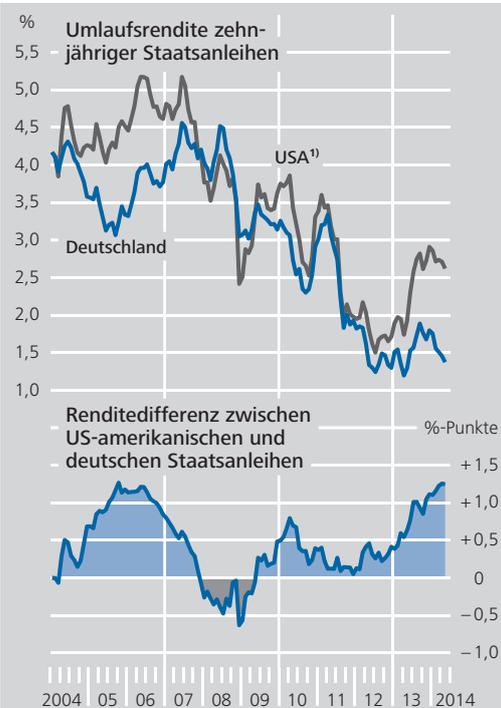
Die Renditen am US-amerikanischen Rentenmarkt sind im Berichtszeitraum deutlich gefallen. Zu Beginn des Jahres lag die Rendite zehnjähriger US-Treasuries noch bei 3%. In diesem – gemessen an den Vorjahren – vergleichsweise hohen Niveau spiegelte sich die Erwartung, dass die US-Wirtschaft auf einen steileren Expansionspfad einschwenken und die US-Notenbank die im Dezember beschlossene Drosselung der Anleihekäufe im Jahresverlauf fortsetzen würde. Die für viele Marktteilnehmer dann überraschend geringen Wachstumsimpulse in den USA und die Turbulenzen an den Finanzmärkten in einigen Schwellenländern, die eine vermehrte Nachfrage nach sicheren Anleihen auslösten, drückten die Rendite im Ergebnis um 55 Basispunkte auf 2,5%. Von ihrem Kurs, die monatlichen Anleihekäufe um weitere 5 Mrd US-\$ pro Anleihekategorie – also Treasuries und Hypothekenanleihen – zu reduzieren, rückte die US-Notenbank indes nicht ab, da offenbar nicht zuletzt Witterungseinflüsse den konjunkturellen Schwung im ersten Quartal dämpften.

... in Japan, ...

Auch in Japan gaben die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen von niedrigem Niveau aus zu Beginn des Jahres nach, und zwar um 15 Basispunkte auf 0,6%. Seitdem liegt die Schwankungsbreite japanischer Renditen bei lediglich 7 Basispunkten. Verantwortlich für den Rückgang zeichnete trotz des durch steuerinduzierte Vorzieheffekte starken realwirtschaftlichen Wachstums im ersten Quartal – neben internationalen Einflüssen – eine ganze Serie von schlechter als erwartet ausgefallenen Konjunkturindikatoren, die bei Marktteilnehmern die Befürchtung auslösten, dass das von der Regierung beschlossene Maßnahmenbündel aus geldpolitischer Lockerung, fiskalisch induzierter Nachfrage und Strukturreformen nicht in dem erhofften Ausmaß greift. Zudem dominiert die Bank von Japan den Anleihenmarkt und tritt im Rahmen ihrer quantitativen und qualitativen geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen (Quan-

Anleiherenditen in Deutschland und in den USA

Monatswerte



1 Quelle: Thomson Reuters.
 Deutsche Bundesbank

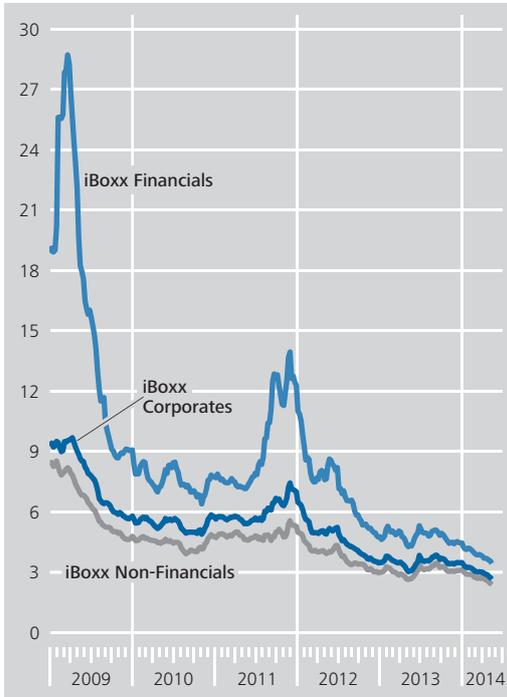
titative and Qualitative Monetary Easing) massiv als Käufer von Staatsanleihen auf und deckelt damit das niedrige Zinsniveau. Als Konsequenz der preisunelastischen Nachfrage der Bank von Japan, die bei Neuemissionen in dem entsprechenden Laufzeitsegment bis zu 70% des Volumens erwirbt, verlängert sich die Bilanz der Notenbank beständig.

Von dem allgemeinen Zinstrend haben sich auch die Renditen im Euro-Raum nicht abkoppeln können. Hier kommt der Zinsverbund mit den USA zum Tragen. Zudem schließen die Akteure an den Finanzmärkten vor dem Hintergrund der aufmerksam beobachteten aktuellen Inflationszahlen im Euro-Raum weitere geldpolitische Lockerungsmaßnahmen des Eurosystems nicht aus, trotz der allmählich anziehenden Konjunktur im Euro-Währungsgebiet. In der Konsequenz gaben im Berichtszeitraum die Zinsen in den EWU-Kernländern noch stärker nach als in den USA. Der Renditeabstand zwischen zehnjährigen US-Treasuries und Bundes-

... im Kerngebiet des Euro-Raums ...

Renditen für Unternehmensanleihen im Euro-Raum*)

in %, Wochendurchschnitte



Quelle: Markit. * BBB-Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren.
 Deutsche Bundesbank

anleihen vergrößerte sich um 15 Basispunkte auf 120 Basispunkte. Der Spread erreichte damit das höchste Niveau seit mehreren Jahren.

... und der EWU-Peripherie

Die BIP-gewichtete Rendite langfristiger Anleihen von EWU-Staaten (ohne Deutschland) ist – wie auch schon in den Monaten davor – seit Ende Dezember mit 95 Basispunkten auf 2,5% deutlich stärker gefallen als die Rendite von Bundesanleihen. Überdurchschnittlich stark sanken die Zinsen in den Peripherieländern. Hierzu trug zum einen das allgemeine Investmentklima bei, das durch niedrige Zinsen und einen hohen Risikoappetit für Anleihen geprägt ist. Seinen Widerhall findet hierin aber auch, dass sich kritische Größen wie die Wettbewerbsfähigkeit und Leistungsbilanzdefizite dieser Länder überwiegend in die richtige Richtung bewegen. Diese Entwicklung hat sich auch in den Bewertungen der Rating-Agenturen niedergeschlagen, die dieses Jahr die Bonitätseinschätzungen für Zypern, Spanien, Portugal und Irland hochgestuft haben. Allerdings

stehen nachhaltig positive Wachstumseffekte, die langfristig die Schuldentragfähigkeit der Peripherieländer sichern, in einigen Ländern noch aus. Demgegenüber wirken im Hintergrund nach wie vor das beschlossene, aber noch nicht aktivierte OMT-Programm sowie die bereits geleisteten oder in Aussicht gestellten Hilfgelder. Besonders deutlich wird das im Falle Griechenlands, dessen Schuldenquote von derzeit 175% des BIP nach Vorhersage der Europäischen Kommission im laufenden Jahr noch einmal leicht ansteigen dürfte. Das Land hat im Jahr 2013 einen sogenannten Programm-Primärüberschuss erzielt, also einen Überschuss, wenn Zahlungen für Zinsen und mit der Krise zusammenhängende Ausgaben, wie die Kosten für die Bankenrekapitalisierung, unberücksichtigt bleiben. Vor diesem Hintergrund gelang es dem griechischen Staat, am 17. April 2014 eine fünfjährige Anleihe mit einem Volumen von 3 Mrd € nach englischem Recht zu begeben, die zuletzt knapp über 5% rentierte. Diese Anleihe stieß auf reges Interesse unter anderem bei ausländischen Privatinvestoren. Darin dürfte neben der Suche nach Rendite auch zum Ausdruck kommen, dass die Anleger der wiederholten Aussage der Staats- und Regierungschefs des Euro-Raums vertrauen, wonach der Schuldenschnitt des Jahres 2012 für griechische Anleihen in den Händen privater Gläubiger einen Einzelfall darstellen solle.

Die deutsche Zinsstrukturkurve, die aus den Renditen von Bundeswertpapieren ermittelt wird, hat sich – gemessen am Renditeabstand von zwei- beziehungsweise zehnjährigen Anleihen – um 50 Basispunkte abgeflacht. Mit gut 140 Basispunkten weist sie aber immer noch eine recht hohe Steigung auf. Rückläufig war vor allem das längerfristige Laufzeitsegment. Allerdings hat auch die Rendite im Laufzeitbereich von zwei Jahren, der durch die Geldpolitik maßgeblich mitbestimmt wird, etwas nachgegeben. Hierin spiegelt sich die oben erwähnte Spekulation um weitere geldpolitische Lockerungen.

Zinsstrukturkurve aus Bundeswertpapieren verflacht

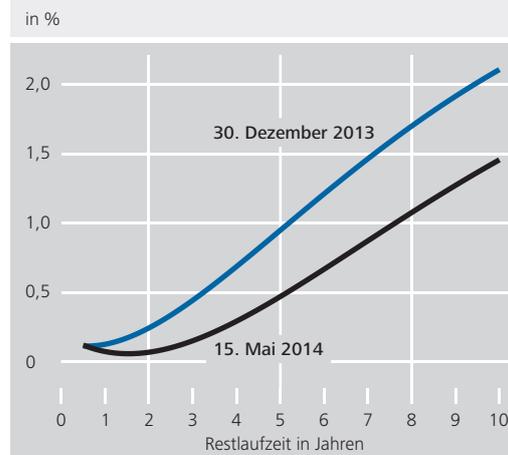
*Inflations-
erwartungen
fest verankert*

Eine Zerlegung der Zinsstrukturkurve in ihre Komponenten Realzins und Inflationserwartung zeigt, dass im Berichtszeitraum in erster Linie der realzinsbereinigte, also reale Zins nachgegeben hat, und zwar um 45 Basispunkte. Die fünfjährige Termininflationserwartung in fünf Jahren, eine Größe, auf die Zentralbanken bevorzugt abstellen, weil kurzfristige Störungen weniger stark auf sie durchwirken, liegt weiterhin bei 2%, und damit in der Nähe des Wertes zum Jahreswechsel. Die entsprechende Termininflationserwartung auf Basis von Inflationsswaps hat bis Ende Februar etwas nachgegeben; zuletzt lag sie bei gut 2,0%. Die längerfristigen Inflationserwartungen sind deshalb auch im derzeitigen Zinsumfeld als verankert anzusehen.

*Finanzierungs-
bedingungen
von Unter-
nehmen weiter
verbessert*

Die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen am Kapitalmarkt haben sich weiter verbessert und stützen die Erholung im Euro-Raum. Für europäische finanzielle Unternehmen verringerten sich die Renditen von Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren und einem BBB-Rating seit Jahresanfang deutlich von 4,5% auf zuletzt 3,5%.¹⁾ Die entsprechenden Anleiherenditen von europäischen nichtfinanziellen Unternehmen sanken ebenfalls, und zwar von 3,1% auf 2,3%. Damit rentierten Unternehmensanleihen weiterhin deutlich unterhalb ihres Fünfjahresdurchschnitts und auch merklich niedriger als vor dem Ausbruch der Finanzkrise. Trotz rückläufiger Bundesanleiherenditen engten sich auch die Renditeaufschläge gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen ein. Sie fielen für finanzielle und realwirtschaftliche BBB-Unternehmen um 40 beziehungsweise 20 Basispunkte auf 2,4 Prozentpunkte beziehungsweise 1,2 Prozentpunkte. Die Einengung der Spreads steht im Einklang mit einer rückläufigen Unsicherheit am europäischen Aktienmarkt. Sie deutet außerdem auf eine weiter gesunkene Risikoaversion der Bondmarktakteure und auf eine recht niedrige Kompensation der Investoren für erwartete Kreditausfallverluste hin. Vor dem Hintergrund des fortbestehenden globalen Niedrigzinsumfelds dürfte hierin eine anhal-

Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt^{*)}



* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren. Deutsche Bundesbank

Fünfjährige Termininflationserwartung in fünf Jahren^{*)}



Quellen: BGC Partners, Bloomberg und eigene Berechnungen.
 *) Abgeleitet aus dem festen Zins von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten (HVPI ohne Tabakwaren) der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird. Deutsche Bundesbank

tende Suche der Investoren nach Rendite zum Ausdruck kommen.

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im ersten Quartal 2014 auf 395 ½ Mrd €; es lag somit über dem Wert des Vorquartals (366 Mrd €). Nach Abzug der deutlich gestiegenen Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis inländische Anleihen für 11 ½ Mrd € getilgt. Aller-

*Gestiegener
Nettoabsatz am
Rentenmarkt*

¹ Hierbei werden Renditen von Anleihen der Unternehmen aus den nach Ratingklassen unterschiedenen Anleiheindizes von iBoxx zugrunde gelegt.

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2013		2014
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	1,2	8,1	1,8
Kreditinstitute	- 14,9	- 0,6	- 5,4
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	- 2,7	2,3	5,0
Deutsche Bundesbank	- 4,1	- 2,1	- 2,3
Übrige Sektoren	20,1	10,8	9,5
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	- 8,3	- 8,0	- 14,8
Ausländer	10,4	- 19,9	14,3
Aktien			
Inländer	14,0	- 7,0	10,7
Kreditinstitute	8,3	- 2,2	7,2
darunter:			
inländische Aktien	4,4	- 1,9	5,7
Nichtbanken	5,7	- 4,8	3,5
darunter:			
inländische Aktien	2,1	- 1,7	1,2
Ausländer	- 5,4	4,9	- 6,0
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	24,5	29,1	20,9
Anlage in Publikumsfonds	5,0	- 0,5	2,7
darunter:			
Aktienfonds	0,0	1,2	- 0,6

Deutsche Bundesbank

dings brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 27½ Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 16 Mrd €.

Mittelaufnahme öffentlicher Stellen

Die öffentliche Hand nahm im ersten Quartal 2014 den Rentenmarkt mit 4 Mrd € in Anspruch, nach 9 Mrd € im Quartal zuvor. In diesen Zahlen sind auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zuzurechnen sind. Der Bund selbst emittierte vor allem Bundesobligationen (13½ Mrd €), in geringerem Umfang auch 30-jährige Anleihen (2½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von unverzinslichen Bubills in Höhe von 8½ Mrd € gegenüber. Die Länder tilgten im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 5½ Mrd €.

Nettoabsatz von Unternehmensanleihen

Inländische Unternehmen gaben im ersten Quartal 2014 Schuldverschreibungen für per saldo 2 Mrd €. Wie schon seit einiger Zeit nutz-

ten dabei inländische Firmen die günstigen Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt und verlängerten die Duration ihrer Passiva. Während sie Anleihen mit Laufzeiten von über einem Jahr für 5½ Mrd € am Markt platzierten, ließen sie Geldmarktpapiere für netto 3 Mrd € auslaufen.

Die inländischen Kreditinstitute befinden sich weiter in einem Prozess der Schuldenrückführung. Auf Jahresfrist verringerten sie ihre Kapitalmarktverschuldung um 107½ Mrd €, davon 17½ Mrd € im ersten Quartal 2014. Dabei tilgten sie vor allem die flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (10 Mrd €) und Öffentliche Pfandbriefe (8 Mrd €), aber auch Hypothekendarlehen (1 Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von 1 Mrd € gegenüber.

Nettotilgungen der Kreditinstitute

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt traten im ersten Quartal 2014 vor allem ausländische Investoren in Erscheinung, die Rentenwerte für 14½ Mrd € in ihre Portfolios nahmen. Dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um Titel öffentlicher Emittenten. Inländische Nichtbanken erwarben Schuldverschreibungen für 9½ Mrd €; hier standen ausländische Papiere im Fokus des Anlageinteresses. Hingegen reduzierten die heimischen Kreditinstitute sowie die Bundesbank ihre Bestände an zinstragenden Papieren um 5½ Mrd € beziehungsweise 2½ Mrd €.

Erwerb von Schuldverschreibungen

In einem Umfeld, in dem sich stützende und belastende Faktoren lange fast die Waage hielten, verzeichneten die Aktienmärkte in Europa und den USA Kursgewinne. Zu Beginn des Jahres führten vor allem gesamtwirtschaftliche Schwächen und politische Unsicherheiten in einigen Schwellenländern zu Finanzmarktspannungen, die zusammen mit überwiegend verhalten ausgefallenen weltwirtschaftlichen Konjunkturmeldungen auch die Notierungen an den internationalen Aktienmärkten belasteten. Global sinkende Renditen von Staatsanleihen sowie die Aussicht auf geldpolitische Kon-

Aktienmärkte etwas fester

tinuität in den USA und auf ein fortdauerndes Niedrigzinsumfeld trugen dann aber im weiteren Quartalsverlauf zu einer Kursstabilisierung bei. Auch die sich seit April verfestigende Erwartung eines moderaten Konjunkturaufschwungs in den USA und einige positive Konjunktursignale für den Euro-Raum und für Deutschland gaben den Aktienmärkten Auftrieb. Die gewachsene konjunkturelle Zuversicht spiegelte sich auf beiden Seiten des Atlantiks in einigen günstigen Quartalsergebnissen von Unternehmen und in einer erhöhten Aktivität an geplanten Fusionen und Übernahmen wider. In Deutschland und Europa standen der Kurserholung aber auch immer wieder aufflammende Sorgen der Marktteilnehmer gegenüber, dass der geopolitische Konflikt um die Ukraine und daraus resultierende mögliche Wirtschaftssanktionen gegen Russland die Unternehmen belasten könnten.

Merkliche Kursgewinne europäischer Banken

Im Ergebnis notierten europäische und US-amerikanische Aktien gemessen an den marktbreiten Indizes Euro Stoxx und S&P 500 zuletzt 2,1% beziehungsweise 1,2% höher als Ende Dezember. Aktien des CDAX-Kursindex verloren hingegen 0,6% an Wert. Bankaktien verzeichneten in den USA Kursverluste (-0,9%); in der EWU legten sie hingegen merklich zu (+3,0%). Hierzu dürfte beigetragen haben, dass die Marktteilnehmer den Peripherieländern einen Vertrauensvorschuss entgegengebracht und ihre begonnenen strukturellen Reformanstrengungen honoriert haben, was den Banken über gestiegene Kurse von Staatsanleihen der Peripherieländer zugutegekommen sein dürfte. Dies zeigt sich auch an der Entwicklung der nationalen Aktienmärkte im Euro-Raum; vor allem italienische, portugiesische und irische Aktien verzeichneten hohe Kurszuwächse.

Kurs-Gewinn-Verhältnis gestiegen

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf der Grundlage 12-monatiger Gewinnwachstumserwartungen lag zuletzt für den Euro Stoxx und für den S&P 500 mit 13,7 sowie 15,2 über beziehungsweise nahe dem Wert von Ende Dezember. Zusammen mit einer rückläufigen Kursunsicherheit, die weiterhin merklich unter den jeweiligen

Aktienmarkt



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Fünfjahresdurchschnitten liegt, deutet dies auf eine relativ hohe Bewertung von Aktien hin. Allerdings muss bei der Beurteilung des Bewertungsniveaus berücksichtigt werden, dass sich vor dem Hintergrund der konjunkturellen Aufhellung auch die mittelfristigen Gewinnwachstumserwartungen von europäischen und US-amerikanischen Unternehmen erhöht haben. Mithilfe von Dividendenbarwertmodellen gelangt man auf dieser Basis zu einer Aktienrisikoprämie von 8,3% für den Euro Stoxx, verglichen mit 7,8% Ende Dezember. In diesem Anstieg der Risikoprämie kommt zum einen zum Ausdruck, dass die bereits leicht negativen langfristigen Realzinsen, gemessen an zehnjährigen Bundesanleihen und Inflationserwartungen aus Umfragen (Consensus Forecast), weiter gesunken sind. Zum anderen weist die höhere geforderte Kompensation für die Aktienrisiken auf eine gewisse Vorsicht der Akteure am Aktienmarkt hin, die das höhere Kurs-Gewinn-Verhältnis relativiert.

Diskrepanz zwischen der Veränderung des Auslandsvermögens und des kumulierten Saldos der Kapitalbilanz: kein geeigneter Indikator für Vermögensverluste

In den ersten Jahren der Europäischen Währungsunion (EWU) ließ sich der Anstieg des Netto-Auslandsvermögens recht gut mit den kumulierten, in der Zahlungsbilanz erfassten Netto-Kapitalexporten erklären.¹⁾ Andere Einflussfaktoren wie Bewertungseffekte oder statistische Besonderheiten gliederten sich über die Zeit zu einem großen Teil aus. Seit etwa 2007 baut sich allerdings eine zunehmende Diskrepanz auf, die bis Ende 2013²⁾ auf 636½ Mrd € angewachsen ist.³⁾ Der Unterschied zwischen den kumulierten Netto-Kapitalexporten⁴⁾ und der Veränderung des Auslandsvermögens wird häufig als Indikator hoher Verluste auf die deutschen Auslandsanlagen in der Finanzkrise interpretiert.⁵⁾ Vermutet wird, dass Abschreibungen und Wertänderungen die grenzüberschreitenden Forderungen gebietsansässiger Anleger massiv geschmälert hätten. Daraus wird dann die Schlussfolgerung gezogen, dass die deutschen Auslandsanlagen insgesamt wenig rentabel, also ein „schlechtes Investment“ seien. Dies ist so nicht korrekt, denn bei der Interpretation der Diskrepanz dürfen vielfältige statistische und methodische Unterschiede zwischen der Stromrechnung der Zahlungsbilanz und der Bestandsrechnung des Auslandsvermögensstatus (AVS) nicht vernachlässigt werden. Dabei spielten krisenbedingte Abschreibungen eine gewisse, auf aggregierter Ebene aber unbedeutende Rolle. Schlussendlich lässt sich zeigen, dass die deutschen Auslandsforderungen auch in der Krise eine höhere Gesamtrendite aufwiesen als beispielsweise die deutschen Auslandsverbindlichkeiten.

Beiträge zur Diskrepanz

Statistische Faktoren

Statistische Faktoren führten zu merklichen Unterschieden zwischen den (kumulierten) Kapitalströmen und den Veränderungen des Auslandsvermögens (seit 2007 in der Summe über 400 Mrd €). Den beiden Rechenwerken Zahlungsbilanz und AVS liegen für viele Positionen unterschiedliche Primärstatistiken zugrunde. Dies kann zu Abweichungen führen, die zugleich aber auch der Kontrolle und Verbesserung der Erhebungssysteme dienen. Ein Beispiel hierfür sind Finanzderivate, die seit Jahren in der Zahlungsbilanz erfasst werden und dort zu Netto-Kapitalexporten geführt haben. Seit 2010 – beginnend mit den Monetären Finanzinstituten – werden in Deutschland Schritt für Schritt

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Das deutsche Auslandsvermögen seit Beginn der Währungsunion: Entwicklung und Struktur, Oktober 2008, S. 15 ff.

2 Gemäß vorläufiger Angaben aus dem vierteljährlichen Auslandsvermögensstatus.

3 Bei einer Betrachtung für den Zeitraum ab Beginn der EWU verringert sich die Abweichung auf 540 Mrd €, weil in den ersten Jahren der Währungsunion das Netto-Auslandsvermögen stärker als die kumulierten Zahlungsbilanztransaktionen angestiegen ist.

4 Gelegentlich wird auch auf die kumulierten Salden der Leistungsbilanz abgestellt. Die Differenz zwischen der Kapital- und der Leistungsbilanz (einschl. Vermögensübertragungen) wird in der statistischen Größe „Restposten“ in der Zahlungsbilanz ausgewiesen. Ein wesentlicher Faktor für den (überwiegend positiven) Restposten sind grenzüberschreitende Bargeldbewegungen, die in der EWU bislang statistisch nicht verlässlich erfasst werden können.

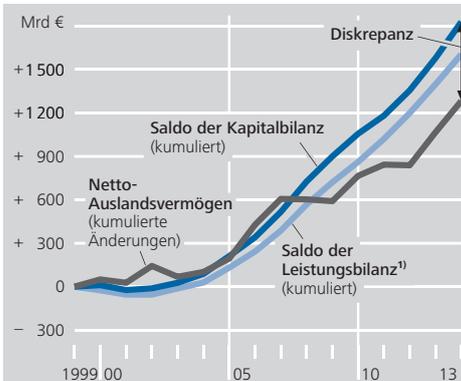
5 Vgl.: K. Klär, F. Lindner und K. Šehović (2013): Investition in die Zukunft? Zur Entwicklung des deutschen Auslandsvermögens, Wirtschaftsdienst: Zeitschrift für Wirtschaftspolitik, 93 (3), S. 189–197; sowie G. Baldi und B. Bremer (2013), Verluste auf das deutsche Nettoauslandsvermögen – wie sind sie entstanden?, DIW Wochenbericht, Nr. 49, S. 32–40. Aber auch in: Europäische Kommission, Macroeconomic Imbalances Germany 2014, European Economy Occasional Papers 174, März 2014, S. 72.

auch Derivatebestände erfasst und fließen in den AVS ein. Gleichwohl lag die Nettoposition der Finanzderivate im AVS Ende 2013 um rund 173 Mrd € niedriger als nach den Zahlungsströmen für alle Sektoren seit 2007 zu erwarten gewesen wäre. Diese Diskrepanz erklärt sich überwiegend aus zwischenzeitlich hohen Ankäufen in der Zahlungsbilanz erfasster Finanzderivate durch Verbriefungsgesellschaften,⁶⁾ für die diese eine Absicherung für in Deutschland emittierte strukturierte Wertpapiere (sog. Zertifikate) darstellen.⁷⁾ Die grenzüberschreitenden Transaktionen mit den zugehörigen Zertifikaten werden wiederum im Wertpapierverkehr verbucht. Weitere Beispiele unterschiedlicher Datenquellen betreffen die Wertpapierposition (mit der Depotstatistik) und das Beteiligungskapital von Direktinvestitionsunternehmen (mit der Bestandserhebung über Direktinvestitionen). In der Summe wurde durch statistische Faktoren abseits der Finanzderivate das deutsche Auslandsvermögen um rund 240 Mrd € niedriger ausgewiesen als nach den Kapitalströmen zu erwarten gewesen wäre.

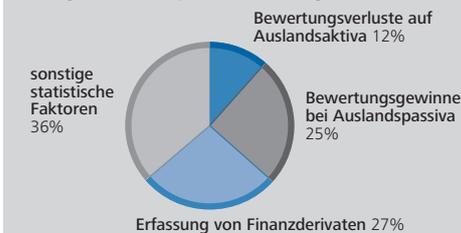
Bewertungseffekte

Bewertungsbedingte Anpassungen gehen in erster Linie auf Marktpreis- und Wechselkurseffekte zurück. Marktpreisänderungen unterliegen unter anderem die Wertpapierpositionen, der Grundbesitz, die Goldbestände der Bundesbank sowie das Beteiligungskapital börsennotierter Unternehmen. Wechselkurseffekte betreffen alle Positionen, die in Fremdwährung notiert sind. Angesichts der typischen Schwankungen von Marktpreisen und Wechselkursen gleichen sich Bewertungseffekte über die Zeit häufig zumindest teilweise wieder aus. Der AVS stellt somit nur eine Momentaufnahme der gesamtwirtschaftlichen Auslandsposition dar. Alles in allem drückten Marktpreis- und Wechselkurseffekte das deutsche Netto-Auslandsvermögen

Kapitalbilanz, Leistungsbilanz und Netto-Auslandsvermögen



Beiträge zur Diskrepanz seit Anfang 2007



¹ Einschl. Vermögensübertragungen.
 Deutsche Bundesbank

gen seit 2007 um 233 Mrd €. Der Rückgang des Netto-Auslandsvermögens um 177½ Mrd € im Rahmen der Marktpreiseffekte war insbesondere auf den Kursanstieg hiesiger Anleihen im Auslandsbesitz zurückzuführen. Nicht zuletzt die „Safe Haven“-Eigenschaft deutscher Staatspapiere in der Krise hat zu einem deutlich höheren Engagement ausländischer Investoren in Bundesanleihen geführt. Dies hat auch deren Renditen gedrückt und zu den Kursgewinnen beigetragen.

Wechselkurseffekte sind per saldo für einen Rückgang des Netto-Auslandsvermögens von 55½ Mrd € verantwortlich. Im Zeitraum von 2007 bis 2012 saldierten sich die posi-

⁶ Künftig sollen zudem die Derivatebestände des Unternehmenssektors, zu dem auch die Verbriefungsgesellschaften gehören, im AVS ausgewiesen werden, sodass eine weitere Lücke im Erfassungssystem geschlossen wäre.

⁷ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zertifikate und Optionscheine in der Zahlungsbilanz, Monatsbericht, März 2008, S. 26 f.

tiven und negativen Wechselkurseinflüsse nahezu gänzlich. Damit ist der Wechselkurseffekt per saldo fast komplett der Aufwertung des Euro im letzten Jahr zuzuschreiben, der aufgrund des höheren Fremdwährungsanteils bei den deutschen Auslandsforderungen im Ergebnis zu einem Rückgang des Netto-Auslandsvermögens geführt hat.

Dauerhafte Wertverluste durch Abschreibungen und Vermögensabgänge schlagen sich beispielsweise in gesondert erfassten Sammelwertberichtigungen von Banken nieder; sie summierten sich während der Finanzkrise im AVS auf 37½ Mrd €.

Rentabilität des deutschen Auslandsvermögens

Im Folgenden werden mit der Vermögenseinkommensrendite und der die Bewertungseffekte einbeziehenden Gesamtrendite zwei geeignete Konzepte zur Abschätzung der Rentabilität des Auslandsvermögens vorgestellt.

Einkommensrendite

Bei den grenzüberschreitenden Vermögenseinkommen (vorwiegend handelt es sich um Dividenden und Zinsen) liegt die Rendite aus deutschen Vermögensanlagen im Ausland seit 2004 über der, die gebietsfremde Anleger mit ihren Anlagen in Deutschland erzielen. Zuletzt (2013) betrug die Einkommensrendite aus dem deutschen Auslandsvermögen 2,8%. Ausländer konnten demgegenüber mit ihren hiesigen Anlagen eine Einkommensrendite von nur 2,1% erwirtschaften.

Gesamtrendite

Zusätzlich zu den in der Zahlungsbilanz erfassten Einkommensströmen kann man den verschiedenen Anlageformen die im

AVS berücksichtigten marktpreis- und wechselkursbedingten Veränderungen sowie abschreibungsbedingte Wertberichtigungen zuordnen und diese jeweils in Relation zum Anfangsbestand der Periode setzen. Die so ermittelte Gesamtrendite des deutschen Auslandsvermögens lag für die Jahre 2005⁸⁾ bis 2013 im Mittel bei 4,0% und damit über der im gleichen Zeitraum erzielten Gesamtrendite der ausländischen Anlagen in Deutschland (3,8%). Eine Aufgliederung nach Anlageformen ergibt für die deutschen Direktinvestitionen im Ausland eine überdurchschnittlich hohe Gesamtrendite von 7,2%. Demgegenüber erzielten ausländische Unternehmen mit ihren Direktinvestitionen in Deutschland eine jährliche Gesamtrendite von nur 4,9%.

Fazit

Der weit überwiegende Teil der von 2007 bis 2013 verzeichneten Diskrepanz zwischen den kumulierten Netto-Kapitalströmen und der Zunahme des Netto-Auslandsvermögens ist nicht auf krisenbedingte Vermögensverluste zurückzuführen, sondern lässt sich mit den unterschiedlichen statistischen Erhebungsverfahren sowie Kurssteigerungen bei den deutschen Auslandspassiva erklären. Alles in allem liegen sowohl die reine Vermögenseinkommensrendite als auch die Bewertungseffekte einbeziehende Gesamtrendite der deutschen Auslandsaktiva jeweils über der Rendite der Auslandspassiva. Letztlich ist dies ein Indiz für das vergleichsweise erfolgreiche Auslandsengagement hiesiger Investoren. Von einer besonders schlechten Performance der deutschen Auslandsanlagen kann jedenfalls keine Rede sein.

⁸ Weiter zurückliegende Angaben liegen für die detaillierte Berechnung der Gesamtrendite nicht vor.

*Mittelaufnahme
 am Aktienmarkt
 und Aktien-
 erwerb*

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im ersten Vierteljahr 2014 weiterhin relativ verhalten. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für 1 Mrd €; dabei handelte es sich überwiegend um börsennotierte Werte. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg um 4 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere in erster Linie von heimischen Kreditinstituten (7 Mrd €), die sich per saldo eher in inländischen Titeln engagierten (5½ Mrd €). Gebietsansässige Nichtbanken kauften Aktien für 3½ Mrd €, hier standen demgegenüber ausländische Werte im Vordergrund. Hingegen trennten sich ausländische Investoren von Aktien in Höhe von 6 Mrd €.

Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 23½ Mrd €, nach einem Aufkommen von 28½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (21 Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Rentenfonds (12 Mrd €), aber auch Gemischte Wertpapierfonds (5½ Mrd €), Offene Immobilienfonds (2½ Mrd €) und Gemischte Fonds (2 Mrd €) neue Anteile unterbringen. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im ersten Quartal 2014 im Ergebnis neue Mittel für 9½ Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 34 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich in erster Linie heimische Papiere. Hingegen veräußerten heimische Kreditinstitute Investmentanteile für ½ Mrd €. Ausländische Investoren waren im Ergebnis nur marginal am Fondsmarkt beteiligt.

■ Direktinvestitionen

*Kapitalexporte
 im Bereich der
 Direkt-
 investitionen*

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, welcher Mittelabflüsse im Umfang von netto 31½ Mrd € verzeichnete, ergaben sich im Bereich der Direktinvestitionen im

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Position	2013		2014
	3. Vj.	4. Vj.	1. Vj. ^{p)}
Mrd €			
I. Leistungsbilanz ^{1) 2)}	+ 45,2	+ 62,9	+ 48,5
Außenhandel ^{1) 3)}	+ 49,8	+ 49,9	+ 47,7
Dienstleistungen ¹⁾	- 5,1	+ 6,2	+ 4,6
Erwerbs- und Vermögens- einkommen ¹⁾	+ 19,4	+ 23,4	+ 19,6
Laufende Übertragungen ¹⁾	- 10,4	- 7,7	- 15,7
II. Vermögens- übertragungen ^{1) 4)}	+ 0,1	+ 1,0	+ 1,8
III. Kapitalbilanz ¹⁾ (Netto-Kapitalexport: -)	- 64,7	- 75,4	- 66,2
1. Direktinvestitionen	- 4,0	+ 10,0	- 23,9
Deutsche Anlagen im Ausland	- 8,2	- 9,5	- 22,7
Ausländische Anlagen im Inland	+ 4,2	+ 19,5	- 1,2
2. Wertpapiere	- 38,4	- 34,0	- 31,7
Deutsche Anlagen im Ausland	- 32,6	- 23,7	- 40,6
Aktien	- 8,7	+ 2,9	- 3,4
Investmentzertifikate	- 7,7	- 8,3	- 9,7
Schuldverschreibungen	- 16,3	- 18,2	- 27,5
Anleihen ^{5) 6)}	- 16,6	- 17,7	- 22,6
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 7,8	- 12,0	- 22,4
Geldmarktpapiere	+ 0,3	- 0,5	- 4,9
Ausländische Anlagen im Inland	- 5,7	- 10,3	+ 8,9
Aktien	+ 4,0	+ 4,2	- 5,3
Investmentzertifikate	+ 1,2	+ 5,4	- 0,1
Schuldverschreibungen	- 10,9	- 19,9	+ 14,3
Anleihen ^{5) 6)}	- 5,3	+ 10,9	+ 7,5
darunter: öffentliche Anleihen	+ 4,3	+ 16,4	+ 19,3
Geldmarktpapiere	- 5,6	- 30,8	+ 6,8
3. Finanzderivate ⁷⁾	- 1,2	- 5,5	- 4,5
4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾	- 22,1	- 44,5	- 6,6
Monetäre Finanz- institute ⁹⁾	- 15,3	- 63,9	+ 0,8
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privatpersonen	- 25,9	- 74,7	+ 7,2
darunter: kurzfristig	+ 2,8	- 22,5	- 19,2
Staat	+ 8,5	- 12,8	- 15,6
darunter: kurzfristig	- 11,5	- 9,5	- 6,0
Bundesbank	- 10,4	- 6,3	- 8,7
Bundesbank	+ 2,0	+ 51,4	+ 17,9
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) ¹⁰⁾	+ 0,8	- 1,5	+ 0,6
IV. Statistisch nicht aufglieder- bare Transaktionen	+ 19,4	+ 11,5	+ 15,9

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 Bis einschl. 2012 bereinigt um Stückzinsen. ⁷ Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. ⁸ Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. ⁹ Ohne Bundesbank. ¹⁰ Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

ersten Quartal 2014 Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 24 Mrd €.

Deutsche Direktinvestitionen im Ausland

Ausschlaggebend war die vergleichsweise hohe Mittelbereitstellung gebietsansässiger Eigner an ihre Tochterunternehmen im Ausland, die im ersten Quartal bei 22 ½ Mrd € lag. Dabei wurden im Wesentlichen ausländische Gewinne reinvestiert (11 ½ Mrd €) und das Beteiligungskapital aufgestockt (8 ½ Mrd €). Wichtige Zielländer deutscher Direktinvestitionen waren hierbei die Niederlande (12 ½ Mrd €) sowie das

Vereinigte Königreich und Frankreich (jeweils 3 Mrd €).

Gebietsfremde Investoren fuhren das Engagement bei ihren Tochtergesellschaften in Deutschland im ersten Quartal leicht zurück (1 Mrd €). Der Kapitalabbau erfolgte per saldo ausschließlich über den konzerninternen Kreditverkehr (4 ½ Mrd €). Dagegen stockten ausländische Muttergesellschaften ihren Kapitalbestand in Form von reinvestierten Gewinnen bei den hiesigen Tochtergesellschaften auf (3 ½ Mrd €).

Ausländische Direktinvestitionen im Inland