

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Finanzmärkte stark beeinflusst durch die Geldpolitik und Portfolioumschichtungen

Das Geschehen an den Finanzmärkten war im bisherigen Verlauf des Jahres 2015 stark von der Geldpolitik sowie von größeren Portfolioumschichtungen beeinflusst. In der EWU beschloss der EZB-Rat Mitte Januar mehrheitlich, das Wertpapierankaufprogramm auszuweiten. An den Anleihemärkten in der EWU führten die Erwartungen auf das Quantitative Easing bereits im Vorfeld zu starken Renditerückgängen bei Staatsanleihen, die sich nach dem Beginn der Käufe zunächst fortgesetzt haben. Zeitweilig rentierten Bundesanleihen mit einer Laufzeit von zehn Jahren mit nur noch 0,04%. Die niedrigen Anleiherenditen stärkten zeitweilig auch die Aktienmärkte. Im Euro-Raum kam es bis in den April hinein zu kräftigen Kurssteigerungen. Hierzu hat auch beigetragen, dass die Wachstumskräfte im Euro-Raum weiter an Schwung gewonnen haben und dass der Euro an den Devisenmärkten in dieser Phase gegenüber US-Dollar, Pfund Sterling und Yen spürbare Kursverluste verzeichnet hat. Auch die Renditen von US-Treasuries haben zeitweilig nachgegeben. Dabei könnte eine Rolle gespielt haben, dass die Wachstumsdynamik in den USA schwächer als zuvor eingeschätzt wird und die Marktteilnehmer nach der März Sitzung des Offenmarktausschusses der US-Notenbank von einer späteren Straffung der geldpolitischen Zügel ausgingen.

Zu einer massiven Gegenbewegung an den Finanzmärkten kam es allerdings seit Ende April, als sich bei den Anlegern die Meinung durchsetzte, die Renditen von Benchmark-Anleihen seien auf ein nicht nachhaltiges niedriges Niveau gefallen. Dies führte zu einer Neuausrichtung der internationalen Vermögensanlagen. In der Folge stiegen die Anleiherenditen weltweit deutlich an und die Aktienmärkte in vielen Volkswirtschaften verzeichneten Kursverluste. Auch der Euro konnte einen Teil seiner Kurseinbußen wieder wettmachen.

■ Wechselkurse

Nachdem der EZB-Rat im Januar den Beschluss über ein erweitertes Wertpapierankaufprogramm bekanntgegeben hatte, fiel der Euro-Dollar-Kurs im Vortagsvergleich um 4 Cent auf einen Wert von 1,12 US-\$. In der Folgezeit konnte sich der Euro zwar zunächst wieder etwas befestigen; in der ersten Märzhälfte geriet er aber erneut unter Abgabedruck. Belastet wurde der Euro zum einen durch den Beginn der Staatsanleihekäufe, der mit kräftigen Renditerückgängen von Staatsanleihen im Euro-Raum einherging. Zum anderen hatte die Veröffentlichung unerwartet günstiger Zahlen vom US-Arbeitsmarkt aus Sicht der Marktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit für eine anstehende Zinswende in den USA erhöht und hierüber den US-Dollar gestützt. Mit einer Notierung von 1,06 US-\$ erreichte der Euro-Dollar-Kurs Mitte März den tiefsten Stand seit 12 Jahren.

In der zweiten Märzhälfte konnte der Euro-Dollar-Kurs zunächst einen Teil der zuvor verzeichneten Kursverluste wettmachen, als die Federal Reserve (Fed) in ihrer Erklärung zur Zinspolitik ihre Inflationserwartungen und die Erwartungen an das Tempo der geldpolitischen Straffung gesenkt hatte. Doch bereits Anfang April hat die Veröffentlichung des Sitzungsprotokolls der Fed Spekulationen auf eine baldige Leitzinserhöhung in den USA wieder verstärkt, woraufhin der Euro zur Monatsmitte erneut auf 1,06 US-\$ zurückfiel. Nach der Bekanntgabe günstiger Konjunkturdaten und unter dem Eindruck des kräftigen Renditeanstiegs im Euro-Raum hat sich der Euro zuletzt spürbar befestigt. Jenseits des Atlantiks fiel eine Reihe von Wirtschaftsdaten dagegen schwächer als erwartet aus, wodurch der Euro zusätzlich gestärkt wurde. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 1,14 US- $\text{\$}$; er lag damit rund 6% niedriger als zum Jahresbeginn 2015.

Euro mit Kursverlusten gegenüber dem US-Dollar, ...

Wechselkurs des Euro

Tageswerte; log. Maßstab



Quelle: EZB. **1** Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999. **2** Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 19 Ländern.
 Deutsche Bundesbank

... dem Yen ...

Nachdem die japanische Regierung bei den Neuwahlen im Dezember 2014 bestätigt worden und die politische Unsicherheit als eine der Ursachen für die vorangegangenen starken Kursverluste weggefallen war, hat sich der Yen gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner zu Beginn des Jahres 2015 spürbar erholt. Dies galt auch im Verhältnis zum Euro. Im Januar hat der Beschluss des EZB-Rats über das erweiterte Wertpapierankaufprogramm auch den Euro-Yen-Kurs merklich belastet. Nach der Veröffentlichung unerwartet günstiger Wachstumszahlen des Bruttoinlandsprodukts (BIP) für das Euro-Währungsgebiet und eines schwächer als erwartet ausgefallenen Wach-

tums der japanischen Wirtschaft stabilisierte sich der Euro-Yen-Kurs in der zweiten Februarhälfte bei 135 Yen. Doch mit dem Beginn der Staatsanleihekäufe verlor der Euro in der ersten Märzhälfte erneut deutlich an Wert. Er bewegte sich in der Folgezeit ohne klar erkennbare Richtung in einem Band zwischen 127 Yen und 131 Yen. Zuletzt wertete der Euro gegenüber dem Yen allerdings wieder auf, nachdem die japanische Notenbank ihre Inflations- und Wachstumsprognose nach unten korrigiert hatte. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 136 Yen; im Berichtszeitraum hat er damit rund 6½% an Wert verloren.

... und dem Pfund Sterling

Auch im Verhältnis zum Pfund Sterling wurde der Euro in den ersten Monaten des Jahres 2015 von den Beschlüssen für eine weitere umfangreiche geldpolitische Lockerung im Euro-Raum belastet. Mitte März konnte sich der Euro etwas erholen, nachdem die Bank von England vor den Belastungen der heimischen Wirtschaft durch die Pfund-Stärke und einer anhaltenden Niedriginflationsphase gewarnt sowie bestehende Erwartungen auf eine Zinserhöhung im Vereinigten Königreich gedämpft hatte. In der Folgezeit wurde das Pfund Sterling durch überraschend schwache Wachstumszahlen für die britische Wirtschaft im ersten Quartal 2015 belastet. Zudem drückte die Unsicherheit über den Ausgang der Wahlen zum britischen Unterhaus den Pfund-Kurs. Nach dem überraschend klaren Wahlergebnis, durch das sich die konservative Partei die absolute Mehrheit im Parlament sicherte, hat sich das britische Pfund zuletzt aber wieder erholt. Zum Ende der Berichtsperiode stand der Euro bei einem Kurs von 0,72 Pfund Sterling. Per saldo verzeichnete er damit seit Beginn des Jahres einen Kursverlust gegenüber dem britischen Pfund von 7%.

Besonders starke Kursverluste hatte der Euro im Berichtszeitraum gegenüber dem Schweizer Franken zu verzeichnen (-13½%), dessen Mindestkurs von 1,20 Franken pro Euro die Schweizerische Nationalbank am 15. Januar 2015 aufgab. Außerdem wertete der Euro gegenüber einigen asiatischen Währungen ver-

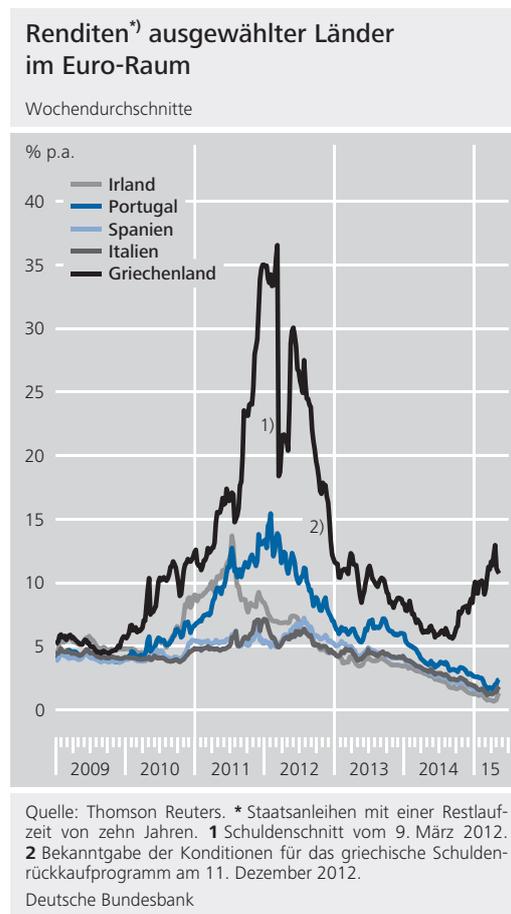
Spürbare Wertverluste des Euro in effektiver Rechnung

gleichsweise deutlich ab. Etwas günstiger entwickelte er sich jedoch gegenüber einigen nord- und mitteleuropäischen Währungen. Insgesamt hat der effektive Wechselkurs des Euro gegenüber 19 Handelspartnern seit Jahresbeginn per saldo 5½% an Wert verloren.¹⁾ Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euro-Raums hat sich durch die Euro-Abwertung verbessert; sie weicht derzeit nicht wesentlich von ihrem langfristigen Durchschnitt ab.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Europäischer Rentenmarkt unter dem Einfluss der Geldpolitik und von Portfolioumschichtungen

Die Rentenmärkte des Euro-Raums standen zunächst weiter unter dem Einfluss des im September 2014 beschlossenen und im Januar 2015 erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten. Seit März 2015 werden vom Eurosystem zusätzlich zu gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bonds) und mit Forderungstiteln besicherten Wertpapieren (Asset Backed Securities) auch Anleihen von im Euro-Raum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen gekauft, wobei das monatliche Ankaufvolumen insgesamt 60 Mrd € beträgt und die zu erwerbenden Anleihen Mindestqualitätsanforderungen erfüllen müssen. Zudem müssen die Anleihen Restlaufzeiten zwischen zwei und 30 Jahren haben und beim Erwerb eine Mindestrendite in Höhe des Einlagensatzes aufweisen, der gegenwärtig bei minus 20 Basispunkten liegt. In diesem Marktumfeld haben die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen im Berichtszeitraum zeitweilig um gut 45 Basispunkte auf ein neues Rekordtief von 0,04% nachgegeben. Neben dem erweiterten Ankaufprogramm haben aber auch der Zinsverbund mit den USA, wo die Zinsen zwischenzeitlich ebenfalls deutlich gesunken waren, und eine rückläufige Unsicherheit, wie sie sich in den impliziten Volatilitäten von Optionen auf Future-Kontrakte spiegelte, zu den Renditerückgängen von Bundesanleihen beigetragen. Ende April drehte jedoch der Abwärtstrend, und die Rendite von Bundesanleihen löste sich in meh-

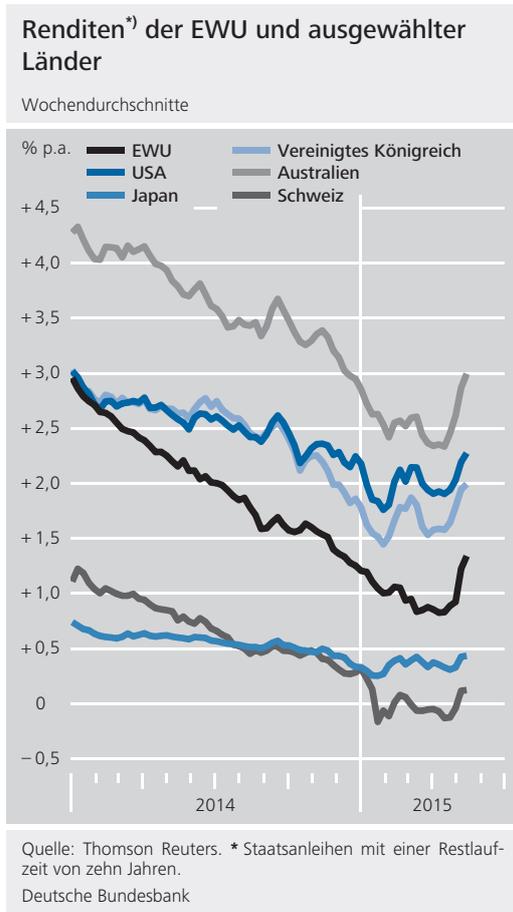


rerer Schüben vor dem Hintergrund größerer Portfolioumschichtungen von ihren Tiefständen. Zuletzt lag sie mit 70 Basispunkten 20 Basispunkte über den Werten von Ende 2014.

Die Renditen von Anleihen anderer EWU-Staaten haben sich im Großen und Ganzen im Einklang mit denjenigen von Bundesanleihen entwickelt. Bezogen auf die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Anleihen der EWU-Staaten lag der Spread zuletzt bei 90 Basispunkten und damit 10 Basispunkte unter dem Niveau zum Jahreswechsel. In der Renditeentwicklung kommen vor allem die oben genannten geldpolitischen und globalen Faktoren zum Tragen. Länderspe-

Renditedifferenzen zu Bundesanleihen mehrheitlich stabil

1 Gegenüber dem Rubel, der bei der Berechnung des effektiven Euro in diesem Länderkreis nicht berücksichtigt wird, hat der Euro im Berichtszeitraum über 20% an Wert verloren. Er notierte mit zuletzt 57 Rubel aber in etwa bei seinem Stand vor der Freigabe des Rubelkurses im November 2014. Die jüngste, breit angelegte Erholung des Rubel ist unter anderem darauf zurückzuführen, dass die Rohölpreise seit Jahresbeginn wieder gestiegen sind und der Konflikt mit der Ukraine sich nicht weiter verschärft hat.



zifische Einflüsse traten insgesamt etwas in den Hintergrund. Ausnahme hiervon sind allerdings die am Sekundärmarkt gehandelten griechischen Staatsanleihen. Diese verzeichneten im Berichtszeitraum deutliche Kursverluste. Hierin kommt die Befürchtung der Investoren zum Ausdruck, dass die neue griechische Regierung sich nicht an die mit den Gläubigerländern getroffenen Reformvereinbarungen halten und möglicherweise die Zahlungen von Zins- und Tilgungsleistungen einstellen könnte. Griechenland besitzt derzeit keinen Zugang zum Kapitalmarkt. Das von den Marktteilnehmern wahrgenommene Ausfallrisiko griechischer Staatsanleihen hat auf die Finanzierungsbedingungen anderer Peripherie-Länder – anders als zum Höhepunkt der EWU-Staatsschuldenkrise – allerdings kaum ausgestrahlt.

Am US-amerikanischen Anleihemarkt zogen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen nach recht stark ausgeprägten Schwankungen im Ergebnis ebenfalls etwas an. Zwischenzeitlich

waren sie aber deutlich rückläufig. Ausschlaggebend hierfür war eine Reihe von zum Teil deutlich unter den Markterwartungen liegenden US-Konjunkturdaten. Der hierin angezeigte gedämpfte wirtschaftliche Schwung im ersten Quartal 2015 geht zwar nach Einschätzung vieler Marktteilnehmer primär auf temporäre Einflüsse zurück. Trotzdem sank in den Augen vieler Investoren die Wahrscheinlichkeit einer frühen geldpolitischen Zinswende in den USA, zumal die US-Notenbank im März verlauten ließ, dass sie die Leitzinsen „nicht ungeduldig“ strafen würde. Diese Ankündigung strahlte auf das weltweite Zinsgefüge aus. Ende April kam es aber auch am Anleihemarkt der USA – wie in der EWU und weiteren Währungsräumen – zu einer kräftigen Korrektur der hohen Bewertungsniveaus. Auch in Japan stiegen die Renditen zum Ende des Berichtszeitraums. Sie lösten sich aber kaum aus dem Korridor, in dem sie sich seit Ende 2014 bewegt hatten. Der japanische Rentenmarkt ist seit geraumer Zeit durch Verkäufe der japanischen Notenbank dominiert.

Renditen auf internationalen Anleihemärkten zogen unter Schwankungen an

Die deutsche Zinsstrukturkurve, die aus den Renditen von Bundeswertpapieren ermittelt wird, hat sich seit Ende Dezember 2014 versteilt und weist bis knapp in den vierjährigen Bereich negative Renditen auf. Zeitweilig waren die Renditen sogar bis über acht Jahre Restlaufzeit negativ gewesen. Der Renditeabstand von zehn- gegenüber zweijährigen Anleihen lag zuletzt bei 95 Basispunkten und damit 25 Basispunkte oberhalb des Niveaus von Beginn des Jahres (vgl. Schaubild auf S. 53). Renditerückgänge waren im Berichtszeitraum ausschließlich am kurzen Laufzeitende zu beobachten, während sich die Renditen im mittleren und langen Laufzeitsegment nach oben bewegten. In der Renditeentwicklung am kürzeren Laufzeitende kommt zum Ausdruck, dass die Marktteilnehmer für längere Zeit eine akkommodierende Geldpolitik erwarten.

Zinsstrukturkurve aus Bundeswertpapieren

Die marktbasiertere fünfjährige Termininflationssrate in fünf Jahren im Euro-Raum auf der Basis von Inflationsswaps ist über den gesamten Berichtszeitraum betrachtet – trotz eines vorüber-

Termininflationssrate per saldo wenig verändert

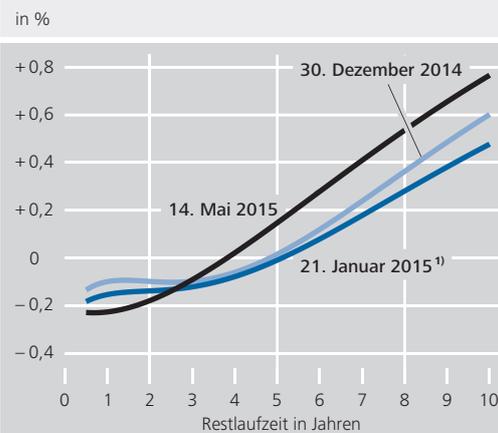
gehenden Rückgangs auf 1,5% – leicht gestiegen; zuletzt lag sie bei gut 1,8% und damit 10 Basispunkte über dem Stand von Ende 2014. Die Termininflation in den USA bewegte sich weitgehend im Gleichlauf dazu. Beigetragen zu dieser Entwicklung – nach dem kräftigen Rückgang im vergangenen Jahr – haben wohl in erster Linie globale Faktoren wie der Ölpreis, der gegenüber Ende Dezember wieder angezogen hat und dessen rapider Verfall zuvor Abwärtsdruck auf die ausgewiesenen Termininflationen ausgeübt hatte. Die verbesserten Konjunkturaussichten im Euro-Raum sowie die Abwertung des Euro haben sich im Berichtszeitraum überwiegend auf die Kassainflationserwartungen ausgewirkt; dabei ist die Erwartung für die nächsten fünf Jahre fast doppelt so stark gestiegen wie diejenige für die nächsten zehn Jahre, sodass die längerfristige Termininflation davon nur wenig beeinflusst wurde. Im Euro-Raum liegen die umfragebasierten Inflationserwartungen weiterhin über den marktbasierteren Break-even-Raten, was den Schluss nahelegt, dass eine negative Inflationsrisikoprämie in den marktbasierteren Indikatoren enthalten ist.

In dem gegenwärtigen Umfeld stark volatiler Anleiherenditen und vor dem Hintergrund des Wertpapierankaufprogramms sind die Veränderungen marktbasierter Inflationserwartungen im Euro-Raum besonders vorsichtig zu interpretieren. Zwar wird das Risiko von Verzerrungen dadurch gemildert, dass hier auf Inflationsswaps abgestellt wird; da aber zwischen dem Anleihe- und dem Swapmarkt Arbitragebeziehungen bestehen, kann nicht ausgeschlossen werden, dass auch die auf Basis von Inflationsswaps abgeleiteten Indikatoren durch die Staatsanleihenkäufe beeinflusst werden.

Am Markt für europäische Unternehmensanleihen haben sich die bereits sehr günstigen Finanzierungsbedingungen für finanzielle Unternehmen weiter verbessert. BBB-Anleihen von Finanzunternehmen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren rentierten zuletzt mit 2,8% gut 15 Basispunkte niedriger als Ende

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen

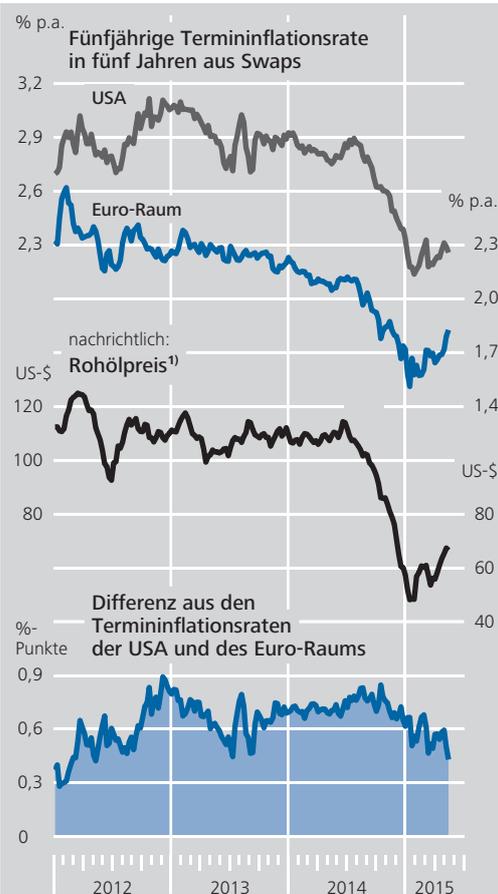
Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt^{*)}



* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren. **1** Stand am Tag vor der EZBR-Sitzung.
 Deutsche Bundesbank

Termininflationen^{*)} im Euro-Raum und in den USA

Wochendurchschnitte



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters und eigene Berechnungen. * Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten (HVPI ohne Tabakwaren für den Euro-Raum sowie CPI Urban Consumers für die USA) der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird. **1** Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).

Deutsche Bundesbank

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2014		2015
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	4,1	12,3	52,2
Kreditinstitute	- 5,4	- 12,8	9,5
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	5,0	7,4	2,3
Deutsche Bundesbank	- 2,3	- 1,6	12,5
Übrige Sektoren	11,7	26,7	30,2
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	- 14,5	7,5	- 3,2
Ausländer	14,0	- 10,2	0,0
Aktien			
Inländer	8,7	6,9	- 2,7
Kreditinstitute	7,2	4,8	10,5
darunter:			
inländische Aktien	5,7	4,7	11,8
Nichtbanken	1,5	2,1	- 13,2
darunter:			
inländische Aktien	- 0,4	- 5,8	- 17,8
Ausländer	- 4,4	2,8	6,2
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	20,9	31,3	45,9
Anlage in Publikumsfonds	2,7	- 1,5	9,6
darunter:			
Aktienfonds	- 0,6	- 4,4	3,0

Deutsche Bundesbank

Dezember 2014. Die entsprechenden Renditen realwirtschaftlicher Unternehmen stiegen hingegen um 20 Basispunkte. Damit sind die Unternehmensanleiherenditen, die zwischenzeitlich sogar neue historische Tiefstände erreichten, mehr als 2 Prozentpunkte niedriger als vor dem Ausbruch der Finanzkrise. Bei im Ergebnis gestiegenen sicheren Zinsen engten sich die Renditeaufschläge gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen für finanzielle Unternehmen um etwa 35 Basispunkte ein, während sie sich für nicht-finanzielle Unternehmen im Ergebnis kaum veränderten. Die sehr geringen Renditeaufschläge, die deutlich unter ihren jeweiligen Fünfjahresdurchschnitten liegen, deuten auf eine relativ hohe Bewertung am Markt für Unternehmensanleihen hin. Hierzu dürfte wesentlich beigetragen haben, dass Anleger im derzeitigen Niedrigzinsumfeld auf der Suche nach Rendite verstärkt Unternehmensanleihen nachfragen.

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im ersten Quartal 2015

auf 405½ Mrd €; es lag somit deutlich über dem Wert des Vorquartals (330½ Mrd €). Nach Abzug der ebenfalls gestiegenen Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis 15 Mrd € emittiert. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 37 Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 52 Mrd €.

Gestiegener Nettoabsatz am Rentenmarkt

Die inländischen Kreditinstitute emittierten im ersten Quartal 2015 neue Anleihen für netto 10 Mrd €. Dabei wurden vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von 18½ Mrd € begeben, in geringerem Umfang aber auch Hypothekendarlehen (3 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (11 Mrd €), aber auch von Öffentlichen Pfandbriefen (½ Mrd €) gegenüber.

Gestiegene Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute

Inländische Unternehmen begaben im ersten Quartal 2015 Schuldverschreibungen für per saldo 10 Mrd €. Dabei handelte es sich im Ergebnis weit überwiegend um Titel mit Laufzeiten von über einem Jahr. Der Großteil der Emissionen ist im Ergebnis auf Sonstige Finanzinstitute zurückzuführen (6½ Mrd €); nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften begaben Anleihen für netto 2½ Mrd €.

Nettoemissionen von Unternehmensanleihen

Die öffentliche Hand verminderte im ersten Quartal 2015 dagegen angesichts der günstigen Haushaltslage erneut ihre Kapitalmarktverschuldung, und zwar um netto 5 Mrd € (Vorquartal: 4 Mrd €). In diesen Zahlen sind auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zuzurechnen sind. Der Bund selbst tilgte vor allem Bundesobligationen (9 Mrd €), in geringerem Umfang auch zweijährige Schatzanweisungen und unverzinsliche Bubills (1½ Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von zehn- und 30-jährigen Anleihen in Höhe von 1½ Mrd € beziehungsweise 5 Mrd € gegenüber. Die Anleihen konnten dabei jeweils zu

Verringerte Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand

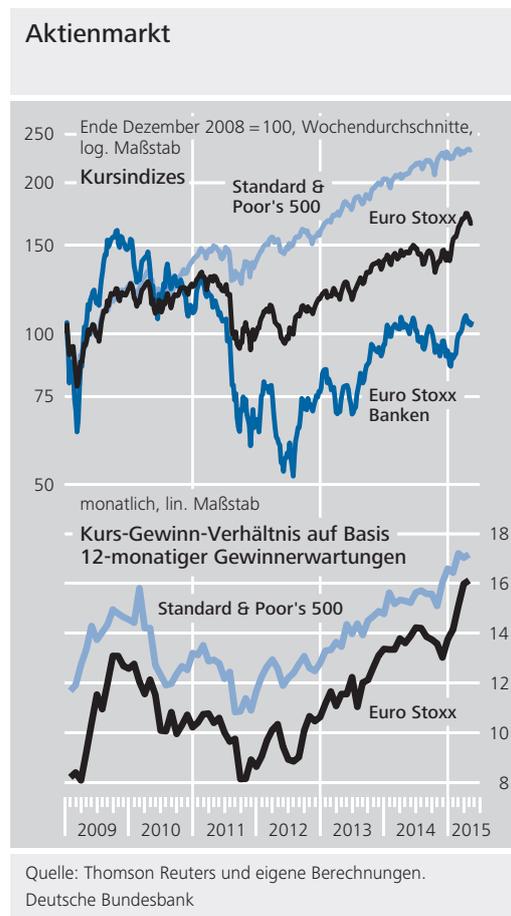
rekordtiefen Emissionsrenditen abgesetzt werden. Die Länder begaben im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 3 Mrd €.

*Erwerb von
 Schuldverschreibungen*

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt traten im ersten Quartal 2015 ausschließlich inländische Käufer in Erscheinung. Sie nahmen Rentenwerte für 52 Mrd € in ihre Portfolios auf. Vor allem inländische Nichtbanken erwarben Schuldverschreibungen für 30 Mrd €; hier standen ausländische Titel im Fokus des Anlageinteresses. Die Bundesbank kaufte unter anderem im Rahmen des Wertpapierankaufprogramms Schuldverschreibungen für insgesamt 12 ½ Mrd €, und zwar – programmgemäß – zum überwiegenden Teil Bundesanleihen. Aber auch inländische Banken stockten ihre Bestände an zinstragenden Papieren auf. Ihre Nachfrage erstreckte sich dabei sowohl auf öffentliche als auch auf private in- und ausländische Adressen. Auf der Verkäuferseite öffentlicher Anleihen befanden sich somit ausschließlich ausländische Halter, die für 23 ½ Mrd € Schuldverschreibungen an inländische Geschäftspartner veräußerten. Nahezu die gleiche Summe reinvestierten die gebietsfremden Investoren netto betrachtet wieder in Schuldverschreibungen privater gebietsansässiger Emittenten. Per saldo waren ausländische Anleger daher nur marginal am Marktgeschehen beteiligt.

*Aktienmärkte
 weltweit im Plus*

Gestützt durch die expansive Geldpolitik kam es an den europäischen und japanischen Aktienmärkten seit Jahresbeginn per saldo zu kräftigen Kursgewinnen, während US-amerikanische Aktien lediglich ein leichtes Plus verzeichneten. Im Euro-Raum erhielten Dividentitel zu Beginn des Quartals Auftrieb, als die Marktteilnehmer ihre Erwartung festigten, dass der EZB-Rat ein breit angelegtes Programm zum Kauf von Staatsanleihen beschließen würde. Nach der Ankündigung des erweiterten Ankaufprogramms am 22. Januar 2015 gewannen europäische Aktien dann abermals deutlich an Wert. Zu den Kursgewinnen haben zeitweilig fallende Staatsanleiherenditen beigetragen, die über einen niedrigeren Diskontfaktor den Barwert zukünftiger Unternehmensgewinne er-



höhen und ein Aktienengagement attraktiver machen. Exportorientierten europäischen Unternehmen kam außerdem die Abwertung des Euro gegenüber wichtigen Handelspartnern zugute (vgl. S. 51). Nicht zuletzt spiegelten die internationalen Aktienmärkte auch eine weltweit uneinheitliche Konjunktorentwicklung wider. Sowohl die europäischen als auch die japanischen Aktienmärkte wurden durch überwiegend freundliche Konjunktursignale gestützt. In den USA bremsen hingegen relativ schwache Konjunkturmeldungen den Optimismus unter den Aktienmarktteilnehmern.

Trotz jüngster Kurseinbußen notierten europäische und japanische Aktien, gemessen an den marktbreiten Indizes Euro Stoxx und Nikkei, bei Abschluss des Berichts 16,5% beziehungsweise 12,1% höher als Ende Dezember. US-amerikanische Dividentitel (S&P 500) legten um 3,0% zu. Zugleich ging die Unsicherheit der Marktteilnehmer, gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen, weltweit zurück. Der

*Deutliche
 Kursgewinne
 europäischer
 Banken*

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2014		2015
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj. p)
I. Leistungsbilanz	+ 49,5	+ 67,3	+ 60,4
1. Warenhandel ¹⁾	+ 53,3	+ 60,1	+ 59,6
2. Dienstleistungen ²⁾	- 7,2	- 7,3	- 6,5
3. Primäreinkommen	+ 17,5	+ 24,8	+ 22,4
4. Sekundäreinkommen	- 14,1	- 10,4	- 15,2
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 2,2	- 0,7	+ 0,3
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 60,0	+ 58,5	+ 53,0
1. Direktinvestition	+ 15,6	+ 22,4	+ 24,2
Inländische Anlagen im Ausland	+ 23,8	+ 16,5	+ 38,2
Ausländische Anlagen im Inland	+ 8,2	- 6,0	+ 13,9
2. Wertpapieranlagen	+ 34,9	+ 46,2	+ 49,0
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 43,2	+ 35,5	+ 55,3
Aktien ³⁾	+ 3,1	+ 3,3	+ 0,3
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 10,7	+ 6,1	+ 17,8
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 2,3	+ 1,5	- 1,6
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 24,0	+ 28,8	+ 31,0
darunter:			
denominiert in Euro ⁶⁾	+ 23,6	+ 20,5	+ 20,0
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 5,4	- 2,7	+ 6,2
Ausländische Anlagen in Wertpapieren			
inländischer Emittenten	+ 8,3	- 10,7	+ 6,3
Aktien ³⁾	- 5,6	+ 2,9	+ 1,9
Investmentfondsanteile	- 0,1	- 3,5	+ 4,4
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 6,9	+ 6,4	- 13,6
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	+ 18,1	+ 7,8	- 18,7
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 7,1	- 16,7	+ 13,6
3. Finanzderivate ⁹⁾	+ 5,2	+ 7,0	+ 11,6
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	+ 4,9	- 15,5	- 31,9
Monetäre			
Finanzinstitute ¹¹⁾	- 1,0	+ 31,2	- 66,4
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	+ 17,2	- 24,8	+ 8,3
Staat	+ 6,0	+ 8,7	- 6,4
Bundesbank	- 17,4	- 30,5	+ 32,7
5. Währungsreserven ¹³⁾	- 0,6	- 1,7	0,0
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹⁴⁾	+ 8,3	- 8,1	- 7,6

1 Ohne Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels.
 2 Einschl. Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels.
 3 Einschl. Genussscheine. 4 Einschl. reinvestierter Erträge. 5 Bis einschl. 2012 bereinigt um Stückzinsen. Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. 6 Einschl. noch ausstehender DM-Auslandsanleihen. 7 Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit bis zu einem Jahr. 8 Einschl. Anleihen der früheren Bundesbahn, der früheren Bundespost und der früheren Treuhandanstalt. 9 Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktienoptionen. 10 Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. 11 Ohne Bundesbank. 12 Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbzzweck. 13 Ohne Zuteilung von Sonderziehungsrechten und bewertungsbedingte Änderungen. 14 Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

Deutsche Bundesbank

VDax für sich genommen ist aber seit Ende März wieder deutlich gestiegen. Die verglichen mit den USA wesentlich bessere Kursentwicklung europäischer Aktien spiegelte sich auch im Bankensektor wider. Bankaktien verzeichneten in den USA nur leichte Kursgewinne (0,8%); in der EWU gewannen sie hingegen deutlich an Wert (17,3%). Zu den Kursgewinnen europäischer Bankwerte, die von den höheren Bewertungen ihrer Aktienbestände profitierten, haben Kreditinstitute aus den Peripherieländern wesentlich beigetragen. Vor dem Hintergrund, dass die Marktteilnehmer einen Ausfall Griechenlands als wahrscheinlicher einschätzten, mussten griechische Banken zwar erhebliche Kurseinbußen hinnehmen. Diese Kursverluste blieben aber ohne sichtbaren Effekt auf die Banken der übrigen Peripherieländer. Vor allem portugiesische und italienische Banktitel verzeichneten kräftige Kurszuwächse.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) auf der Grundlage 12-monatiger Gewinnerwartungen lag zuletzt für den Euro Stoxx und für den S&P 500 mit 16,0 sowie 17,2 deutlich beziehungsweise leicht über den jeweiligen Werten von Ende Dezember. Das gestiegene KGV, das beiderseits des Atlantiks über den jeweiligen Fünfjahresdurchschnitt liegt, deutet für sich genommen auf eine relativ hohe Bewertung an den Aktienmärkten hin. Bei der Beurteilung des Bewertungsniveaus müssen aber auch über die kurze Frist hinausgehende Gewinnerwartungen und die langfristig erwarteten Realzinsen berücksichtigt werden. Seit Jahresanfang haben die Analysten die mittelfristigen Gewinnwachstumserwartungen für den Euro Stoxx nur geringfügig angepasst, während die langfristigen Realzinsen, gemessen an zehnjährigen Bundesanleihen und Inflationserwartungen aus Umfragen (Consensus Forecast), etwas gesunken sind. Gemäß einem Dividendenbarwertmodell, das diese Variablen berücksichtigt, lag die Aktienrisikoprämie für den Euro Stoxx zuletzt bei 8,9% und damit etwas unterhalb des Niveaus von Ende Dezember. Dies deutet auf einen moderat gestiegenen Risikoappetit der Akteure am Aktienmarkt hin.

Aktienrisikoprämie etwas gesunken

*Mittelaufnahme
am Aktienmarkt
und Aktien-
erwerb*

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im ersten Vierteljahr 2015 recht verhalten. Inländische Unternehmen emittierten kaum neue Aktien. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg um 3½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere in erster Linie von heimischen Kreditinstituten (10½ Mrd €), die sich per saldo ausschließlich in inländischen Titeln engagierten (12 Mrd €). Ausländische Portfolioinvestoren kauften Aktien für 6 Mrd €. Hingegen trennten sich gebietsansässige Nichtbanken von Aktien in Höhe von 13 Mrd €, dabei wurden im Ergebnis ausschließlich inländische Werte veräußert.

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Rekordmittelzufluss in Höhe von 55½ Mrd €, nach einem Aufkommen von 30 Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (46 Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds (29½ Mrd €), aber auch Rentenfonds (11 Mrd €), Aktienfonds (5½ Mrd €) und Dachfonds (5 Mrd €) neue Anteile unterbringen. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im ersten Quartal 2015 im Ergebnis neue Mittel für 18 Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilsscheine für 63½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich im Ergebnis ausschließlich heimische Papiere. Auch heimische Kreditinstitute und ausländische Investoren erwarben Investmentfondsanteile, und zwar für 5½ Mrd € beziehungsweise 4½ Mrd €.

■ Direktinvestitionen

*Kapitalexporte
im Bereich
der Direkt-
investitionen*

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im ersten Quartal 2015 per saldo Mittelabflüsse im Umfang von 49 Mrd €

verzeichnete, ergaben sich auch im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 24 Mrd €.

Ausschlaggebend war die vergleichsweise hohe Mittelbereitstellung an verbundene Unternehmen im Ausland, die im ersten Quartal 2015 gut 38 Mrd € betrug. Gebietsansässige Eigner haben vor allem das Beteiligungskapital aufgestockt (12½ Mrd €), und im Ausland erzielte Gewinne wurden reinvestiert (11 Mrd €). Darüber hinaus flossen per saldo über die konzerninterne Kreditgewährung Mittel in Höhe von knapp 15 Mrd € in das Ausland. Knapp zwei Drittel der Direktinvestitionen aus Deutschland erfolgten im ersten Vierteljahr 2015 in Unternehmen in der EU; wichtige Zielländer waren dabei die Niederlande (knapp 8 Mrd €), Belgien (fast 5 Mrd €) und das Vereinigte Königreich (gut 3 Mrd €). Außerhalb der EU investierten heimische Unternehmen größere Beträge in den USA (gut 4 Mrd €) sowie mit jeweils rund 2 Mrd € in der Schweiz und in Hongkong. Die Aufschlüsselung der heimischen Direktinvestitionen nach Wirtschaftszweigen zeigt, dass Investitionen in Unternehmen des Dienstleistungssektors eine besondere Bedeutung hatten (rd. 88% der als Beteiligungskapital investierten Mittel).

Durch das Direktinvestitionsengagement gebietsfremder Anleger in Deutschland flossen hiesigen Unternehmen im ersten Quartal 2015 knapp 14 Mrd € zu. Ausländische Anleger stockten ihr Beteiligungskapital um 6 Mrd € auf; dies geschah überwiegend über reinvestierte Gewinne (4 Mrd €). Über den konzerninternen Kreditverkehr erhielten gebietsansässige Unternehmen per saldo rund 8 Mrd €, und zwar insbesondere über sogenannte Reverse Investments, bei denen ausländische (Finanzierungs-)Töchter ihren heimischen Mutterunternehmen Kredite gewähren.

*Heimische
Direkt-
investitionen
im Ausland*

*Ausländische
Direkt-
investitionen
in Deutschland*