

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Finanzmärkte erwarten quantitative Lockerung des Eurosystems

Die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten stand im vierten Quartal 2014 zunehmend im Zeichen der Erwartung umfangreicher Wertpapierkäufe durch das Eurosystem. Anlass hierfür gaben die vor dem Hintergrund der stark rückläufigen Ölpreise nachgebenden mittel- und längerfristigen Inflationserwartungen. Die Aussicht auf ein erweitertes Wertpapierankaufprogramm, das der EZB-Rat am 22. Januar 2015 mehrheitlich beschlossen hat, drückte die Anleiherenditen im Euro-Raum (mit Ausnahme Griechenlands) bereits im Vorfeld auf breiter Front; in mehreren Ländern wurden neue Tiefstände verzeichnet. Auch außerhalb des Euro-Raums gaben die Anleiherenditen angesichts der reichlichen Liquiditätsversorgung und der sinkenden Ölpreise nach. Die Aktienmärkte entwickelten sich überwiegend freundlich. Insbesondere die europäischen Börsen profitierten von einer hohen Nachfrage nach Aktien; offenbar übertraf das Kaufprogramm des Eurosystems in Volumen und Breite die Erwartungen mancher Marktteilnehmer und löste nach seiner Ankündigung eine verstärkte Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten aus. Zudem dürfte die Abwertung des Euro bei exportorientierten Unternehmen zusätzliche Gewinnerwartungen geweckt haben. Im gewichteten Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern verlor der Euro seit Ende September 2014 per saldo rund 5% an Wert. Der Anstieg der impliziten Aktienmarktvolatilität sowie die größere Uneinigkeit unter den Aktienanalysten weisen allerdings auf eine erhöhte Kursunsicherheit am Aktienmarkt hin.

■ Wechselkurse

Kursverluste des Euro gegenüber dem US-Dollar ...

Die nominale Abwertung des effektiven Euro ging zu einem maßgeblichen Teil auf die Entwicklung des bilateralen Wechselkurses gegenüber dem US-Dollar zurück. Dieser wiederum

stand besonders unter dem Einfluss einer zunehmenden Divergenz der geldpolitischen Ausrichtung dies- und jenseits des Atlantiks. Belastend für den Euro wirkten sich Ankündigungen aus dem EZB-Rat aus, eine weitere geldpolitische Lockerung könnte angesichts der absehbar gedämpften Preisentwicklung notwendig werden. Mitte November merkte EZB-Präsident Draghi an, dass expansive geldpolitische Maßnahmen auch Staatsanleihekäufe beinhalten können. Zusätzlichen Druck auf den Euro übte Anfang Dezember die unerwartet günstige Arbeitsmarktentwicklung in den USA aus.

Dennoch blieb der Wertverlust des Euro gegenüber der US-amerikanischen Währung bis Mitte Dezember 2014 vergleichsweise gering, da im Herbst einige Konjunkturindikatoren für den Euro-Raum durchaus positiv überraschten. Zudem schien ein Teil der Devisenmarktteilnehmer nach der EZB-Ratssitzung Anfang Dezember davon enttäuscht gewesen zu sein, dass nicht damals schon ein Anleihekaufprogramm beschlossen wurde. Vor allem aber scheint ihre Unsicherheit im Hinblick auf die weitere Zinsentwicklung in den USA noch ausgeprägt gewesen zu sein.

... blieben bis Mitte Dezember 2014 noch gering, ...

Denn eine beschleunigte Abwertung des Euro setzte ein, als Mitte Dezember des abgelaufenen Jahres die Stellungnahme des Offenmarktausschusses der US-amerikanischen Notenbank, in der nicht mehr auf einen „beträchtlichen Zeitraum“ verwiesen wurde, der bis zu einer Zinsanhebung verstreichen werde, vom Markt offensichtlich als Signal für einen früheren Leit-zinsanstieg interpretiert wurde. Die Kursbewegung wurde noch von der überraschend starken Aufwärtsrevision des US-BIP unterstützt. Diesseits des Atlantiks wurde der Euro zudem von dem durch Energiepreisabschläge verursachten Rückgang des EWU-Verbraucherpreisindex sowie von den Unsicherheiten im Zusammenhang mit den notwendig gewordenen Neuwahlen in Griechenland belastet. Nach dem

... beschleunigten sich aber danach

Beschluss des EZB-Rats über ein Anleihekaufprogramm im Januar 2015 fiel der Euro mit 1,12 US-\$ auf den tiefsten Stand seit September 2003. Auch wenn er sich daraufhin stabilisierte, notierte er zuletzt mit 1,13 US-\$ um 10% schwächer als Ende September 2014.

Abwertung des Euro auch gegenüber dem Yen ...

Im November gewann der Euro gegenüber dem Yen spürbar an Wert, nachdem die japanische Notenbank Ende Oktober eine Ausweitung ihrer Maßnahmen zur quantitativen Lockerung beschlossen hatte. Zusätzlich wurde der Yen im Monatsverlauf zum einen noch durch die Unsicherheit geschwächt, die im Zusammenhang mit später bestätigten Gerüchten aufkam, Ministerpräsident Abe wolle Neuwahlen ansetzen und die geplante Mehrwertsteuererhöhung verschieben, zum anderen durch den unerwarteten neuerlichen Rückgang des japanischen BIP. Vor diesem Hintergrund erreichte der Euro Anfang Dezember mit 149 Yen den höchsten Stand seit Oktober 2008. Als aber in der Folgezeit immer deutlicher wurde, dass auch der EZB-Rat ein umfangreiches Programm zum Staatsanleihekauf beschließen würde, gab der Euro vor allem im neuen Jahr die Kursgewinne rasch wieder ab. Zum Ende der Berichtsperiode stand der Euro bei einem Kurs von 136 Yen. Per saldo verzeichnete er damit in dieser Zeit einen Wertverlust gegenüber dem Yen von 2%.

... und gegenüber dem Pfund Sterling

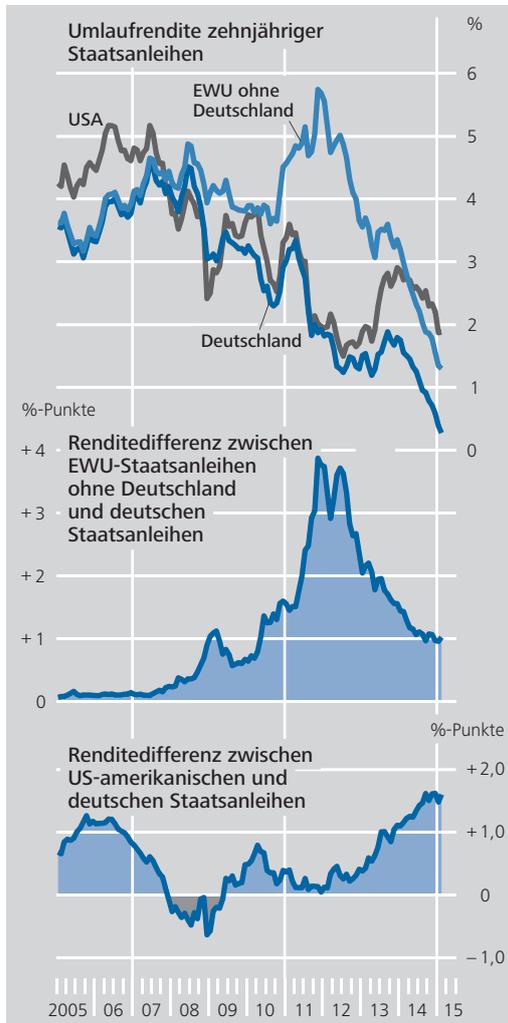
Die Ausschläge des Euro-Kurses gegenüber dem Pfund Sterling sind im Schlussquartal 2014 vergleichsweise gering geblieben. Der Euro wertete sich bis Ende November ein wenig auf, nachdem die Bank von England dem Markt signalisiert hatte, dass der erwartete Leitzinsanstieg wohl weiter in die Zukunft verschoben werden würde. Danach wurde der Euro auch im Verhältnis zum Pfund von den Perspektiven einer weiteren substantiellen geldpolitischen Lockerung im Euro-Raum belastet. Zuletzt notierte er mit 0,74 Pfund um 5% niedriger als Ende September 2014.

Am 15. Januar 2015 hob die Schweizerische Nationalbank den seit September 2011 gelten-



Anleiherenditen in Deutschland, im übrigen Euro-Raum und in den USA

Monatswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Aufgabe des Franken-Mindestkurses zum Euro

den Mindestkurs von 1,20 Franken pro Euro auf. Gleichzeitig senkte sie den Zins für Guthaben auf Girokonten oberhalb eines bestimmten Freibetrages auf $-0,75\%$, damit die Kursfreigabe „nicht zu einer unangemessenen Straffung der monetären Rahmenbedingungen führt“. Sie begründete die Maßnahme damit, dass der Euro und damit der Franken sich merklich gegenüber dem US-Dollar abgewertet haben und sich die Überbewertung des Franken reduziert habe. Bis zur Feststellung des Referenzkurses wertete sich der Euro am Tag der Freigabe zum Franken per saldo um $14\frac{1}{2}\%$ ab, der Franken zum Euro um 17% auf. Seither hat sich der Wechselkurs stabilisiert. Zuletzt stand der Euro bei 1,06 Franken,

$12\frac{1}{2}\%$ schwächer als zu Beginn des Schlussquartals 2014.

Seit Jahresbeginn wird der effektive Euro nicht mehr gegenüber 20, sondern gegenüber 19 Partnerwährungen berechnet. Litauen hat zum Jahreswechsel seine bisherige Währung, den Litas, aufgegeben und den Euro eingeführt. Der unwiderrufliche Euro-Umrechnungkurs beträgt 3,4528 Litas pro Euro. Damit ist der Euro nun in allen drei Ländern des Baltikums gesetzliches Zahlungsmittel. Der effektive Euro in der neuen Abgrenzung gegenüber 19 Handelspartnern hat im Zuge der oben beschriebenen Entwicklungen im Vergleich zum Beginn des vierten Quartals 2014 um 5% an Wert verloren. Dies ging mit einer Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem Euro-Raum einher.

Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit des Euro-Raums und Einführung des Euro in Litauen

Gegenüber dem Rubel, der bei der Berechnung des effektiven Euro in diesem Länderkreis nicht berücksichtigt wird, hat der Euro im Berichtszeitraum weiter erheblich an Wert gewonnen. Nach der Freigabe des Rubelkurses im November 2014 kam zu schon vorhandenen und weiter fortbestehenden Belastungsfaktoren wie dem Ölpreisverfall, dem Konflikt in der Ukraine und den Wirtschaftssanktionen noch die Entscheidung einer bedeutenden Rating-Agentur hinzu, die Bonität russischer Staatsanleihen unter die Investmentgrade-Schwelle zu senken. Seit Ende September 2014 belaufen sich die Kursgewinne des Euro gegenüber dem Rubel mittlerweile auf $51\frac{1}{2}\%$.

Drastischer Kursverfall des Rubel

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Nach der Aktivierung des vom Eurosystem im September 2014 angekündigten Ankaufprogramms von Asset Backed Securities und Covered Bonds festigten sich im Berichtszeitraum vor dem Hintergrund rückläufiger Inflationserwartungen mehr und mehr die Erwartungen der Marktteilnehmer, dass als weitere geldpolitische Maßnahme Staatsanleihen im

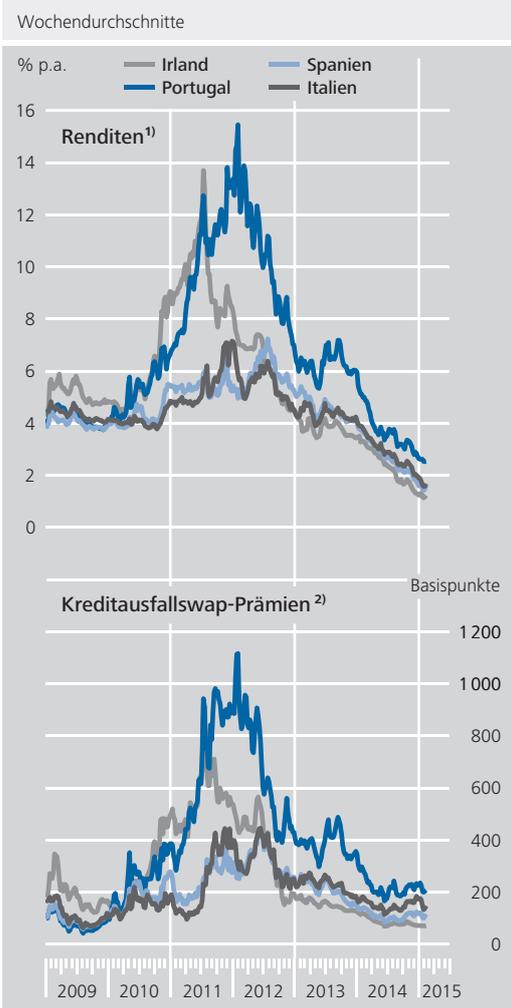
Europäischer Rentenmarkt unter dem Einfluss der Geldpolitik

breiten Stil gekauft werden würden. Unter diesen Markteinflüssen gaben die Renditen von Staatsanleihen in der EWU im gesamten Berichtszeitraum mehrheitlich nach. Auf seiner Sitzung am 22. Januar 2015 kündigte der EZB-Rat die Erweiterung des bereits bestehenden Wertpapierankaufprogramms um im Einzelnen näher spezifizierte Anleihen von im Euro-Raum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen an. Auf dem Sekundärmarkt sollen mindestens bis September 2016 Wertpapiere des öffentlichen und privaten Sektors in Höhe von 60 Mrd € monatlich gekauft werden.¹⁾ In diesem Marktumfeld reduzierte sich die mit dem Bruttoinlandsprodukt gewichtete Rendite zehnjähriger Anleihen von EWU-Staaten (ohne Deutschland) seit Ende September um 52 Basispunkte und erreichte jüngst mit gut 1,3% ein historisch niedriges Niveau. Die weiterhin hohe Nachfrage der Investoren nach Bundesanleihen bewirkte, dass die bisherigen Tiefststände bei zehnjährigen Papieren abermals unterschritten wurden. Die Renditen der zehnjährigen Bundesanleihen gaben um 55 Basispunkte nach und erreichten zuletzt ein Niveau von 0,33%.

Renditedifferenzen zu Bundesanleihen mehrheitlich gesunken

Die Erwartung der neuen geldpolitischen Maßnahmen wirkte mit Ausnahme von Griechenland auch auf die Anleiherenditen in den übrigen EWU-Ländern. In den von der Staatsschuldenkrise besonders betroffenen Ländern gaben die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen um mehr als 40 Basispunkte nach, sodass auch dort vorübergehend zumeist neue Tiefststände erreicht wurden. Die Renditeabstände zu laufzeitäquivalenten Bundesanleihen engten sich im Ergebnis zumeist leicht ein, während die über CDS-Prämien gemessenen Risikoprämien nahezu konstant blieben. In Griechenland trug die Unsicherheit im Zusammenhang mit der notwendig gewordenen Neuwahl und der wirtschaftspolitischen Ausrichtung der neuen Regierung zu einem Anstieg der Risikoprämien bei. Zehnjährige griechische Staatsanleihen rentierten im Januar 2015 erstmals seit dem Spätsommer 2013 wieder oberhalb von 10%, was seit Ende

Finanzierungsbedingungen von ausgewählten Ländern im Euro-Raum



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

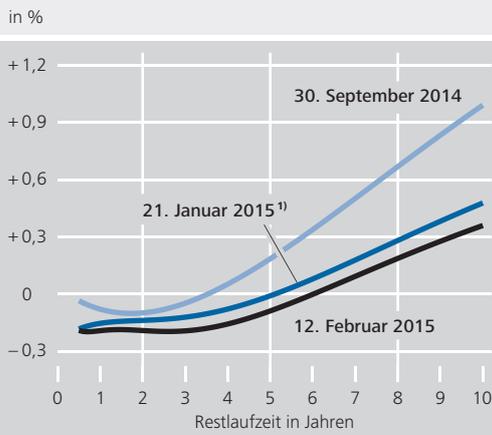
September 2014 einen Renditeanstieg von 339 Basispunkten bedeutet.²⁾

An den Anleihemärkten außerhalb des Euro-Raums traten die geopolitischen Spannungen im Herbst etwas in den Hintergrund, und der Fokus richtete sich vorwiegend auf die konjunkturelle Entwicklung der Weltwirtschaft, die im Zuge sinkender Ölpreise niedrigeren Inflations-

Renditerückgänge auf internationalen Anleihemärkten

1 Zu näheren Einzelheiten siehe S. 25 ff.
2 Der Marktumlauf griechischer Anleihen ist durch die Hilfsmaßnahmen der internationalen Gemeinschaft deutlich gesunken, und ihre Liquidität dürfte recht gering sein. Die Marktrenditen geben zudem nicht die Zinsbelastung des griechischen Staates wieder, die wesentlich von den erheblich günstigeren Konditionen der Hilfsprogramme abhängt.

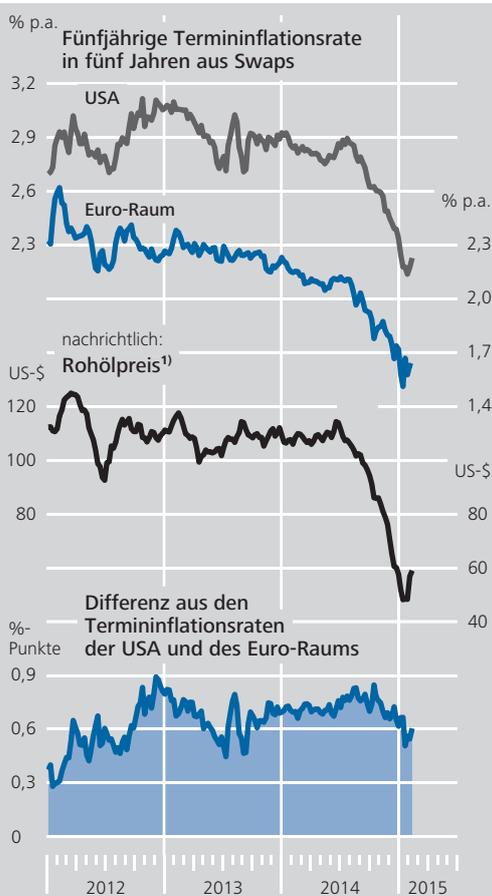
Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt^{*)}



* 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

raten sowie die Erwartung geldpolitischer Sondermaßnahmen in der EWU. Dabei kam der internationale Zinsverbund seit November 2014 wieder stärker zum Vorschein. Auch bei US-Staatstiteln war ein Renditerückgang zu beobachten. Lediglich besser als erwartet ausgefallene Konjunkturdaten für die USA im Oktober 2014 sowie Anfang Februar 2015 sorgten kurzfristig für eine Gegenbewegung. Im Ergebnis gaben die Renditen von zehnjährigen US-Staatsanleihen seit Ende September um 51 Basispunkte auf ein Niveau von 2,0% nach. Der Renditeabstand zu laufzeitäquivalenten Bundesanleihen weitete sich um 4 Basispunkte aus. Der japanische Rentenmarkt stand abermals unter dem Einfluss einer weiteren geldpolitischen Lockerung durch die Bank von Japan und neuer Konjunkturlösungen, sodass zehnjährige japanische Staatsanleihen im Ergebnis mit einem Niveau von 0,4% 13 Basispunkte niedriger rentieren als noch Ende September 2014.

Die Steigung der deutschen Zinsstrukturkurve, die aus den Renditen von Bundeswertpapieren ermittelt wird, hat sich seit Ende September 2014 – gemessen am Renditeabstand von zehnjährigen gegenüber zweijährigen Anleihen – um 54 Basispunkte auf 55 Basispunkte weiter abgeflacht (siehe oben stehendes Schaubild). Die Einengung des Zinsgefälles reflektiert die Markterwartung eines für längere Zeit niedrigen Kurzfristzinses; hierzu trug auch die Diskussion um die aktuell niedrigen Inflationsraten sowie die rückläufigen Inflationserwartungen bei. Zudem kam es zu einer Verschiebung der Zinsstrukturkurve nach unten, sodass die Renditen im Laufzeitbereich bis sechs Jahre nun negativ sind.

Zinsstrukturkurve aus Bundeswertpapieren

Die marktbasiereten längerfristigen Inflationserwartungen im Euro-Raum sind im Berichtszeitraum weiter gesunken. Die fünfjährige Termininflationenrate in fünf Jahren auf Basis von deutschen und französischen Anleihen verringerte sich seit Ende September 2014 von 1,9% auf 1,6%. Eine ähnliche Tendenz zeigt sich auch bei Inflationserwartungen, die aus Inflationsswaps berechnet werden. Nicht unerheblich für

Inflationserwartungen weiter rückläufig

diese Entwicklung scheinen internationale Einflüsse gewesen zu sein, beispielsweise der starke Rückgang des Ölpreises. So bewegten sich die fünfjährigen Termininflationen in fünf Jahren in der EWU und den USA seit Mitte 2014 weitgehend parallel nach unten (siehe Schaubild auf S. 44 unten).³⁾ Der Beginn des verstärkten Abwärtstrends fällt leicht verzögert mit dem Beginn des stärkeren Ölpreistrückgangs zusammen. Der Vergleich von swapmarkt-basierten mit umfragebasierten Inflationserwartungen legt zudem den Schluss nahe, dass eine zunehmend negative Inflationsrisikoprämie zum Rückgang der markt-basierten Indikatoren beigetragen haben dürfte.

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen günstig

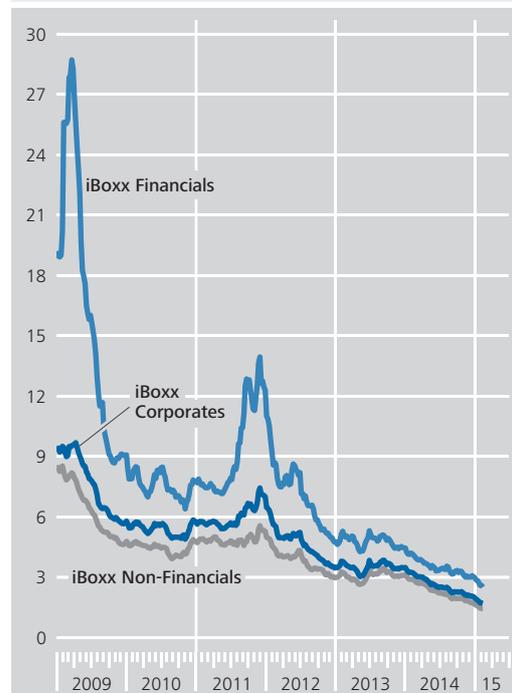
Auf dem Markt für europäische Unternehmensanleihen haben sich im Berichtszeitraum die bereits historisch günstigen Finanzierungsbedingungen der Unternehmen am Kapitalmarkt abermals verbessert. Dies trifft im besonderen Maße für die finanziellen Unternehmen zu. Die Renditen ihrer Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren und mit einem BBB-Rating fielen seit Ende September 2014 um 93 Basispunkte und erreichten bei Abschluss dieses Berichts ein Niveau von 2,5%, welches somit über 2 Prozentpunkte niedriger ist als unmittelbar vor dem Ausbruch der Finanzkrise. Äquivalente Anleihen des nichtfinanziellen Sektors rentieren aktuell auf einem Niveau von 1,5%, nach gut 2% zum Ende des Vorquartals.⁴⁾ Der Renditerückgang bei den Anleihen des finanziellen Sektors war so stark, dass die Renditedifferenz zu laufzeitäquivalenten Titeln des Bundes um 47 Basispunkte abnahm, während der entsprechende Renditeabstand bei nichtfinanziellen Unternehmen nahezu unverändert blieb. Offenbar engagieren sich die Investoren in ihrer Suche nach Rendite verstärkt in Unternehmensanleihen und treiben dort die Kurse in die Höhe.

Nettotilgungen inländischer Schuldverschreibungen

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im vierten Quartal 2014 leicht unter dem Wert des Vorquartals. Insgesamt begaben deutsche Schuldner Papiere für 330½ Mrd €, verglichen mit 331½ Mrd € in den drei Monaten

Renditen für Unternehmensanleihen im Euro-Raum^{*)}

in %, Wochendurchschnitte



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

zuvor. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen hat sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 24 Mrd € verringert. Schuldtitel ausländischer Provenienz wurden im vierten Quartal für 26½ Mrd € am deutschen Markt abgesetzt. Im Ergebnis stieg der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 2 Mrd €.

Inländische Kreditinstitute, die über reichlich Liquidität verfügen, verringerten von Oktober bis Dezember 2014 ihre Kapitalmarktverschuldung um 18 Mrd €. Vor allem die flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen sowie Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute wurden getilgt (je 6½ Mrd €),

Sinkende Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute

³ In den Tagen vor und nach dem Beschluss des EZB-Rates über ein erweitertes Wertpapierankaufprogramm kam es bei den fünfjährigen Termininflationen in fünf Jahren in der EWU zu erhöhten Schwankungen ohne klaren Trend.
⁴ 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	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	
Schuldverschreibungen				
Inländer	8,1	17,1	12,1	
Kreditinstitute	- 0,6	4,9	- 12,8	
darunter:				
ausländische				
Schuldverschreibungen	2,3	3,4	7,4	
Deutsche Bundesbank	- 2,1	- 3,7	- 1,6	
Übrige Sektoren	10,8	15,9	26,5	
darunter:				
inländische				
Schuldverschreibungen	- 8,0	1,8	7,1	
Ausländer	- 19,9	1,7	- 9,9	
Aktien				
Inländer	- 7,0	0,7	6,3	
Kreditinstitute	- 2,2	2,3	4,4	
darunter:				
inländische Aktien	- 1,9	0,7	4,5	
Nichtbanken	- 4,8	- 1,6	1,9	
darunter:				
inländische Aktien	- 1,7	- 0,3	- 6,7	
Ausländer	4,9	5,9	3,8	
Investmentzertifikate ¹⁾				
Anlage in Spezialfonds	29,1	20,7	31,3	
Anlage in Publikumsfonds	- 0,5	0,4	- 1,5	
darunter:				
Aktienfonds	1,2	- 3,2	- 4,4	

1 Werte für das 4. Vierteljahr 2014 vorläufig.
 Deutsche Bundesbank

aber auch das Volumen Öffentlicher Pfandbriefe war weiter rückläufig (5 ½ Mrd €). Hingegen wurden Hypothekendarlehen für netto ½ Mrd € emittiert.

Nettotilgungen der öffentlichen Hand

Die öffentliche Hand, deren Mittelbedarf ebenfalls gering ist, tilgte im Berichtsquartal Schuldtitel für netto 4 Mrd €. Dies ist im Ergebnis ausschließlich auf die Länder zurückzuführen, welche Anleihen für netto 6 ½ Mrd € vom Markt nahmen. Hingegen emittierte der Bund (sowie die ihm zugerechnete Abwicklungsanstalt) vor allem zehn- und 30-jährige Anleihen (10 Mrd € bzw. 2 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von fünfjährigen Bundesobligationen (6 ½ Mrd €) und unverzinslichen Bubills (5 ½ Mrd €) gegenüber.

Unternehmensanleihen per saldo getilgt

Inländische Unternehmen verringerten im vierten Quartal 2014 ihre Kapitalmarktverschuldung in Deutschland um 1 ½ Mrd €. Im Ergebnis sind diese Tilgungen ausschließlich auf Sonstige Finanzinstitute (ohne Banklizenz) zurück-

zuführen (5 ½ Mrd €), während nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Anleihen für netto 4 Mrd € begaben.

Erworben wurden Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2014 ausschließlich von inländischen Nichtbanken, die Rentenwerte für per saldo 26 ½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hingegen trennten sich vor allem heimische Kreditinstitute (13 Mrd €), aber auch ausländische Investoren (10 Mrd €) von festverzinslichen Werten. Dabei könnten auch typische Bilanzdispositionen zum Jahresende eine Rolle gespielt haben.

Erwerb von Schuldverschreibungen ausschließlich durch inländische Nichtbanken

Vor dem Hintergrund der expansiven Geldpolitik in den wichtigsten Währungsräumen und sinkender Ölpreise zeigten sich die internationalen Aktienmärkte im vergangenen Herbst und Winter 2014/2015 überwiegend freundlich. Anders als im Euro-Raum kam es im vierten Quartal 2014 zudem für die USA und Japan gemäß Consensus-Umfragen zu keiner Abwärtsrevision der Konjunkturerwartungen. Gestützt hierdurch verlief die Entwicklung des US-amerikanischen sowie des japanischen Aktienmarkts zunächst deutlich positiver als die des Euro Stoxx. Ganz im Zeichen der Entscheidung des EZB-Rats über das QE-Programm verzeichnete der europäische Aktienmarkt im Januar 2015 jedoch eine steile Aufwärtsbewegung. Gemessen am S&P 500 und am Nikkei lagen der US-amerikanische und der japanische Aktienmarkt bei Abschluss dieses Berichts 5,9% beziehungsweise 11,2% oberhalb ihrer Niveaus von Ende September 2014, verglichen mit 8,8% für den Euro Stoxx.

Aktienmärkte überwiegend freundlich

Innerhalb Europas haben sich die Aktienmärkte seit Ende September 2014 sehr unterschiedlich entwickelt. Insbesondere in den Kernwährungsländern legten die Kurse kräftig zu. Dagegen verzeichneten die Aktienmärkte in einigen Peripheriestaaten zum Teil hohe Kurseinbußen. So stieg in Deutschland der marktweite CDAX um 15,9%, wohingegen griechische und portugiesische Aktien 20,3% beziehungsweise 9,6% ihres Wertes einbüßten. Geringer fielen die Kursverluste am spanischen Aktienmarkt aus.

Europäische Aktien mit divergenter Entwicklung

Ausschlaggebend waren nicht nur die unterschiedlichen Konjunkturperspektiven in den jeweiligen Ländern; auch die Lage und die Aussichten der Banken wurden von den Marktteilnehmern verschieden eingeschätzt. Vor allem in den Peripherieländern mussten Bankaktien überproportional große Kursverluste hinnehmen. Im Ergebnis büßten europäische Bankaktien seit Ende September 8,5% an Wert ein (siehe nebenstehendes Schaubild). Hintergrund dürften Zweifel der Marktteilnehmer am Geschäftsmodell der Banken sein, die zum einen Gewinneinbrüche im Investmentbanking verkraften mussten, deren Margen im Kreditgeschäft zum anderen aber durch das auf neue Tiefstände gefallene Zinsniveau auf mittlere Sicht abzuschmelzen drohen. Kurzfristig scheinen die Analysten nicht so pessimistisch zu sein. Für die nächsten 12 Monate haben sie ihre Gewinnerwartungen für den Bankensektor diesseits und jenseits des Atlantiks um 1,8% beziehungsweise 3,3% angehoben.

*Erhöhte
 Unsicherheit
 an den
 Aktienmärkten*

Durch die Kurssteigerungen erhöhte sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) europäischer und US-amerikanischer Aktien auf der Grundlage von Gewinnerwartungen auf 14,8 beziehungsweise 16,4. Damit erreichte es für den Euro Stoxx das höchste Niveau seit dem Jahr 2004. Mithilfe eines Dividendenbarwert-Modells lassen sich zudem implizit geforderte Eigenkapitalkosten errechnen, die neben dem Kursniveau das mittelfristig erwartete Gewinnwachstum und das Dividendenniveau reflektieren. Ausgehend von relativ hohen realen Eigenkapitalkosten im September 2014 haben sich diese für europäische Unternehmen seither um mehr als 1 Prozentpunkt reduziert. Dies dürfte auch der gefestigten Erwartung quantitativer Lockerungsmaßnahmen des Eurosystems geschuldet sein. Für US-amerikanische Unternehmen blieben die realen Eigenkapitalkosten indes unverändert. Berücksichtigt man, dass in den USA und Deutschland der langfristige Realzins auf Basis von Consensus-Inflationserwartungen um rund 60 Basispunkte gesunken ist, so ergibt sich für US-Unternehmen ein Anstieg der implizit geforderten Aktienrisikoprämie um 48 Basis-



punkte, während diese für europäische Unternehmen um 53 Basispunkte gesunken ist. Zugleich nahm die erwartete implizite Aktienmarktvolatilität, die sich aus Aktienoptionen berechnen lässt, beiderseits des Atlantiks im Ergebnis zu. Zusammen mit der gestiegenen Streuung der Analystenprognosen deutet dies darauf hin, dass die Aktienmärkte von einer erhöhten Unsicherheit geprägt sind. Die in den USA gestiegene Aktienrisikoprämie weist zudem auf eine dort etwas verschärfte Risikowahrnehmung der Investoren hin.

Die Mittelaufnahme am deutschen Aktienmarkt betrug im Berichtsquartal per saldo 1 ½ Mrd €.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2013		2014	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj. p)	
I. Leistungsbilanz	+ 59,4	+ 53,8	+ 66,6	
1. Warenhandel ¹⁾	+ 51,3	+ 61,6	+ 60,4	
2. Dienstleistungen ²⁾	- 7,2	- 18,2	- 7,6	
3. Primäreinkommen	+ 26,4	+ 18,3	+ 25,2	
4. Sekundäreinkommen	- 11,2	- 8,0	- 11,4	
II. Vermögensänderungsbilanz	0,0	+ 0,8	- 0,7	
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 74,9	+ 79,5	+ 71,7	
1. Direktinvestition	- 10,0	+ 25,7	+ 27,9	
Inländische Anlagen im Ausland	+ 1,1	+ 19,3	+ 18,2	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 11,1	- 6,3	- 9,8	
2. Wertpapieranlagen	+ 34,0	+ 23,2	+ 45,0	
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 23,7	+ 27,2	+ 35,8	
Aktien ³⁾	- 2,9	- 0,1	+ 3,3	
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 8,3	+ 12,8	+ 6,3	
darunter:				
Geldmarktfondsanteile	- 0,4	+ 2,5	+ 1,6	
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 17,7	+ 16,2	+ 29,0	
darunter:				
denominiert in Euro ⁶⁾	+ 12,0	+ 11,9	+ 20,3	
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 0,5	- 1,7	- 2,7	
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 10,3	+ 4,0	- 9,2	
Aktien ³⁾	+ 4,2	+ 5,5	+ 4,1	
Investmentfondsanteile	+ 5,4	- 3,2	- 3,4	
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 10,9	- 7,0	+ 6,7	
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	+ 16,4	- 6,4	+ 7,7	
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 30,8	+ 8,6	- 16,6	
3. Finanzderivate ⁹⁾	+ 6,0	+ 6,8	+ 6,7	
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	+ 43,4	+ 23,6	- 6,3	
Monetäre				
Finanzinstitute ¹¹⁾	+ 63,8	- 27,4	+ 31,2	
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	+ 21,9	- 0,7	- 24,9	
Staat	+ 9,1	+ 8,2	+ 8,7	
Bundesbank	- 51,4	+ 43,4	- 21,3	
5. Währungsreserven ¹³⁾	+ 1,5	+ 0,3	- 1,7	
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹⁴⁾	+ 15,5	+ 24,9	+ 5,7	

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 Erwerbszweck. 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

Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 8 ½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis von inländischen Kreditinstituten (4 ½ Mrd €) sowie von ausländischen Investoren (4 Mrd €), in geringerem Umfang aber auch von heimischen Nichtbanken (2 Mrd €).

*Kaum Mittel-
aufnahme am
Aktienmarkt*

Aufgrund einer Umstellung des Meldewesens ab dem Dezember 2014 liegen für das Schlussquartal 2014 noch keine endgültigen Werte für den Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten vor. Auf der Grundlage der vorläufigen Daten verzeichneten inländische Investmentgesellschaften im letzten Quartal 2014 einen Mittelzufluss in Höhe von 30 Mrd €, nach 21 Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis ausschließlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (31 ½ Mrd €). Unter den Anlageklassen erzielten vor allem Gemischte Wertpapierfonds (9 ½ Mrd €), Rentenfonds (7 Mrd €) und Offene Immobilienfonds (1 ½ Mrd €) ein teils deutliches Mittelaufkommen. Hingegen nahmen Aktienfonds Anteilscheine für netto 7 ½ Mrd € zurück. Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 6 ½ Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen Anteilscheine für 40 Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich weit überwiegend um inländische Fondsanteile. Gebietsfremde Investoren und heimische Kreditinstitute veräußerten hingegen Investmentzertifikate für 3 ½ Mrd € beziehungsweise ½ Mrd €.

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

■ Direktinvestitionen

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im vierten Quartal 2014 durch Mittelabflüsse im Umfang von netto 45 Mrd € gekennzeichnet war, ergaben sich auch im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte; diese fielen mit 28 Mrd € allerdings deutlich geringer aus. Neben Anlagen deutscher Unternehmen im Ausland spiegeln die Mittelabflüsse auch einen Abbau konzern-

*Kapitalexporte
im Bereich
der Direkt-
investitionen*

interner Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland wider.

Deutsche Direktinvestitionen im Ausland

Gebietsansässige Eigner stellten ihren Auslandsniederlassungen von Oktober bis Dezember 2014 Mittel in Höhe von 18 Mrd € zur Verfügung. Sie stockten in erster Linie ihr Beteiligungskapital auf (um insgesamt 19 Mrd €). Dabei reinvestierten sie Gewinne in verbundene Unternehmen im Ausland in Höhe von 2 ½ Mrd €. Im Bereich der konzerninternen Kreditbeziehungen hielten sich die grenzüberschreitende Kreditgewährung und Kredittilgung annähernd die Waage (– ½ Mrd €). Das regionale Engagement deutscher Unternehmen im Ausland ist grund-

sätzlich breit gefächert. Im vierten Quartal flossen etwas höhere Direktinvestitionen in die Niederlande, nach Luxemburg, in die Vereinigten Staaten von Amerika und nach China.

Die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland sanken im Schlussquartal 2014 um fast 10 Mrd €. Gebietsfremde Unternehmen stockten zwar ihr Beteiligungskapital in Deutschland um knapp 5 Mrd € auf; zugleich reduzierten sie aber die über Direktinvestitionskredite bereitgestellten Mittel um 14 ½ Mrd €. Der konzerninterne Kreditverkehr war vor allem geprägt durch die Rückzahlung von zuvor gewährten Krediten.

Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland