

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Finanzmärkte im Zeichen zeitweilig erhöhter Unsicherheit und erneuter geldpolitischer Lockerung

Die internationalen Finanzmärkte standen zu Jahresbeginn 2016 im Zeichen des nur verhaltenen globalen Wirtschaftswachstums und weiterer expansiver geldpolitischer Maßnahmen in großen Volkswirtschaften. Nicht zuletzt die bis Mitte Januar stark gefallen Ölpreise, die sich danach allerdings stabilisierten, belasteten die Aktienmärkte vorübergehend. Die damit einhergehenden Umschichtungen in sichere Anlagen ließen an den Rentenmärkten die Renditen sinken. Das niedrigere Renditeniveau war zugleich aber auch Reflex der von den Marktteilnehmern erwarteten zusätzlichen expansiven geldpolitischen Maßnahmen in der EWU und Japan. So kündigte der EZB-Rat am 10. März ein umfangreiches Maßnahmenpaket an, das unter anderem eine Aufstockung und Ausweitung des Ankaufprogramms für Vermögenswerte sowie eine weitere Absenkung des Einlagenzinses umfasste. Die Bank von Japan hatte bereits im Januar weitere geldpolitische Maßnahmen ergriffen. Überdies gewann unter den Marktteilnehmern im Berichtszeitraum die Einschätzung die Oberhand, dass die Federal Reserve den Leitzins langsamer anheben würde, als zu Jahresbeginn am Markt erwartet worden war. Während die Renditeniveaus bis zuletzt in der Nähe ihrer Tiefstände verharrten, konnten Dividendentitel beiderseits des Atlantiks die bis Februar erlittenen Kurseinbußen teilweise wieder wettmachen. Allerdings konnten Bankaktien, die besonderen Belastungen unterlagen, die vorangegangenen Verluste nur zu einem vergleichsweise geringen Teil ausgleichen. Auch an den Devisenmärkten standen die wechselnden Einschätzungen hinsichtlich des Tempos weiterer Zinssteigerungen in den USA und die Unsicherheit über die globale Konjunkturerwicklung im Blickpunkt. Im Ergebnis gewann der Euro – trotz merklicher Schwankungen und divergierender Entwicklungen gegenüber einzelnen Währungen – in effektiver Rechnung rund 3% an Wert.

■ Wechselkurse

Nachdem der Euro-Dollar-Kurs Mitte Februar mit einer Notierung von 1,13 US-\$ den höchsten Stand seit Oktober 2015 erreicht hatte, gab er in der Folgezeit spürbar nach und fiel bis Anfang März 2016 auf 1,08 US-\$. Überraschend starke Zahlen zu den US-Einzelhandelsumsätzen hatten die Erwartungen auf weitere Zinserhöhungen in den USA wieder etwas verstärkt und den US-Dollar gestützt. Gleichzeitig wurden Spekulationen auf eine zusätzliche geldpolitische Lockerung in der EWU durch die Veröffentlichung negativer Inflationszahlen für den Euro-Raum genährt, was den Euro belastete.

Obwohl der EZB-Rat Anfang März ein umfangreiches expansives Maßnahmenpaket beschlossen hat, befestigte sich der Euro gegenüber dem US-Dollar in der Folgezeit spürbar. Gestützt wurde er durch nachlassende Zinssenkungserwartungen für die EWU. Zu dieser Einschätzung passten überraschend günstige Zahlen zur Industrieproduktion im Euro-Raum und ein unerwartet starker Anstieg des ifo Geschäftsklimaindex. Daneben hatte sich an den Märkten zunehmend die Erwartung durchgesetzt, dass die amerikanische Notenbank aufgrund der weiterhin bestehenden Risiken für die Weltkonjunktur und moderater Inflationszahlen für die US-Wirtschaft die Leitzinsen nur sehr langsam heraufsetzen wird. Nach der Bekanntgabe eines überraschend starken Wirtschaftswachstums im Euro-Raum für das erste Quartal und der Veröffentlichung einer Reihe unerwartet schwacher Daten für die US-Konjunktur, ist der Euro Anfang Mai auf bis zu 1,16 US-\$ gestiegen. Bei Abschluss dieses Berichts notierte er bei 1,14 US- $\text{\$}$; er lag damit 4,6% über dem Stand zum Jahresbeginn.

Nachdem der Euro gegenüber dem Yen nach der Einführung von Negativzinsen durch die Bank von Japan im Januar spürbar an Wert gewonnen hatte und auf bis zu 132 Yen gestiegen

Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar, ...

... dem Yen und ...



war, wertete er im Februar deutlich ab. Bis zum Monatsende fiel er auf 123 Yen. Schwache Außenhandelsdaten aus China und hohe Kursverluste von Bankaktien in verschiedenen Ländern hatten zu einer Verunsicherung an den Finanzmärkten beigetragen und den Yen als traditionelle „Safe haven“-Währung gestützt. In der Folgezeit konnte der Euro-Yen-Kurs sich zwar zunächst etwas befestigen. Anfang April gab der Euro die erzielten Wertzuwächse aber wieder ab, als sich das Risikobewusstsein der Finanzmarktteilnehmer verstärkte und den Yen auf breiter Basis stützte. Zuletzt lag der Euro bei 125 Yen und damit 5,0% unter dem Stand zum Jahresbeginn.

Gegenüber dem Pfund Sterling wertete der Euro in den ersten Monaten des Jahres dagegen spürbar auf. Die Unsicherheit über den Verbleib des Vereinigten Königreichs in der Europäischen Union (EU) und die mit einem Austritt verbundenen Risiken für die britische Wirtschaft belasteten das Pfund-Sterling in dieser Zeit auf breiter Basis. Mitte April stützten allerdings verschiedene Meinungsumfragen die Erwartungen auf eine weitere EU-Mitgliedschaft. Seitdem hat sich das britische Pfund etwas befestigt. Zum Ende der Berichtsperiode stand der Euro bei einem Kurs von 0,79 Pfund Sterling. Per saldo verblieb seit Beginn des Jahres gleichwohl ein Kursgewinn des Euro gegenüber dem britischen Pfund von 7,5%.

... dem Pfund Sterling

Im Ergebnis wertete der Euro gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner im Vergleich zum Jahresbeginn um 3,1% auf. Dabei standen den deutlichen Kursgewinnen gegenüber dem Pfund Sterling, dem US-Dollar und dem Renminbi, Wertverluste gegenüber dem Yen und einigen Rohstoffwährungen entgegen, die von der Erholung der Ölpreise profitierten. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euro-Raums verschlechterte sich durch die Euro-Aufwertung etwas; gemessen am langfristigen Durchschnitt ist die Wettbewerbsposition derzeit aber im Großen und Ganzen als neutral einzustufen.

Effektiver Wechselkurs des Euro

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Die Renditen an den internationalen Rentenmärkten sind seit Ende Dezember beschleunigt zurückgegangen. Dazu haben zum einen die Zentralbanken in den großen Währungsräumen mit einer expansiveren Ausrichtung beigetragen. In den USA verfestigte sich die Markterwartung, dass die Renditen angesichts globaler Risiken für die US-amerikanische Konjunktur langsamer ansteigen würden, als es zu Jahresbeginn an den Märkten erwartet worden war. Zum anderen haben in der Aprilumfrage von Consensus Economics die befragten Analysten

Renditen auf internationalen Anleihemärkten weiterhin von expansiver Geldpolitik geprägt

ihre Wachstumserwartungen für die nächsten Jahre sowohl für die EWU als auch für die USA und Japan gegenüber Januar nach unten revidiert. Vor diesem Hintergrund rentierten zehnjährigen US-Treasuries mit zuletzt 1,8% um 52 Basispunkte unter ihrem Stand zum Jahreswechsel. In Japan haben die Renditen ebenfalls deutlich nachgegeben, nachdem die japanische Notenbank Ende Januar erstmals negative Zinsen für einen Teil der Einlagen, die Geschäftsbanken bei ihr halten, eingeführt hatte. Infolge des Rückgangs um 39 Basispunkte rentierten zehnjährige japanische Staatsanleihen zuletzt im negativen Bereich (-0,1%). Auch das Eurosystem lockerte nochmals seinen geldpolitischen Kurs, was im Euro-Raum renditensenkend wirkte.

Bundesanleiherenditen nahe historischen Tiefständen

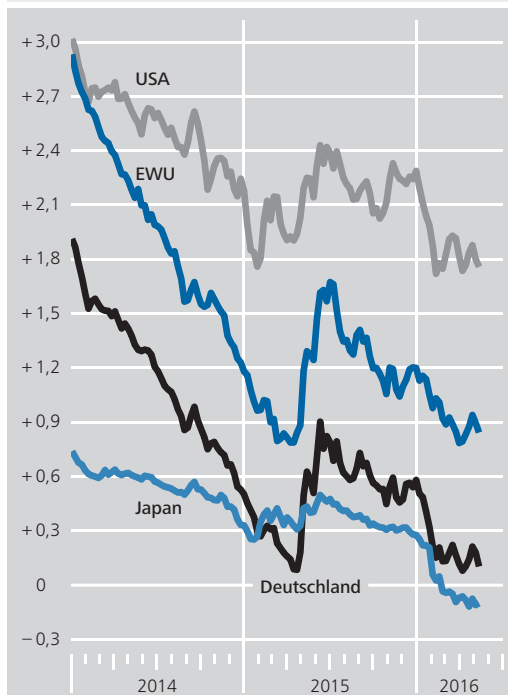
Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen sind im Berichtszeitraum um 50 Basispunkte auf 0,1% zurückgegangen. Der Renditerückgang fiel mit dem Rohstoffpreisverfall, der Unsicherheit über die globale konjunkturelle Entwicklung und den Aktienkursverlusten am Jahresbeginn zusammen. In diesem Umfeld haben die Marktteilnehmer vor allem sichere Anlagen gesucht und verstärkt Bundesanleihen nachgefragt. Vor dem Hintergrund einer Stabilisierung an den Aktien- und Rohstoffmärkten haben die Renditen vorübergehend wieder leicht angezogen. Trotz der unterschiedlichen Ausrichtung der Geldpolitik dies- und jenseits des Atlantiks und dem sich daraus ergebenden Niveauunterschied entwickelten sich die Renditen von Bundesanleihen und US-Treasuries bis zuletzt überwiegend in einem engen Zinsverbund.

Zinsstrukturkurve der Bundesanleihen flacher

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete deutsche Zinsstrukturkurve hat sich seit Ende Dezember 2015 nach unten verschoben. Dabei war der Renditerückgang im langfristigen Laufzeitbereich stärker als bei kürzeren Laufzeiten, sodass sich die Zinsstrukturkurve im Ergebnis verflacht hat. Gleichwohl erreichten die Renditen kurzlaufender Bundestitel ein Niveau unterhalb des (abgesenkten) Satzes der Einlagefazilität. So rentierten zweijährige Bun-

Renditen*) der EWU und ausgewählter Länder

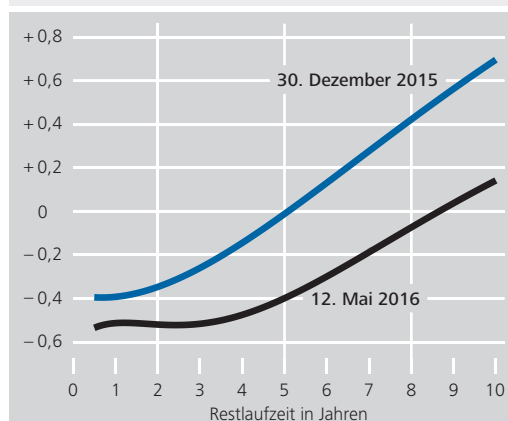
% p.a., Wochendurchschnitte



Quelle: Thomson Reuters. * Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren.
 Deutsche Bundesbank

Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt*)

in %

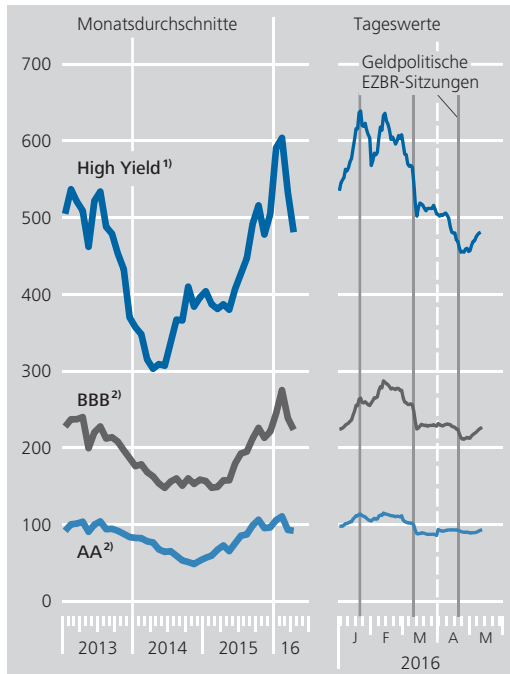


* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren.
 Deutsche Bundesbank

deswertpapiere zuletzt mit -52 Basispunkten. Dies könnte Markterwartungen über eine weitere Absenkung des Einlagesatzes widerspiegeln. Auch im langfristigen Laufzeitbereich bewegten sich die Renditen nahe ihrer historischen Tiefstände. Während des Berichtszeitraums waren vorübergehend erstmals negative

Renditespreads von Unternehmensanleihen¹⁾

Basispunkte



* Im Vergleich zu Bundeswertpapieren mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit. **1** Merrill Lynch-Index über alle Laufzeiten. **2** Jeweils iBoxx-Indizes mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit.
 Deutsche Bundesbank

Renditen für Papiere mit neun Jahren Restlaufzeit zu beobachten. Darin kommt einerseits zum Ausdruck, dass die Marktteilnehmer von einer noch länger andauernden Phase niedriger Zinsen ausgehen. Andererseits haben aber auch gesunkene Terminprämien, die Käufer lang laufender Anleihen für die Übernahme des Zinsänderungsrisikos entgelten, zum Rückgang der langfristigen Renditen seit dem Jahreswechsel beigetragen.

Die Renditen von Anleihen anderer EWU-Staaten sind überwiegend gleichgerichtet wie die von Bundesanleihen verlaufen. Zum Abschluss dieses Berichts lag die mit dem Bruttoinlandsprodukt gewichtete Rendite zehnjährigen EWU-Anleihen (ohne Deutschland) mit 1,1% 31 Basispunkte unterhalb ihres Wertes von Ende Dezember 2015. Der Rückgang betraf die Anleiherenditen nahezu aller Länder. Eine Ausnahme bilden die Renditen portugiesischer Anleihen. Die portugiesischen Anleiherenditen sind seit dem Jahreswechsel deutlich, und zwar um 71

Basispunkte auf 3,2%, angestiegen. An den Finanzmärkten hat die Lockerung des Sparkurses durch die neue Regierung unter anderem Sorgen vor einer weiteren Ratingherabstufung Portugals verstärkt, die sich letztlich aber nicht bestätigt haben. In Griechenland waren die Renditen zu Beginn des Jahres vor dem Hintergrund politischer Diskussionen um Reformen, die Bedingungen für die Auszahlung von Geldern aus dem dritten Hilfspaket sind, ebenfalls deutlich gestiegen. Nachdem jedoch ein Abschluss der Verhandlungen als wahrscheinlicher wahrgenommen wurde und zuletzt auch das griechische Parlament einer Renten- und Steuerreform zugestimmt hat, sind die Renditen wieder deutlich zurückgegangen. Im Ergebnis sind somit auch die griechischen Renditen im Quartalsverlauf gesunken (– 89 Basispunkte auf 7,4%).

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen haben sich im Januar 2016 im Einklang mit zunächst gestiegenen Kreditrisiken, die auch in den Prämien europäischer Kreditausfall-Swaps (itraxx-Index) zum Ausdruck kommen, zu Jahresbeginn etwas erhöht, bevor auch an diesem Markt die Renditen nachgaben. In dem Rückgang spiegelte sich nicht nur das allgemein niedrigere Zinsniveau wider. Auch die liquiditäts- und kreditrisikospezifischen Aufschläge der Unternehmensanleihen gegenüber den Bundesanleihen sind zurückgegangen, wozu nicht zuletzt die Ankündigung eines Ankaufprogramms für Unternehmensanleihen beigetragen hat. So reduzierte sich der Zinsaufschlag von Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen unmittelbar nach dem Beschluss um fast 20 Basispunkte. Im Ergebnis rentierten Anleihen europäischer Unternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren zuletzt mit 2,2% knapp ½ Prozentpunkt unter ihrem Stand Ende des Jahres 2015. Dabei verlief die Renditeentwicklung bei Finanzunternehmen weniger günstig als bei realwirtschaftlich orientierten Unternehmen. Bemerkenswert ist darüber hinaus, dass der Effekt der Programmankündigung nicht auf „kaufbare“ Unterneh-

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen weiter günstig

Renditen im Euro-Raum verlaufen überwiegend gleichgerichtet

mensanleihen beschränkt blieb, sondern auch die Renditen von Hochzinsanleihen, deren Rating den bekannt gegebenen Programmkriterien nicht genügt, vergleichsweise stark drückte.

Termininflationsraten in großen Währungsräumen gesunken

Die aus Inflationsswaps abgeleitete fünfjährige Termininflationsrate in fünf Jahren im Euro-Gebiet ist seit Ende Dezember 2015 im Ergebnis um 20 Basispunkte zurückgegangen; sie lag zuletzt bei 1,5%. Diese Kennzahl hat insbesondere im Zuge des schnellen Verfalls der Ölpreise in den ersten Wochen dieses Jahres nachgegeben, wobei die nachfolgende Erholung der Rohstoffpreise ohne merkliche Auswirkungen blieb. In anderen großen Währungsräumen haben sich die marktbasierten Inflationserwartungen dagegen zuletzt wieder etwas erhöht. Allerdings sind die Indikatoren auch dort im Ergebnis seit dem Jahreswechsel gesunken. Einen Beitrag zu den niedrigen Werten der marktbasierten Indikatoren leistete die Inflationsrisikoprämie. Diese ist im Euro-Gebiet seit einiger Zeit negativ.

Gestiegener Nettoabsatz am Rentenmarkt

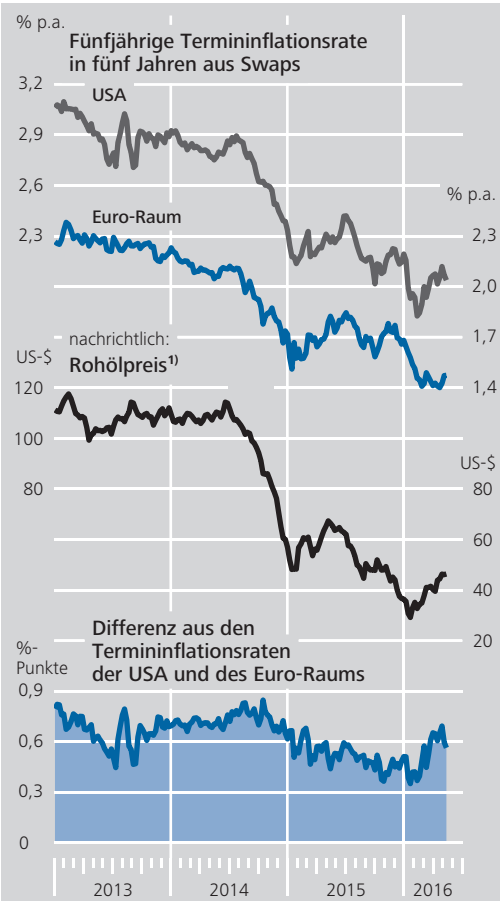
Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im ersten Quartal 2016 auf 367 Mrd €; es lag somit deutlich über dem Wert des Vorquartals (314 Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis inländische Schuldverschreibungen für 30½ 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 67½ Mrd €.

Höhere Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute

Die inländischen Kreditinstitute begaben im ersten Quartal 2016 neue Anleihen für netto 23½ Mrd €. Dabei wurden vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von 13 Mrd € emittiert, aber auch flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen (7½ Mrd €) sowie Hypothekenpfandbriefe (4 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von Öffentlichen Pfandbriefen (1 Mrd €) gegenüber.

Termininflationsraten¹⁾ 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

Inländische Unternehmen begaben im Berichtsquartal Schuldverschreibungen für per saldo 8½ Mrd €. Dabei handelte es sich im Ergebnis weit überwiegend um Titel mit Laufzeiten von über einem Jahr. Die Nettoemissionen sind vor allem auf nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen, während Sonstige Finanzinstitute im Ergebnis Anleihen tilgten.

Nettoemissionen von Unternehmensanleihen

Angesichts der günstigen Kassenlage verminderte die öffentliche Hand im ersten Quartal 2016 ihre Kapitalmarktverschuldung um netto 2 Mrd €, nach Nettoemissionen über 9½ Mrd € im Quartal zuvor. In diesen Zahlen sind auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deut-

Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand gesunken

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten			
Mrd €			
Position	2015		2016
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	37,5	- 1,2	56,1
Kreditinstitute	9,0	- 48,4	5,5
darunter:			
ausländische			
Schuldverschreibungen	3,0	- 1,1	9,3
Deutsche Bundesbank	12,5	36,6	38,3
Übrige Sektoren	16,0	10,5	12,2
darunter:			
inländische			
Schuldverschreibungen	- 15,9	3,6	- 15,4
Ausländer	12,4	- 54,5	11,2
Aktien			
Inländer	- 0,1	6,9	8,0
Kreditinstitute	10,5	1,4	- 9,4
darunter:			
inländische Aktien	11,8	0,1	- 6,9
Nichtbanken	- 10,7	5,5	17,5
darunter:			
inländische Aktien	- 17,7	- 2,5	8,8
Ausländer	6,2	5,0	- 1,6
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	45,9	30,6	27,1
Anlage in Publikumsfonds	9,6	11,0	5,7
darunter:			
Aktienfonds	3,0	6,4	- 0,9

Deutsche Bundesbank

scher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zugerechnet werden. Der Bund selbst tilgte vor allem zehnjährige Anleihen (5 ½ Mrd €) sowie Bundesobligationen (4 ½ Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von 30-jährigen Anleihen, zweijährigen Schatzanweisungen (je 2 ½ Mrd €) und unverzinslichen Bubills (2 Mrd €) gegenüber. Die Länder tilgten im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 2 Mrd €.

Als Erwerber am heimischen Anleihemarkt trat im ersten Quartal 2016 vor allem die Bundesbank in Erscheinung, die im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems Rentenwerte für netto 38 ½ Mrd € in ihr Portfolio aufnahm. Dabei handelte es sich weit überwiegend um inländische Titel der öffentlichen Hand. Inländische Nichtbanken und gebietsfremde Investoren erwarben Schuldverschreibungen in Höhe von netto 12 Mrd € beziehungsweise 11 Mrd €. Auch die heimischen Kreditinstitute erweiterten

Erwerb von Schuldverschreibungen

ihr Rentenportfolio, und zwar um per saldo 5 ½ Mrd €.

Die internationalen Aktienmärkte waren seit Jahresbeginn großen Schwankungen unterworfen. Gemessen an den marktbreiten Indizes des Euro Stoxx und des S&P 500 mussten Aktienanleger bis in die erste Februarhälfte hinein Wertverluste in Höhe von bis zu 18% beziehungsweise 11% hinnehmen, die im Falle des Euro Stoxx auch anschließend (bis zum Abschluss dieses Berichts) nicht vollumfänglich wettgemacht wurden. Zu den wesentlichen Ursachen der Kurseinbußen in den ersten Monaten des Jahres zählten zum einen die ungünstiger eingeschätzten Konjunkturaussichten für einige Länder und zum anderen die zwischenzeitlich deutlichen Preisrückgänge von Öl und anderen Rohstoffen. Der niedrige Ölpreis, der Mitte Januar auf einen langjährigen Tiefstand gefallen war, belastete insbesondere die Notierungen der Öl- und Gasindustrie. Beiderseits des Atlantiks erlitten entsprechende Unternehmen in den ersten Monaten des Jahres kräftige Kursverluste. Mit dem seit Februar wieder angestiegenen Ölpreis erholten sich die Aktien dieser Unternehmen jedoch wieder. Sie notierten bei Abschluss dieses Berichts sogar oberhalb ihres Standes von Ende des Jahres 2015 und damit besser als der Gesamtmarkt.

Internationale Aktienmärkte mit großen Schwankungen

Demgegenüber blieb der Kursverlauf von Bankaktien – ähnlich wie die Entwicklung der Anleihenrenditen von Finanzunternehmen – im gesamten Berichtszeitraum hinter der Entwicklung des Gesamtmarkts zurück. Dies zeigte sich auch in den Gewinnaussichten, die sich für Banken seit Jahresbeginn unterdurchschnittlich entwickelten. So revidierten die Analysten Umfragen zufolge (IBES) die auf Jahresfrist erwarteten Gewinne europäische Banken zwischen Dezember und Anfang Mai mit – 11% deutlich stärker nach unten als die Gewinne aller im Euro Stoxx enthaltenen Unternehmen (– 3%). Zu der Verschlechterung der fundamentalen Aussichten und der schwachen Wertentwicklung von Banktiteln trug das durch die Kursverluste am Aktienmarkt verschlechterte Handelsergebnis der Ban-

Bankaktien besonders belastet

ken bei. Darüber hinaus standen die Bewertungen der europäischen Banken auch im Zeichen der Unsicherheit über einen möglichen weiteren Kapitalbedarf. Hinzu kam mit Blick auf einige Banken aus Staaten der EWU-Peripherie die Sorge über den hohen Bestand notleidender Kredite. Im Ergebnis notierten europäische Bankaktien zuletzt 23% niedriger als Ende des Jahres 2015, verglichen mit Kursverlusten in Höhe von 10% für US-Banken. Dagegen entwickelte sich der Gesamtmarkt angesichts der jüngsten Erholungstendenzen günstiger (-9% bzw. +1%).

Flucht in sichere Anlagen

Die Kursrückgänge am europäischen Aktienmarkt, die von einem gesunkenen Kurs-Gewinn-Verhältnis begleitet waren, reflektierten auch Umschichtungen in sichere Anlagen. Darauf deutet das bis in den Februar vorherrschende Muster steigender Aktienrisikoprämien bei fallenden Renditen von Bundesanleihen hin. Im Ergebnis hat sich die Risikoprämie für den marktbreiten Euro Stoxx gegenüber Ende 2015 allerdings nur noch um 0,3 Prozentpunkte ausgeweitet, während die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen um 50 Basispunkte gesunken sind.

Kursunsicherheit zeitweilig gestiegen

Zusammen mit den Kurseinbußen an den internationalen Aktienmärkten stieg die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Kursentwicklung zunächst deutlich an. Gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen, die in den deutschen, europäischen und amerikanischen Indizes VDAX, VStoxx und VIX reflektiert wird, erreichte sie Mitte Februar 2016 in der Spitze ein Niveau, das zuletzt im August 2015, als die Kursturbulenzen am chinesischen Aktienmarkt weltweit die Märkte verunsichert hatten, beobachtet worden war. Seither setzte eine Phase der schrittweisen Beruhigung ein. Die rückläufige Unsicherheit wirkte ihrerseits wiederum stabilisierend auf die Aktienkurse. Daneben haben Signale, dass die Federal Reserve den Leitzins langsamer als am Markt erwartet anheben könnte, den US-Aktienmarkt gestützt.



Anders als die vorangegangenen geldpolitischen Entscheidungen im Dezember 2015 hatten die Beschlüsse des EZB-Rats im März unmittelbar keine nennenswerten Auswirkungen auf das Kursniveau an den europäischen Aktienmärkten. Dies deutet darauf hin, dass die Marktteilnehmer diese im Vorfeld der Entscheidung bereits weitgehend „eingepreist“ hatten. Gleichwohl lösten die Beschlüsse einen erkennbaren Rückgang der Kursunsicherheit aus.

Erneute geldpolitische Lockerung lässt Kursunsicherheit sinken

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im ersten Vierteljahr 2016 relativ verhalten. Inländische Unternehmen emittierten nur in geringem Umfang neue Aktien. Der Um-

Verhaltene Mittelaufnahme am Aktienmarkt

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2015		2016
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj. p)
I. Leistungsbilanz	+ 58,2	+ 74,4	+ 65,7
1. Warenhandel ¹⁾	+ 60,4	+ 65,3	+ 65,7
2. Dienstleistungen ²⁾	- 4,7	- 5,7	- 6,1
3. Primäreinkommen	+ 18,3	+ 24,9	+ 19,6
4. Sekundäreinkommen	- 15,8	- 10,0	- 13,5
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,2	- 2,2	- 0,4
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 30,4	+ 65,0	+ 24,3
1. Direktinvestition	+ 22,8	+ 25,5	+ 3,5
Inländische Anlagen im Ausland	+ 35,8	+ 29,6	+ 30,6
Ausländische Anlagen im Inland	+ 13,0	+ 4,1	+ 27,1
2. Wertpapieranlagen	+ 33,9	+ 66,8	+ 42,8
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 53,2	+ 17,7	+ 48,0
Aktien ³⁾	+ 0,4	+ 7,6	+ 1,3
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 17,8	+ 4,6	+ 9,7
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	- 1,6	- 1,7	+ 6,2
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 30,3	+ 6,0	+ 32,0
darunter:			
denominiert in Euro ⁶⁾	+ 19,6	+ 2,5	+ 25,3
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 4,7	- 0,5	+ 4,9
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	+ 19,2	- 49,1	+ 5,2
Aktien ³⁾	+ 1,9	+ 4,9	- 3,2
Investmentfondsanteile	+ 5,0	+ 0,6	- 2,8
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 13,8	- 32,6	- 6,5
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	- 18,3	- 18,8	- 9,2
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 26,2	- 21,9	+ 17,7
3. Finanzderivate ⁹⁾	+ 11,7	+ 5,5	+ 5,0
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	- 38,0	- 32,5	- 28,1
Monetäre			
Finanzinstitute ¹¹⁾	- 66,6	- 10,9	- 29,5
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	+ 1,7	- 24,6	- 9,2
Staat	- 6,5	- 2,0	- 0,4
Bundesbank	+ 33,4	+ 4,9	+ 10,9
5. Währungsreserven ¹³⁾	0,0	- 0,3	+ 1,2
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹⁴⁾	- 28,1	- 7,3	- 41,1

1 Ohne Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. 2 Einschl. Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. 3 Einschl. Genusscheine. 4 Einschl. reinvestierter Erträge. 5 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 Mitarbeiteraktioptionen. 10 Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. 11 Ohne Bundesbank. 12 Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nicht-finanzielle 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

lauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg im gleichen Zeitraum um 6 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere in erster Linie von heimischen Nichtbanken (17 ½ Mrd €). Hingegen veräußerten heimische Kreditinstitute und ausländische Investoren Aktien für 9 ½ Mrd € beziehungsweise 1 ½ Mrd €.

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 33 Mrd €, nach einem Aufkommen von 41 ½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen hauptsächlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (27 Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds (14 ½ Mrd €), aber auch Rentenfonds (8 ½ Mrd €), Offene Immobilienfonds (5 ½ Mrd €) und Dachfonds (2 ½ Mrd €) neue Anteile unterbringen. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im ersten Quartal 2016 im Ergebnis neue Mittel für 9 ½ Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 44 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich im Ergebnis weit überwiegend heimische Papiere. Inländische Kreditinstitute erwarben Investmentfondsanteile für 1 ½ Mrd €, während ausländische Investoren heimische Anteilscheine für netto 3 Mrd € veräußerten.

Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten

■ Direktinvestitionen

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der Mittelabflüsse im Umfang von netto 43 Mrd € verzeichnete, ergaben sich auch im Bereich der Direktinvestitionen in den ersten drei Monaten des Jahres 2016 Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 3 ½ Mrd €.

Geringe Netto-Kapitalexporte bei den Direktinvestitionen

Gebietsansässige Unternehmen engagierten sich im ersten Quartal 2016 mit 30 ½ Mrd € im Ausland. Ausschlaggebend dafür war, dass Firmen insbesondere ihr Beteiligungskapital aufstockten (22 Mrd €), darunter 14 Mrd € im Rah-

Grenzüberschreitende Direktinvestitionen sowohl von inländischen Unternehmen im Ausland ...

men des Beteiligungskapitals im engeren Sinne und 7½ Mrd € über reinvestierte Gewinne. Im Bereich der konzerninternen Kredite kam es ebenfalls zu Kapitalabflüssen ins Ausland (8½ Mrd €). Dies geschah in erster Linie über die Kreditvergabe von Schwestergesellschaften im Inland an mit ihnen verbundene Niederlassungen im Ausland (6 Mrd €). Wichtige Investitionsziele waren die Niederlande (7 Mrd €), das Vereinigte Königreich (4½ Mrd €) und die USA (4 Mrd €).

Ausländische Unternehmen investierten im ersten Quartal 2016 27 Mrd € in Deutschland.

Überwiegend erfolgte dies über konzerninterne Kredite (20 Mrd €). Dabei räumten insbesondere die Niederlassungen deutscher Konzerne im Ausland ihren heimischen Muttergesellschaften – vor allem kurzfristige – Kredite (sog. „reverse flows“) ein, und zwar in Höhe von 12½ Mrd €. Zudem vergaben im Konzernverbund ausländische Schwestergesellschaften Kredite an Niederlassungen in Deutschland (5 Mrd €). Darüber hinaus erhöhten auch ausländische Unternehmen ihr Beteiligungskapital (7 Mrd €). Die Direktinvestitionen stammten vor allem aus Luxemburg (11½ Mrd €) und der Schweiz (5½ Mrd €).

*... als auch von
ausländischen
Unternehmen
in Deutschland*