

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Politische Ereignisse und divergierende Geldpolitiken beeinflussen Finanzmärkte

Politische Ereignisse sowie die geldpolitischen Beschlüsse der Federal Reserve und des Eurosystems prägten seit September vergangenen Jahres maßgeblich das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten. Hinzu kam, dass im Laufe des vierten Quartals steigende Energiepreise dazu beitrugen, bestehende Deflations Sorgen einiger Marktteilnehmer zu zerstreuen. Anfang November führte insbesondere der Ausgang der US-Wahlen weltweit zu einem raschen Zinsauftrieb. Hintergrund für den Renditeschub war, dass viele Marktteilnehmer damit rechneten, dass die neue US-Regierung die Steuern senken und die Staatsausgaben ausweiten würde, was die Laufzeitprämie von Staatsanleihen erhöhte. Zudem gab die Federal Reserve – nach einem ersten Zinsschritt Ende 2015 – im Dezember 2016 bekannt, die US-Leitzinsen um weitere 25 Basispunkte anzuheben und bekräftigte ferner, gegebenenfalls die Geldpolitik im Laufe dieses Jahres weiter zu straffen. Der Zinsverbund mit den USA ließ auch die Renditen im Euro-Raum steigen, wenngleich weniger stark. Mit ein Grund hierfür war, dass der EZB-Rat Anfang Dezember beschloss, den monetären Expansionsgrad nochmals zu erhöhen. Die neuen Maßnahmen sehen unter anderem vor, über die bereits bis März 2017 im Rahmen des erweiterten Ankaufprogramms (expanded Asset Purchase Programme: APP) beschlossenen Volumina hinaus Wertpapiere im Umfang von monatlich 60 Mrd € von April 2017 bis (zumindest) Ende Dezember 2017 zu kaufen. In dem beschriebenen Konjunktur- und Finanzmarktumfeld stiegen die Aktienkurse zum Teil deutlich an. Der US-amerikanische S&P 500-Index erreichte Mitte Februar ein neues Allzeithoch. Finanzwerte legten vielerorts überproportional zu – nicht zuletzt in der Erwartung, dass die nun wieder steilere Zinsstrukturkurve sich perspektivisch positiv auf die Ertragslage von Finanzinstituten auswirken würde. Bankaktien profitierten aber auch davon, dass

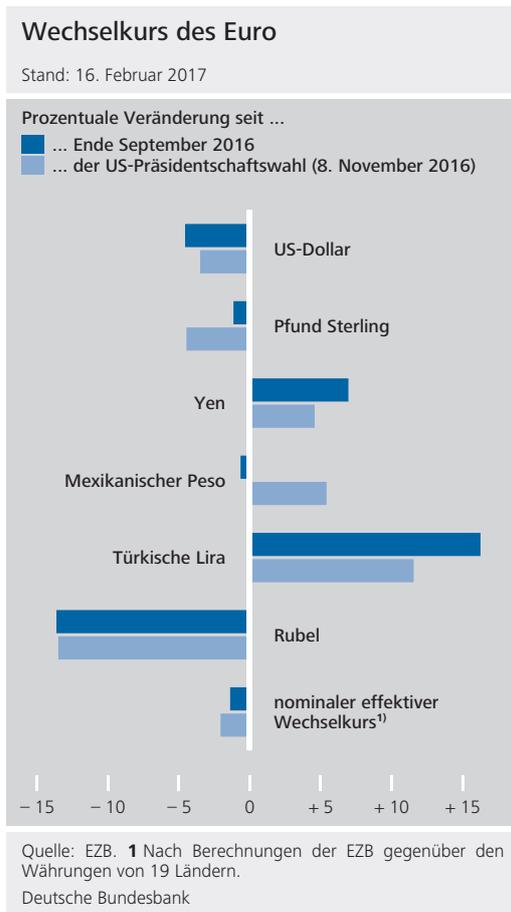
die neue US-Regierung beabsichtigt, regulatorische Vorschriften zu lockern, was vor dem Hintergrund der Erfahrungen in der Finanzkrise durchaus kritisch zu sehen ist. Im Fokus des Interesses an den Devisenmärkten stand die Kursentwicklung des US-Dollar, der gegenüber den meisten Währungen von Industrie- und Schwellenländern deutliche Kursgewinne verbuchte. Der Euro gab im gewogenen Durchschnitt gegenüber 19 wichtigen Handelspartnern im Ergebnis leicht nach (–1,4%). Ausschlaggebend waren Kurseinbußen insbesondere gegenüber dem US-Dollar und einigen Rohstoffwährungen, die von der Erholung der Ölpreise profitierten.

■ Wechselkurse

Nachdem sich der Euro-Dollar-Kurs im Herbst vergangenen Jahres bis zur amerikanischen Präsidentschaftswahl am 8. November 2016 auf über 1,10 US-\$ gefestigt hatte, geriet er in der Folgezeit unter Druck. Die vom Wahlsieger Trump in Aussicht gestellten umfangreichen Steuersenkungen einerseits und Investitionen in die Infrastruktur der US-Wirtschaft andererseits hatten zu steigenden Terminprämien geführt und hierüber den US-Dollar auf breiter Basis gestützt. Daneben wurde der US-Dollar durch die Veröffentlichung unerwartet günstiger Konjunkturdaten für die amerikanische Wirtschaft gestärkt, während der Euro durch das Verfassungsreferendum in Italien und die hiermit verbundene politische Unsicherheit belastet wurde.

Nach heftigen unmittelbaren Marktreaktionen auf den für viele Beobachter überraschenden Ausgang der US-Präsidentschaftswahl setzte Ende November eine vorübergehende Kurskorrektur an den Devisenmärkten ein, woraufhin sich der Euro etwas erholen konnte. Anfang Dezember verlor dieser allerdings erneut an Wert, als der EZB-Rat eine Verlängerung des Anleihekaufprogramms beschloss, die vom Ge-

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



samt volumen her für manche Marktteilnehmer unerwartet umfangreich ausfiel. Die Mitte Dezember vorgenommene Zinserhöhung der Federal Reserve war in den Erwartungen der Marktteilnehmer zwar vollständig eingepreist. Das auf der Pressekonferenz zur geldpolitischen Sitzung in Aussicht gestellte Zinssteigerungs-tempo fiel aber unerwartet hoch aus. Dies ließ den Euro auf eine Notierung von unter 1,04 US-\$ und damit auf den tiefsten Stand seit 14 Jahren fallen. Anfang Januar dämpfte dann allerdings die Veröffentlichung des Protokolls der letzten geldpolitischen Sitzung der amerikanischen Notenbank, wonach mehrere Mitglieder des Offenmarktausschusses vor den wirtschaftlichen Folgen der Stärke des US-Dollar gewarnt hatten, bestehende US-Zinssteigerungsphantasien und stützte den Euro-Dollar-Kurs. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 1,07 US-\$. Er lag damit 4,6% unter dem Stand von Ende September 2016.

Nach der US-Präsidentschaftswahl schwächte sich der Yen gegenüber dem Euro und einer Vielzahl anderer Währungen – insbesondere gegenüber dem US-Dollar – bis zum Jahresende spürbar ab. Ausschlaggebend hierfür war, dass die japanische Zentralbank seit September letzten Jahres die Zinsstrukturkurve aktiv steuert und den Zinssatz zehnjähriger japanischer Staatsanleihen seitdem bei nahe 0% hält. Demgegenüber sind die Renditen amerikanischer Staatsanleihen und – über den internationalen Zinszusammenhang – die Renditen im Euro-Raum und in anderen Währungsgebieten nach der US-Präsidentschaftswahl spürbar gestiegen, sodass sich der Renditeabstand zulasten japanischer Staatsanleihen weiter vergrößerte. Seit Beginn des neuen Jahres bewegt sich der Euro-Yen-Kurs dagegen ohne klar erkennbaren Trend in einem recht engen Band zwischen 119 Yen und 123 Yen. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 121 Yen; er lag damit 7% über dem Stand von Ende September 2016.

... dem Yen ...

Die Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling war im Berichtszeitraum durch wechselnde Einschätzungen über die wirtschaftlichen Folgen der anstehenden Verhandlungen zum EU-Austritt des Vereinigten Königreichs geprägt. Gegenüber dem britischen Pfund wertete der Euro zunächst ab, nachdem Anfang November gerichtlich entschieden worden war, dass die britische Regierung die Verhandlungen über einen Austritt des Vereinigten Königreichs nicht im Alleingang, sondern nur mit Zustimmung des Parlaments offiziell einleiten kann. Der Gerichtsbeschluss hatte an den Märkten die Hoffnung auf eine wirtschaftsfreundlichere Verhandlungsstrategie der britischen Verhandlungsführer geweckt. Zu Beginn des Jahres kehrte sich die Stimmung aber wieder zugunsten des Euro um, als sich bestehende Sorgen verstärkten, dass von britischer Seite das Ausscheiden aus dem EU-Binnenmarkt bei den Verhandlungen in Kauf genommen und die Wirtschaft des Vereinigten Königreichs entsprechend belastet wird. In der zweiten Januarhälfte gab der Euro einen großen Teil der vorangegangenen Kursgewinne aber wieder ab,

... und dem Pfund Sterling

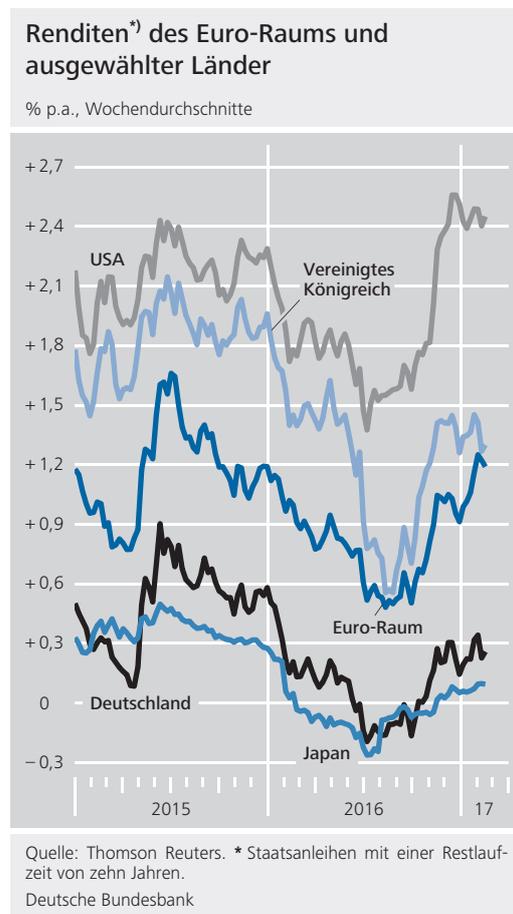
nachdem die britische Premierministerin in einer Grundsatzrede erklärte hatte, dass sie im Rahmen der Austrittsverhandlungen eine Zollunion mit der EU anstreben und an umfassenden Freihandelsabkommen arbeiten werde. Zum Ende der Berichtsperiode lag der Euro bei einem Kurs von 0,85 Pfund Sterling und damit 1,2% unter seiner Notierung von Ende September 2016.

Effektiver Wechselkurs des Euro

Im Ergebnis wertete der Euro gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner im Vergleich zu Ende September 2016 um 1,4% ab. Dabei standen den deutlichen Kursgewinnen gegenüber dem japanischen Yen Wertverluste insbesondere gegenüber dem US-Dollar und einigen Rohstoffwährungen entgegen, die von der Erholung der Ölpreise profitierten. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euro-Raums verbesserte sich durch die Euro-Abwertung etwas; gemessen am langfristigen Durchschnitt ist die Wettbewerbsposition derzeit aber im Großen und Ganzen als neutral einzustufen.

Währungen verschiedener Schwellenländer nach US-Wahl unter Druck

Nach der US-Präsidentenwahl sind auch die Währungen wichtiger Schwellenländer gegenüber dem US-Dollar unter Abwertungsdruck geraten. Dies war zum einen auf den Renditeanstieg und steigende Zinserwartungen in den USA zurückzuführen, da viele Schwellenländer in US-Dollar verschuldet sind und sich ihre Refinanzierung bei steigenden Zinsen verteuert; zum anderen spielten Sorgen vor einer stärker protektionistisch ausgerichteten US-Handelspolitik und die damit verbundene Unsicherheit für die künftigen Handelsbeziehungen eine Rolle. So büßte der mexikanische Peso seit der US-Wahl gegenüber dem US-Dollar 8,5% an Wert ein. Noch stärker fielen die Kursverluste der türkischen Lira aus; seit der US-Präsidentenwahl gab sie gegenüber dem US-Dollar um 13,5% und gegenüber dem Euro um 10,4% nach. Die Einbußen der türkischen Lira sind nicht zuletzt auf die hohe politische Unsicherheit und Terroranschläge in der Türkei zurückzuführen. Der Rubel hat dagegen gegenüber dem US-Dollar um 11,6% und gegenüber dem Euro um 15,6% zugelegt. Die Erholung der Öl-



preise dürfte den Rubel wesentlich gestützt haben.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

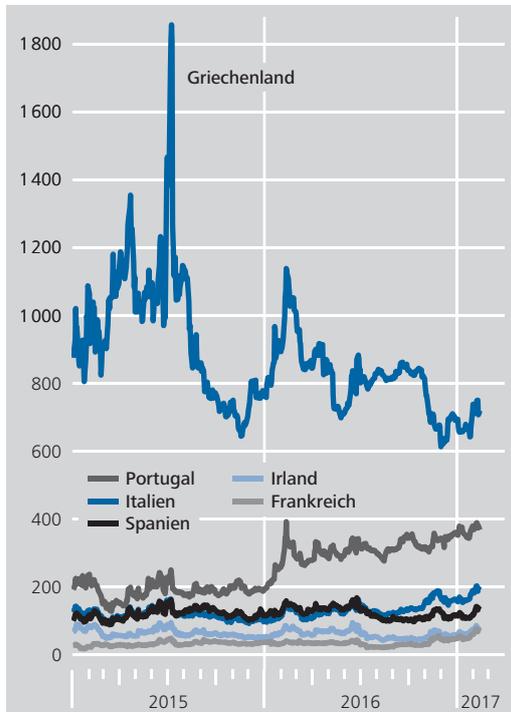
Die Renditen von Staatsanleihen haben sich weltweit von ihren Tiefständen vom Sommer vergangenen Jahres gelöst. Zu einem besonders kräftigen Zinsauftrieb von 86 Basispunkten kam es seit Ende September 2016 in den USA, wo zehnjährige Treasuries bei Abschluss dieses Berichts mit 2,5% und damit auf dem höchsten Stand seit ungefähr zwei Jahren rentierten. Zu einem ähnlich raschen Renditeanstieg kam es zuletzt im Sommer 2013 als die Marktteilnehmer vermuteten, dass die US-Notenbank ihr damaliges Anleihekaufprogramm möglicherweise schneller drosseln würde, als sie zuvor angenommen hatten. Für den jüngsten Renditeanstieg in den USA waren aber weniger geänderte Erwartungen über den geldpolitischen

Staatsanleiherenditen ziehen weltweit, ...

... vor allem aber in den USA an

Aufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters.
 Deutsche Bundesbank

Kurs entscheidend. Hier rechneten die Investoren weiterhin mit einer graduellen Normalisierung des von der Federal Reserve angestrebten Leitzinssatzes. Den Ausschlag gab vielmehr, dass die Laufzeitprämie kräftig anstieg, also die Prämie, die Investoren dafür erhalten, dass sie ein Wertpapier mit längerer Laufzeit erwerben, anstelle von Wertpapieren mit jeweils kürzerer Laufzeit, deren Tilgungen und Zinsen kontinuierlich über den Investitionszeitraum reinvestiert werden. Ein Teil des Anstiegs dieser Prämie war darauf zurückzuführen, dass die höheren Rohölpreise zu einer anziehenden Teuerung führten und so dazu beitrugen, dass sich Deflations Sorgen verflüchtigten. Gewichtiger waren aber politische Ereignisse. Von der neuen US-Regierung erwarten Beobachter eine expansivere Fiskalpolitik. Im Ergebnis stieg auch der zehnjährige Realzins in den USA deutlich um knapp 70 Basispunkte an und ist nun wieder positiv.¹⁾

Zehnjährige Bundeswertpapiere vollzogen im Zinsverbund mit den USA den Renditeanstieg

deutlich abgeschwächt nach (um + 53 Basispunkte auf 0,3%). Ein Grund für die gedämpftere Entwicklung ist die weiterhin expansive Geldpolitik des Eurosystems. Exemplarisch wird das an den Tagen der EZB-Ratsbeschlüsse vom 8. Dezember 2016 und 19. Januar 2017 deutlich. So stiegen zwar auf Tagesfrist gesehen die Renditen von Bundesanleihen nach den geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats etwas an. Dieser Anstieg fiel aber deutlich geringer aus als das Plus von zusammengefasst gut 10 Basispunkten, das zehnjährige US-Treasuries an den beiden Tagen verzeichneten. Der zurzeit etwas lockerere Zinszusammenhang zeigt sich auch in der Renditedifferenz zwischen den Benchmarkpapieren beider Währungsräume. Ende vergangenen Jahres erreichte der Spread mit gut 235 Basispunkten zugunsten der USA den höchsten Stand seit dem Beginn der Währungsunion; er liegt zurzeit deutlich über dem Fünfjahresmittel.

Zinsen von Bundeswertpapieren stiegen weniger stark

Zu höheren Renditen seit dem Beginn des vierten Quartals 2016 kam es auch im Vereinigten Königreich (+ 51 Basispunkte), in dem sich die Konjunktur trotz der politischen Unsicherheiten über die Art und Weise des Austritts aus der EU weiterhin als sehr robust erwies. Am schwächsten fiel das Zinsplus in Japan (+ 17 Basispunkte) aus, wo die japanische Zentralbank im September letzten Jahres beschlossen hatte, die Zinsstrukturkurve gezielt zu steuern und den Zinssatz zehnjähriger japanischer Staatsanleihen nahe bei 0% zu halten.

Die Renditeunterschiede zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen der anderen WWU-Länder entwickelten sich seit Ende September 2016 recht heterogen, sind aber überwiegend gestiegen. Gemessen an der BIP-gewichteten Rendite der WWU (ohne Deutschland) lag der Spread bei zuletzt 118 Basispunkten (verglichen mit 90 Basispunkten Ende September 2016); er war damit auch über dem Durchschnitt von gut

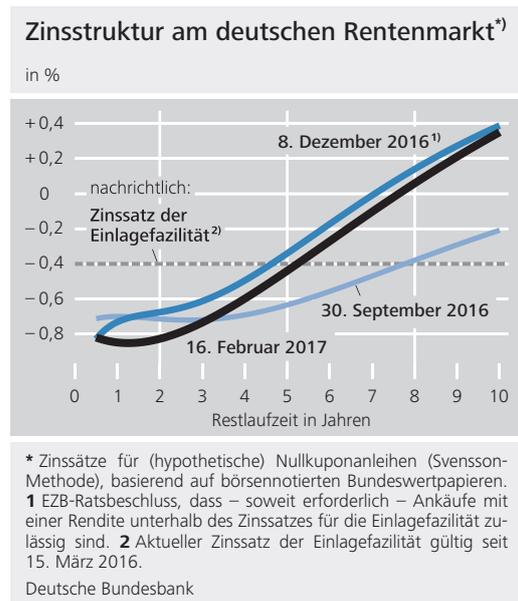
Renditedifferenzen von WWU-Staaten ausgedehnt

¹ Der monatliche Realzins wird berechnet auf Basis von nominalen Tagesrenditen um die Monatsmitte und gewichteten umfragebasierten Inflationserwartungen (Consensus Forecast).

90 Basispunkten seit dem 22. Januar 2015, dem Zeitpunkt der Bekanntgabe des APP. Ausschlaggebend für die wieder wachsenden Renditedifferenzen im Euro-Raum sind länderspezifische Faktoren. In Italien lasteten politische Unsicherheiten und der hohe Bestand an ausfallgefährdeten Krediten des italienischen Bankensektors auf den Kursen der Staatsanleihen. Mitte Januar 2017 stuft die letzte der vier vom Eurosystem zugelassenen externen Ratingagenturen die Kreditwürdigkeit Italiens um eine Stufe auf BBB (high) herunter, und zwar mit Verweis auf Probleme im Bankensektor. Im Ergebnis nahm der Renditespread Italiens seit September 2016 um gut 51 Basispunkte auf 180 Basispunkte zu. Die Preise französischer Staatsanleihen standen angesichts wachsender Unsicherheit vor den Präsidentschaftswahlen ebenfalls unter Druck. Hier stieg die Renditedifferenz um 36 auf knapp 70 Basispunkte; sie liegt damit über dem Fünfjahresmittel (51 Basispunkte). Der Renditeaufschlag griechischer Anleihen, die allerdings wenig liquide sind und kaum gehandelt werden, veränderte sich je nach Nachrichtenlage zum Verhandlungsstand zwischen der griechischen Regierung und den Gläubigern und lag weiterhin in der Nähe von 740 Basispunkten. Weitere Auszahlungen hängen davon ab, ob die periodisch anstehenden Programmüberprüfungen erfolgreich abgeschlossen werden. So belastete auch die Diskussion über die Schuldentragfähigkeit des griechischen Staates die Kurse. Der IWF machte eine Beteiligung an einem dritten Hilfspaket für Griechenland von einem weiteren Schuldenschnitt abhängig, den die Bundesregierung vor dem Hintergrund der bereits gewährten Zinserleichterungen und Laufzeitverlängerungen für nicht notwendig erachtet.

Zinsstrukturkurve der Bundesanleihen deutlich versteilt

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve hat sich im Berichtszeitraum deutlich versteilt. Der Zinsabstand zwischen zehn- und zweijährigen Anleihen betrug zuletzt 118 Basispunkte und lag damit deutlich über dem Wert von Ende September (50 Basispunkte).²⁾ Dabei gaben die Renditen am kurzen Laufzeitende noch einmal leicht nach. Ein wesentlicher Grund hierfür



waren die EZB-Ratsbeschlüsse vom 8. Dezember 2016. Demnach kann das Eurosystem nun auch Wertpapiere mit einer Restlaufzeit von einem Jahr kaufen. Zuvor hatte die Mindestrestlaufzeit bei zwei Jahren gelegen. Zudem wurde die Restriktion gelockert, dass lediglich Wertpapiere erworben werden dürfen, die eine Rendite oberhalb der Verzinsung der Einlagefazilität von derzeit – 40 Basispunkten aufweisen. Diese Schranke war gerade für Bundeswertpapiere zum Teil bis in den achtjährigen Laufzeitbereich bindend gewesen und hatte das Kaufuniversum für Bundeswertpapiere erheblich eingeschränkt. Der Beschluss vom Dezember sieht vor, dass Papiere auch zu Renditen unterhalb des Einlegesatzes gekauft werden können, wenn das notwendig ist, um die monatlichen Kaufvolumina des APP zu erreichen. Letztlich implizierten beide Maßnahmen eine Verschiebung der potenziellen Kaufvolumina vom längeren hin zum mittleren und kurzen Laufzeitspektrum von Bundesanleihen.

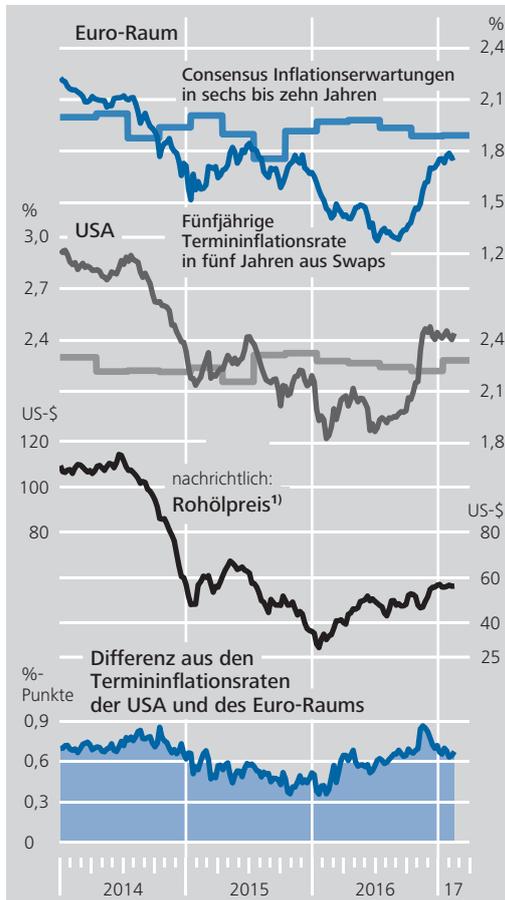
Die marktbasieren Inflationserwartungen sind im Berichtszeitraum im Ergebnis angestiegen. Die aus Swapraten für den Euro-Raum abgeleitete fünfjährige Termininflationrate beginnend

Termininflationserwartungen gestiegen

2 Im Durchschnitt seit Beginn der Währungsunion liegt der Zinsabstand zwischen zehn- und zweijährigen Anleihen bei gut 120 Basispunkten.

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

Wochendurchschnitte



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters, Consensus Economics 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

in fünf Jahren hatte noch Ende September 2016 bei 1,35% gelegen. Zuletzt notierte sie bei 1,77%. Die Termininflationenrate in den USA entwickelte sich ähnlich und stieg um 42 Basispunkte auf 2,44% an. Der annähernd gleiche, nach oben gerichtete Verlauf der marktbasier-ten Inflationsmaße in den beiden Währungs-räumen legt nahe, dass eher globale Faktoren, wie anziehende Rohstoffpreise und höhere Risiko-prämien, für die Entwicklung ausschlaggebend waren. Die aus Umfragen ermittelten Inflations-erwartungen in sechs bis zehn Jahren lagen zu-letzt bei knapp 1,9% im Euro-Raum und bei knapp 2,3% in den USA. Die Inflationsrisiko-prämien, die sich mit der jeweiligen Differenz zwi-

schen markt- und umfragebasierten Inflations-erwartungen approximieren lassen, sind deut-lich angestiegen und nur noch leicht negativ (Euro-Raum) beziehungsweise sogar wieder positiv (USA). Die Deflationssorgen einiger Investoren, die über weite Strecken des Jahres 2016 ihren Ausfluss in merklich negativen Infla-tionsrisikoprämien fanden, sind inzwischen weitgehend gewichen.

Die Renditen europäischer Unternehmenslei-hen setzten ihren seit Mitte letzten Jahres be-stehenden Aufwärtstrend im Ergebnis fort. Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jah-ren rentierten zuletzt mit 2,0% und damit um 40 Basispunkte höher als Ende September 2016. Verglichen mit ihrem Fünfjahresmittel von gut 3% sind die Finanzierungsbedingun-gen von Unternehmen im historischen Vergleich aber weiterhin sehr günstig. Die Zinsaufschläge von Unternehmensanleihen entwickelten sich bran-chenspezifisch unterschiedlich. Während die Renditedifferenzen von Unternehmensanleihen des nichtfinanziellen Sektors mit einem Rating von BBB und einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren gegenüber laufzeitgleichen Bun-desanleihen verglichen mit Ende September 2016 um 12 Basispunkte auf 1,5 Prozentpunkte geringfügig zunahm, engten sich die ent-sprechenden Zinsaufschläge von Unterneh-mensanleihen des finanziellen Sektors um 22 Basispunkte auf 2,9 Prozentpunkte ein. In einem Umfeld steigender Kapitalmarktrenditen gaben ferner die Renditen von Hochzinsanleihen nach und erreichten historische Tiefststände. Neben den verbesserten Konjunkturaussichten und einer gesunkenen Risikoaversion hat zu dieser Entwicklung zuletzt vermutlich auch das Ankaufprogramm des Eurosystems für Unter-nnehmensanleihen (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP) beigetragen. Im Rahmen dieses Programms werden vom Eurosystem Schuldtitel nichtfinanzieller Unternehmen mit guter Kreditwürdigkeit angekauft.³⁾ Portfolio-

*Finanzierungs-
bedingun-
gen von Unter-
nehmen trotz
Zinsanstieg
weiterhin sehr
günstig*

³ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzmärkte, Monats-bericht, August 2016, S. 44.

Rebalancing-Effekte beeinflussen hierbei auch die Renditen von nicht ankauffähigen Anleihen wie denen von Finanzunternehmen und Emittenten mit schwächerer Bonität.

Nettotilgungen deutscher Schuldverschreibungen

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im vierten Quartal 2016 deutlich unter dem Wert des Vorquartals. Insgesamt begaben hiesige Schuldner Papiere für 231 Mrd €, verglichen mit 310 Mrd € in den drei Monaten zuvor. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen hat sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 26 Mrd € verringert. Der Umlauf von Schuldtiteln ausländischer Provenienz am deutschen Markt fiel im vierten Quartal um 14 Mrd €. Im Ergebnis sank der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 40 Mrd €.

Sinkende Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute

Inländische Kreditinstitute verringerten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 15 Mrd €. Vor allem die Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute wurden getilgt (8 Mrd €). Ferner sanken die Volumina der Öffentlichen Pfandbriefe sowie der flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen um jeweils 3 ½ Mrd €. Auch Hypothekendarlehen wurden im Ergebnis in geringem Umfang getilgt.

Nettotilgungen der öffentlichen Hand

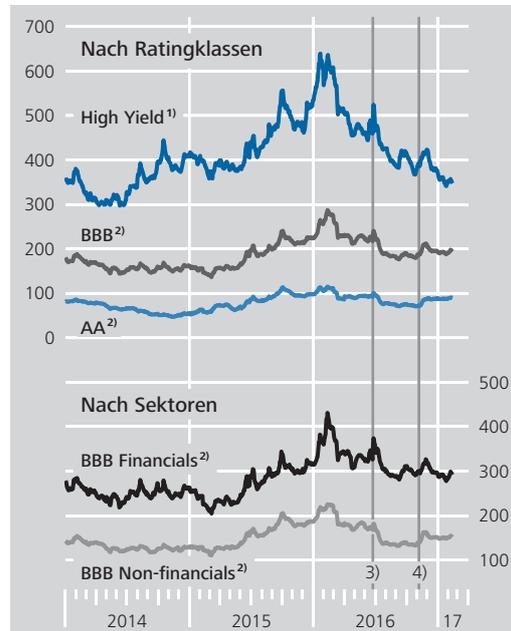
Die öffentliche Hand tilgte im Berichtsquartal Schuldtitel für netto 15 Mrd €. So tilgte der Bund (sowie die ihm zugerechnete Abwicklungsanstalt) fünfjährige Bundesobligationen (9 ½ Mrd €), unverzinsliche Bubills (7 Mrd €) und zweijährige Schatzanweisungen (6 Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von zehn- und 30-jährigen Anleihen (7 ½ Mrd € bzw. 1 ½ Mrd €) gegenüber. Die Länder begaben Schuldverschreibungen für per saldo 2 Mrd €.

Unternehmensanleihen per saldo emittiert

Inländische Unternehmen begaben im letzten Quartal 2016 Anleihen für netto 4 Mrd €. Im Ergebnis war dies vor allem auf langfristige Papiere zurückzuführen. Dabei emittierten vor allem nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Schuldverschreibungen, während sonstige

Renditespreads von Unternehmensanleihen in der WWU¹⁾

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. * 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. **3** Brexit-Referendum. **4** US-Präsidentenwahl.

Deutsche Bundesbank

Finanzinstitute ihre Rentenverschuldung verringerten.

Erworben wurden Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2016 im Ergebnis ausschließlich von der Bundesbank, welche im Rahmen des APP Schuldverschreibungen für netto 49 ½ Mrd € ankaufte, und zwar vor allem öffentliche Anleihen (43 ½ Mrd €). Inländische Kreditinstitute sowie Nichtbanken veräußerten Rentenwerte für per saldo 19 ½ Mrd € beziehungsweise 12 ½ Mrd €. Während sich die Kreditinstitute überwiegend von inländischen Papieren trennten, veräußerten Nichtbanken vor allem ausländische Schuldverschreibungen. Ausländische Investoren trennten sich von festverzinslichen Werten gebietsansässiger Emittenten in Höhe von netto 57 ½ Mrd €. Der Löwenanteil entfiel auch hier auf öffentliche Schuldverschreibungen (50 Mrd €), die zum Teil die Bundesbank übernommen hat.

Erwerb von Schuldverschreibungen

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2015		2016	
	4. Vj.	3. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
Schuldverschreibungen				
Inländer	- 1,2	34,6		17,6
Kreditinstitute	- 48,4	- 24,2		- 19,6
darunter:				
ausländische				
Schuldverschreibungen	- 1,1	- 14,1		- 6,1
Deutsche Bundesbank	36,6	48,9		49,5
Übrige Sektoren	10,5	10,0		- 12,3
darunter:				
inländische				
Schuldverschreibungen	3,6	- 5,1		- 1,7
Ausländer	- 54,5	- 27,9		- 57,4
Aktien				
Inländer	6,9	12,1		2,7
Kreditinstitute	1,4	0,6		1,8
darunter:				
inländische Aktien	0,1	0,1		3,5
Nichtbanken	5,5	11,4		0,9
darunter:				
inländische Aktien	- 2,5	0,4		- 8,4
Ausländer	5,0	1,2		6,6
Investmentzertifikate				
Anlage in Spezialfonds	30,6	17,4		33,8
Anlage in Publikumsfonds	11,0	3,8		6,0
darunter:				
Aktienfonds	6,4	1,9		3,4

Deutsche Bundesbank

Deutliche Kursgewinne auf internationalen Aktienmärkten

Die internationalen Aktienmärkte standen im Berichtszeitraum unter dem Einfluss der Erwartung, dass sich das globale Wachstum im laufenden Jahr graduell festigen würde. Der marktweite Aktienindex S&P 500 in den USA kletterte um 8,3% gegenüber Ende September 2016 und erzielte Mitte Februar ein neues Allzeithoch. Hierfür verantwortlich zeichneten vor allem die gute konjunkturelle Verfassung der USA sowie Erwartungen über weitere konjunkturelle Stimuli durch die neue US-Regierung. Zudem erhöhten sich die von Analysten auf 12 Monate prognostizierten Gewinne pro Aktie um 3,6%, während sich die Einschätzungen über das langfristige Gewinnwachstum (auf drei bis fünf Jahre gesehen) um 0,3 Prozentpunkte leicht eintrübten. Die überwiegend positiven Überraschungen der ersten durch US-Firmen jüngst veröffentlichten Quartalsberichte bestätigten die positive Einschätzung auf kurze Sicht. Die von der US-amerikanischen Notenbank vorgenommene Leitzinserhöhung im Dezember hatte hingegen keinen merklich dämpfenden

Einfluss auf die Aktienmarktentwicklung. Mögliche weitere Zinsschritte im Jahr 2017 vor dem Hintergrund höherer Inflationserwartungen scheinen bereits eingepreist zu sein.

Die Erwartungen über eine Fortsetzung des Aufschwungs im Euro-Raum trieben die Kurse europäischer Aktien nach oben. So gewann der marktweite Euro-Stoxx-Index um 9,3% an Wert; er legte somit stärker zu als sein US-amerikanisches Pendant. Die auf Jahresfrist von Analysten erwarteten Gewinne pro Aktie nahmen über den Berichtszeitraum um 4,4% zu. Die auf Basis eines Dividendenbarwertmodells für den Euro Stoxx berechnete Aktienrisikoprämie ermäßigte sich im Ergebnis um fast 77 Basispunkte; sie liegt nun leicht unterhalb ihres Fünfjahresmittels. Die Kursgewinne deutscher Aktien trugen maßgeblich zur Entwicklung des europäischen Aktienmarkts bei. Gegenüber Ende September 2016 erzielte der CDAX Kursgewinne von 10,4%. Politische Unsicherheiten in einigen europäischen Ländern trübten die Gesamtmarktentwicklung somit kaum ein. Verglichen mit ihrem jeweiligen Fünfjahresmittel zeigen die Gewinnrenditen beiderseits des Atlantiks ein recht hohes Bewertungsniveau von Aktien an.

Vor dem Hintergrund eines stabileren Wirtschaftswachstums und eines schwachen Außenwertes des Yen setzte auch der japanische Aktienmarkt seinen im Sommer begonnenen Aufwärtstrend fort. Der Nikkei verzeichnete unter den Indizes aller großen Volkswirtschaften im Berichtszeitraum den stärksten Kurszuwachs und lag zuletzt um 17,6% höher als Ende September 2016. Die Entscheidung der Wähler des Vereinigten Königreichs, aus der EU auszutreten, und die fortbestehende Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Verbindungen zur EU haben vor dem Hintergrund robuster Konjunkturaussichten den britischen Aktienmarkt kaum beeinflusst. Der FTSE All-Share legte gegenüber September 2016 um 5,5% zu und erreichte zwischenzeitlich ein Allzeithoch.

Starke Kurszuwächse am japanischen Aktienmarkt

*Bankensektoren
 beiderseits des
 Atlantiks mit
 starken Kurs-
 gewinnen*

Neben der Einschätzung der globalen konjunkturellen Entwicklung spielten auch sektorspezifische Ereignisse eine gravierende Rolle bei der Kursentwicklung am Aktienmarkt. So setzte der Bankensektor seine bereits im Vorquartal zu beobachtende Erholung weiter fort. Bankenwerte im Euro-Raum (26,7%) und in den USA (37,8%) erzielten hohe Kurszuwächse. Dabei blieb das auf 12 Monate prognostizierte Gewinnwachstum pro Aktie deutlich hinter der Kursentwicklung zurück. Es kam somit zu einem deutlichen Rückgang der Aktienrisikoprämien, die auf Basis eines Dividendenbarwertmodells berechnet im Euro-Raum um 2,5 Prozentpunkte und in den USA um 1,3 Prozentpunkte abnahmen. Die Beilegung von Rechtsstreitigkeiten bei einzelnen Instituten in Deutschland sowie erste Liquiditätsbereitstellungen für angeschlagene italienische Banken dürften in der WWU ebenso zu den Kurssteigerungen beigetragen haben wie die erwartete Verbesserung der Profitsituation bei Banken durch die Versteilung der Zinsstrukturkurve. Zuletzt schwächten enttäuschende Quartalsberichte einiger europäischer Banken hingegen die Marktdynamik in der WWU leicht ab. In den USA beflügelten die angekündigten Erleichterungen bei der Bankenregulierung die Marktphantasie, was sich auch darin zeigt, dass die Aktienrisikoprämie im US-Bankensektor unter das Niveau für den Gesamtmarkt gefallen ist.

*Kursunsicherheit
 am Aktienmarkt
 trotz gestiegener
 politischer
 Unsicherheit
 rückläufig*

Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Kursentwicklung – gemessen an den aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten von Aktienindizes – ist weltweit seit der US-Präsidentenwahl deutlich rückläufig, sodass ihre Erhöhung im Vorfeld der Wahl mehr als ausgeglichen wurde. In den USA fiel die Kursunsicherheit somit wieder auf ein Niveau, das vor dem Ausbruch der Finanzkrise zu beobachten war. Ein Anstieg globaler politischer Unsicherheit überträgt sich aktuell offenbar kaum in Kursunsicherheit am Aktienmarkt.

*Geringe Mittel-
 aufnahme am
 Aktienmarkt*

Die Mittelaufnahme am deutschen Aktienmarkt betrug im Schlussquartal 2016 per saldo 1½ Mrd €. Der Umlauf ausländischer Aktien in



Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 7½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte vor allem von ausländischen Investoren (6½ Mrd €). Inländische Kreditinstitute vergrößerten ihr Aktienengagement um 2 Mrd €; dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um inländische Werte. Heimische Nichtbanken erwarben Aktien für per saldo 1 Mrd €. Hier standen ausländische Werte im Vordergrund der Aktivitäten.

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im letzten Quartal 2016 einen Mittelzufluss in Höhe von 40 Mrd €, nach 21 Mrd € im Dreimonatszeitraum davor. Die neuen Mittel

*Absatz und
 Erwerb von
 Investment-
 zertifikaten*

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2015	2016	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj. p)
I. Leistungsbilanz	+ 72,2	+ 61,2	+ 68,4
1. Warenhandel ¹⁾	+ 64,1	+ 67,9	+ 62,5
2. Dienstleistungen ²⁾	- 6,7	- 12,9	- 4,7
3. Primäreinkommen	+ 24,9	+ 16,8	+ 22,4
4. Sekundäreinkommen	- 10,0	- 10,7	- 11,8
II. Vermögensänderungsbilanz	- 2,2	+ 0,4	- 0,1
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 58,3	+ 57,7	+ 74,4
1. Direktinvestition	+ 25,5	+ 12,5	+ 29,1
Inländische Anlagen im Ausland	+ 29,6	+ 21,3	+ 21,5
Ausländische Anlagen im Inland	+ 4,1	+ 8,7	- 7,6
2. Wertpapieranlagen	+ 66,8	+ 48,8	+ 50,8
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 17,7	+ 19,8	- 0,7
Aktien ³⁾	+ 7,6	+ 8,2	+ 3,4
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 4,6	+ 8,9	+ 9,9
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	- 1,7	- 0,5	+ 2,6
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 6,0	+ 5,9	- 9,8
darunter:			
denominiert in Euro ⁶⁾	+ 2,5	- 4,4	- 7,8
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 0,5	- 3,1	- 4,1
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 49,1	- 29,0	- 51,4
Aktien ³⁾	+ 4,9	+ 1,2	+ 6,4
Investmentfondsanteile	+ 0,6	- 2,3	- 0,4
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 32,6	- 23,9	- 29,1
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	- 18,8	- 20,0	- 43,0
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 21,9	- 4,0	- 28,3
3. Finanzderivate ⁹⁾	+ 5,5	+ 10,0	+ 13,3
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	- 39,2	- 13,4	- 18,7
Monetäre			
Finanzinstitute ¹¹⁾	- 11,2	- 30,4	+ 22,3
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	- 28,0	+ 12,2	- 28,9
Staat	- 2,0	+ 7,9	- 2,1
Bundesbank	+ 2,0	- 3,2	- 10,0
5. Währungsreserven ¹³⁾	- 0,3	- 0,3	0,0
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹⁴⁾	- 11,7	- 4,0	+ 6,1

¹⁾ Ohne Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. ²⁾ Einschl. Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. ³⁾ Einschl. Genussscheine. 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

kamen im Ergebnis weit überwiegend den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (34 Mrd €). Unter den Anlageklassen erzielten vor allem Gemischte Wertpapierfonds ein hohes Mittelaufkommen (21 Mrd €), in geringerem Umfang aber auch Offene Immobilienfonds (6 Mrd €), Aktienfonds und Dachfonds (je 5½ Mrd €). Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 10 Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen Anteilscheine für netto 51½ Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile. Dem standen Nettoverkäufe der heimischen Kreditinstitute sowie von gebietsfremden Investoren in Höhe von 1½ Mrd € beziehungsweise ½ Mrd € gegenüber.

■ Direktinvestitionen

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im vierten Quartal 2016 per saldo Mittelabflüsse im Umfang von 51 Mrd € verzeichnete, ergaben sich im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 29 Mrd €.

Kapitalexporte im Bereich der Direktinvestitionen

Das Direktinvestitionsengagement deutscher Unternehmen im Ausland belief sich in den letzten drei Monaten des Jahres 2016 per saldo auf 21½ Mrd €. Heimische Investoren stockten vor allem ihr Beteiligungskapital bei Niederlassungen im Ausland um 17 Mrd € auf. In geringem Umfang trugen reinvestierte Gewinne hierzu bei (2 Mrd €). Zudem erhöhten inländische Unternehmen ihre Forderungen aus konzerninternen Krediten um 4½ Mrd €. Dabei entfielen 2½ Mrd € auf die Ausweitung von Handelskrediten und 2 Mrd € auf die Gewährung zusätzlicher Finanzkredite. Wichtige Zielländer der deutschen Direktinvestitionen im Ausland waren die USA (5 Mrd €) sowie China und Luxemburg (jeweils 3½ Mrd €).

Heimische Direktinvestitionen im Ausland

*Ausländische
Direkt-
investitionen
in Deutschland*

Ausländische Investoren verringerten in den Monaten Oktober bis Dezember 2016 ihr Engagement in Deutschland um 7 ½ Mrd €. Dies erfolgte maßgeblich über den Abbau von Forderungen aus Direktinvestitionskrediten (7 ½ Mrd €). Hier stand der Tilgung von Finanzkrediten (13 ½ Mrd €) eine Ausweitung der Handelskredite (6 Mrd €) gegenüber. Zum anderen sank das Beteiligungskapital ausländischer Direktinvestoren in Deutschland

(½ Mrd €), da die Liquidation bestehenden Beteiligungskapitals nicht vollständig durch Neuanlagen und reinvestierte Gewinne kompensiert wurde. Regional betrachtet verringerten vor allem Investoren aus Luxemburg (11 Mrd €), der Schweiz und Irland (jeweils 1 ½ Mrd €) ihre Direktinvestitionen in Deutschland. Dem standen zusätzliche Direktinvestitionen, unter anderem aus dem Vereinigten Königreich (3 ½ Mrd €), gegenüber.