

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Konjunkturelles Umfeld und geldpolitischer Kurs dominieren Finanzmärkte

Das günstige konjunkturelle Umfeld, die US-Fiskalpolitik und die Geldpolitik beiderseits des Atlantiks prägten im vierten Quartal 2017 und zu Beginn des neuen Jahres das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten. Die Renditen von Staatsanleihen entwickelten sich dabei zunächst uneinheitlich. Ein Grund hierfür war die unterschiedliche Ausrichtung der Geldpolitiken im Euroraum und in den USA. So gerieten die Zinsen im Euro-Währungsgebiet zunächst unter Druck, als sich am Markt zunehmend die Erwartung durchsetzte, dass der EZB-Rat bei seiner Sitzung Ende Oktober 2017 entscheiden würde, das Wertpapierankaufprogramm über 2017 hinaus weiterzuführen. Gleichzeitig setzte der Offenmarktausschuss der US-Notenbank wie erwartet die graduelle Rücknahme des Expansionsgrades seiner Geldpolitik fort und erhöhte auf seiner Dezembersitzung den Leitzins. In der Folge dehnte sich der Zinsabstand zwischen zehnjährigen Treasuries und laufzeitgleichen Bundesanleihen spürbar aus. Seit Mitte Dezember erhielten die Renditen dann weltweit kräftig Auftrieb. Ein Impuls ging dabei von der Steuerreform in den USA („Tax Cuts and Jobs Act“) aus, die noch vor Jahresende verabschiedet wurde. Zudem zeigte sich, dass sich der Aufschwung nicht nur im Euroraum und in den USA, sondern weltweit kraftvoll fortsetzte. Nicht zuletzt vor dem Hintergrund der Markterwartung eines weniger expansiven geldpolitischen Kurses in den beiden großen Währungsräumen und höherer Terminprämien stiegen die Renditen für zehnjährige US-Treasuries und Bundesanleihen deutlich auf 2,9% beziehungsweise auf 0,7%. An den internationalen Aktienmärkten schlugen sich die genannten Einflussfaktoren in höheren Gewinnerwartungen und einem gestiegenen Risikoappetit der Investoren nieder, wodurch die Kurse zum Teil kräftig zulegten und sowohl in Deutschland als auch in den USA zwischenzeitlich neue Höchststände erreichten. Anfang

Februar lösten die steigenden Renditen allerdings eine merkliche Korrektur am Aktienmarkt aus, sodass die europäischen Märkte sämtliche Gewinne wieder abgaben und im Ergebnis im Minus notierten. An den Devisenmärkten ergaben sich seit Herbst 2017 spürbare Verschiebungen im Wechselkursgefüge zulasten des US-Dollar und zugunsten des Euro.

■ Wechselkurse

Die Devisenmärkte waren vor allem im neuen Jahr durch eine breit angelegte US-Dollar-Schwäche und eine gestiegene, aber immer noch vergleichsweise geringe implizite Wechselkursvolatilität gekennzeichnet. Der US-Dollar setzte bereits ab Ende Oktober seine Talfahrt fort, die schon im Januar 2017 begonnen hatte, zeitweise aber unterbrochen war. So verlor die amerikanische Währung seit dem Jahresbeginn 2017 im gewogenen Durchschnitt gegenüber 56 Handelspartnern 9,3% an Wert. Deutliche Kursverluste verzeichnete sie vor allem gegenüber europäischen Währungen, so zum Euro (–15,6%) und zum Pfund Sterling (–12,6%), aber auch zum Yen (–9,0%). Dagegen wertete der Euro im Berichtszeitraum seit Ende September – aber auch verglichen mit Anfang 2017 – vor dem Hintergrund einer überraschend lebhaften Konjunktorentwicklung des gemeinsamen Währungsraumes im gewogenen Durchschnitt auf, was spiegelbildlich vor allem auf die Kursgewinne gegenüber dem US-Dollar zurückzuführen war.

US-Dollar-Schwäche an den Devisenmärkten

Nach der Veröffentlichung einer Reihe überraschend starker heimischer Konjunkturdaten gewann der Euro gegenüber dem US-Dollar im Verlauf des November spürbar an Wert. So fielen etwa das Wirtschaftswachstum in Deutschland und das Verbrauchervertrauen sowie ein Einkaufsmanagerindex für den Euroraum unerwartet günstig aus. Daneben stieg der ifo Geschäftsklimaindex der deutschen Wirtschaft

Euro mit deutlichen Kursgewinnen gegenüber dem US-Dollar

überraschend auf ein neues Rekordhoch. Zum Monatsende gab der Euro einen Teil der Wertzuwächse gegenüber dem US-Dollar allerdings wieder ab, nachdem der Index für die Verbraucherstimmung in den USA überraschend deutlich auf den höchsten Stand seit 17 Jahren gestiegen war. Durch die Zustimmung des Senats zur Steuerreform in den USA und den damit zusammenhängenden Erwartungen auf einen Konjunkturimpuls erhielt der US-Dollar in der Folgezeit zusätzlich Auftrieb.

Im Anschluss an die geldpolitische Sitzung der Federal Reserve, in der Mitte Dezember erwartungsgemäß eine Leitzinserhöhung beschlossen und ein Festhalten an dem gemäßigten Zinssteigerungstempo signalisiert wurde, kehrte sich die Stimmung aber wieder zugunsten der Gemeinschaftswährung um. Angesichts der günstigen Wachstumsaussichten für das Euro-Währungsgebiet begann der Euro daraufhin erneut aufzuwerten. Seine Kursgewinne verstärkten sich Mitte Januar, als aus dem Protokoll der vorangegangenen Sitzung des EZB-Rats hervorging, dass dieser früh im laufenden Jahr über eine Anpassung der geldpolitischen Kommunikation diskutieren könnte. In der Folgezeit trug zudem eine drohende Haushaltssperre in den USA zur Abwertung des US-Dollar bei. Hinzu kam, dass an den Märkten zeitweise der Eindruck entstand, die US-Administration unterstütze die US-Dollar-Schwäche. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 1,25 US- $\text{\$}$; er lag damit auf dem höchsten Stand seit Dezember 2014 und 5,8% über seinem Kurs von Ende September 2017.

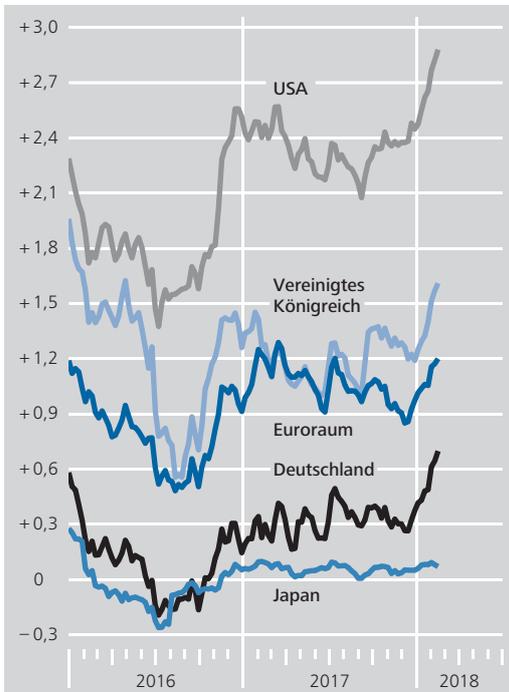
Dagegen nur vorübergehend spürbare Wertzuwächse gegenüber dem Yen

Gestützt durch die erwähnten günstigen Konjunkturaussichten für den Euroraum einerseits und die Aussicht auf eine anhaltend expansive Geldpolitik der Bank von Japan andererseits wertete der Euro gegenüber dem Yen seit der dritten Novemberwoche 2017 ebenfalls auf. Nach der Bekanntgabe der japanischen Notenbank, weniger Staatsanleihen mit besonders langer Laufzeit erworben zu haben, gab der Euro zwar gegenüber dem Yen bereits einen Teil der vorangegangenen Wertzuwächse ab, er er-



Renditen*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Wochendurchschnitte



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

Ausgang der EU-Austrittsverhandlungen wieder zu, und der Euro machte einen großen Teil der vorangegangenen Kursverluste wett. Mitte Januar wertete das britische Pfund auf breiter Basis spürbar auf, nachdem unerwartet günstige Zahlen vom britischen Arbeitsmarkt gemeldet worden waren und sich die Anzeichen gemehrt hatten, dass das Wachstum der britischen Wirtschaft im vierten Quartal 2017 höher als erwartet ausgefallen war. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 0,89 Pfund Sterling und somit 0,5% über seinem Stand von Ende September.

Im Ergebnis wertete sich der Euro gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner seit Ende September um 1,3% auf. Den deutlichen Kurssteigerungen vor allem gegenüber dem US-Dollar standen Kursverluste beispielsweise gegenüber einigen mitteleuropäischen Währungen gegenüber, so zum Zloty (-3,5%) und zur tschechischen Krone (-2,4%). Durch die Euro-Aufwertung verschlechterte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem Euroraum etwas; gemessen am langfristigen Durchschnitt des Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit ist deren Wettbewerbsposition derzeit aber nach wie vor als neutral einzustufen.

Euro effektiv aufgewertet

reichte aber Anfang Februar mit einer Notierung von 137 Yen den höchsten Stand seit August 2015. Im Zuge der deutlichen Korrektur an den globalen Aktienmärkten in der ersten Februarwoche und der damit gewachsenen Unsicherheit an den Finanzmärkten gewann der Yen auf breiter Basis an Wert. Zuletzt notierte der Euro bei 133 Yen; damit wertete er sich innerhalb der Berichtsperiode um 0,2% auf.

Leichte Aufwertung gegenüber dem Pfund Sterling

Trotz spürbarer Schwankungen bewegte sich der Euro gegenüber dem Pfund Sterling im Berichtszeitraum ohne klar erkennbare Tendenz. Dabei wurden die Bewegungen des Euro-Pfund-Kurses maßgeblich von den Entwicklungen rund um den geplanten Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union (EU) geprägt. Nachdem sich London und Brüssel Ende November über die finanziellen Folgen eines Austritts im Grundsatz geeinigt hatten, geriet der Euro gegenüber der britischen Währung unter Abgabedruck. In der Folgezeit nahm aber die Unsicherheit über den

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Die Renditen von Staatsanleihen sind seit Ende September letzten Jahres im Ergebnis weltweit kräftig gestiegen. Maßgeblich hierfür war, dass der Aufschwung global an Breite gewonnen hat. Die zyklische Besserung trug dazu bei, dass Marktteilnehmer Leitzinserhöhungen wichtiger Notenbanken früher als zuvor erwarteten. Aber auch die Laufzeitprämien, mit denen die Bereitschaft entgolten wird, Wertpapiere länger zu halten, legten seit Mitte Dezember kräftig zu.

Konjunktur und Geldpolitik lassen Renditen weltweit ...

Im Euroraum gaben die Renditen allerdings zunächst bis in den Dezember hinein nach. Hierzu trug der Beschluss des EZB-Rats vom Oktober

... und auch im Euroraum ansteigen

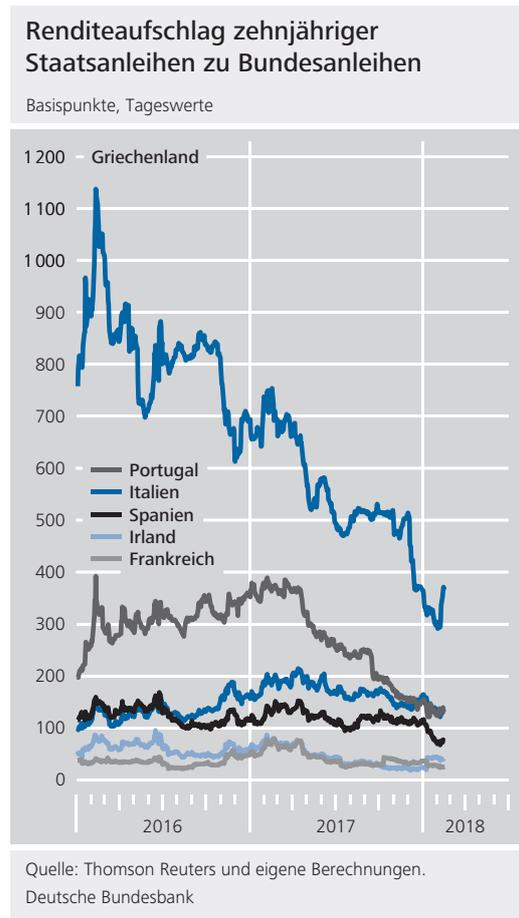
bei, das Wertpapierankaufprogramm weiterzuführen und ab Januar bis mindestens Ende September 2018 monatlich Wertpapiere für 30 Mrd € zu erwerben. Die Entscheidung selbst blieb zwar ohne nennenswerten Einfluss auf die Märkte. Die deutlichen Signale der EZB vor der Sitzung, die Geldpolitik weiter zu lockern, hatten die Renditen vorübergehend aber unter Druck gesetzt. Zum Ende des Jahres richtete sich dann allerdings – nach einer Reihe von besser als erwartet ausgefallenen Indikatoren – der Fokus wieder auf die gute konjunkturelle Entwicklung. Hierzu trug auch das Protokoll zu der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Dezember (Accounts) bei, das am 11. Januar 2018 veröffentlicht wurde. Aus ihm lasen einige Marktteilnehmer eine überraschend gute Konjunkturschätzung durch den EZB-Rat heraus. In der Folge gingen sie davon aus, dass das Eurosystem die Geldpolitik möglicherweise etwas schneller als zuvor erwartet normalisieren könnte. Im Ergebnis nahm die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum seit Ende September um 15 Basispunkte auf ein Niveau von 1,2% zu.

Weiter ansteigende Rendite von Bundesanleihen ...

Noch deutlicher stiegen die Renditen von Bundesanleihen, und zwar um 35 Basispunkte auf 0,7%. Das ist der höchste Stand seit dem Jahr 2015, als sich im sogenannten Bund-Tantrum die Zinsen in mehreren Schüben zwischenzeitlich auf fast 1,0% erhöht hatten. Anders als damals war der Zinsauftrieb diesmal aber auf die fundamental verbesserten Wirtschaftsaussichten zurückzuführen.

... versteilt die gesamte Zinsstrukturkurve

Unter den genannten Einflüssen verschob sich die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve nach oben und versteilte sich leicht. Der Zinsabstand zwischen zehnjährigen und zweijährigen Anleihen betrug zuletzt 135 Basispunkte und lag damit 16 Basispunkte über dem Wert von Ende September. Erstmals seit September 2015 liegen wieder Renditen mit einer Restlaufzeit von fünf Jahren im positiven Bereich. Die Knappheitsprämien von Bundeswertpapieren, beispielsweise gemessen am Renditeabstand zwischen EONIA-Swaps und

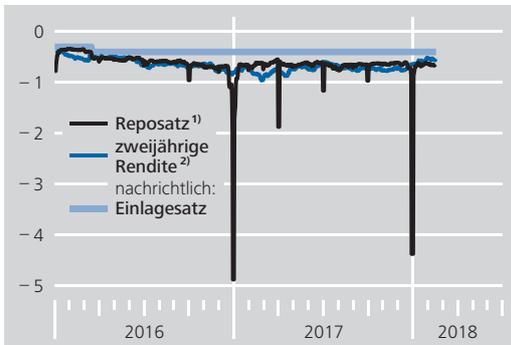


laufzeitgleichen Anleihen, bildeten sich im Berichtszeitraum insbesondere im Kurzfristbereich zurück.

Die Renditeunterschiede zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und Staatsanleihen aus dem übrigen Euroraum verringerten sich im Berichts-

Reposatz und Rendite kurz laufender Bundeswertpapiere

% p.a., Tageswerte



1 Geldmarktsatz für mit deutschen Staatsanleihen besicherte Übernachtkredite. Quelle: www.repofundsrate.com. 2 Rendite einer zweijährigen Nullkuponanleihe aus der deutschen Zinsstrukturkurve.

Deutsche Bundesbank

Rückläufige Risikoprämien bei Staatsanleihen im Euro-Währungsgebiet

zeitraum um 21 Basispunkte auf 65 Basispunkte (im BIP-gewichteten Durchschnitt); sie erreichten damit den niedrigsten Stand seit Anfang 2010. Die Renditen einzelner Länder des Euro-raums entwickelten sich dabei uneinheitlich. Während insbesondere die Renditen von Staatsanleihen bester Bonität deutlich anstiegen, waren in einigen Ländern mit schwächeren Ratings Zinsrückgänge zu verzeichnen. Das war zum einen auf die allgemein gute Konjunktur zurückzuführen, die insgesamt die Ausfallrisiken verringerte. Zum anderen spielten aber auch länderspezifische Faktoren eine Rolle. So profitierten die Staatsanleihen Portugals und Spaniens von Ratingheraufstufungen durch eine Ratingagentur.

Jahresende auf dem Repomarkt ohne nachhaltigen Effekt

Am Markt für mit europäischen Staatsanleihen besicherte Übernachtkredite (Repomarkt) zeigten sich erneut Jahresendeffekte. Über den Bilanzstichtag war zu beobachten, dass der (negative) Geldmarktzinssatz (Reposatz) und die Umsätze für besicherte Übernachtkredite deutlich zurückgingen. Offenbar verzichteten einige Sicherheitengeber darauf, über das Jahresende hinaus derartige Kredite zu verlängern. Ausschlaggebend hierfür dürften unter anderem regulatorische Gründe gewesen sein, denn die Bilanz des Sicherheitengebers verkürzt sich, wenn er Repogeschäfte verringert. Diese Jahresendeffekte waren jedoch sehr kurzfristiger

Natur und hatten weder einen nachhaltigen Effekt auf den Repomarkt selbst noch auf die Staatsanleihemärkte. Hierzu dürften letztlich auch die Wertpapierleihefazilitäten des Eurosystems beigetragen haben.

Die marktbasieren Inflationserwartungen für die nächsten Jahre im Euroraum setzten ihren bereits im zweiten Quartal 2017 begonnenen moderaten Aufwärtstrend über alle Horizonte hinweg fort. Die aus Inflationsswaps abgeleitete in fünf Jahren beginnende Termininflation für fünf Jahre nahm seit Ende September 2017 um 12 Basispunkte auf 1,8% zu. Die von Consensus Economics aus Umfragen ermittelten durchschnittlichen Inflationserwartungen für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren lagen weiterhin stabil bei 1,9%. Bei der Interpretation dieser Diskrepanz müssen mögliche Liquiditäts- und Inflationsrisikoprämien berücksichtigt werden, die sich auf die marktbasieren Maße auswirken und deren ökonomische Aussagekraft mindern. Zuletzt, mit den steigenden Terminprämien, näherten sich markt- und umfragebasierte Inflationserwartungen allerdings wieder an. Die aus Optionsdaten ermittelte Deflationswahrscheinlichkeit über die nächsten fünf Jahre verminderte sich weiter und erreichte zeitweise mit einem Wert von unter 5% einen neuen mehrjährigen Tiefststand.

Erholung der marktbasieren Inflationserwartungen im Euro-raum setzt sich fort

Die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen sind weiterhin günstig. Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB mit sieben- bis zehnjähriger Laufzeit stiegen seit Ende September im Ergebnis um 10 Basispunkte. Während die Anleiherenditen von Finanzunternehmen sich kaum veränderten, verzeichneten Anleihen des nicht-finanziellen Sektors einen Renditeanstieg von 13 Basispunkten; sie rentierten bei Berichtschluss mit 1,6%. Angesichts gestiegener Staatsanleiherenditen engten sich die Renditeaufschläge der Unternehmensanleihen gegenüber sicheren Bundespapieren ein, und zwar um 31 Basispunkte für finanzielle und um 19 Basispunkte für nichtfinanzielle Unternehmen. Die Renditeaufschläge bewegten sich damit in

Anleiherenditen europäischer Unternehmen kaum verändert

beiden Unternehmenssektoren auf Niveaus wie zuletzt vor dem Ausbruch der Finanzkrise im Juli 2007. Zu dieser Entwicklung dürfte die im Euro-Raum weiterhin stark akkommodierende Geldpolitik beigetragen haben, zu der auch das Ankaufprogramm von Unternehmensanleihen zählt. Zudem trägt die gute Konjunkturlage dazu bei, dass Ausfallrisiken zurückgehen.

Kräftige Renditeanstiege in den USA

Unter den weltweiten Benchmarkanleihen stiegen die Renditen zehnjähriger US-Treasuries mit 58 Basispunkten über den Berichtszeitraum hinweg am stärksten. Dies lag vor allem an der robusten US-amerikanischen Binnenkonjunktur, was sich unter anderem in wiederholt guten Zahlen zum US-Arbeitsmarkt niederschlug, sowie an der stärker als erwarteten Inflationsentwicklung. Zudem gab die US-Steuerreform, die der Kongress vor dem Jahreswechsel verabschiedete und die den US-Anleihemarkt angebotsseitig unter Druck setzen dürfte, den Zinsen weiteren Auftrieb. Die Erhöhung des Leitziens um 25 Basispunkte im Dezember durch die US-Notenbank war zwar bereits zuvor weitestgehend erwartet worden. Insgesamt hat sich aber in den USA der Pfad für die Erwartungen über den Kurzfristzinssatz versteilt. Im Ergebnis weitete sich das Zinsgefälle der USA zum Euroraum weiter aus. Der Renditeabstand zwischen zehnjährigen US-Treasuries und laufzeitgleichen Bundesanleihen belief sich jüngst auf 217 Basispunkte und bewegte sich damit im langfristigen Vergleich seit 1999 im oberen 2%-Quantil.

Renditen in Japan und im Vereinigten Königreich

Im Zinsverbund mit den großen Währungsräumen zogen auch die Zinsen im Vereinigten Königreich deutlich an. Zehnjährige Gilts rentierten zum Abschluss dieses Berichts gegenüber Ende September um 28 Basispunkte höher bei 1,7%. In Japan ist der Anleihemarkt dagegen weiterhin nahezu abgeschottet von den internationalen Entwicklungen. Hier hielt die Zinsstrukturkurvensteuerung der japanischen Notenbank die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in einem engen Korridor zwischen zwei und acht Basispunkten.

Termininflationen und -erwartungen im Euroraum



Quellen: Thomson Reuters, Consensus Economics und eigene Berechnungen. ¹ Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten (HVPI ohne Tabakwaren) der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird; Wochendurchschnitte.

Deutsche Bundesbank

Renditedifferenz zwischen US-amerikanischen und deutschen Staatsanleihen¹⁾

%-Punkte, Monatswerte



¹ Quelle: Thomson Reuters. * Rendite von US-Treasuries abzüglich Bundesanleihen mit jeweils zehnjähriger Restlaufzeit.

Deutsche Bundesbank

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im vierten Quartal 2017 leicht unter dem Wert des Vorquartals. Insgesamt begaben deutsche Schuldner Papiere für 240½ Mrd €, verglichen mit 257½ Mrd € in den drei Monaten zuvor. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen verringerte sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 7 Mrd €. Der Umlauf von Schultiteln ausländischer Provenienz am deutschen Markt stieg im vierten Quartal um 3 Mrd €. Im Ergebnis sank der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 4 Mrd €.

Nettotilgungen deutscher Schuldverschreibungen

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2016		2017	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	
Schuldverschreibungen				
Inländer	17,9	18,8	38,7	
Kreditinstitute	- 19,6	- 23,6	- 13,5	
darunter:				
ausländische				
Schuldverschreibungen	- 5,2	- 5,5	- 0,3	
Deutsche Bundesbank	49,5	34,3	35,6	
Übrige Sektoren	- 12,1	8,0	16,6	
darunter:				
inländische				
Schuldverschreibungen	- 1,5	- 15,1	11,7	
Ausländer	- 57,6	- 26,4	- 42,7	
Aktien				
Inländer	2,3	12,8	19,3	
Kreditinstitute	1,8	- 3,0	4,8	
darunter:				
inländische Aktien	1,6	- 0,8	2,9	
Nichtbanken	0,5	15,8	14,5	
darunter:				
inländische Aktien	- 6,4	5,2	- 1,7	
Ausländer	6,6	- 2,3	0,0	
Investmentzertifikate				
Anlage in Spezialfonds	33,8	10,5	24,1	
Anlage in Publikumsfonds	6,0	8,9	5,2	
darunter:				
Aktienfonds	3,4	3,6	0,8	

Deutsche Bundesbank

Sinkende Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute

Inländische Kreditinstitute verringerten ihre Kapitalmarktverschuldung in den Monaten Oktober bis Dezember gegenüber dem Vorzeitraum um 14½ Mrd €. Vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute und flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen wurden netto getilgt (10 Mrd € bzw. 6 Mrd €). Hingegen stiegen die umlaufenden Volumina von Hypothekendarlehen und Öffentlichen Darlehen leicht an (je ½ Mrd €).

Nettoemissionen der öffentlichen Hand

Die öffentliche Hand begab im Berichtsquartal Schuldtitel für netto 5 Mrd €. Vor allem der Bund (sowie die ihm zugerechnete Abwicklungsanstalt) emittierte zehn- und 30-jährige Anleihen (12 Mrd € bzw. 2½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von fünfjährigen Bundesobligationen (10 Mrd €) sowie von unverzinslichen Bubills (1½ Mrd €) gegenüber. Die Länder und Gemeinden begaben Schuldverschreibungen für per saldo 1½ Mrd €.

Inländische Unternehmen setzten im letzten Quartal 2017 Anleihen für netto 2½ Mrd € ab. Im Ergebnis war dies ausschließlich auf langfristige Papiere zurückzuführen.

Unternehmensanleihen per saldo emittiert

Erworben wurden Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2017 im Ergebnis weit überwiegend von der Bundesbank, welche vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems Schuldverschreibungen für netto 35½ Mrd € in ihr Portfolio aufnahm. Dabei handelte es sich größtenteils um deutsche Staatsanleihen. Inländische Nichtbanken erwarben Rentenwerte für per saldo 16½ Mrd €, und zwar überwiegend inländische Papiere. Ausländische Investoren und heimische Kreditinstitute trennten sich dagegen von festverzinslichen Werten in Höhe von netto 42½ Mrd € beziehungsweise 13½ Mrd €.

Erwerb von Schuldverschreibungen

■ Aktienmarkt

Gestützt von dem positiven konjunkturellen Umfeld verbuchten die internationalen Aktienmärkte im Berichtszeitraum zunächst deutliche Kursgewinne, was sich in einem hohen Bewertungsniveau niederschlug. Ausgehend von der Einschätzung einiger Marktteilnehmer, dass die US-Notenbank Fed die Zinsen aufgrund der guten Konjunkturdaten schneller als bislang erwartet erhöhen würde, kam es Anfang Februar zu deutlichen Korrekturen. Steigende sichere Zinsen verringern den Diskontfaktor, mit dem künftige Gewinne bewertet werden, und senken damit den Gegenwartswert von Aktiengesellschaften. Im Ergebnis stieg der US-amerikanische S&P 500 seit Ende September des letzten Jahres gleichwohl um insgesamt 8,4% und markierte zwischenzeitlich ein neues Allzeithoch. Hierfür verantwortlich zeichnete neben der guten konjunkturellen Verfassung der US-Wirtschaft die im Dezember verabschiedete US-Steuerreform. Sie beinhaltet eine deutliche Senkung der Steuerbelastung von Unternehmen. Zudem erhöhten sich die von Analysten auf 12 Monate prognostizierten Gewinne pro Aktie und die Einschätzungen über das mittel-

Zwischenzeitlich deutliche Kursgewinne zuletzt zum Teil wieder vollständig aufgezehrt

fristige Gewinnwachstum. Die Zinserhöhung im Dezember sowie die von den Marktteilnehmern erwartete weitere geldpolitische Straffung der US-Notenbank im laufenden Jahr hatten erst Anfang Februar einen dämpfenden Einfluss auf die Aktienkursentwicklung in den USA.

US-Banken mit deutlichen Kursgewinnen

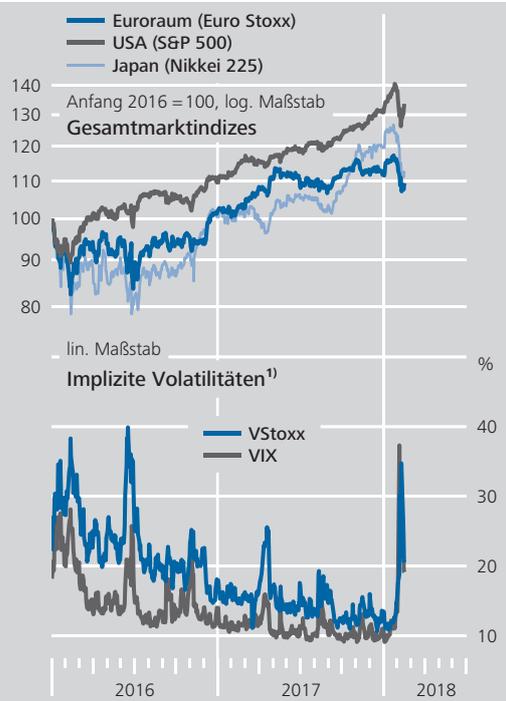
Bankaktien schnitten in den USA mit einem Plus von 16,2% deutlich besser als der US-Gesamtmarkt ab. Dieser Kursanstieg ging mit einem auffallend starken Anstieg der Gewinnerwartungen für die kommenden 12 Monate einher, die sich um 18,4% erhöhten. Auch die mittelfristigen Gewinnerwartungen stiegen. Wie Firmen aus der Realwirtschaft profitieren auch Banken mittelfristig von den geringeren US-Gewinnsteuern. Für das vergangene Jahr hatten allerdings einzelne Institute deutliche außergewöhnliche Belastungen durch die Steuerreform zu verzeichnen. Insgesamt veränderte sich somit trotz der starken Kursgewinne das Kurs-Gewinn-Verhältnis der US-Banken kaum.

Europäische Aktien im Ergebnis mit Kursverlusten

Die zwischenzeitlichen Kursanstiege an den europäischen Aktienmärkten fielen im Vergleich zum US-Markt deutlich schwächer aus, was vor allem auf den starken Euro-Anstieg gegenüber dem US-Dollar zurückzuführen sein dürfte. Nach der weltweiten Korrektur schloss der marktweite Euro Stoxx den Berichtszeitraum mit einem Minus von 3,0% ab. Auch der CDAX verbuchte im Ergebnis Kursverluste (-2,3%), nachdem er zuvor – wie der S&P500 – ein neues Allzeithoch erklommen hatte. Insbesondere der europäische Automobilsektor schnitt im Berichtszeitraum allerdings deutlich besser als der Gesamtmarkt ab (6,8%). Ein Grund dafür dürfte auch hier die US-Steuerreform gewesen sein, durch die sich die in der Bilanz berücksichtigten (künftigen) Steuerbelastungen für die in den USA produzierenden europäischen Automobilhersteller zum Teil deutlich reduzierten. Banktitel aus dem Euroraum verbuchten dagegen Kursrückgänge von 3,9% und bewegten sich damit weitgehend im Einklang mit dem Gesamtindex. Kursstützend wirkte sich unter anderem das im Dezember 2017 verabschiedete Basel-III-Reformpaket aus,

Aktienmarkt

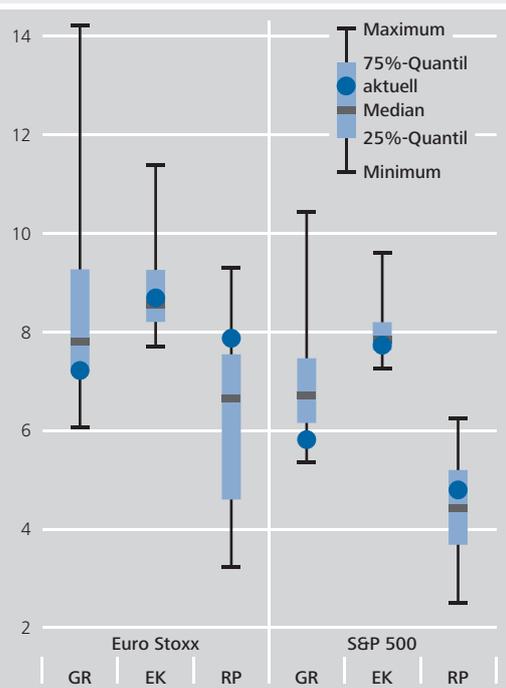
Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. ¹ Berechnet aus Preisen von Indexoptionen. Für den Euroraum berechnet aus Optionen auf Euro Stoxx 50.
 Deutsche Bundesbank

Bewertungsniveau am Aktienmarkt

Daten seit Januar 2004



Quelle: Thomson Reuters I/B/E/S, eigene Berechnungen. Gewinnrendite (GR) als inverses Kurs-Gewinn-Verhältnis; implizite Eigenkapitalkosten (EK) und Aktienrisikoprämie (RP) aus dem Dividendenbarwertmodell.
 Deutsche Bundesbank

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2017		
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj. p)
I. Leistungsbilanz	+ 68,2	+ 62,6	+ 73,9
1. Warenhandel ¹⁾	+ 60,8	+ 68,0	+ 64,6
2. Dienstleistungen ²⁾	- 2,2	- 11,1	+ 0,4
3. Primäreinkommen	+ 21,1	+ 16,6	+ 23,5
4. Sekundäreinkommen	- 11,6	- 11,0	- 14,5
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,1	+ 0,9	- 1,3
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 82,5	+ 54,0	+ 74,1
1. Direktinvestition	+ 28,9	+ 0,5	+ 14,5
Inländische Anlagen im Ausland	+ 21,4	+ 21,5	+ 27,8
Ausländische Anlagen im Inland	- 7,5	+ 21,0	+ 13,3
2. Wertpapieranlagen	+ 51,0	+ 58,9	+ 69,9
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	- 0,6	+ 30,8	+ 23,5
Aktien ³⁾	+ 3,4	+ 5,1	+ 5,8
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 9,9	+ 10,6	+ 14,7
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 2,6	+ 0,1	+ 1,8
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 9,7	+ 16,5	+ 7,7
darunter:			
denominiert in Euro ⁶⁾	- 7,7	+ 6,9	+ 4,3
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 4,2	- 1,4	- 4,7
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 51,6	- 28,0	- 46,4
Aktien ³⁾	+ 6,4	- 2,3	- 0,8
Investmentfondsanteile	- 0,4	+ 0,6	- 2,9
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 29,3	- 21,0	- 40,3
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	- 43,1	- 18,8	- 22,5
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 28,3	- 5,4	- 2,4
3. Finanzderivate ⁹⁾	+ 13,5	+ 1,4	+ 4,0
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	- 10,9	- 6,9	- 12,9
Monetäre Finanzinstitute ¹¹⁾	+ 22,3	- 12,5	+ 16,8
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	- 27,4	- 3,7	- 17,8
Staat	- 1,8	- 8,5	+ 11,4
Bundesbank	- 4,0	+ 17,7	- 23,3
5. Währungsreserven	0,0	+ 0,2	- 1,4
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹³⁾	+ 14,3	- 9,5	+ 1,5

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 Mitarbeiteraktienoptionen. 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 Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

Deutsche Bundesbank

das zu einer Stärkung der Finanzstabilität und einer harmonisierten Regulierung für den Bankensektor beitragen soll.

Vor dem Hintergrund guter Konjunkturaussichten und einer weiterhin sehr expansiv ausgerichteten Geldpolitik setzte auch der japanische Aktienmarkt zunächst seinen im September 2017 begonnenen Aufwärtstrend fort. Der Nikkei225 stieg auf den höchsten Stand seit 1991 und lag auch nach den jüngsten deutlichen Kursrückgängen immer noch 5,4% höher als Ende September 2017. Der britische Aktienmarkt zeigte sich trotz der fortbestehenden Unsicherheit hinsichtlich der zukünftigen Verbindungen zur EU vergleichsweise robust. Der marktweite FTSE All-Share verlor im Ergebnis etwas weniger als der Euro Stoxx (-1,8%).

Kurszuwächse am japanischen Aktienmarkt

Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Kursentwicklung – gemessen an den aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten von Aktienindizes – stieg zuletzt mit den Kurskorrekturen Anfang Februar deutlich. Sowohl für den Euro Stoxx als auch für den US-Aktienmarkt lag sie über ihren jeweiligen Fünfjahresmitteln.

Kursunsicherheit am Aktienmarkt deutlich gestiegen

Die Mittelaufnahme am deutschen Aktienmarkt betrug im Berichtsquartal per saldo 1 Mrd €. Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 18 Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte vor allem von heimischen Nichtbanken und Kreditinstituten (14½ Mrd € bzw. 5 Mrd €). Während die Kreditinstitute vermehrt inländische Werte erwarben, fokussierten die Nichtbanken ihr Interesse auf ausländische Aktien. Gebietsfremde Investoren reduzierten ihr Portfolio an deutschen Aktien im Ergebnis nur marginal.

Geringe Mittelaufnahme am Aktienmarkt

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im letzten Quartal 2017 einen Mittelzufluss in Höhe von 29½ Mrd €, nach 19½ Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis weit überwiegend den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (24 Mrd €). Unter den Anlageklassen er-

Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten deutlich gestiegen

zielten vor allem Gemischte Wertpapierfonds ein deutliches Mittelaufkommen (10 ½ Mrd €), in geringerem Umfang aber auch Offene Immobilienfonds (6 Mrd €), Aktienfonds (5 ½ Mrd €) und Dachfonds (5 Mrd €). Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 14 ½ Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen Anteilscheine für netto 47 Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile. Dem standen Nettoverkäufe durch gebietsfremde Investoren sowie heimische Kreditinstitute in Höhe von 3 Mrd € beziehungsweise ½ Mrd € gegenüber.

■ Direktinvestitionen

*Netto-Kapital-
exporte im
Bereich
der Direkt-
investitionen*

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im vierten Quartal 2017 per saldo Mittelabflüsse im Umfang von 70 Mrd € verzeichnete, ergaben sich im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 14 ½ Mrd €.

*Sowohl
heimische
Unternehmen
investierten im
Ausland ...*

Das Direktinvestitionsengagement deutscher Unternehmen im Ausland belief sich in den letzten drei Monaten des Jahres 2017 per saldo auf 28 Mrd €. Heimische Investoren stockten ihr Beteiligungskapital um 23 Mrd € auf und re-investierten dabei auch Gewinne im Ausland (4 Mrd €). Zudem vergaben sie konzerninterne Kredite für 4 ½ Mrd €. Davon entfielen 7 ½

Mrd € auf die Gewährung zusätzlicher Handelskredite, während sie Finanzkredite einschränkten (2 ½ Mrd €). Wichtige Zielländer der deutschen Direktinvestitionen waren innerhalb des Euroraums Luxemburg (19 ½ Mrd €) und Frankreich (6 ½ Mrd €) sowie außerhalb des Euroraums China (3 ½ Mrd €). Demgegenüber wurden aus Belgien Direktinvestitionsmittel abgezogen (9 Mrd €). Die Mittelabzüge erfolgten unter anderem im Rahmen der Restrukturierung eines Unternehmens, die ihrerseits teilweise hinter den genannten Kapitalexporten nach Luxemburg stand.

Auch ausländische Investoren verstärkten in den Monaten Oktober bis Dezember 2017 ihr Engagement in Deutschland, und zwar um 13 ½ Mrd €. Zum einen erhöhten sie ihr Beteiligungskapital an Niederlassungen in Deutschland (10 ½ Mrd €). Zum anderen weiteten sie die Kreditvergabe an hiesige verbundene Unternehmen – in erster Linie über Handelskredite – aus (2 ½ Mrd €). Regional betrachtet spielten Investoren aus der EU, und hier vor allem aus Schweden (5 Mrd €), Frankreich (4 ½ Mrd €) und Dänemark (4 Mrd €), die größte Rolle. Zu deutlichen Abflüssen kam es hingegen gegenüber Luxemburg (8 ½ Mrd €) und dem Vereinigten Königreich (3 ½ Mrd €) – jeweils in erster Linie über den konzerninternen Kreditverkehr und im Falle von Luxemburg vor allem über Tilgung von Krediten, die zuvor von Auslandsniederlassungen an ihre hiesigen Mütter vergeben worden waren (sog. „reverse flows“).

*... als auch
ausländische
Unternehmen
mit Direkt-
investitionen in
Deutschland*