

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Finanzmärkte unter dem Eindruck uneinheitlicher Konjunkturdaten und geldpolitischer Ausrichtung

Die internationalen Finanzmärkte standen in den ersten Monaten des Jahres 2018 im Zeichen eines etwas moderateren globalen Aufschwungs sowie zum Teil divergierender Erwartungen hinsichtlich der geldpolitischen Ausrichtung in den großen Währungsräumen. Die vorübergehend erhöhte Unsicherheit prägte dabei die Stimmung an den Finanzmärkten nicht nachhaltig und bildete sich recht rasch wieder zurück. Auch ein drohender Handelskonflikt zwischen den großen Währungsräumen strahlte nur zeitweilig und eher isoliert auf einzelne Marktsegmente aus, bleibt aber ein Risiko. Anfang Februar lösten die seit Jahresbeginn kräftig steigenden Zinsen eine merkliche Abwärtsbewegung an den Aktienmärkten aus, die aber überwiegend als eine fundamental gerechtfertigte Korrektur wahrgenommen wurde. Zudem begann sich zu diesem Zeitpunkt in den Stimmungskennzeichen abzuzeichnen, dass die USA und China weiterhin sehr deutlich, der Euroraum und Japan aber etwas weniger schnell expandieren könnten. Diese insgesamt etwas heterogeneren Wachstumsaussichten schlugen sich auch in den geldpolitischen Erwartungen der Marktteilnehmer nieder. Zwar gingen diese auch nach den Turbulenzen im Februar unverändert davon aus, dass die Federal Reserve ihre Politik fortsetzen würde, die Geldpolitik im Jahresverlauf graduell zu normalisieren. Für den Euroraum aber verschob sich der Zeitpunkt, zu dem mit einem ersten Zinsschritt gerechnet wird, auf Mitte 2019. Im Ergebnis weitete sich der Zinsabstand von US-Staatspapieren gegenüber Bundestiteln im gesamten Laufzeitspektrum aus. Der Zinsabstand zehnjähriger US-Treasuries gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen lag damit zuletzt bei 250 Basispunkten. An den internationalen Aktienmärkten kam es – bei zeitweise kräftigen Schwankungen – im Ergebnis zu Kurszuwächsen in den USA und im Euroraum. Gemessen an der von Anlegern auf Aktienengagements geforderten Risikoprämie

hat sich der Risikoappetit für ein Engagement in US-Unternehmen (ausgehend von einem sehr hohen Niveau zu Jahresbeginn) leicht verringert, während er sich für Unternehmen im Euroraum etwas erhöht hat. An den Devisenmärkten büßte der Euro seine Kursgewinne gegenüber dem US-Dollar vom Januar bis zum Ende des Berichtszeitraums wieder ein.

■ Wechselkurse

Die Devisenmärkte waren in den vergangenen Monaten – anders als die Aktienmärkte – von einer recht geringen Volatilität der Wechselkurse zwischen den wichtigsten Währungen gekennzeichnet. So notierte beispielsweise die aus Devisenoptionen mit dreimonatiger Laufzeit berechnete implizite Volatilität des Währungspaares Euro/US-Dollar im Durchschnitt seit Jahresbeginn bei 7,2% und damit merklich niedriger als im langfristigen Durchschnitt seit Einführung des Euro mit 10,2%. Auch die historische Volatilität für den Euro-US-Dollar-Wechselkurs ist derzeit entsprechend gering. Dabei hatte sich der Euro im Januar noch spürbar gegenüber dem US-Dollar aufgewertet und Mitte Februar mit 1,25 US-\$ die stärkste Notierung seit mehr als drei Jahren erreicht.

Volatilität der wichtigsten Wechselkurse gering

Nach starkem Jahresbeginn ...

In der zweiten Februarhälfte gab der Euro jedoch einen Teil der Kursgewinne wieder ab, als vor dem Hintergrund des in den Tagen zuvor verabschiedeten US-Haushalts und der darin vorgesehenen zunehmenden Nettoneuverschuldung am Markt Diskussionen um Überhitzungsgefahren für die amerikanische Wirtschaft um sich griffen. Einen konkreten Anlass dazu bot die Veröffentlichung über den Erwartungen liegender Inflationszahlen aus den Vereinigten Staaten, der später noch überraschend günstige Frühindikatoren beispielsweise zum Verbrauchervertrauen folgten. So begannen etliche Marktteilnehmer ihre Erwartungen in Richtung eines zügigeren Leitzinsanstiegs in den USA zu

... wertet sich Euro gegenüber US-Dollar in zweiter Februarhälfte ab

revidieren, was den US-Dollar begünstigte. Bestärkt fühlten sie sich darin durch im Hinblick auf die US-Wirtschaftsentwicklung zuversichtliche Äußerungen des neuen Vorsitzenden des Offenmarktausschusses der Federal Reserve (Federal Open Market Committee: FOMC) sowie durch das zuvor schon publizierte FOMC-Sitzungsprotokoll, in dem eine zunehmende Wahrscheinlichkeit dafür konstatiert wurde, dass weitere graduelle Straffungsschritte angemessen sein würden. Diesseits des Atlantiks trugen unerwartet schwache Inflations- und Konjunkturnachrichten aus dem Euroraum und aus Deutschland zur Euroabwertung bis auf 1,22 US-\$ bei.

Auf eine Gegenbewegung Anfang März ...

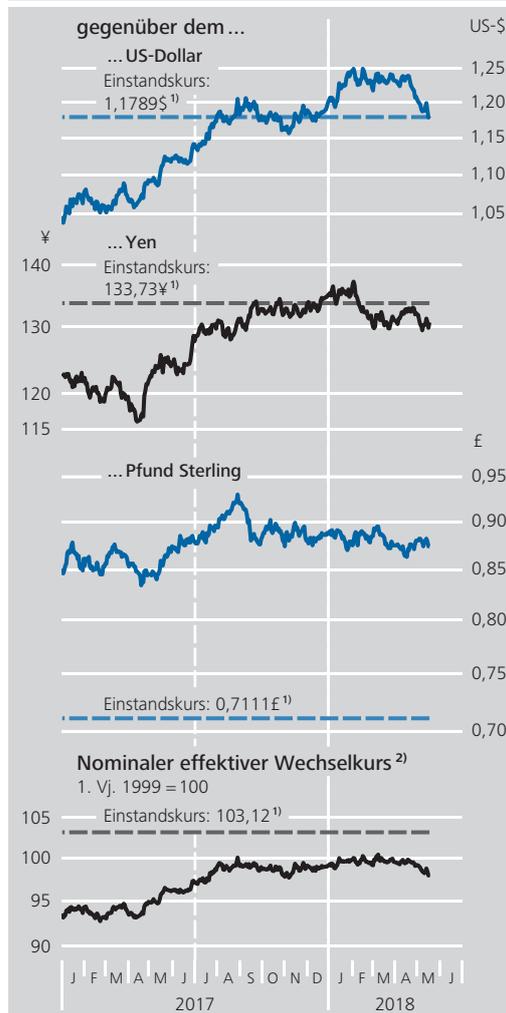
Anfang März gewann der Euro wieder an Wert, nachdem der US-Präsident Schutzzölle auf Stahl- und Aluminiumimporte angekündigt hatte. Auch wenn höhere Importzölle für sich genommen tendenziell die Handelsbilanz eines Landes verbessern und damit Aufwertungsdruck auf die betroffene Währung ausüben können, scheint im vorliegenden Fall die Sorge der Marktteilnehmer vor einem zunehmenden Protektionismus in den USA, möglichen Gegenmaßnahmen der Handelspartner und letztlich einer Beeinträchtigung der amerikanischen Wirtschaftsaussichten überwogen zu haben.

... folgen erneute Wertverluste des Euro seit Ende April

In den folgenden anderthalb Monaten bewegte sich der Euro mit nur relativ geringen Schwankungen auf einem Niveau bei 1,23 US-\$ bis 1,24 US-\$. Dies änderte sich erst gegen Ende April, als eine Vielzahl überraschend positiver Konjunkturnachrichten aus den USA gemeldet wurde, so zum Beispiel Einzelhandelsumsätze, Industrieproduktion, Kapazitätsauslastung oder Daten aus dem Bausektor. Schließlich fiel auch die erste Schätzung für das amerikanische Wirtschaftswachstum im ersten Vierteljahr 2018 günstiger aus als im Durchschnitt prognostiziert. Schon zuvor war ein neuerlicher Anstieg der Verbraucherpreisinflation und ein weiteres FOMC-Sitzungsprotokoll veröffentlicht worden, demzufolge für die nächsten Jahre wahrscheinlich ein steilerer Leitzinspfad angemessen sei als bis dahin erwartet. All dies setzte den Euro er-

Wechselkurs des Euro

Tageswerte, log. Maßstab



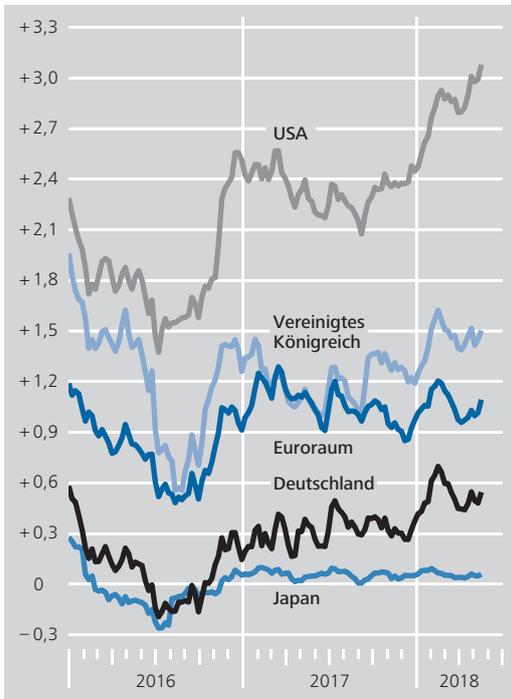
Quelle: EZB. **1** Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999. **2** Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 19 Ländern.
 Deutsche Bundesbank

neut unter Abwertungsdruck zum US-Dollar. In der ersten Maihälfte kamen überraschend schwache Konjunkturdaten aus dem Euroraum als weitere Belastungsfaktoren hinzu. So fiel nicht nur die Verbraucherpreisinflation im Euroraum geringer aus als erwartet; es enttäuschten auch die Einzelhandelsumsätze und der Einkaufsmanagerindex für den gemeinsamen Währungsraum sowie Wachstumswahlen für Deutschland. Im Ergebnis notierte der Euro zuletzt bei 1,18 US-\$ 1,6% unter dem Kursniveau vom Jahresbeginn.

Zum Yen setzte der Euro in der zweiten Februarhälfte seine schon seit Monatsbeginn beste-

Anleiherenditen*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Wochendurchschnitte



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

Euro mit Kursverlusten gegenüber Yen ...

hende Abwertungstendenz fort, die in den Korrekturen an den globalen Aktienmärkten und der dadurch hervorgerufenen Unsicherheit ihren Ausgang genommen hatte. Mitte Februar erhielt die Kursbewegung neuen Schwung, als der japanische Finanzminister mitteilte, die Aufwertung des Yen erfordere keine speziellen Interventionen. Zudem wurde ein überraschend kräftiger Anstieg der japanischen Exporte für den Januar gemeldet. Anfang März stabilisierte sich der Euro-Yen-Kurs jedoch, als die japanische Notenbank betonte, die derzeitige Politik der quantitativen und qualitativen Lockerung werde fortgeführt. In der Folge blieben nachhaltige Kursverschiebungen bei diesem Währungspaar zunächst aus, bis Anfang Mai die oben erwähnten Datenveröffentlichungen für den Euroraum den Euro belasteten. Zum Ende des Berichtszeitraums lag der Euro daher mit 131 Yen 3,2% unter seinem Wert zum Jahreswechsel.

Nachdem der Wechselkurs des Euro zum Pfund Sterling im Berichtszeitraum zunächst kleineren Schwankungen unterworfen war, setzte Mitte März eine spürbare Abwertungsbewegung des Euro ein. Hierzu trug vor allem die getroffene Vereinbarung über eine Übergangsregelung für die Zeit nach dem geplanten Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union bei, welche in den Augen des Marktes die britischen Wirtschaftsaussichten verbesserte. Mitte April jedoch wurde ein überraschender Rückgang der britischen Verbraucherpreisinflation gemeldet, woraufhin einige Marktteilnehmer ihre Erwartungen über kommende Leitzinssteigerungen zurücknahmen. Vorübergehend profitierte der Euro davon ebenso wie von der darauf folgenden Veröffentlichung eines unerwartet schwachen britischen Wirtschaftswachstums im ersten Vierteljahr. Zuletzt stand der Euro bei 0,88 Pfund Sterling, 1,5% schwächer als noch zu Jahresbeginn.

... und Pfund Sterling

Im Ergebnis verlor der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber 19 wichtigen Handelspartnern per saldo an Wert (- 1,1%). Den Verlusten gegenüber den bereits genannten Währungen und dem Renminbi (- 3,7%) standen vor allem merkliche Kurszuwächse zur schwedischen Krone gegenüber (+ 4,6%). Zwischenzeitlich notierte der Euro ihr gegenüber so stark wie seit mehr als achteinhalb Jahren nicht mehr. Ausschlaggebend für die Schwäche der Krone war die Fortführung der ausgesprochen expansiven Geldpolitik durch die schwedische Notenbank, welche Straffungserwartungen einiger Marktteilnehmer enttäuschte. Außerhalb des Kreises von 19 Partnerwährungen verzeichnete der Euro zudem merkliche Wertgewinne gegenüber dem argentinischen Peso (+ 28,0%) und der türkischen Lira (+ 15,5%).

Effektiver Euro seit Jahresbeginn per saldo schwächer

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Gestützt von der zu Jahresbeginn vorherrschenden Zuversicht der Marktteilnehmer über die globale Konjunkturentwicklung standen auch

Uneinheitliche Entwicklung an den Rentenmärkten

die Anleihemärkte beiderseits des Atlantiks zunächst im Zeichen stark steigender Renditen. Wie bereits beschrieben, begannen in der ersten Februarhälfte dann die Erwartungen über die weitere konjunkturelle Entwicklung und die künftige geldpolitische Ausrichtung der beiden großen Währungsräume etwas stärker auseinanderzulaufen, was sich auch in unterschiedlichen Renditeverläufen niederschlug. So legte die Rendite zehnjähriger US-Treasuries erstmals seit 2014 zeitweilig auf über 3% zu (+ 72 Basispunkte seit Ende 2017) und lag auch zuletzt über diesem Wert. Auf den Kursen der US-Papiere dürfte auch gelastet haben, dass laut Schätzungen des Congressional Budget Office die Staatsverschuldung der USA infolge der Steuerreform erheblich steigen könnte.

Vor dem Hintergrund der weiterhin akkommodierenden Geldpolitik des Eurosystems und schwächerer Konjunkturdaten aus Deutschland gaben die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen – nach einem kräftigen Anstieg zu Jahresbeginn – seit Mitte Februar auf 0,6% nach. Gemessen an dem Renditeniveau von Ende 2017 zeigte sich hingegen ein Plus von 18 Basispunkten.

Terminprämien insbesondere in den USA gestiegen

Im Ergebnis erhöhte sich der Renditeabstand zwischen zehnjährigen US-Treasuries zu laufzeitgleichen Bundesanleihen um 51 Basispunkte auf zuletzt 250 Basispunkte und damit auf den höchsten Wert der vergangenen 30 Jahre. Die ungleich starken Zinsanstiege beiderseits des Atlantiks gehen vor allem auf unterschiedlich starke Zuwächse der Terminprämien zurück – also den Prämien, mit denen die Bereitschaft entgolten wird, Wertpapiere mit längerer Restlaufzeit zu halten. Diese Prämie ist in den USA seit Ende 2017 stark gestiegen (+ 29 Basispunkte); dagegen nahm sie für Bundesanleihen lediglich um 6 Basispunkte zu.¹⁾

¹ Zugleich sind die Kurzfristzinsersparungen für die kommenden zehn Jahre in den USA stärker gestiegen als im Euroraum, worin eine zunehmend unterschiedliche Ausrichtung der Geldpolitik zum Ausdruck kommt.



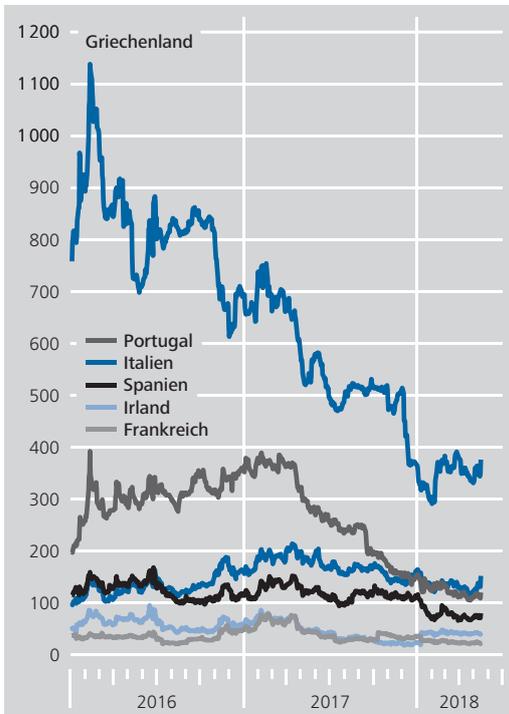
Während die Marktteilnehmer am Geldmarkt mit einem späteren Beginn der Zinsanhebungen des Eurosystems rechneten, hat sich die aus Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve etwas nach oben verschoben und leicht versteilt. Diese Aufwärtsbewegung zeigt, dass mit Blick auf unkonventionelle geldpolitische Maßnahmen die Erwartungen einer Normalisierung zugenommen haben. Der Zinsabstand zwischen zehnjährigen und zweijährigen Anleihen nahm um 10 Basispunkte zu. Der Renditeabstand zwischen EONIA-Swaps und laufzeitgleichen Bundesanleihen engte sich weiter ein. Dies deutet darauf hin, dass die Knappheitspro-

Zinsstrukturkurve nach oben verschoben



Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

bleme bei Bundeswertpapieren von Marktteilnehmern bis zu einem möglichen Auslaufen der geldpolitischen Ankaufprogramme des Eurosystems geringer eingeschätzt werden.

*Renditedifferenzen im Euro-
raum größtenteils eingengt*

Die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum lag zuletzt 13 Basispunkte über ihrem Stand zu Jahresbeginn. Hierin spiegelte sich die gegenläufige Entwicklung anziehender Renditen zehnjähriger Bundesanleihen und fallender Zinsen von Staatsanleihen gleicher Restlaufzeit anderer Länder des Euroraums wider. Im BIP-gewichteten Durchschnitt verringerte sich die Renditedifferenz gegenüber Bundesanleihen seit Jahresbeginn damit um 11 Basispunkte auf 70 Basispunkte. Hierbei engten sich besonders die Renditeaufschläge spanischer und portugiesischer Staatsanleihen ein, und zwar um jeweils mehr als 35 Basispunkte. Möglicherweise spielten hierbei die weiterhin aufwärtsgerichtete Konjunktur im Euroraum sowie angehobene Ratingurteile eine Rolle. Der Zinsaufschlag zehnjähriger italie-

nischer Staatsanleihen gab zeitweilig zwar ebenfalls deutlich nach. Die Pläne der möglichen neuen Regierungskoalition in Italien, Steuern zu senken und gleichzeitig zusätzliche Staatsausgaben zu tätigen, führten dann aber zu merklich steigenden Renditeaufschlägen.

Im Vereinigten Königreich legten die Renditen seit Jahresbeginn ebenfalls deutlich zu. Zehnjährige Giltts stiegen um 38 Basispunkte auf 1,6%. Nach der beschlossenen Leitzinserhöhung der Bank von England im letzten November halten sich die Erwartungen der Marktteilnehmer für einen weiteren Zinsschritt oder ein unverändertes Zinsniveau aktuell in etwa die Waage. In Japan bewegten sich die Renditen in einem engen Korridor und blieben im Ergebnis nahezu unverändert bei 0,06%. Die Renditen japanischer Staatsanleihen werden weiterhin stark von der Zinsstrukturkurvensteuerung der Bank von Japan beeinflusst, die zum Ziel hat, die Rendite zehnjähriger Staatstitel nahe bei 0% zu halten.

Renditen im Vereinigten Königreich gestiegen, in Japan unverändert

Die aus am Markt gehandelten Inflationsswaps hergeleitete, in fünf Jahren beginnende Termininflationrate für fünf Jahre schwankte nur leicht um 1,7%. Die von Consensus Economics aus Umfragen ermittelten Inflationserwartungen für den Euroraum für den Zeitraum in sechs bis zehn Jahren blieben mit gegenwärtig 1,9% ebenfalls nahezu unverändert. Die Differenz zwischen markt- und umfragebasierten Inflationserwartungen war damit für den Euroraum weiterhin negativ. Bei der Interpretation der Diskrepanz zwischen umfrage- und markt-basierten Erwartungen müssen allerdings mögliche Liquiditäts- und vor allem Inflationsrisikoprämien berücksichtigt werden, die sich auf die markt-basierten Maße auswirken können. Die aus Optionsdaten ermittelte Deflationswahrscheinlichkeit über die nächsten fünf Jahre lag weiterhin nahe ihres Niveaus von Januar 2018, und damit auf dem tiefsten Stand seit Ende 2009, dem Zeitpunkt, seit dem Optionsquotierungen vorliegen.

Termininflationssraten nahezu unverändert

Anleiherenditen europäischer Unternehmen gestiegen

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen sind seit Jahresbeginn ausgehend von sehr niedrigen Niveaus angestiegen. Die Anleihen von Finanzunternehmen der Ratingklasse BBB mit sieben- bis zehnjähriger Laufzeit rentierten bei Berichtsschluss mit 2,4% um 50 Basispunkte höher als Anfang des Jahres. Die Renditen laufzeitgleicher Unternehmensanleihen des nicht-finanziellen Sektors verzeichneten mit 1,8% ein um 33 Basispunkte höheres Renditeniveau. Die Renditeaufschläge finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmensanleihen gegenüber Bundesanleihen haben sich im Ergebnis ebenfalls erhöht (+ 29 Basispunkte bzw. + 12 Basispunkte). Zwischenzeitlich (Anfang Februar) bewegten sich die Renditeaufschläge jedoch in beiden Unternehmenssektoren auf so niedrigen Niveaus, wie sie zuletzt vor Ausbruch der Finanzkrise im Juli 2007 beobachtet worden waren. Vor diesem Hintergrund sind die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen als weiterhin günstig einzustufen. Dabei standen die Bedingungen am Markt für Unternehmensanleihen noch immer unter dem Einfluss der anhaltend akkommodierenden Geldpolitik und des Ankaufprogramms von Unternehmensanleihen (Corporate sector purchase programme).

Gestiegener Nettoabsatz am Rentenmarkt

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im ersten Quartal 2018 auf 298½ Mrd €; es lag somit deutlich über dem Wert des Vorquartals (240½ Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis 20 Mrd € emittiert. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 25½ Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 45½ Mrd €.

Deutlich gestiegene Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute

Die inländischen Kreditinstitute emittierten im ersten Quartal 2018 neue Anleihen für netto 25 Mrd €. Dabei wurden vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von 21½ Mrd € emittiert, in geringerem Umfang aber auch Hypothekendarlehen (5 Mrd €).

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2017		2018
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	59,5	38,8	40,6
Kreditinstitute	-20,8	-13,5	-1,9
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	-10,1	-0,3	3,3
Deutsche Bundesbank	52,6	35,6	19,1
Übrige Sektoren	27,6	16,7	23,4
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	13,5	11,9	4,5
Ausländer	-22,2	-42,9	5,0
Aktien			
Inländer	18,6	19,2	18,2
Kreditinstitute	2,1	4,8	-6,5
darunter:			
inländische Aktien	-0,1	2,9	-3,9
Nichtbanken	16,4	14,4	24,7
darunter:			
inländische Aktien	8,0	-1,7	1,9
Ausländer	3,3	0,0	4,3
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	21,4	24,1	25,4
Anlage in Publikumsfonds	7,9	5,2	6,9
darunter:			
Aktienfonds	1,4	0,8	0,2

Deutsche Bundesbank

Dem standen Nettotilgungen von flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (1 Mrd €) gegenüber.

Inländische Unternehmen begaben im Berichtsquartal Schuldverschreibungen für per saldo 3½ Mrd €. Dabei handelte es sich im Ergebnis weit überwiegend um Titel mit Laufzeiten von unter einem Jahr. Die Emissionen sind per saldo allein auf Sonstige Finanzinstitute zurückzuführen, während nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Anleihen netto tilgten.

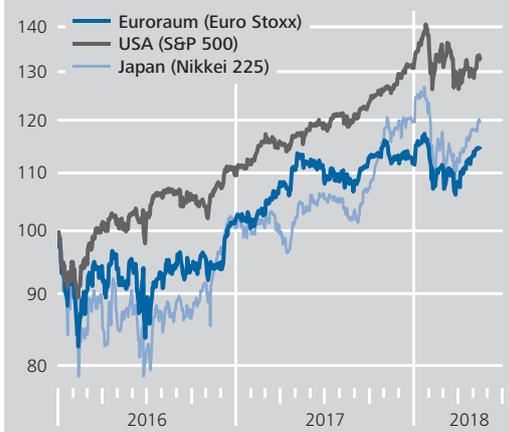
Nettoemissionen von Unternehmensanleihen

Vor dem Hintergrund der günstigen Kassenlage verminderte die öffentliche Hand im ersten Quartal 2018 ihre Kapitalmarktverschuldung um netto 8½ Mrd €. In diesen Zahlen sind auch die Emissionen der Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zugerechnet werden. Der Bund selbst tilgte vor allem fünfjährige Bundesobligationen (10 Mrd €) und unverzinsliche Bu-bills (1 Mrd €). Dem standen Nettoemissionen

Verringerte Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand

Aktienmarkt

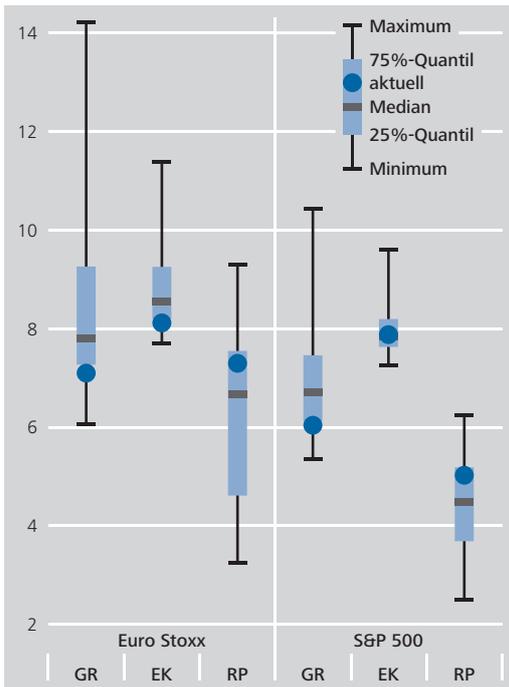
Anfang 2016 = 100, log. Maßstab, Tageswerte



Quelle: Bloomberg, Thomson Reuters und eigene Berechnungen. Deutsche Bundesbank

Bewertungsniveau am Aktienmarkt

Berechnungszeitraum seit Januar 2004



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

Deutsche Bundesbank

von zehn- und 30-jährigen Anleihen (4 Mrd € bzw. 5 ½ Mrd €) sowie von zweijährigen Schatzanweisungen (3 Mrd €) gegenüber. Die Länder und Gemeinden tilgten im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 10 Mrd €.

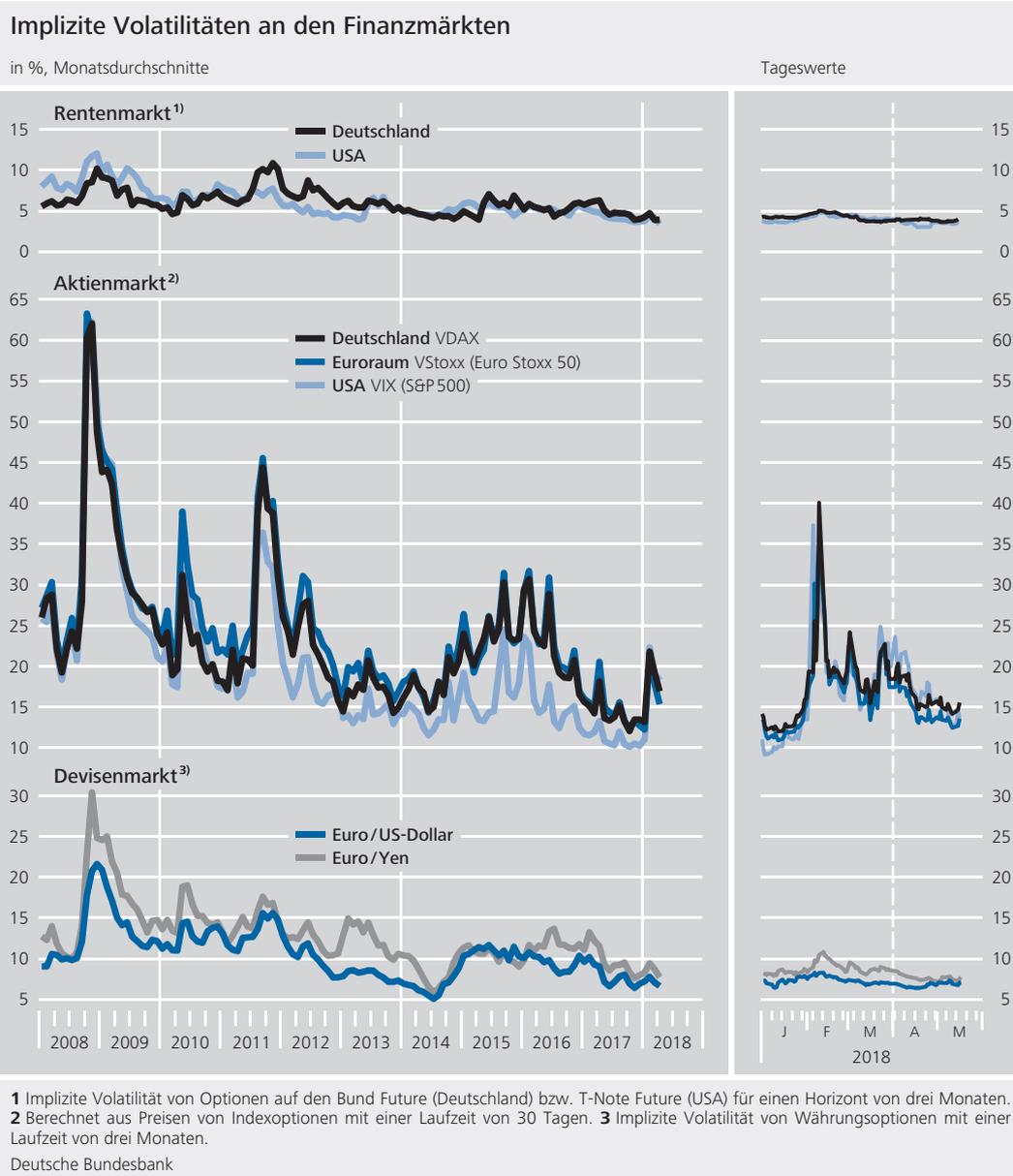
Als Erwerber am Anleihenmarkt traten im ersten Quartal 2018 vor allem inländische Nichtbanken – darunter auch Fondsgesellschaften – in Erscheinung, die Rentenwerte für netto 23 ½ Mrd € in ihr Portfolio aufnahmen. Dabei handelte es sich zum größten Teil um ausländische Werte. Die Bundesbank nahm, insbesondere im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems, Schuldverschreibungen für netto 19 Mrd € auf ihre Bilanz (verglichen mit 35 ½ Mrd € im vierten Quartal 2017). Hierbei handelte es sich überwiegend um inländische Titel der öffentlichen Hand. In den im Quartalsvergleich niedrigeren Werten kommt das seit Jahresbeginn reduzierte Volumen der monatlichen Wertpapierankäufe zum Ausdruck. Gebietsfremde Investoren erwarben Rentenwerte für per saldo 5 Mrd €, während sich heimische Kreditinstitute von Schuldverschreibungen in Höhe von netto 2 Mrd € trennten.

Erwerb von Schuldverschreibungen

Aktienmarkt

Die internationalen Aktienmärkte standen im Berichtszeitraum unter dem Eindruck einer vorübergehend gestiegenen Marktunsicherheit. In der ersten Februarhälfte kam es weltweit zu Kursrückgängen an den Aktienmärkten, die mit – gemessen an den aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten von Aktienindizes – erhöhter Unsicherheit einhergingen. Auslöser hierfür waren zunehmende Erwartungen, dass die Federal Reserve möglicherweise schneller die Leitzinsen anheben würde als zuvor angenommen. In der Folge kam es zu einer merklichen Kurskorrektur am Aktienmarkt. Im Verlauf der Folgemonate bildete sich die Unsicherheit der Aktienanleger über die weitere Kursentwicklung jedoch wieder zurück. Sie bewegt sich zwar insbesondere in den USA noch oberhalb ihres Niveaus zu Jahresbeginn, aber deutlich unterhalb des mehrjährigen Höchststandes von Anfang Februar. Zu der höheren Volatilität hat beigetragen, dass die Einschätzungen über das Ausmaß der Handelskonflikte zwischen den USA und einer Reihe von anderen Ländern je nach Nachrichtenlage wechselten und so zu

Erholungstendenzen am Aktienmarkt nach zwischenzeitlichem Einbruch



einer Quelle der Unsicherheit wurden. Insgesamt gesehen konnten die Notierungen der marktbreiten Aktienindizes der USA und des Euroraums im Berichtszeitraum ihre Niveaus in etwa halten. Der Euro Stoxx schnitt mit +3,1% im Berichtszeitraum leicht besser ab als der S&P 500 (+1,7%), wenngleich sich zuletzt die konjunkturellen Stimmungsindikatoren für den Euroraum von hohem Niveau aus eingetrübt haben. Der deutsche Aktienmarkt notierte – gemessen am CDAX – nur leicht über seinem Stand zu Jahresbeginn (+0,2%), was vor allem der negativen Entwicklung von Banktiteln geschuldet war.

Während deutsche Banken Kursverluste von 24% hinnehmen mussten, legten italienische, griechische und portugiesische Bankaktien mit 9%, 3% und 11% überdurchschnittlich zu. Auf europäischer Ebene schnitten zudem insbesondere Energieunternehmen im Berichtszeitraum deutlich besser als der Gesamtmarkt ab (+17,2%). Hierfür war vor allem der zuletzt stark gestiegene Ölpreis verantwortlich. Im Zusammenhang mit der Androhung der US-Regierung, möglicherweise auch Zölle im transatlantischen Handel zu verhängen, verloren dagegen Stahlunternehmen gegenüber Jahresbeginn an Wert, nachdem diese im vierten Quartal 2017

Sektorale Notierungen durch Ölpreisanstieg und Sorge um Handelskonflikt beeinflusst

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2017		2018
	1. Vj.	4. Vj.	1.Vj. ^{P)}
I. Leistungsbilanz	+ 68,0	+ 75,3	+ 71,1
1. Warenhandel ¹⁾	+ 66,0	+ 64,2	+ 66,1
2. Dienstleistungen ²⁾	- 2,5	+ 0,4	- 0,7
3. Primäreinkommen	+ 21,3	+ 25,1	+ 19,9
4. Sekundäreinkommen	- 16,8	- 14,5	- 14,2
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,6	- 1,0	+ 0,1
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 67,3	+ 81,4	+ 60,4
1. Direktinvestition	+ 15,2	+ 15,3	+ 19,7
Inländische Anlagen im Ausland	+ 44,6	+ 27,4	+ 39,9
Ausländische Anlagen im Inland	+ 29,4	+ 12,0	+ 20,2
2. Wertpapieranlagen	+ 51,6	+ 69,9	+ 34,9
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten Aktien ³⁾	+ 31,4	+ 23,3	+ 42,4
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 5,6	+ 5,7	+ 8,2
darunter:	+ 17,6	+ 14,7	+ 8,6
Geldmarktfondsanteile	+ 6,3	+ 1,8	- 1,1
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 5,0	+ 7,6	+ 25,6
darunter:	+ 5,8	+ 4,3	+ 24,2
denominiert in Euro ⁶⁾	+ 3,2	- 4,7	0,0
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 20,2	- 46,6	+ 7,5
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten Aktien ³⁾	+ 1,9	- 0,8	+ 4,3
Investmentfondsanteile	+ 0,1	- 2,9	- 1,8
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 12,1	- 40,4	+ 16,4
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	- 21,5	- 22,6	- 1,9
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 10,1	- 2,4	- 11,5
3. Finanzderivate ⁹⁾	+ 0,2	+ 4,0	+ 1,1
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	+ 0,7	- 6,5	+ 3,9
Monetäre Finanzinstitute ¹¹⁾	- 35,2	+ 16,8	- 4,0
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	- 7,7	- 17,0	+ 16,3
Staat	- 2,2	+ 13,2	- 2,5
Bundesbank	+ 45,8	- 19,4	- 5,8
5. Währungsreserven	- 0,4	- 1,4	+ 0,7
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹³⁾	- 1,3	+ 7,2	- 10,8

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

eine überdurchschnittlich gute Wertentwicklung gezeigt hatten.

Der japanische und der britische Aktienmarkt konnten ihre zeitweisen Verluste zuletzt wieder wettmachen. Der Nikkei 225 legte im Ergebnis um 0,3% zu, nachdem er zwischenzeitlich auf den höchsten Stand seit 1991 gestiegen und anschließend stark gesunken war. Der marktweite FTSE All-Share gewann 1,3% hinzu.

Leichte Kurszuwächse am japanischen und britischen Aktienmarkt

Während die IBES-Analystenschätzungen für die Gewinne europäischer Unternehmen im nächsten Jahr angehoben wurden, revidierten die Analysten ihre Schätzungen für das mittelfristige Gewinnwachstum nach unten. Unter Berücksichtigung der Zins- und Aktienkursentwicklung hat sich damit die Aktienrisikoprämie, die sich aus einem mehrstufigen Dividendenbarwertmodell ergibt, etwas reduziert, was auf ein gestiegenes Bewertungsniveau hinweist. Im Unterschied hierzu hoben die Analysten im Berichtszeitraum den künftigen Gewinnpfad für US-Unternehmen sowohl für die kurze als auch für die mittlere Frist deutlich an. Diese Gewinnrevisionen für die USA dürften nicht zuletzt auf die steuerliche Entlastung zurückzuführen sein, mit der die Unternehmen infolge der Ende 2017 verabschiedeten US-Steuerreform rechnen können. Dies kommt auch in den deutlichen Gewinnsteigerungen der im S&P500 enthaltenen Unternehmen im ersten Quartal zum Ausdruck. Bei zugleich stark gestiegenen Zinsen und im Ergebnis höheren Aktienkursen hat sich die Aktienrisikoprämie für US-Unternehmen im Ergebnis nur leicht erhöht. Daran gemessen bewegen sich die US-Aktienkurse trotz des gesunkenen Kurs-Gewinn-Verhältnisses weiterhin auf einem hohen Niveau.

Divergierende Gewinnrevisionen

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im ersten Vierteljahr 2018 moderat. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für per saldo 2 ½ Mrd €. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg im gleichen Zeitraum um 20 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere in erster Linie von heimischen Nichtbanken (24 ½ Mrd €). Auslän-

Mittelaufnahme am Aktienmarkt und Aktienenerwerb

dische Investoren erwarben Aktien für per saldo 4½ Mrd €, während inländische Kreditinstitute ihre Anteilsbestände um netto 6½ Mrd € verringerten.

Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 32½ Mrd €, nach einem Aufkommen von 29½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (25½ Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds (17 Mrd €) neue Anteile unterbringen, in geringerem Umfang aber auch offene Immobilienfonds (4 Mrd €), Dachfonds (3½ Mrd €), Aktienfonds (3 Mrd €) und Rentenfonds (2½ Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im ersten Quartal 2018 im Ergebnis neue Mittel für 8½ Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 41 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich im Ergebnis überwiegend heimische Papiere. Heimische Kreditinstitute erwarben Investmentanteile für per saldo 1½ Mrd €, während ausländische Investoren ihr Fondsportfolio in Deutschland um netto 2 Mrd € verkleinerten.

■ Direktinvestitionen

Kapitalexporte im Bereich der Direktinvestitionen

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im ersten Quartal 2018 per saldo Mittelabflüsse im Umfang von 35 Mrd € verzeichnete, ergaben sich auch im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte (19½ Mrd €).

Heimische Direktinvestitionen im Ausland

Die Direktinvestitionen deutscher Unternehmen im Ausland beliefen sich in den ersten drei Monaten des Jahres 2018 per saldo auf 40 Mrd €.

Heimische Investoren stockten ihr Beteiligungskapital um 33 Mrd € auf. Dabei dominierten die Investitionen in Beteiligungskapital im engeren Sinne; darüber hinaus wurden aber auch Gewinne im Ausland reinvestiert. Deutsche Unternehmen weiteten im betrachteten Zeitraum auch die konzerninterne Kreditvergabe aus (7 Mrd €). Wichtige Zielländer der deutschen Direktinvestitionen waren innerhalb des Euroraums die Niederlande (4 Mrd €) und Irland (2½ Mrd €) sowie außerhalb des Euroraums die USA (11½ Mrd €) und China (4½ Mrd €).

Auch ausländische Investoren verstärkten in den Monaten Januar bis März 2018 ihr Engagement in Deutschland, und zwar um 20 Mrd €. Der wichtigste Kanal für die Mittelbereitstellung war dabei der konzerninterne Kreditverkehr (16½ Mrd €). Die Finanzkredite stiegen insbesondere durch sogenannte „reverse flows“, bei denen ausländische Tochterunternehmen ihren Mutterunternehmen im Inland Mittel zur Verfügung stellen.²⁾ Hingegen überwogen bei den Handelskrediten innerhalb des Unternehmensverbands die Tilgungen. Darüber hinaus erhöhten ausländische Investoren auch ihr Beteiligungskapital bei heimischen Niederlassungen (3½ Mrd €), und zwar in erster Linie über reinvestierte Gewinne. Regional betrachtet spielten Investoren aus dem Euroraum, und hier vor allem aus den Niederlanden (10½ Mrd €) und Luxemburg (5 Mrd €), eine große Rolle.

Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland

² Diese Kredite entgegen der Richtung des Beteiligungskapitals werden seit der letzten Methoden Anpassung gemäß Balance of Payments and International Investment Position Manual (BPM 6) des Internationalen Währungsfonds nach dem „Asset-Liability-Prinzip“ erfasst. Sie werden demnach als Direktinvestition des Landes, in dem das Tochterunternehmen ansässig ist, an das Land der Muttergesellschaft geführt. Zur Beschreibung dieser und anderer Erfassungsprinzipien in der Zahlungsbilanz und im Auslandsvermögensstatus vgl.: Deutsche Bundesbank, Änderungen in der Methodik und Systematik der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus, Monatsbericht, Juni 2014, S. 59–70.