

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmarkt-  
entwicklung im  
Zeichen konjunk-  
tureller Abwärts-  
risiken*

An den internationalen Finanzmärkten richtete sich das Augenmerk der Marktteilnehmer im Herbst 2018 und zu Jahresbeginn 2019 auf mögliche Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft. Zu diesen trugen phasenweise die ungelösten Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China sowie das weiterhin unklare Austrittsverfahren des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union bei. In der Folge gingen die Märkte zunehmend davon aus, dass die Geldpolitik in den großen Währungsräumen nun lockerer als zuvor erwartet ausfallen werde. Das galt vor allem für die USA, wo weitere Leitzinserhöhungen durch die Federal Reserve (Fed) kaum noch angenommen werden. Für den Euroraum verschoben sich – nach der Einstellung der Nettoankäufe im Rahmen des Ankaufprogramms für Vermögenswerte (expanded Asset Purchase Programme: APP) zum Jahresende 2018 – die Erwartungen für eine erste Zinsanhebung weiter in die Zukunft. Zudem senkten die Finanzanalysten ihre Erwartungen über künftige Unternehmensgewinne beiderseits des Atlantiks stärker als die Wachstumsaussichten. An den Aktienmärkten, die besonders sensibel auf Erwartungsänderungen und sich verschiebende Risikoeinschätzungen reagieren, wurden seit Ende September per saldo deutliche Kursverluste verzeichnet. Wie häufig in Phasen erhöhter Unsicherheit stieg dagegen die Nachfrage nach sicheren Staatsanleihen, und die Renditen dieser Papiere sanken im Ergebnis weltweit. Das Geschehen an den Devisenmärkten wurde von den geschilderten Entwicklungen bemerkenswert wenig beeinflusst. So fiel die Volatilität der Wechselkurse zwischen den wichtigen Währungen weiterhin relativ gering aus. Dabei bewegte sich etwa der Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar seit Mitte Oktober überwiegend in einem vergleichsweise engen Band zwischen 1,13 US-\$ und 1,15 US-\$. Insgesamt gesehen gab der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen

Handelspartnern verglichen mit Ende September per saldo etwas nach.

### ■ Wechselkurse

Nachdem der Euro in der ersten Novemberhälfte mit einer Notierung von 1,13 US-\$ auf den tiefsten Stand seit Juni 2017 gefallen war, bewegte er sich in der Folgezeit zunächst ohne erkennbaren Trend. Eine etwas länger anhaltende leichte Aufwertung setzte Mitte Dezember ein. Die seinerzeit vorgenommene Zinserhöhung der Fed war zwar bereits vor der Sitzung des Offenmarktausschusses (Federal Open Market Committee: FOMC) weitgehend in den Erwartungen der Marktteilnehmer eingepreist; die Formulierung auf der Pressekonferenz zu möglichen weiteren Leitzinssteigerungen fiel aber vorsichtiger aus als bisher. Dies und die Haushaltssperre in den USA belasteten den US-Dollar auf breiter Basis. Zusätzlich wurde der Euro dadurch gestützt, dass das drohende Defizitverfahren der Europäischen Kommission gegenüber Italien abgewendet wurde.

*Euro mit  
Kursverlusten  
gegenüber  
US-Dollar, ...*

Anfang Januar schwächten zunächst negative Umsatzmeldungen eines US-Technologieunternehmens und ein überraschend deutlicher Rückgang des ISM-Einkaufsmanagerindex die amerikanische Währung weiter. Zudem festigte das Protokoll zur angesprochenen Sitzung des FOMC die Erwartungen auf ein vergleichsweise langsames Zinssteigerungstempo. Nach der Veröffentlichung unerwartet günstiger Daten vom US-Arbeitsmarkt kehrte sich in der zweiten Januarwoche die Stimmung an den Devisenmärkten aber vorübergehend wieder zugunsten des US-Dollar um, zumal in der gleichen Zeit verschiedene Konjunkturdaten für den Euroraum – wie etwa das Verbrauchervertrauen und ein Geschäftsklimaindex – hinter den Erwartungen der Marktteilnehmer zurückblieben. Nach der jüngsten Sitzung des FOMC Ende Januar wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar zu-

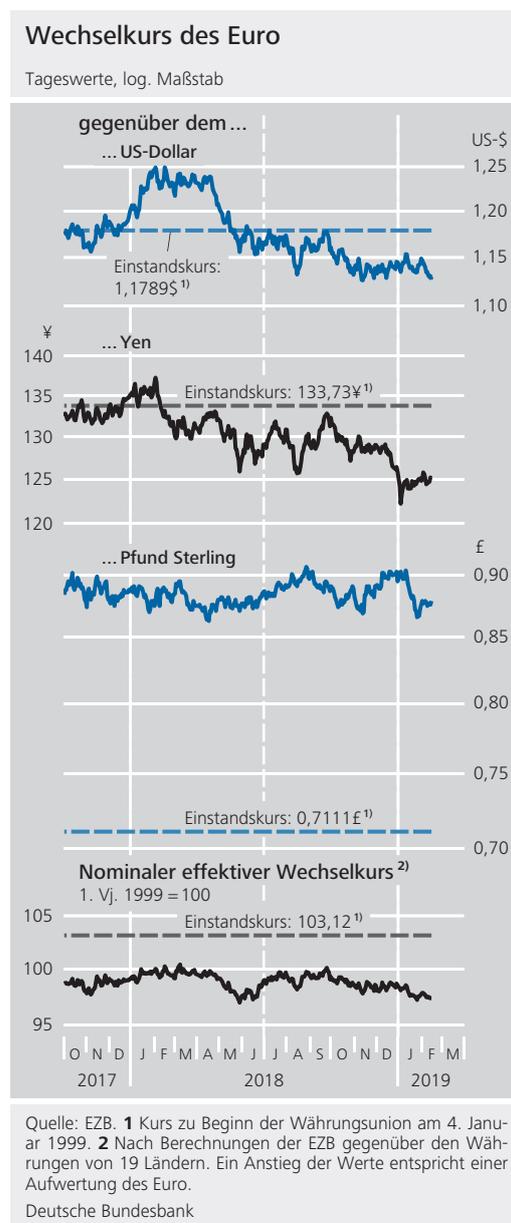
nächst erneut auf. Ausschlaggebend hierfür waren Äußerungen des Vorsitzenden, Powell, die in den Augen des Marktes auf eine eher abwartende Ausrichtung der Geldpolitik schließen ließen und darüber hinaus eine flexiblere Bilanzpolitik zum Inhalt hatten. Nach Bekanntgabe neuer, überraschend schwacher Konjunkturdaten aus dem Euroraum gab der Euro die Wertzuwächse aber wieder ab. Zum Ende der Berichtsperiode notierte er bei 1,13 US- $\text{\$}$ ; er lag damit 2,7% unter seinem Stand von Ende September.

... gegenüber Yen ...

Nachdem der Wechselkurs des Euro zum Yen im Berichtszeitraum zunächst nur kleineren Schwankungen unterworfen war, wertete er ab Mitte Dezember im Zusammenhang mit den erwähnten zunehmenden globalen Konjunktursorgen spürbar ab. Dies ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass der Yen traditionell als Verschuldungswährung für Carry Trades verwendet wird, die in Zeiten steigender Unsicherheit tendenziell aufgelöst werden. Zum Jahresende erhielt die Kursbewegung neuen Schwung, als die Zahlen zur japanischen Industrieproduktion besser als erwartet ausfielen. Anfang Januar ließ die erwähnte Umsatzwarnung eines amerikanischen Technologieunternehmens den Yen in dünnem Handel abrupt und auf breiter Basis an Wert gewinnen. Nach der Ankündigung der japanischen Regierung, einer fundamental nicht gerechtfertigten Aufwertung des Yen gegebenenfalls mit Eingriffen in den Devisenmarkt zu begegnen, konnte der Euro einen Teil der zuvor erzielten Kursverluste wettmachen. Zuletzt notierte er bei 125 Yen; er hat damit seit Beginn des letzten Vierteljahres 2018 um 4,7% an Wert verloren.

... und Pfund Sterling

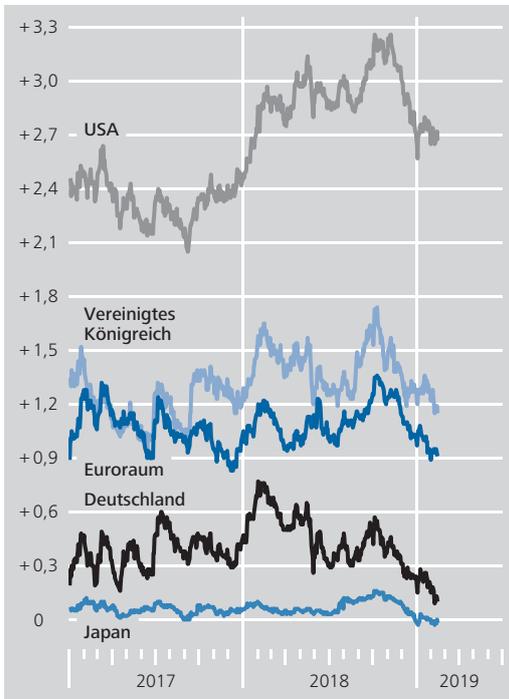
Die Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling war im Berichtszeitraum geprägt durch wechselnde Einschätzungen der Marktteilnehmer über die Rahmenbedingungen für den vorgesehenen Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU. Bis zur Jahreswende wertete der Euro gegenüber der britischen Währung spürbar auf. Zunehmende Zweifel an einer erfolgreichen Parlaments-



abstimmung über den mit der EU ausgehandelten Ausstiegsvertrag, die ursprünglich bereits im Dezember hätte stattfinden sollen und auf Januar verschoben worden war, hatten in dieser Zeit offenbar die Sorgen vor einem ungeregelten Ausstieg und den damit drohenden gravierenden Belastungen der britischen Wirtschaft verstärkt und das britische Pfund auf breiter Basis geschwächt. Als sich im Januar immer deutlicher abzeichnete, dass das mit der EU verhandelte Austrittsabkommen im Parlament keine Mehrheit finden, zugleich aber auch kein ungeregelter „Brexit“ gewünscht würde, vollzog sich an den Devisenmärkten ein Stimmungsumschwung, in dessen Folge der Euro

### Anleiherenditen\*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p.a., Tageswerte



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

zehn Jahren per saldo um 41 Basispunkte auf 2,7% nach. Zwar erhöhte die amerikanische Notenbank im Dezember 2018 den Zielkorridor für die Federal Funds Rate wie erwartet um 25 Basispunkte auf 2,25% bis 2,5%. Die Erwartungen über weitere Zinsschritte schwächten sich aber seitdem deutlich ab. Die geänderte Kommunikation der US-Notenbank schlug sich sowohl in revidierten Analystenumfragen als auch in einem Rückgang der Rendite zweijähriger Treasuries nieder, die wegen ihrer kurzen Laufzeit recht unmittelbar die erwartete Geldpolitik widerspiegeln. Zurzeit rentieren derartige Kurzläufer mit 2,5% am oberen Rand des Leitzinskorridors, was darauf hindeutet, dass der Markt einen sehr flachen Pfad für die Leitzinsen einpreist. Im Dezember hatten die Zinsen zweijähriger Papiere dagegen noch auf einem Zehnjahreshoch von knapp 3% gelegen. Die mit der erhöhten Unsicherheit verbundenen „Safe Haven“-Bewegungen zugunsten von Papieren mit einem stetigen Auszahlungsprofil zeigten sich zudem in einer geringeren Terminprämie in den zehnjährigen US-Renditen.<sup>1)</sup>

*Renditen im Zuge der US-Geldpolitik und gestiegener Risikoaversion weltweit gesunken*

merklich gegenüber dem britischen Pfund nachgab. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 0,88 Pfund Sterling und somit 0,9% unter seinem Stand von Ende September.

*Effektiver Wechselkurs des Euro schwächer*

Im Ergebnis wertete der Euro in diesem Zeitraum im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner um 1,7% ab. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euroraums verbesserte sich durch die Euro-Abwertung etwas; gemessen am langfristigen Durchschnitt ist die Wettbewerbsposition derzeit dennoch nach wie vor als neutral zu bezeichnen.

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Die Renditen von Staatsanleihen sanken im Berichtszeitraum in den verschiedenen Währungsräumen deutlich. In den USA gab die Rendite von US-Treasuries mit einer Restlaufzeit von

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen sank seit Ende September ähnlich stark, und zwar auf den niedrigsten Stand seit Herbst 2016 (– 37 Basispunkte auf 0,1%). Etwas schwächer als in den USA trugen auch die für den Euroraum geänderten geldpolitischen Erwartungen zu dieser Entwicklung bei. So verschob sich der Zeitpunkt, zu dem mit einem ersten Zinsschritt gerechnet wird, nach hinten. Der Beschluss des EZB-Rats, die Nettoankäufe im Rahmen des APP einzustellen und die Tilgungsbeträge bis auf Weiteres vollumfänglich wieder anzulegen, war dagegen weitgehend erwartet worden und blieb ohne erkennbare Auswirkungen auf die Rendite. Die stärker in das Blickfeld geratenen Abwärtsrisiken für die wirtschaftliche Entwicklung – auch im Euroraum – sowie die genannten politischen Unwägbarkeiten lösten ebenfalls „Safe Haven“-Umschichtungen in Bundeswertpapiere aus und

*Rendite zehnjähriger Bundesanleihen ebenfalls gesunken*

<sup>1)</sup> Diese Prämie erhalten Marktteilnehmer dafür, dass sie Wertpapiere mit längerer statt kurzer Restlaufzeit in ihre Portfolios aufnehmen.

setzten die langfristigen Renditen wie in den USA unter Druck. Zudem stiegen die Knappheits- und Liquiditätsprämien von Bundesanleihen. So nahm der Abstand zwischen zehnjährigen Renditen von Bundesanleihen und vergleichbar ausfallsicheren Anleihen der Kreditanstalt für Wiederaufbau zu. Der Zinsabstand zwischen laufzeitgleichen amerikanischen und deutschen Staatsschuldtiteln im Zehnjahresbereich blieb im Ergebnis seit Ende September praktisch unverändert bei etwa 260 Basispunkten.

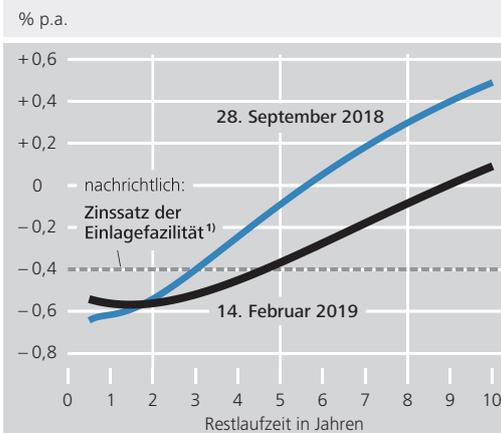
*Deutsche Zinsstrukturkurve flacher*

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve flachte sich unter den genannten geld- und realwirtschaftlichen Einflüssen seit Ende September ab. Während sich die Renditen im kurzen Laufzeitsegment im Ergebnis wenig veränderten, gaben sie im mittleren und langen Segment nach. So rentierten Anleihen mit bis zu achtjähriger Restlaufzeit zuletzt wieder im negativen Bereich und mit bis zu vierjähriger Laufzeit unterhalb des Einlagesatzes.

*Renditedifferenzen zu Bundesanleihen im Euroraum überwiegend gestiegen*

Der Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) weitete sich bei zwischenzeitlich deutlichen Ausschlägen im Ergebnis aus (+ 9 Basispunkte auf 115 Basispunkte). Der Streit zwischen Europäischer Kommission und italienischer Regierung über das Haushaltsdefizit Italiens sowie die Herabsetzung der Kreditwürdigkeit des italienischen Staates durch die Ratingagenturen Moody's und Standard & Poor's führten bis Mitte November zunächst zu einer deutlichen Ausweitung des Renditeabstands zehnjähriger italienischer Anleihen gegenüber laufzeitgleichen Bundeswertpapieren. Mit dem sich abzeichnenden Kompromiss im Dezember engten sich die Renditeunterschiede zwischenzeitlich ein, stiegen aber zuletzt wieder vor dem Hintergrund der innenpolitischen Diskussion über die institutionelle Rolle der italienischen Notenbank. Im Ergebnis blieb der Renditeabstand italienischer Papiere seit Ende September praktisch unverändert bei etwa 270 Basispunkten. In den übrigen Ländern des Euroraums gingen die zehnjährigen Renditen

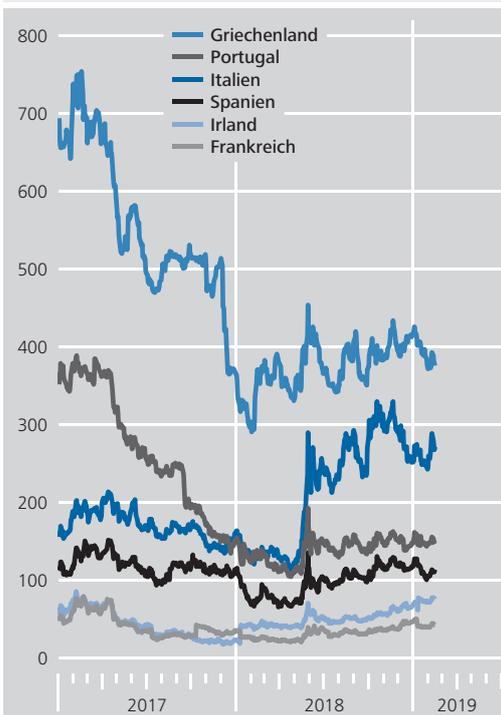
### Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt<sup>\*)</sup>



\* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren. 1 Aktueller Zinssatz der Einlagefazilität gültig seit 15. März 2016. Deutsche Bundesbank

### Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. Deutsche Bundesbank

weniger stark zurück als in Deutschland, sodass sich die Renditeabstände dort geringfügig ausweiteten.<sup>2)</sup> In Frankreich dürften höhere Staats-

<sup>2</sup> Zudem spielte in einer Reihe kleinerer Länder ein Wechsel der verwendeten Benchmarkanleihen eine entscheidende Rolle bei der Spreadausweitung.

ausgaben in Reaktion auf die Proteste der sogenannten Gelbwesten-Bewegung die französischen Papiere belastet haben (Spread + 10 Basispunkte auf 43 Basispunkte). Griechenland platzierte Ende Januar, nachdem sich die Lage an den Finanzmärkten zwischenzeitlich etwas entspannt hatte, erstmals seit dem Abschluss des dritten Hilfsprogramms über ein Bankenkonsortium fünfjährige Titel in einem Volumen von 2,5 Mrd €.

*Renditen im Vereinigten Königreich und in Japan gesunken*

Die Rendite zehnjähriger Gilts des Vereinigten Königreichs folgte dem internationalen Trend und notierte zuletzt mit 1,2% gut 43 Basispunkte niedriger als Ende September. Die Einschätzungen der Marktteilnehmer über den weiteren Verlauf der Austrittsverhandlungen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU wirkten sich nur phasenweise auf die Kurse der britischen Papiere aus. Die Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen sank um 15 Basispunkte und lag damit knapp unter 0%. Sie blieb damit innerhalb eines von der Bank of Japan nicht öffentlich gemachten Bandes, dessen Grenzen nach Einschätzung der Marktteilnehmer ungefähr zwischen – 0,2% und 0,2% liegen.

*Termininflationsrate gesunken bei konstanten umfragebasierten Inflationserwartungen*

Die aus Inflationsswaps abgeleiteten Termininflationsraten im Euroraum für einen Zeitraum von fünf Jahren, der in fünf Jahren beginnt, gaben in einem Umfeld sinkender Rohölpreise um 27 Basispunkte auf 1,4% nach. Sowohl markt-basierte als auch umfragebasierte Deflationswahrscheinlichkeiten sind für die nächsten Jahre aber weiterhin gering. Die Tatsache, dass die erwähnten Termininflationsraten nicht systematisch auf überwiegend negative Inflationsüberraschungen im Berichtszeitraum reagierten, deutet darauf hin, dass im Zuge der „Safe Haven“-Bewegungen am Anleihemarkt weniger Inflationserwartungen und Inflationsrisikoprämien als vielmehr Knappheits- und Liquiditätsprämien zum Rückgang der mittelfristigen Termininflationsraten beitragen.<sup>3)</sup> Die langfristigen Inflationserwartungen aus Umfragen von Consensus Economics lagen wenig verändert bei gut 1,9%.

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen sanken seit dem Ende des dritten Quartals im Ergebnis leicht. Anleihen von Finanzunternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren rentierten bei Berichtsschluss mit 2,6%. Die Renditen entsprechender Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors gaben leicht auf 1,8% nach. Größere Bewegungen gab es hingegen bei den Renditeaufschlägen gegenüber Bundeswertpapieren. Die Renditespreads von Unternehmen beider Sektoren legten im Ergebnis jeweils um etwa 30 Basispunkte zu und erreichten zwischenzeitlich ein Mehrjahreshoch. Diese Entwicklung wurde vom Rückgang der Bundrenditen aufgrund der „Safe Haven“-Bewegungen dominiert, während durch CDS-Prämien gemessene Kreditausfallrisiken sich kaum änderten (zehnjährige iTraxx 125: + 6 Basispunkte). Absolut gesehen können die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen vor dem Hintergrund des geringen sicheren Zinssatzes weiterhin als noch relativ günstig beurteilt werden.

*Renditen von Unternehmensanleihen etwas gefallen*

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im vierten Quartal 2018 deutlich unter dem Wert des Vorquartals. Insgesamt begaben deutsche Schuldner Papiere für 264½ Mrd €, verglichen mit 310 Mrd € in den drei Monaten zuvor. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen hat sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 10½ Mrd € verringert. Der Umlauf von Schuldtiteln ausländischer Provenienz am deutschen Markt sank im vierten Quartal um 8 Mrd €. Im Ergebnis verringerte sich der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtszeitraum damit um 18 Mrd €.

*Nettotilgungen deutscher Schuldverschreibungen*

Die öffentliche Hand tilgte im Schlussquartal 2018 angesichts ihrer günstigen Kassenlage Schuldtitel für netto 20 Mrd €. Vor allem der Bund (inkl. der ihm zugerechneten Abwicklungs-

*Gesunkene Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand*

<sup>3)</sup> Knappheitsprämien am Anleihemarkt können sich durch den Arbitragezusammenhang von inflationsindexierten Anleihen und Inflationsswaps auf letztere übertragen.

anstalt) führte seine Kapitalmarktverschuldung spürbar zurück; er tilgte vor allem fünfjährige Bundesobligationen (11½ Mrd €), aber auch zweijährige Schatzanweisungen (5 Mrd €) und unverzinsliche Bubills (4½ Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von zehn- und 30-jährigen Anleihen (4½ Mrd € bzw. 2 Mrd €) gegenüber. Die Länder und Gemeinden tilgten im Ergebnis Schuldverschreibungen für 3 Mrd €.

*Unternehmensanleihen per saldo emittiert*

Inländische Unternehmen begaben im Berichtsquartal Anleihen für netto 1½ Mrd €. Im Ergebnis ist dies ausschließlich auf langfristige Papiere zurückzuführen. Vor allem nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, in geringerem Umfang aber auch Versicherungsunternehmen, emittierten netto Schuldverschreibungen.

*Steigende Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute*

Inländische Kreditinstitute erhöhten im Jahreschlussquartal 2018 ihre Kapitalmarktverschuldung um 8 Mrd €. Vor allem flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen sowie Hypothekenpfandbriefe wurden netto emittiert (7 Mrd € bzw. 4½ Mrd €). Hingegen überwogen bei Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute und bei Öffentlichen Pfandbriefen per saldo jeweils die Tilgungen (je 1½ Mrd €).

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

Erworben wurden Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2018 im Ergebnis überwiegend von der Bundesbank, die vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems Schuldverschreibungen für netto 11 Mrd € auf ihre Bilanz nahm. Dabei handelte es sich größtenteils um deutsche Staatsanleihen. Inländische Nichtbanken erwarben Rentenwerte für per saldo 9½ Mrd €. Ausländische Investoren und heimische Kreditinstitute trennten sich dagegen von festverzinslichen Werten, und zwar in Höhe von netto 26½ Mrd €, beziehungsweise 12 Mrd €.

## ■ Aktienmarkt

Nachgebende Gewinnaussichten angesichts einer voraussichtlich weniger schwungvoll

### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2017		2018	
	4. Vj.	3. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>				
Inländer	38,8	39,4		8,4
Kreditinstitute	- 13,5	0,5		- 12,0
darunter:				
ausländische				
Schuldverschreibungen	- 3,6	8,9		- 2,8
Deutsche Bundesbank	35,6	18,0		10,9
Übrige Sektoren	16,7	20,8		9,5
darunter:				
inländische				
Schuldverschreibungen	11,9	9,3		16,0
Ausländer	- 42,9	- 6,8		- 26,6
<b>Aktien</b>				
Inländer	19,2	8,4		8,4
Kreditinstitute	4,8	- 2,1		- 3,4
darunter:				
inländische Aktien	5,3	0,0		- 2,7
Nichtbanken	14,4	10,5		11,9
darunter:				
inländische Aktien	- 4,1	0,7		3,3
Ausländer	0,0	0,3		1,4
<b>Investmentzertifikate</b>				
Anlage in Spezialfonds	24,1	16,1		34,1
Anlage in Publikumsfonds	5,2	3,6		0,6
darunter:				
Aktienfonds	0,8	0,6		- 3,0

Deutsche Bundesbank

wachsenden Weltwirtschaft sowie erhöhte politische und wirtschaftliche Risiken belasteten im vierten Quartal 2018 die Aktienmärkte stark. Zu Beginn des neuen Jahres trug dann aber die Einschätzung, dass die US-Geldpolitik flexibel und weniger restriktiv auf die wirtschaftliche Entwicklung reagieren würde, dazu bei, dass sich die Kurse weltweit wieder etwas erholten. Zudem stützten überraschend gute Zahlen zum US-Arbeitsmarkt sowie zum Teil über den Erwartungen liegende Gewinne amerikanischer Unternehmen im vierten Quartal die Märkte.

Im Ergebnis lagen die Kurse des amerikanischen S&P 500 zuletzt dennoch 5,8% niedriger als Ende September 2018. Überdurchschnittlich waren die Kurseinbußen von IT-Hardwarefirmen (-17,6%), die besonders unter den Handelsauseinandersetzungen zwischen den USA und China litten. Dagegen strahlte die fast über einen Monat andauernde Haushaltssperre in den USA, der sogenannte „shut down“, kaum auf den US-Aktienmarkt aus.

*Weniger schwungvoll wachsende Weltwirtschaft belastet Aktienmärkte*

## Aktienmarkt

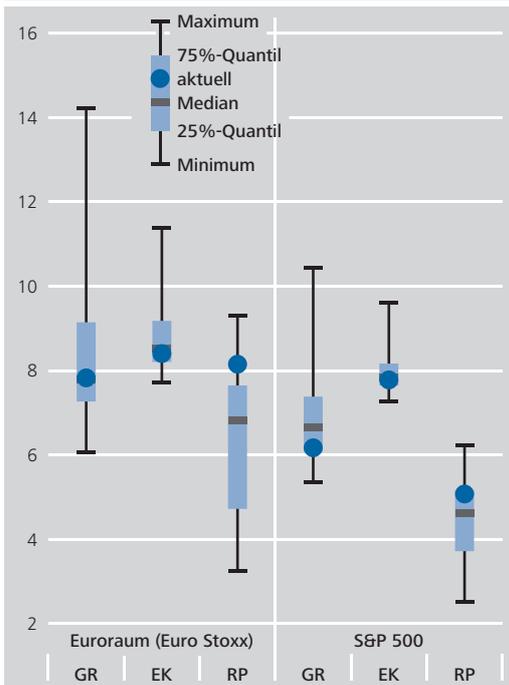
Tageswerte



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

## Bewertungsniveau am Aktienmarkt

% p.a., 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

Gemessen am marktbreiten Euro Stoxx verloren europäische Aktien seit Ende September 7,1% an Wert. Auf dem europäischen Aktienmarkt stand der Bankensektor mit Kursverlusten von 16,1% weiterhin unter stärkerem Druck. Hierbei spielte nicht zuletzt die anhaltende Belastung der Bankbilanzen in einigen Euro-Ländern durch notleidende Kredite eine Rolle. Noch stärker als der Euro Stoxx gab der deutsche Aktienmarkt (CDAX) nach (−9,9%), der offenbar stark auf mögliche Abwärtsrisiken für die Weltwirtschaft reagierte. Am britischen Aktienmarkt schlug sich die Ablehnung des vorgelegten Vertrages über den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU durch das britische Unterhaus kaum nieder (FTSE-All Share: −4,7%). Zu erheblichen Kursverlusten kam es auch am japanischen Aktienmarkt (Nikkei 225: −12,4%), da die japanische Wirtschaft stark von Unsicherheiten über den Welthandel betroffen ist.

*Auch europäischer Aktienmarkt mit deutlichen Kursverlusten*

Die Kursverluste an den Aktienmärkten gingen beiderseits des Atlantiks im Ergebnis mit einer Abwärtsrevision der Gewinnerwartungen einher. Dabei sanken die auf Jahresfrist erwarteten Unternehmensgewinne bei europäischen Unternehmen wesentlich stärker als in den USA, während die längerfristigen Gewinnwachstums-erwartungen (auf drei bis fünf Jahre) in beiden Märkten in einem ähnlichen Umfang rückläufig waren. Im Ergebnis nahmen die Kurs-Gewinn-Verhältnisse auf beiden Märkten ab (steigende Gewinnrendite), was auf eine niedrigere Bewertung als zum Ende des dritten Quartals 2018 hinweist.<sup>4)</sup> Eine weitere Messgröße für eine Einschätzung der Aktienmarktbeurteilung ist die aus einem Dividendenbarwertmodell ermittelte implizite Aktienrisikoprämie. Im Unterschied zum Kurs-Gewinn-Verhältnis ist diese Risikoprämie ein relatives Maß, das alternative Anlagen in Staatsanleihen berücksichtigt und daher als Aufschlag interpretiert werden kann, den Investoren für eine riskante Anlage gegenüber einem sicheren Investment verlangen. Die Aktienrisikoprämie nahm sowohl für den Euro Stoxx als

*Abwärtsrevision der Gewinnerwartungen beiderseits des Atlantiks*

<sup>4</sup> Die Gewinnrendite entspricht dem Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses.

auch für den S&P500 zu, womit sie in beiden Märkten oberhalb des jeweiligen Fünfjahresmittels lag. Auch dies deutet nicht auf eine besonders hohe Aktienmarktbeurteilung hin.

*Mittelaufnahme am Aktienmarkt*

Die Mittelaufnahme am deutschen Aktienmarkt betrug im Berichtsquartal per saldo 2 Mrd €. Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 8 Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis weit überwiegend von inländischen Nichtbanken (12 Mrd €), in geringerem Umfang aber auch von ausländischen Investoren (1½ Mrd €). Hingegen verringerten inländische Kreditinstitute ihr Aktienportfolio um 3½ Mrd €. Dabei veräußerten sie im Ergebnis überwiegend inländische Werte.

*Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im letzten Quartal 2018 einen Mittelzufluss in Höhe von 34½ Mrd €. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis weit überwiegend den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (34 Mrd €). In den einzelnen Anlageklassen erzielten vor allem Gemischte Wertpapierfonds ein deutliches Mittelaufkommen (12½ Mrd €), in geringerem Umfang aber auch Rentenfonds (8 Mrd €), Dachfonds (7½ Mrd €) und Offene Immobilienfonds (6 Mrd €). Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland sank im Berichtszeitraum um ½ Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen Anteilscheine für netto 36½ Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile. Dem standen Nettoverkäufe durch heimische Kreditinstitute sowie gebietsfremde Investoren in Höhe von 2 Mrd € beziehungsweise ½ Mrd € gegenüber.

## ■ Direktinvestitionen

*Kapitalimporte im Bereich der Direktinvestitionen*

Im Unterschied zum grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im vierten Quartal 2018 per saldo Mittelabflüsse im Umfang von 18 Mrd € verzeichnete, ergaben die Transaktionen

### Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2017	2018	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj. <sup>p)</sup>
I. Leistungsbilanz	+ 74,4	+ 52,2	+ 61,5
1. Warenhandel <sup>1)</sup>	+ 65,2	+ 56,1	+ 51,7
2. Dienstleistungen <sup>2)</sup>	- 1,4	- 11,2	- 1,2
3. Primäreinkommen	+ 25,1	+ 19,3	+ 26,4
4. Sekundäreinkommen	- 14,5	- 12,0	- 15,4
II. Vermögensänderungsbilanz	- 1,0	- 1,0	+ 0,7
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 85,6	+ 49,0	+ 44,3
1. Direktinvestition	+ 15,3	+ 9,7	- 13,7
Inländische Anlagen im Ausland	+ 27,4	+ 24,2	+ 13,4
Ausländische Anlagen im Inland	+ 12,0	+ 14,5	+ 27,1
2. Wertpapieranlagen	+ 69,9	+ 37,3	+ 18,1
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten Aktien <sup>3)</sup>	+ 23,3	+ 28,4	- 8,8
Investmentfondsanteile <sup>4)</sup>	+ 5,7	+ 3,9	- 0,5
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 14,7	+ 4,1	- 0,4
langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 1,8	- 1,6	+ 4,9
darunter:			
denominiert in Euro <sup>6)</sup>	+ 7,6	+ 21,1	- 2,2
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	+ 4,3	+ 18,8	+ 2,9
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten Aktien <sup>3)</sup>	- 4,7	- 0,6	- 5,6
Investmentfondsanteile langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	- 46,6	- 8,8	- 26,9
darunter: öffentliche Emittenten <sup>8)</sup>	- 0,8	- 1,6	+ 0,4
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	- 2,9	- 0,3	- 0,7
langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	- 40,4	- 8,5	- 20,2
darunter: öffentliche Emittenten <sup>8)</sup>	- 22,6	- 7,9	- 18,8
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	- 2,4	+ 1,6	- 6,3
3. Finanzderivate <sup>9)</sup>	+ 4,0	+ 10,0	+ 0,5
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>10)</sup>	- 2,2	- 7,6	+ 38,8
Monetäre Finanzinstitute <sup>11)</sup>	+ 16,8	- 7,3	+ 110,4
Unternehmen und Privatpersonen <sup>12)</sup>	- 12,8	+ 6,8	+ 7,1
Staat	+ 13,2	- 8,8	+ 5,2
Bundesbank	- 19,4	+ 1,8	- 83,9
5. Währungsreserven	- 1,4	- 0,5	+ 0,6
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>13)</sup>	+ 12,3	- 2,2	- 17,9

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.

*Kapitalzuflüsse  
durch Trans-  
aktionen aus-  
ländischer  
Unternehmen*

im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalimporte, und zwar in Höhe von 13½ Mrd €.

Ausländische Gesellschaften investierten in Deutschland im Umfang von per saldo 27 Mrd €. Mit 19½ Mrd € entfiel der Großteil der Mittel auf den konzerninternen Kreditverkehr. Dabei handelte es sich in erster Linie um Finanzkredite, die ausländische Niederlassungen ihren hiesigen Muttergesellschaften einräumten (sog. „reverse flows“). Um weitere 7½ Mrd € stockten ausländische Firmen ihr Beteiligungskapital in Deutschland auf. Zu den bedeutendsten Herkunftsländern der Direktinvestitionen zählten die Niederlande (11½ Mrd €), die USA (7 Mrd €) und Irland (4 Mrd €).

Auch deutsche Unternehmen weiteten ihre Direktinvestitionen im Ausland von Oktober bis Dezember 2018 aus, und zwar um netto 13½ Mrd €. Ausschlaggebend war, dass sie das Beteiligungskapital ihrer Niederlassungen im Ausland kräftig aufstockten (23½ Mrd €). Hingegen flossen ihnen über den konzerninternen Kreditverkehr Mittel in Höhe von 10 Mrd € zu. Ein Großteil der deutschen Direktinvestitionen im Ausland entfiel auf die Länder Irland (9 Mrd €), Luxemburg (4½ Mrd €) und die USA (3 Mrd €). Umgekehrt reduzierten deutsche Unternehmen ihre Direktinvestitionen in Großbritannien (5 Mrd €) und den Niederlanden (3½ Mrd €).

*Auch heimische  
Firmen  
mit Direkt-  
investitionen*