

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Finanzmärkte von Geldpolitik und Handelskonflikten geprägt

Das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten wurde im Frühjahr und Sommer 2019 maßgeblich von der Geldpolitik großer Notenbanken sowie zuletzt von dem Wiederaufflammen des Handelskonflikts zwischen den Vereinigten Staaten und China bestimmt. Vor allem die als akkommodierend wahrgenommene geldpolitische Kommunikation des Eurosystems und die Leitzinssenkung der amerikanischen Notenbank Ende Juli trugen weltweit zu sinkenden Kapitalmarktzinsen bei. Hinzu kamen Sorgen vor einer Abkühlung des Welthandels und der globalen Konjunktur, die in jüngster Zeit eine verstärkte Nachfrage nach Staatsanleihen auslöste. Dabei fielen unter anderem die Renditen von Bundesanleihen auf historische Tiefstände. Eine breit angelegte „Flucht in sichere Häfen“ gab es allerdings nicht, denn sowohl die Zinsdifferenzen von Staatsanleihen im Euroraum als auch die Renditeaufschläge europäischer Unternehmensanleihen zu Bundesanleihen engten sich ein.

An den Aktienmärkten führte die Verschärfung des Handelstreites Anfang August zu deutlichen Kurseinbußen. Diese zehrten die zuvor seit Ende März verzeichneten Kursgewinne vielerorts vollständig auf. Zugleich stieg die Kursunsicherheit über die künftige Aktienmarktentwicklung stark an. An den Devisenmärkten gab das Pfund Sterling vor dem Hintergrund des Regierungswechsels im Vereinigten Königreich und damit einhergehender wachsender Brexit-Sorgen spürbar nach. Zudem rückte der Renminbi in den Blickpunkt der Marktbeobachter, nachdem der Kurs gegenüber dem US-Dollar zeitweilig auf einen langjährigen Tiefstand gefallen war. Der Euro gewann dagegen im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern rund 2 % an Wert.

■ Wechselkurse

Wie schon im ersten Quartal 2019 war der Euro-US-Dollar-Kurs auch im weiteren Jahresverlauf von vergleichsweise geringen Schwankungen geprägt. So bewegte er sich im Mai innerhalb eines engen Korridors um einen Wert von 1,12 US-\$. Weder überraschende Konjunkturdaten noch politische Ereignisse wie die Europawahl führten zu nachhaltigen Kursveränderungen. Der Juni brachte dann aber mehr Bewegung in den Markt. Angefacht von einer Verschärfung der Tonlage im Handelsstreit zwischen China und den USA sowie überraschend schwachen US-Arbeitsmarktdaten kam es im Verlauf der ersten Junihälfte zu einer breit angelegten Schwäche des US-Dollar. Den Euro stützte zudem die geldpolitische Kommunikation zur Junisitzung des EZB-Rats, welche von Finanzmarktakteuren im Vergleich zu den Erwartungen als weniger akkommodierend aufgenommen wurde. Eine vorübergehende Gegenbewegung war Mitte des Monats zu beobachten, als bestehende Zinssenkungserwartungen in den USA durch gute Einzelhandels- und Industriedaten gedämpft wurden und EZB-Präsident Draghi in einer Rede in Sintra eine expansivere Geldpolitik in Aussicht stellte, falls sich die wirtschaftlichen Bedingungen im Euroraum nicht verbesserten. Im weiteren Verlauf setzte aber vor allem die amerikanische Notenbank, welche nach ihrer geldpolitischen Sitzung ebenfalls eine mögliche zukünftige Lockerung ihrer Geldpolitik kommunizierte, den US-Dollar wieder unter Druck. Zwischenzeitlich notierte der Euro somit bei einem Wert von 1,14 US-\$.

Gestützt von einer Wiederaufnahme der Verhandlungen zwischen den USA und China sowie von robusten US-Arbeitsmarktdaten drehte sich im Juli die Stimmung an den Devisenmärkten zulasten des Euro. Im weiteren Monatsverlauf setzten dem Euro zudem noch eingetrübte Konjunkturaussichten im gemeinsamen Währungsgebiet zu. Einen weiteren Schub erhielt

Euro mit leichten Kursverlusten gegenüber US-Dollar

Auffällige Schwankungen der Euro-Wechselkurse nach der geldpolitischen EZB-Ratssitzung vom Juli 2019

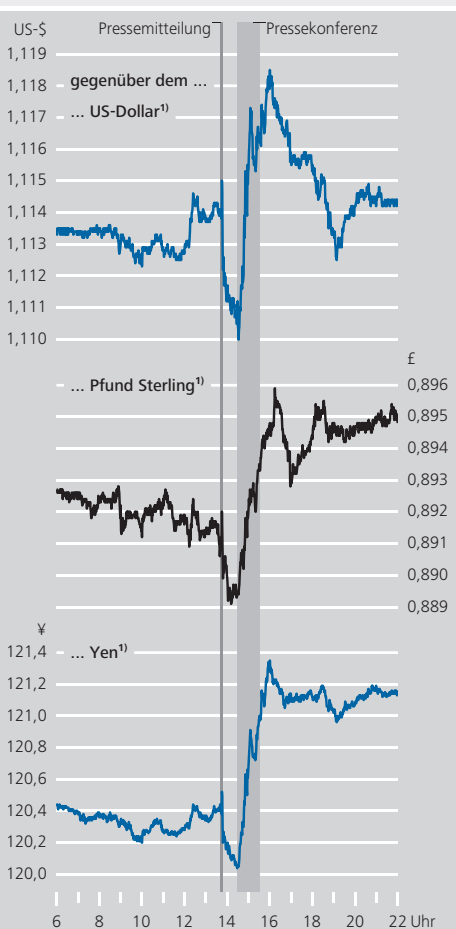
Innertagesbewegungen von Wechselkursen und anderen Finanzmarktvariablen sind häufig hilfreich, um den Effekt einzelner Ankündigungen oder Veröffentlichungen („Ereignisse“) quantitativ zu bewerten.¹⁾ Die geldpolitische Kommunikation nach der EZB-Ratssitzung am 25. Juli 2019 bildet hierfür eine interessante Fallstudie.²⁾ In einem ersten Kommunikationsschritt veröffentlichte die EZB um 13:45 Uhr – wie üblich – eine Pressemitteilung, die der Öffentlichkeit die wesentlichen Entscheidungen des EZB-Rats kundgab. Dies führte innerhalb weniger Minuten per saldo zu einer Euro-Abwertung beispielsweise gegenüber US-Dollar, Pfund Sterling und Yen.

Zwar verzichtete der EZB-Rat entgegen den Erwartungen einiger Finanzmarktakteure auf eine Senkung des Einlagesatzes, sodass es unmittelbar zu einer sehr kurzlebigen Euro-Aufwertung kam, der allgemeine Ton der Pressemitteilung legte aber eine expansivere geldpolitische Ausrichtung als noch zur EZB-Ratssitzung davor nahe. Unter anderem wurde auf die Bereitschaft des EZB-Rats „im Einklang mit seiner Verpflichtung auf die Symmetrie des Inflationsziels zu handeln“ abgestellt, was, wie auch in der Mitteilung angedeutet, weitere akkommodierende geldpolitische Maßnahmen nötig machen könnte.

In einem zweiten Kommunikationsschritt stand – wie nach jeder geldpolitischen EZB-Ratssitzung – ab 14:30 Uhr der EZB-Präsident nach einem Eingangsstatement anwesenden Journalisten auf einer Pressekonferenz Rede und Antwort. Innerhalb des Zeitraums der Pressekonferenz wertete der Euro gegenüber allen drei oben genannten Währungen auf. Zwar stellte Präsident Draghi auf die niedrigen Inflationserwartungen, die rückläufige Konjunktdynamik sowie geopolitische Faktoren als Triebfeder möglicher weiterer akkommodierender Maßnahmen des EZB-Rats ab, jedoch schätzte er das Risiko einer Rezession im Euroraum als vergleichsweise gering ein, nicht zuletzt aufgrund eines weiterhin robusten Arbeitsmarktes. Da zudem die Angaben zur zukünftigen geldpolitischen Ausgestaltung noch sehr allgemein blieben, revidierten die Investoren ihre Einschätzung aus der Pressemitteilung, und der Euro legte gegenüber Pfund Sterling und Yen per saldo spürbar zu. Dies war gegenüber dem US-Dollar nur in wesentlich geringerem Maße der Fall, wo es angesichts zeitgleich veröffentlichter, überraschend guter US-Konjunkturdaten zu einer Gegenbewegung kam. In der Entwicklung der Referenzkurse sind diese auffälligen Innertageschwankungen der Eurokurse nicht erkennbar.

Wechselkurs des Euro am Tag der EZB-Ratssitzung vom 25. Juli 2019

Minutenwerte, log. Maßstab



Quelle: Refinitiv. ¹ Ein Anstieg der Werte entspricht einer Aufwertung des Euro.

Deutsche Bundesbank

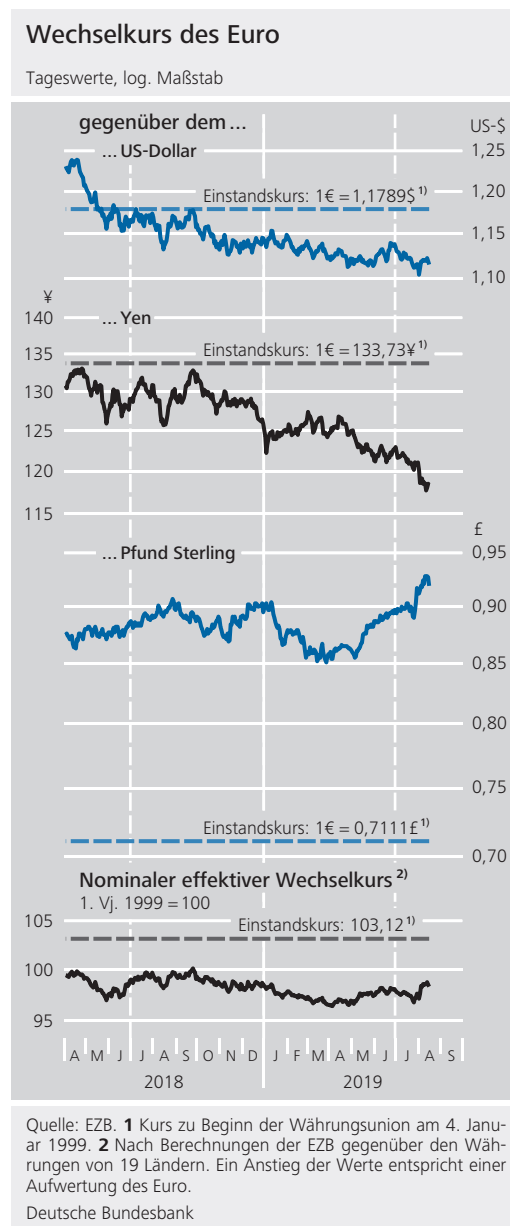
¹ Für eine detaillierte Analyse der Effekte geldpolitischer Ankündigungen der EZB auf Finanzmarktvariablen vgl.: Kersefischer (2019).

² Die EZB fixiert ihre Referenzkurse täglich um 14:15 Uhr und damit an Tagen geldpolitischer Entscheidungen des EZB-Rats genau zwischen Pressemitteilung und Pressekonferenz. Dies kann, wie im vorliegenden Fall, zu einem wenig repräsentativen Referenzkurs für den Tag führen.

der US-Dollar nach der Einigung zwischen Vertretern des US-Kongresses und der Regierung über ein inzwischen verabschiedetes Haushaltspaket für die nächsten zwei Jahre, welches die Schuldenobergrenze für denselben Zeitraum aufhebt und somit die sonst drohende Schließung von Bundesbehörden abwendet. Anfang August fiel der Euro gegenüber dem US-Dollar schließlich auf ein Zweijahrestief, nachdem die amerikanische Notenbank auf ihrer geldpolitischen Sitzung zwar die Zinsen um 25 Basispunkte gesenkt, sich in ihrer Kommunikation jedoch relativ zurückhaltend bezüglich weiterer Zinsschritte geäußert hatte. Zuletzt erholte sich der Euro wieder und notierte bei 1,12 US-\$ und damit 0,8 % niedriger als zum Ende des ersten Quartals.

Euro legt gegenüber Pfund Sterling zu, ...

Die Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling war im Berichtszeitraum von einer graduellen Aufwertungs-tendenz geprägt, die zu einem Großteil auf die steigende Wahrscheinlichkeit eines EU-Austritts des Vereinigten Königreichs ohne Übereinkunft zurückzuführen war. Die Erwartung, dass es zu solch einem Ereignis kommen könnte, verfestigte sich immer mehr, nachdem Premierministerin May Ende Mai ihren Rücktritt als Vorsitzende der Konservativen Partei sowie, mit Wirksamkeit zum 24. Juli, auch als Premierministerin bekanntgegeben hatte und die aussichtsreichsten Nachfolgekandidaten Teile des ausgehandelten Austrittsabkommens ablehnten. So vermochten es in dieser Zeit auch positiv überraschende britische Konjunkturdaten zum Arbeitsmarkt oder dem Einzelhandel nicht, das Pfund Sterling nachhaltig zu stärken. Nachdem Boris Johnson zum Vorsitzenden der Konservativen Partei gewählt und anschließend zum Premierminister ernannt worden war, beschleunigte sich Ende Juli die Talfahrt des Pfund Sterling. Dazu trug bei, dass die von britischer Seite erneut erhobenen Forderungen nach Neuverhandlungen von der EU abermals abgelehnt wurden, was aus Sicht der Investoren die Wahrscheinlichkeit eines Austritts ohne Übereinkunft nochmals erhöhte. Zusätzlich schwächte die Nachricht eines BIP-Rückgangs im zweiten



Quartal im Vereinigten Königreich das Pfund Sterling. Folglich erreichte der Euro gegenüber dem britischen Pfund den höchsten Stand seit fast zwei Jahren. Am Ende des Berichtszeitraums notierte die Gemeinschaftswährung bei 0,92 Pfund Sterling, wodurch ein Wertegewinn von 7,0 % seit Ende März zu Buche steht.

Inmitten um sich greifender Zinssenkungserwartungen im Euroraum war der Euro gegenüber dem Yen unter anderem aufgrund zunehmend negativ werdender Zinsdifferenzen von einer Abwertungstendenz geprägt. Im Berichtszeitraum waren kurzfristige Schwankungen des Euro-Yen-Kurses häufig auf globale konjunk-

... verliert aber gegenüber dem Yen an Wert

turelle und politische Signale zurückzuführen, welche die Risikoaversion von Investoren beeinflussten. Nimmt die globale Risikoaversion beispielsweise zu, kommt es unter anderem aufgrund der Auflösung von Currency Carry Trades tendenziell zu Netto-Kapitalzuflüssen in Länder wie Japan, was für sich genommen den Wert des Yen stärkt. Im Laufe des Mai und Anfang August wertete der Euro daher gegenüber dem Yen ab, vor allem als sich der Ton im Handelsstreit zwischen China und den USA jeweils verschärfte. Zeitweilig verzeichnete der Euro gegenüber dem Yen den niedrigsten Stand seit über zwei Jahren. Im Juni dagegen entspannte sich die Risikoeinschätzung der globalen Anleger vorübergehend wieder etwas, und der Euro-Yen-Kurs bewegte sich mit Ausnahme leichter Ausschläge seitwärts. Am Ende des Berichtszeitraums notierte der Euro bei 118 Yen und damit 4,9% schwächer als zu Beginn des zweiten Quartals.

Euro in effektiver Rechnung etwas stärker

Im Ergebnis wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern seit Beginn des zweiten Quartals um 1,8% auf. Neben dem Pfund Sterling verzeichnete die Gemeinschaftswährung vor allem auch gegenüber dem koreanischen Won (6,0%), dem Renminbi (4,1%), der norwegischen Krone (3,7%) und der schwedischen Krone (3,2%) Kursgewinne. Letztere wurde unter anderem von eingetrübten globalen Konjunkturaussichten sowie einer expansiven heimischen Geldpolitik belastet, sodass der Euro gegenüber der schwedischen Krone Mitte Mai auf dem höchsten Stand seit zehn Jahren notierte. Gegenüber der norwegischen Krone stand sogar zwischenzeitlich ein Allzeithoch zu Buche. Im Kontrast dazu erreichte die Gemeinschaftswährung im Berichtszeitraum gegenüber dem Schweizer Franken (-2,8%) und dem kanadischen Dollar (-1,1%) die tiefsten Stände seit jeweils etwa zwei Jahren. Außerhalb des Kreises von 19 Partnerwährungen waren vor allem die Aufwertung gegenüber dem argentinischen Peso nach den dortigen Präsidentschaftsvorwahlen (38,4%) sowie die Schwankungen gegenüber der türkischen Lira aus-

geprägt (per saldo -1,8%). So notierte der Euro Mitte Mai zwar noch kurzzeitig bei einem Kurs von 6,97 Lira. Die vorläufige Entspannung im Verhältnis mit den USA minderte jedoch Sorgen um mögliche Sanktionen gegenüber der Türkei, sodass die türkische Währung zu einer breiten Erholung ansetzte. Zum Ende der Berichtsperiode notierte der Euro bei 6,23 Lira.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Rentenmarkt

Die Renditen von Staatsanleihen in den großen Währungsräumen sanken seit Ende März zum Teil deutlich. In den USA gaben die Renditen zehnjähriger US-Treasuries seit Ende des ersten Quartals um 89 Basispunkte auf 1,5% nach. Dazu hat über den Berichtszeitraum vor allem eine als akkommodierend wahrgenommene Kommunikation seitens der amerikanischen Notenbank Fed beigetragen. Der Offenmarktausschuss der Fed hat auf seiner Sitzung Ende Juli dann auch beschlossen, den Zielkorridor für den Leitzins auf 2% bis 2,25% zu senken. Es war die erste Zinssenkung seit über zehn Jahren. Die Notenbank verwies in der Begründung auf internationale Entwicklungen, die die US-Konjunktur belasteten, sowie auf einen gedämpften Inflationsdruck. Die Marktteilnehmer hatten im Vorfeld eine zukünftig etwas lockerere Geldpolitik im Allgemeinen und eine Zinssenkung im Juli im Speziellen weitgehend erwartet. Dies ließ sich an der sehr flachen US-Zinsstrukturkurve und den Notierungen für Federal Funds Futures erkennen.¹⁾ Zum Rückgang der langfristigen Renditen haben vor allem aber auch niedrigere Terminprämien beigetragen.

Renditen sinken beiderseits des Atlantiks

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen sank seit dem Ende des ersten Quartals um 57 Basispunkte auf -0,7%. Konjunkturindikatoren, die

Rendite zehnjähriger Bundesanleihe ebenfalls gesunken

¹ Gemessen am Abstand der zehnjährigen zur zweijährigen Rendite war die Steigung der US-Zinsstrukturkurve zuletzt negativ.

hinter den Markterwartungen zurückblieben, und sinkende Inflationserwartungen nährten am Markt Erwartungen auf eine weitere geldpolitische Akkommodation. Der Renditerückgang dauerte an, nachdem der EZB-Rat im Rahmen seiner Julisitzung die grundsätzliche Möglichkeit weiterer geldpolitischer Lockerungen bestätigte. Zuletzt drückten die genannten internationalen Einflüsse die Renditen. Im Ergebnis engte sich der Zinsabstand zwischen zehnjährigen amerikanischen und deutschen Staatsanleihen um 25 Basispunkte auf 224 Basispunkte ein.

Deutsche Zinsstrukturkurve sehr flach

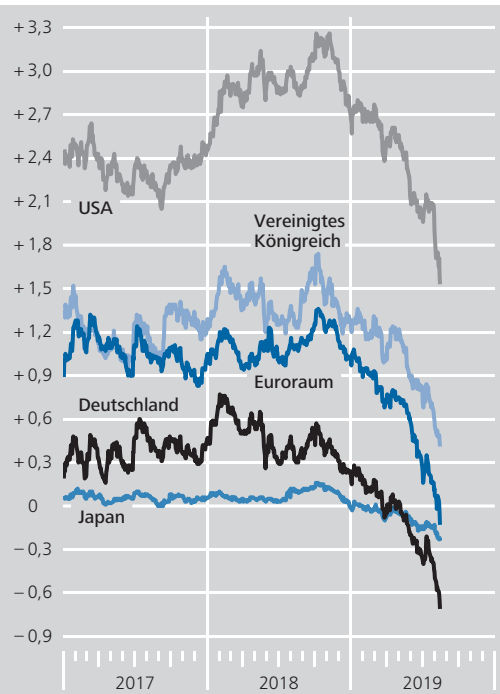
Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve flachte seit Ende des ersten Quartals weiter ab. Gemessen am Abstand der zehn- zur zweijährigen Rendite lag die Steigung zuletzt bei 23 Basispunkten. Damit verlief die Zinsstrukturkurve zeitweise so flach wie seit über zehn Jahren nicht mehr. Die Verflachung ergab sich aus einem stärkeren Rückgang der mittel- bis langfristigen Renditen. Anleihen ab drei Jahren Restlaufzeit verzeichneten im Berichtszeitraum historische Tiefstände. Der Renditerückgang ist insbesondere auf niedrigere Terminprämien zurückzuführen. Die in der Zinsstrukturkurve der Bundesanleihen enthaltenen impliziten Kurzfristzinserwartungen sind seit Ende März zwar ebenfalls, wenn auch nur leicht, gesunken.

Renditedifferenzen zu Bundesanleihen deutlich gesunken

Der Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) engte sich seit Ende März merklich ein (-27 Basispunkte auf 82 Basispunkte). Europäische Anleihen mit höherer Rendite wurden angesichts der weiter gesunkenen Verzinsung auf risikoarme Anleihen für die Marktteilnehmer attraktiver („Suche nach Rendite“). Zudem traten politische Unsicherheiten in einigen Ländern zunächst in den Hintergrund: Die Europäische Kommission verzichtete auf ein Defizitverfahren gegen Italien, nachdem die italienische Regierung zusätzliche Maßnahmen zur Eindämmung der Neuverschuldung zugesagt hatte. Zuletzt weitete sich die Rendite-

Anleiherenditen^{*)} des Euroraums und ausgewählter Länder

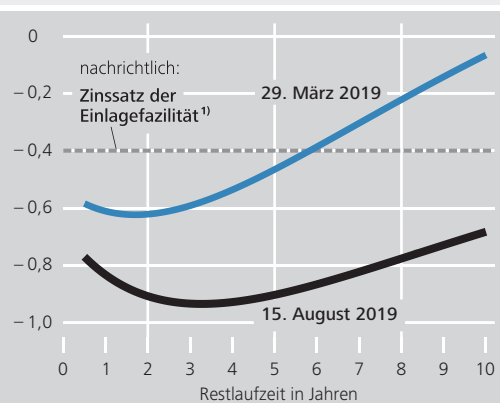
% p.a., Tageswerte



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

Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt^{*)}

% p.a.

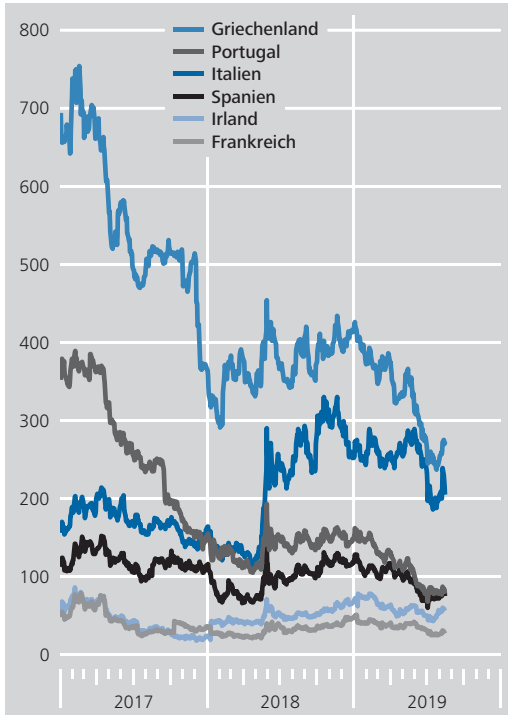


* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren.
 1 Aktueller Zinssatz der Einlagefazilität gültig seit 15. März 2016.
 Deutsche Bundesbank

differenz vor dem Hintergrund der Regierungskrise in Italien zwar wieder aus, sie lag aber mit 205 Basispunkten noch 52 Basispunkte unter dem Stand von Ende März. In Griechenland kam es nach der Parlamentswahl zu einem Regierungswechsel. Die neue Regierung kündigte umfangreiche Reformen und Steuersen-

Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

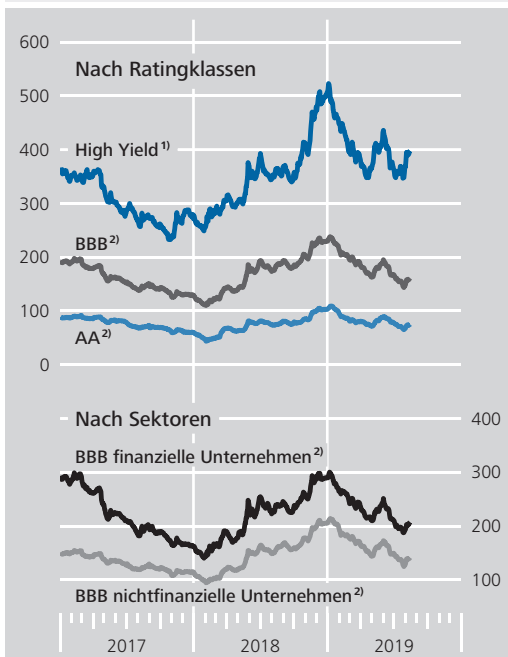
Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Renditespreads von Unternehmensanleihen im Euroraum¹⁾

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. * Im Vergleich zu Bundeswertpapieren mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit. ¹ Merrill-Lynch-Index über alle Laufzeiten. ² Jeweils iBoxx-Indizes mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit.
 Deutsche Bundesbank

kungen an. Zudem trat Griechenland mit der Emission einer siebenjährigen Anleihe nochmals erfolgreich auf dem Kapitalmarkt auf, nachdem im ersten Quartal bereits zwei lang laufende Anleihen begeben worden waren. Der Renditeaufschlag auf griechische Anleihen sank um 108 Basispunkte auf 273 Basispunkte.

Die Renditen zehnjähriger Anleihen des Vereinigten Königreichs fielen seit Ende März um 59 Basispunkte auf 0,4%. Die Bank von England hielt an ihrem geldpolitischen Kurs fest. Sie betonte, dass eine schrittweise Straffung erst nach einem geregelten Austritt aus der EU nötig werden könnte. Zehnjährige japanische Staatsanleihen rentierten mit -0,24% um 15 Basispunkte niedriger als Ende März. Die Renditen bewegen sich damit am unteren Rand des erweiterten Korridors, den die Bank von Japan im Rahmen ihrer Zinsstrukturkurvensteuerung vorgibt.

Renditen im Vereinigten Königreich und in Japan gesunken

Die aus Inflationsswaps abgeleiteten, in fünf Jahren beginnenden Termininflationen für fünf Jahre haben Mitte Juni im Euroraum mit 1,1% einen Tiefstand markiert, bevor sie wieder etwas anzogen. Im Ergebnis lagen sie aber auch bei Abschluss dieses Berichts unter dem Stand von Ende März (1,2%, -12 Basispunkte). Der Indikator gibt das Niveau der langfristigen Inflationserwartungen derzeit allerdings verzerrt wieder, da er auch negative Liquiditäts- und Inflationsrisikoprämien enthält. Diese Risikoprämien sind verantwortlich für den Abstand der marktbasierenden Indikatoren zu den höher liegenden Inflationserwartungen aus Umfragen. Seit Ende März sanken allerdings auch die von Consensus Economics erhobenen langfristigen (sechs- bis zehnjährigen) Inflationserwartungen für den Euroraum leicht auf 1,8%. Für Deutschland blieben sie nahezu unverändert bei 1,6%.

Termininflationenrate und umfragebasierte Inflationserwartungen gesunken

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen gingen im Berichtszeitraum kräftig zurück. Anleihen von Finanzunternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren rentierten bei Berichtschluss mit 1,3% um 92 Basispunkte niedriger

Renditen von Unternehmensanleihen deutlich gesunken

als Ende März. Die Renditen entsprechender Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors sanken um 85 Basispunkte auf 0,7%. Etwa zwei Drittel dieses Renditerückgangs lässt sich auf die gesunkenen sicheren Zinsen zurückführen. Die Renditeaufschläge gegenüber Bundesanleihen gingen ebenfalls deutlich zurück, und zwar um 31 Basispunkte für finanzielle Unternehmen beziehungsweise um 25 Basispunkte für nichtfinanzielle Unternehmen. Die Renditeaufschläge liegen damit aktuell deutlich unter ihren jeweiligen Fünfjahresmitteln. Alles in allem sind die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen am Anleihemarkt sehr günstig.

Hoher Nettoabsatz am Rentenmarkt

Das Bruttoemissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt erreichte im zweiten Quartal 324 Mrd €. Damit blieb es spürbar hinter dem Emissionsvolumen des ersten Vierteljahres (377½ Mrd €) zurück. Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden mit 22 Mrd € dem Betrag nach im Ergebnis deutlich weniger Schuldverschreibungen emittiert als im Vorquartal (52½ Mrd €). Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 15½ Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 37½ Mrd €.

Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute erhöht

Die inländischen Kreditinstitute erhöhten im zweiten Quartal ihre Kapitalmarktverschuldung um netto 11 Mrd €. Dabei wurden Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute für 10 Mrd € sowie Hypothekenpfandbriefe für 4½ Mrd € begeben. Hingegen tilgten die Kreditinstitute Öffentliche Pfandbriefe, deren Umlauf seit Jahren rückläufig ist, im Umfang von 3 Mrd €.

Nettoemissionen der öffentlichen Hand

Die öffentliche Hand tilgte von April bis Juni eigene Schuldverschreibungen im Ergebnis für 4 Mrd €. Darin sind auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zugerechnet werden. Insbesondere die Länder

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2018	2019	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	16,7	16,6	24,5
Kreditinstitute	- 11,1	7,0	5,8
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	- 3,1	7,4	7,7
Deutsche Bundesbank	19,2	- 8,1	3,6
Übrige Sektoren	8,6	17,7	15,0
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	3,7	- 2,6	6,3
Ausländer	- 18,5	61,0	13,1
Aktien			
Inländer	26,2	7,4	12,7
Kreditinstitute	0,9	- 1,4	0,5
darunter:			
inländische Aktien	0,6	- 0,6	0,4
Nichtbanken	25,3	8,8	12,2
darunter:			
inländische Aktien	6,0	6,5	2,8
Ausländer	4,4	- 4,1	- 1,5
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	12,9	20,0	12,8
Anlage in Publikumsfonds	4,1	3,1	4,7
darunter:			
Aktienfonds	- 1,6	- 0,4	- 0,6

Deutsche Bundesbank

führten in diesem Zeitraum ihre Kapitalmarktverschuldung zurück (3 Mrd €). Der Bund begab dagegen zehnjährige und 30-jährige Anleihen für 11 Mrd € beziehungsweise 4½ Mrd €. Dem standen unter anderem Nettotilgungen von Bundesobligationen sowie unverzinslichen Bu-bills gegenüber (6½ Mrd € bzw. 3 Mrd €). Zweijährige Schatzanweisungen wurden für netto 1 Mrd € emittiert.

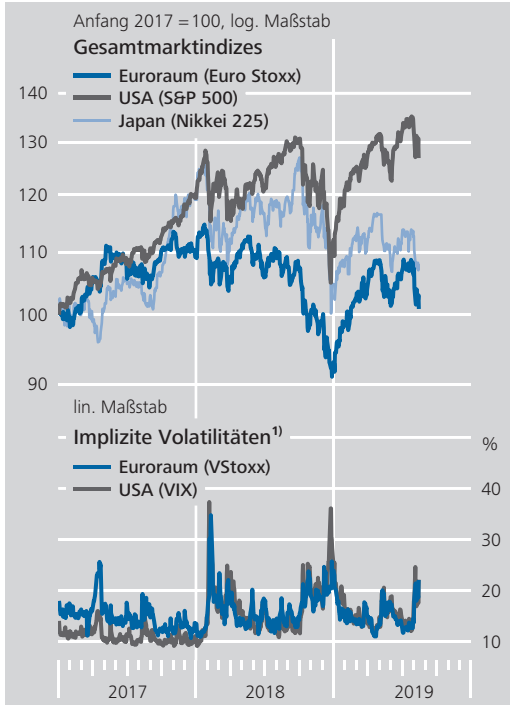
Inländische Unternehmen nutzten das günstige Finanzierungsumfeld und begaben im Berichtsquartal Schuldverschreibungen für per saldo 15 Mrd €; das war deutlich mehr als im Quartal davor (6 Mrd €). Bei den Nettoemissionen handelte es sich im Ergebnis überwiegend um Titel mit Laufzeiten von über einem Jahr. Dabei erhöhten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ihre Marktverschuldung im Umfang von 4 Mrd €.

Nettoemissionen von Unternehmensanleihen

Am heimischen Anleihemarkt nahmen im Frühjahrsquartal 2019 alle Sektoren Schuldverschrei-

Aktienmarkt

Tageswerte



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

Deutsche Bundesbank

*Erwerb von
 Schuldverschreibungen*

bungen in ihre Portfolios auf. Vor allem inländische Nichtbanken vergrößerten ihre Bestände an Schuldverschreibungen (15 Mrd €). Dabei investierten sie überwiegend in ausländische Titel. Auch die Bundesbank stockte ihr Rentenportfolio auf, und zwar um 3½ Mrd €. Ausländische Investoren und heimische Kreditinstitute erwarben Schuldverschreibungen für per saldo 13 Mrd € beziehungsweise 6 Mrd €.

Aktienmarkt

*Aktienmärkte
 leiden unter
 Handelskonflikt*

Die internationalen Aktienmärkte gaben ihre zwischenzeitlichen Gewinne im Zuge der jüngsten Verschärfung des Handelsstreites zwischen den USA und China zum Großteil oder sogar vollständig wieder ab. Nachdem Ende Juni die Handelsgespräche zwischen beiden Staaten wieder aufgenommen worden waren, gab es bereits Mitte Juli kritische Äußerungen zum Verhandlungsstand. Zu deutlichen Kursverlusten kam es dann Anfang August, als die USA wei-

tere Strafzölle auf chinesische Importe ankündigten und der chinesische Renminbi gegenüber dem US-Dollar anschließend auf den niedrigsten Stand seit 11 Jahren fiel. Angesichts der erhöhten Unsicherheit über die globalen Handels- und Wachstumsperspektiven revidierten die Analysten ihre Gewinnerwartungen für europäische und amerikanische Unternehmen leicht nach unten. Dass die erneute Verschärfung des Handelsstreites nicht zu größeren Kursverlusten an den Aktienbörsen führte, ist nicht zuletzt den weltweit rückläufigen Zinsen zu verdanken, was den Barwert zukünftiger Dividenden erhöht.

Im Ergebnis notierten die Aktienkurse in den meisten Ländern aufgrund der kräftigen Ausschläge zuletzt leicht unter ihrem Niveau von Ende März. Lediglich der US-amerikanische S&P500 stieg per saldo um 0,5%. Er wurde unter anderem von den Anfang Juli veröffentlichten Arbeitsmarktzahlen gestützt, die die Erwartungen der meisten Analysten übertrafen. Trotz des Regierungswechsels im Vereinigten Königreich und der anhaltenden Brexit-Unsicherheit verlor der britische FTSE-All-Share-Index mit –2,8% im Ergebnis etwas weniger stark an Wert als der europäische Euro-Stoxx-Index (–3,3%). Der deutsche CDAX gab mit –4,6% noch stärker nach, während der japanische Nikkei 225 zum Ende des Berichtszeitraums mit –3,8% im Minus notierte. Die aus dem Dividendenbarwertmodell der Bundesbank abgeleiteten Indikatoren deuten aktuell weder für den S&P500 noch für den Euro Stoxx auf ein ungewöhnlich niedriges oder hohes Bewertungsniveau hin.

*Zuletzt deutliche
 Kursverluste und
 sprunghafter
 Anstieg der
 Volatilität*

Deutlich ungünstiger als im Gesamtmarkt verlief die Kursentwicklung bei Bankaktien. So sanken US-amerikanische Bankaktien um –2,1%, britische Bankaktien um –10,2% und Bankaktien aus dem Euroraum sogar um –16,9%. Gründe hierfür sind vor allem die flachere Zinsstrukturkurve und die Sorge vor einem sich verfestigenden Niedrigzinsumfeld. Beides belastet die Ertragsaussichten von Banken.

*Bankaktien noch
 schwächer als
 Gesamtmarkt*

Die Kursunsicherheit an den Aktienmärkten, gemessen anhand der impliziten Volatilität, lag während des Berichtszeitraums lange Zeit nahe historischer Tiefststände. Die genannte Verschärfung im Handelskonflikt zwischen den USA und China sorgte jedoch für einen sprunghaften Anstieg der Kursunsicherheit.

*Mittelaufnahme
 am Aktienmarkt*

Am heimischen Aktienmarkt emittierten inländische Unternehmen im zweiten Vierteljahr 2019 neue Aktien für per saldo 2 Mrd € und damit in ähnlicher Größenordnung wie in den ersten drei Monaten des Jahres. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg im gleichen Zeitraum ebenfalls an, und zwar um 9 1/2 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere im Ergebnis vor allem von heimischen Nichtbanken (12 Mrd €), aber auch von heimischen Kreditinstituten (1/2 Mrd €). Ausländische Portfolioinvestoren verringerten ihre Aktienbestände hingegen um 1 1/2 Mrd €.²⁾

Investmentfonds

*Absatz und
 Erwerb von
 Investment-
 zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Dreimonatszeitraum von April bis Juni einen Mittelzufluss in Höhe von 17 1/2 Mrd €, nach einem Aufkommen von 23 Mrd € im ersten Quartal. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (13 Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds (10 Mrd €) und Offene Immobilienfonds (5 Mrd €) neue Anteile unterbringen, in geringem Umfang auch Dachfonds (1 1/2 Mrd €) und Rentenfonds (1/2 Mrd €). Demgegenüber mussten Aktienfonds Anteile in Höhe von (1 Mrd €) zurücknehmen. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im zweiten Quartal im Ergebnis neue Mittel für 8 Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 27 1/2 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich im Ergebnis überwiegend heimische Papiere. Auslän-

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2018	2019	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj. ^{p)}
I. Leistungsbilanz	+ 60,6	+ 66,7	+ 59,7
1. Warenhandel ¹⁾	+ 60,1	+ 59,9	+ 58,8
2. Dienstleistungen ²⁾	- 2,8	- 2,3	- 4,2
3. Primäreinkommen	+ 8,5	+ 25,7	+ 11,3
4. Sekundäreinkommen	- 5,2	- 16,6	- 6,2
II. Vermögensänderungsbilanz	- 2,6	+ 1,4	- 0,5
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 56,8	+ 59,4	+ 30,4
1. Direktinvestition	+ 35,6	+ 35,3	+ 4,7
Inländische Anlagen			
im Ausland	+ 58,3	+ 44,2	+ 31,6
Ausländische Anlagen			
im Inland	+ 22,6	+ 9,0	+ 26,9
2. Wertpapieranlagen	+ 23,5	- 16,7	+ 16,1
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten			
Aktien ³⁾	+ 5,6	+ 36,5	+ 26,7
Investmentfondsanteile ⁴⁾	- 2,2	+ 0,5	+ 3,0
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 4,5	+ 10,7	+ 8,2
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 0,2	- 2,3	+ 2,2
darunter:			
denominiert in Euro ⁶⁾	+ 3,8	+ 18,0	+ 17,3
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 5,2	+ 16,0	+ 13,6
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 0,5	+ 7,3	- 1,8
Aktien ³⁾	- 17,8	+ 53,2	+ 10,7
Investmentfondsanteile	+ 3,7	- 4,0	- 1,5
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 3,0	- 3,8	- 0,9
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾			
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 26,4	+ 38,8	+ 19,9
Finanzderivate ⁹⁾	- 22,0	+ 16,2	+ 1,3
3. Finanzerivate ⁹⁾	+ 7,9	+ 22,2	- 6,8
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	+ 10,2	+ 6,2	+ 11,4
Monetäre Finanzinstitute ¹¹⁾	- 12,1	+ 34,8	- 2,2
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	- 13,2	- 51,5	- 0,4
Staat	- 25,0	- 15,3	- 5,8
Bundesbank	- 4,4	- 5,0	+ 0,2
Währungsreserven	+ 30,5	+ 106,7	+ 3,9
5. Währungsreserven	- 0,4	- 0,1	+ 0,4
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹³⁾	- 1,2	- 8,7	- 28,8

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.

2 Zu den Direktinvestitionen siehe S. 50.

dische Investoren verkleinerten ihr Fondsportfolio in Deutschland um netto 1 Mrd €. Inländische Kreditinstitute trennten sich im Berichtsquartal von Investmentanteilen im Umfang von 1 Mrd €.

■ Direktinvestitionen

*Geringe
Kapitalexporte
im Bereich
der Direkt-
investitionen*

Bei den Direktinvestitionen kam es im zweiten Quartal 2019 ebenso wie im Wertpapierverkehr zu Netto-Kapitalexporten. Während die Mittelabflüsse im Wertpapierverkehr per saldo 16 Mrd € betragen, beliefen sie sich bei den Direktinvestitionen auf 4½ Mrd €.

*Kapitalabflüsse
durch Trans-
aktionen
heimischer
Unternehmen*

In Deutschland ansässige Unternehmen verzeichneten von April bis Juni Mittelabflüsse in Höhe von 31½ Mrd €, nach 44 Mrd € im Vorquartal. Dabei erhöhten deutsche Firmen ihr Beteiligungskapital im Ausland um 31 Mrd €, wovon knapp die Hälfte auf reinvestierte Gewinne entfiel. Verglichen damit war ihre Kreditvergabe an verbundene Unternehmen im Ausland mit per saldo ½ Mrd € gering. Hier

standen leichten Mittelabflüssen aus Finanzkrediten Mittelzuflüsse aus Handelskrediten gegenüber. Die wichtigsten Zielländer deutscher Direktinvestitionen waren die USA, Italien und Irland.

Im zweiten Quartal 2019 betrugen die Direktinvestitionen ausländischer Gesellschaften in Deutschland per saldo 27 Mrd € (Vorquartal: 9 Mrd €). Ihr Beteiligungskapital erhöhten sie um 3 Mrd €, wovon die Hälfte reinvestierten Gewinnen zuzuschreiben war. Durch konzerninterne Kredite flossen verbundenen Unternehmen in Deutschland weitere Mittel zu (24 Mrd €). Sie gingen per saldo nahezu vollständig auf Finanzkredite zurück. Ein Teil davon entfiel auf „reverse investments“. Mit derartigen Krediten leiten im Ausland angesiedelte Finanzierungstöchter inländischer Unternehmen typischerweise die Erlöse aus der Emission von Wertpapieren an ihre hiesigen Muttergesellschaften weiter. Die wichtigsten Herkunftsländer ausländischer Direktinvestitionen in Deutschland waren Irland, die Niederlande und Luxemburg.

*Ausländische
Direktinvestitionen
in Deutschland
gestiegen*

■ Literaturverzeichnis

Kerssenfischer, M. (2019), Information Effects of Euro Area Monetary Policy: New Evidence from High-Frequency Futures Data, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 07/2019.