

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte
im Zeichen
günstigerer
Konjunktur-
aussichten*

Die internationalen Finanzmärkte standen seit Jahresbeginn 2021 im Zeichen sich verfestigender Aussichten auf eine wirtschaftliche Erholung im weiteren Jahresverlauf. Zwar warfen neue Infektionswellen und verschärfte Eindämmungsmaßnahmen an vielen Orten die Erholung vorübergehend etwas zurück. Insgesamt überwogen aber die Fortschritte bei den Impfungen und die positiven Konjunktursignale. Zudem stärkte eine akkommodierende Geldpolitik die Zuversicht der Marktteilnehmer. Bei einer zugleich stimulierenden Finanzpolitik – vor allem in den USA – zogen die Renditen von Benchmark-Staatsanleihen im Zinsverbund mit den USA weltweit zum Teil merklich an. Der Renditeanstieg vollzog sich dabei in einem ruhigen Marktumfeld und bei hoher Liquidität. Ein wichtiger Faktor, der hinter den steigenden sicheren Zinsen stand, waren die anziehenden Inflationserwartungen. Deren Aufwärtsbewegung von ihren Tiefs im März 2020 setzte sich beiderseits des Atlantiks fort. Die Realzinsen stiegen deswegen insgesamt weniger stark als die nominalen Staatsanleiherenditen. Die Renditen von Unternehmensanleihen des Euroraums erreichten im Januar 2021 zunächst historische Tiefstände und zogen danach ebenfalls an. Gleichwohl spiegelten sie auch zuletzt weiterhin sehr günstige Finanzierungsbedingungen wider. An den Aktienmärkten führte der Konjunkturoptimismus zu kräftigen Kursgewinnen. Neben den oben genannten Faktoren schlugen sich hierin die höheren Gewinnerwartungen der Unternehmen und ein hoher Risikoappetit der Anleger nieder. Dieser dämpfte an den Devisenmärkten die Nachfrage nach einigen Währungen, die als vergleichsweise sicher empfunden werden. In effektiver Rechnung werteten der Yen und der Schweizer Franken daher ab. Auch der Euro verlor im gewogenen Durchschnitt an Wert; seine Verluste fielen aber vergleichsweise gering aus. Der US-Dollar, der bei zunehmender Risikofreude oft auch abwertet, notierte ange-

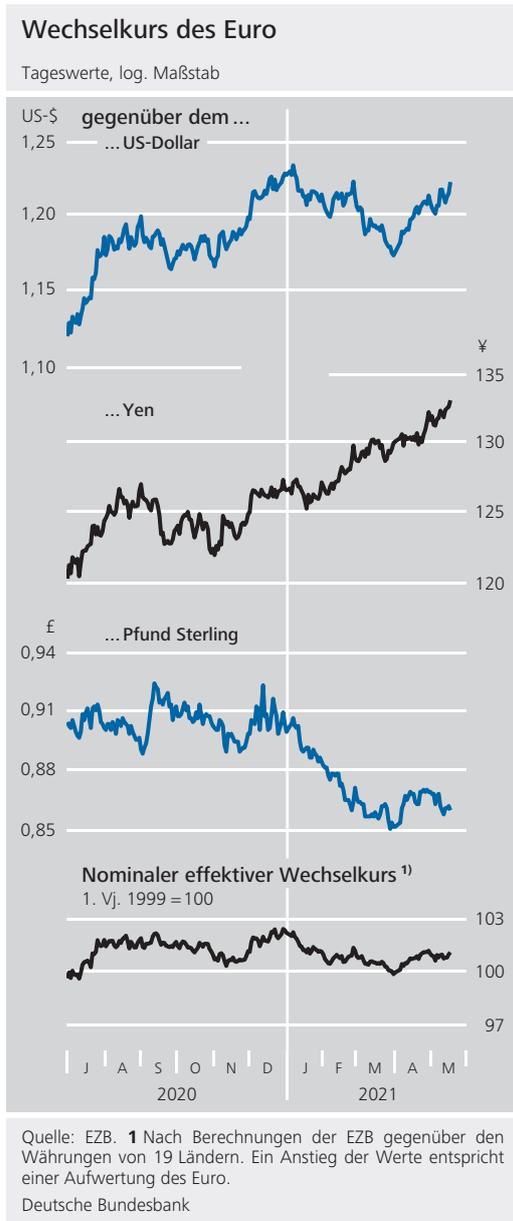
sichts steigender Renditen amerikanischer Staatsanleihen effektiv annähernd unverändert. Dagegen profitierte das Pfund Sterling von der Ende 2020 erreichten Einigung über ein Handels- und Kooperationsabkommen mit der EU und den Impferfolgen im Vereinigten Königreich.

■ Wechselkurse

Der Kurs des Euro gegenüber dem US-Dollar war seit Beginn des Jahres 2021 geprägt von verschiedenen Restriktionen zur Eindämmung des Coronavirus, der jeweiligen Verfügbarkeit von Impfstoffen in den beiden Währungsräumen sowie den begleitenden wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Konjunkturbelebung. Per saldo blieb der Euro gegenüber dem US-Dollar seit Beginn des laufenden Jahres nahezu unverändert (– 0,4%). Dabei war die Entwicklung im bisherigen Jahresverlauf jedoch zweigeteilt. Auf eine merkliche Euro-Abwertung gegenüber dem US-Dollar im ersten Quartal folgte eine starke Gegenbewegung.

*Euro gegenüber
US-Dollar
nahezu unver-
ändert, ...*

Im Verlauf des ersten Quartals stärkten die raschen Fortschritte bei den Impfungen, überraschend günstige amerikanische Konjunkturdaten und die von der neuen US-Regierung verabschiedeten umfangreichen fiskalpolitischen Maßnahmen den US-Dollar. Damit nahm die Zuversicht der Marktteilnehmer über den Konjunkturausblick in den USA zu, und die Inflationserwartungen zogen an. Dies wiederum ging einher mit steigenden Renditen amerikanischer Staatsanleihen und Netto-Kapitalzuflüssen in die Vereinigten Staaten. All diese Entwicklungen spiegelten sich in einer breit angelegten Aufwertung des US-Dollar wider. Im Kontrast dazu waren in Ländern des Euroraums zunächst steigende Infektionszahlen, eine schleppende Immunisierung der Bevölkerung und damit zusammenhängend Eindämmungsmaßnahmen zu verzeichnen, die die konjunk-



turelle Erholung bremsen und damit den Euro belasteten. Ende des ersten Quartals notierte der Euro gegenüber dem US-Dollar bei 1,17 US-\$, was einem Kursverlust von 5,0% im Vergleich zum Jahresbeginn entspricht.

Seit Anfang April machte der Euro gegenüber dem US-Dollar einen großen Teil der vorangegangenen Kursverluste wieder wett. Dies ist zum einen diesseits des Atlantiks auf eine Beschleunigung der Impfungen und auf eine unerwartet starke Aufhellung der Stimmung im Euroraum zurückzuführen. Zum anderen verlangsamte sich jenseits des Atlantiks das Impftempo wegen einer Zurückhaltung gegenüber

Impfungen merklich, und der Aufwärtstrend der Renditen von US-Treasuries schwächte sich spürbar ab. Dies führte dazu, dass sich die Renditedifferenz zwischen den USA und dem Euroraum seit Anfang April etwas einengte. Zum Ende der Berichtsperiode notierte der Euro bei 1,22 US-\$ und gewann damit seit Anfang April 4,2% an Wert.

Gegenüber dem Yen wertete der Euro seit Beginn dieses Jahres spürbar auf. Zuletzt notierte er mit 133,1 Yen auf seinem höchsten Stand seit dem ersten Quartal 2018 und verzeichnete damit seit dem Jahreswechsel einen Wertzuwachs von 5,2%. Dies ist zum einen auf – von einem niedrigen Niveau aus – steigende Infektionszahlen sowie den späten und schleppenden Impfstart in Japan zurückzuführen. Zudem wurde zuletzt der Corona-Notstand in Japan ausgeweitet. Zum anderen belastete den Yen, dass jüngst die Bank von Japan die Bereitschaft zu einer Lockerung der Geldpolitik signalisierte, falls die durch die Pandemie getriebene hohe Unsicherheit die wirtschaftliche Erholung spürbar eintrüben sollte. Zugleich dämpfte an den Devisenmärkten die Aussicht auf eine Belebung der Weltkonjunktur die Nachfrage nach Währungen wie dem Yen, die als vergleichsweise sicher empfunden werden. Bei steigender Risikofreude ziehen Investoren erfahrungsgemäß ihre Mittel teilweise aus Japan ab.

... jedoch mit Wertzuwachsen gegenüber Yen ...

Der Euro wertete gegenüber dem Pfund Sterling seit Jahresbeginn um 4,3% ab. Dabei folgte auf eine anfängliche Euro-Abwertung gegenüber dem Pfund Sterling im ersten Quartal eine leichte Kurserholung des Euro danach. So notierte die Gemeinschaftswährung am Ende des ersten Quartals bei 0,85 Pfund Sterling und war damit um 5,3% schwächer als Ende 2020. Das britische Pfund befand sich bis dahin vor allem wegen der kurz vor dem Jahreswechsel erreichten Einigung über ein Handels- und Kooperationsabkommen mit der Europäischen Union im Aufwind. Zusätzlich profitierte das Pfund Sterling von einem raschen Impffortgang und der Ankündigung einer schrittweisen Aufhebung von Corona-Maßnahmen bis Ende Juni. Aller-

... und mit Wertverlusten gegenüber Pfund Sterling

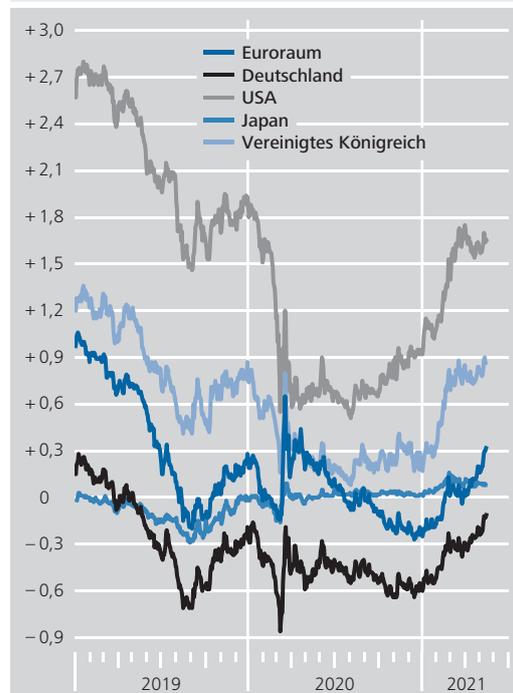
dings geriet das britische Pfund Anfang April vorübergehend unter merklichen Abgabedruck, als die Anzahl der Impfungen im Vereinigten Königreich merklich nachließ, nachdem eine Altersbeschränkung bei der Anwendung eines der verfügbaren Impfstoffe wegen potenzieller Risiken empfohlen wurde. Auch die Sorge vor einem möglicherweise ein Unabhängigkeitsreferendum nahelegenden Ausgang der Parlamentswahl in Schottland warf kurzfristig einen Schatten auf das Pfund Sterling. Zudem konnte die jüngste Entscheidung der britischen Notenbank, das wöchentliche Tempo der Anleihekäufe zur Eindämmung der wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie zu verlangsamen, das Pfund Sterling nicht beflügeln. So machte der Euro mit einer Aufwertung um 0,9 % seit Anfang April einen Teil seiner Wertverluste aus dem ersten Quartal wieder wett.

Euro in effektiver Rechnung etwas schwächer

Der Euro wertete im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern seit Ende des vergangenen Jahres per saldo um 1,1% ab. Dabei verlor er nicht nur gegenüber dem britischen Pfund an Wert, sondern gab auch gegenüber dem Renminbi nach. Daneben verzeichnete der Euro auch merkliche Verluste gegenüber der norwegischen Krone und dem kanadischen Dollar, die als Währungen von Ölexportländern durch den Anstieg der Ölpreise auf breiter Basis gestützt wurden. Zudem reagierte der kanadische Dollar mit einem merklichen Kursgewinn auf die überraschende Ankündigung der Notenbank von Kanada, ihre Anleihekäufe zu reduzieren und damit das Tempo ihrer geldpolitischen Lockerung zurückzunehmen. Dagegen hat der Euro gegenüber dem Schweizer Franken seit Jahresbeginn aufgrund zunehmender Risikofreude an den Devisenmärkten an Wert gewonnen. Im Ergebnis verbesserte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euroraums im Berichtszeitraum etwas; gemessen am langfristigen Durchschnitt ist ihre Wettbewerbsposition derzeit nach wie vor als neutral einzustufen.

Anleiherenditen*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Tageswerte



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

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

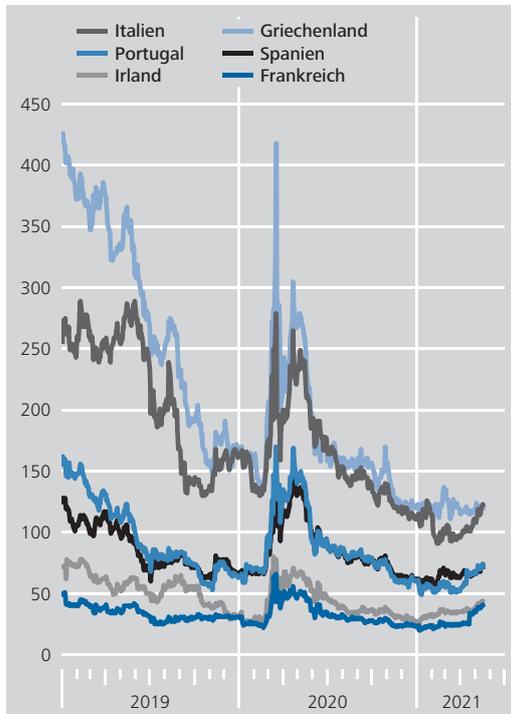
Rentenmarkt

Die Renditen von Staatsanleihen in den großen Währungsräumen stiegen seit Jahresbeginn 2021 überwiegend deutlich an. Dies gilt insbesondere für die USA. Im Ergebnis zogen dort die Renditen zehnjähriger US-Treasuries um 72 Basispunkte auf 1,6 % an. Der ausgeprägte Anstieg der US-amerikanischen Renditen reflektiert die Zuversicht der Marktteilnehmer über den weiteren Verlauf der Konjunktur. Diese Zuversicht stützte sich vor allem auf Fortschritte bei der Impfkampagne und die ergriffenen fiskalpolitischen Maßnahmen. Letztere dürften die Wirtschaft der Vereinigten Staaten kurzfristig erheblich stimulieren und könnten zumindest vorübergehend zu einer Überauslastung der

Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen deutlich gestiegen

Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Kapazitäten führen.¹⁾ Die damit verbundenen höheren Inflationserwartungen gingen mit einer gestiegenen Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Zinsentwicklung einher, die sich in einer deutlich höheren nominalen Terminprämie widerspiegelte. Die risikoneutralen Erwartungen der Marktteilnehmer über den Pfad der geldpolitischen Kurzfristzinsen für sich genommen sanken dagegen leicht. Dies stand im Einklang damit, dass die US-Notenbank mitteilte, vor dem Hintergrund ihrer neuen Strategie abzuwarten, bis sie ihren geldpolitischen Akkommodationsgrad verringerte. Die realen Renditen von US-Treasuries zogen angesichts der genannten Faktoren ebenfalls etwas an (+ 18 Basispunkte auf – 92 Basispunkte).

Rendite zehnjähriger Bundesanleihen ebenfalls gestiegen

Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen stiegen seit Jahresbeginn im Ergebnis um 47 Basispunkte auf – 0,1%. Damit lagen sie zuletzt etwa auf dem Stand vom Jahresbeginn 2020. Auch am Bundesanleihemarkt spielten die Hoff-

nungen auf eine fortschreitende konjunkturelle Erholung eine Rolle. Die Renditen von Bundesanleihen vollzogen den Anstieg der US-Renditen im internationalen Zinsverbund im Berichtszeitraum aber nur zum Teil nach. Ausschlaggebend hierfür war, dass sich die Erwartung einer wirtschaftlichen Erholung im Euroraum nach hinten verschob, als die Pandemie im Frühjahr erneut aufflammte und verschiedene Regierungen des Euroraums schärfere und länger anhaltende Beschränkungen beschlossen. Die realen Renditen zehnjähriger „Inflationlinker“ des Bundes verharrten nahe bei dem rekordniedrigen Niveau vom Jahresende 2020. Die Renditedifferenz zehnjähriger nominaler US-Treasuries zu laufzeitgleichen Bundesanleihen stieg im Ergebnis um 25 Basispunkte auf 174 Basispunkte; sie lag aber weiterhin unter dem fünfjährigen Mittel (198 Basispunkte). Auch die Differenz der realen Zinsen zwischen den Währungsräumen nahm leicht zu.

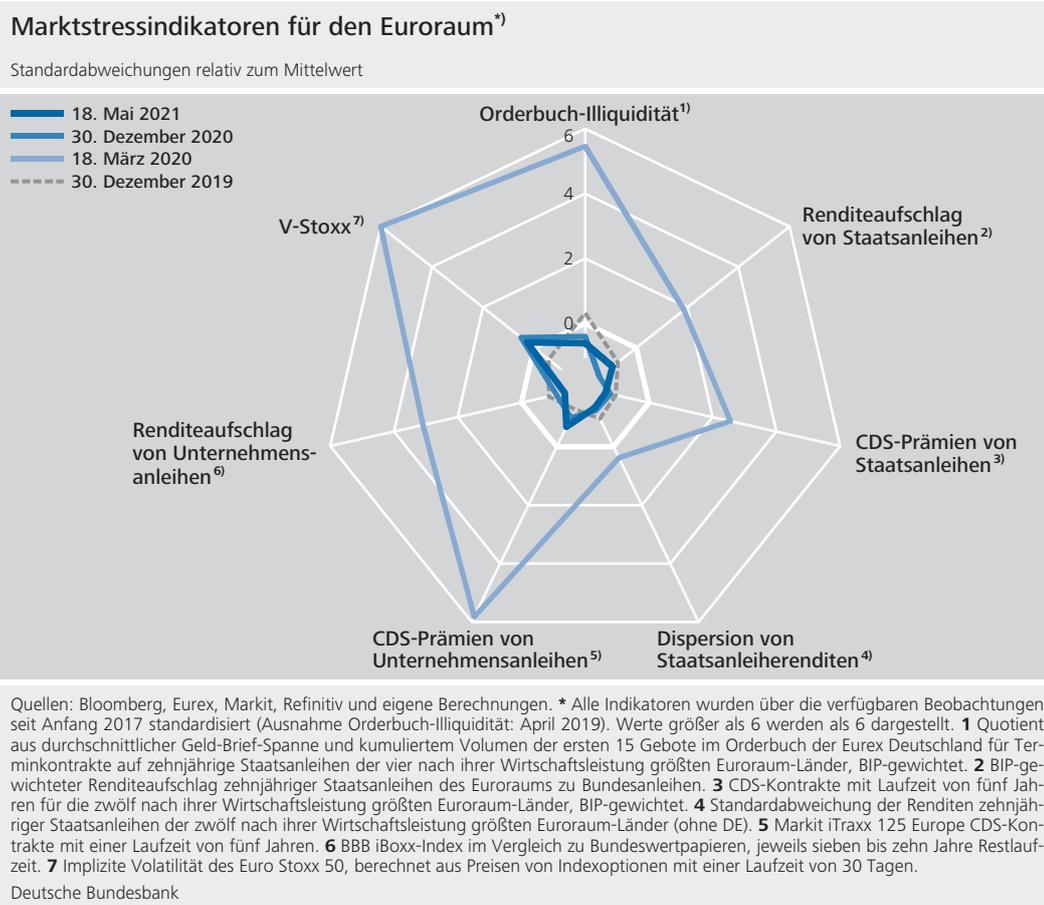
Die geänderten konjunkturellen Aussichten für den Euroraum spiegelten sich in der aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleiteten Zinsstrukturkurve. Diese verlief zuletzt deutlich steiler als zu Jahresbeginn. Der Renditeabstand zwischen zehnjährigen und zweijährigen Laufzeiten stieg um 38 Basispunkte auf 56 Basispunkte. Ein ähnliches Niveau wurde zuletzt Mitte 2019 verzeichnet. Zum Ende des Berichtszeitraums rentierten Bundeswertpapiere ab etwa 13 Jahren Laufzeit nicht mehr negativ. Gemäß einer Modellzerlegung ist die steilere Zinsstrukturkurve in erster Linie auf merklich höhere Terminprämien zurückzuführen. Demnach sind die Sorgen der Marktteilnehmer über unerwartet niedrige Zinsen erkennbar zurückgegangen. Die impliziten Erwartungen für die kurzfristigen Zinsen blieben nahezu unverändert.

Zinsstrukturkurve der Bundeswertpapiere steiler

Der Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt ohne Deutschland) bewegte sich seit Jahresbeginn in einem recht

Renditeaufschläge von Euroraum-Staatsanleihen leicht gestiegen

¹ Siehe Erläuterungen auf S. 16 ff.



engen Band um 50 Basispunkte und damit auf einem Niveau, das zuletzt Mitte 2008 zu beobachten gewesen war. Zum Ende des Berichtszeitraums weiteten sich die Renditeaufschläge leicht aus, und zwar um 11 Basispunkte auf 61 Basispunkte. Die steigenden Infektionszahlen strahlten ebenso wie andere länderspezifische Risiken nur wenig auf die Renditedifferenzen aus. Verschiedene Indikatoren zu Marktstress und Marktliquidität weisen darauf hin, dass die Staatsanleihemärkte im Euroraum im historischen Vergleich entspannt sind; dies gilt insbesondere relativ zum erheblich erhöhten Marktstress im März 2020 (siehe oben stehendes Schaubild). Ein Grund für die schwachen Marktreaktionen auf Belastungsfaktoren dürften die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats im Januar gewesen sein, in denen betont wurde, dass auch bei unverändertem Gesamtankaufvolumen des Pandemie-Notfallankaufprogramms die Ankäufe temporär beschleunigt werden könnten, um günstige Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten. Zudem ist der

Risikoappetit der Marktakteure zurzeit eher hoch, was die Renditedifferenzen ebenfalls in Grenzen halten dürfte.

Die Renditen zehnjähriger Anleihen des Vereinigten Königreichs stiegen im internationalen Zinsverbund seit Jahresbeginn um 67 Basispunkte auf 0,9%. Diese Entwicklung reflektiert in erster Linie eine im internationalen Vergleich zügige Impfkampagne und die damit verbundene Aussicht auf eine kräftigte konjunkturelle Erholung in diesem Jahr. Die Bank von England verlangsamte zwar – wie erwähnt – das wöchentliche Tempo ihrer Anleihekäufe, beließ aber den Leitzins auf dem historischen Tief von 0,1%. In Japan rentierten zehnjährige Staatsanleihen zuletzt bei 0,1%, und damit ebenfalls etwas höher als zu Jahresbeginn (+ 6 Basispunkte). Die Renditen lagen damit weiterhin innerhalb des Bandes, in dem die Bank von Japan nach Einschätzung der Marktteilnehmer die Zinsen halten möchte. Die vergleichsweise langsam verlaufende Impfkampagne blieb – wie an-

Renditen im Vereinigten Königreich und Japan gestiegen



keit für Inflationsraten unterhalb von 1 % im Durchschnitt der kommenden fünf Jahre reduzierte sich im Berichtszeitraum von 55 % auf 20 %. Ein hohes Risiko einer rasch anziehenden Inflation auf über 2 % im Euroraum sehen die Marktteilnehmer indes nicht; die risikoneutrale Wahrscheinlichkeit für Inflationsraten oberhalb dieser Marke lag zuletzt bei 17 %. Die von Consensus Economics aus Umfragen ermittelten Inflationserwartungen für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren betragen wie zu Jahresbeginn zuletzt 1,8 %; sie lagen damit über den marktbasierenden Maßen. Inflationsrisiko- und Liquiditätsprämien sind maßgeblich verantwortlich für den Abstand zwischen den markt- und umfragebasierten Erwartungen. In den USA erhöhten sich die marktbasierenden fünfjährigen Termininflationen in fünf Jahren ebenfalls merklich, und zwar um 22 Basispunkte auf 2,5 %. Sie lagen damit gleichauf mit den umfragebasierten Werten.

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen stiegen von einem sehr niedrigen Niveau ausgehend seit Jahresbeginn an. Anleihen von Finanzunternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren rentierten bei Berichtsschluss mit 1,2 % um 34 Basispunkte höher als Ende letzten Jahres. Die Renditen von Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors erhöhten sich ähnlich stark, und zwar um 31 Basispunkte auf 0,8 %. Ursächlich für die gestiegenen Unternehmensanleiherenditen, die im Januar teilweise noch auf historische Tiefstände gefallen waren, waren die anziehenden sicheren Zinsen. Da die Bundesanleiherenditen aber stärker zulegten, engten sich die Renditeaufschläge gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen ein, und zwar um 7 Basispunkte und 10 Basispunkte für finanzielle beziehungsweise realwirtschaftliche Unternehmen. Die Renditeaufschläge von BBB-Anleihen bewegten sich zuletzt auf einem niedrigeren Niveau als vor Ausbruch der Coronapandemie. Sie lagen damit deutlich unter ihrem Fünfjahresmittel und nur etwas höher als vor Ausbruch der Finanzkrise im Juli 2007. Im Segment hochverzinslicher Anleihen sanken sowohl

Renditen von Unternehmensanleihen gestiegen

dere makroökonomische Schocks – ohne erkennbaren Einfluss auf die japanischen Renditen.

Termininflationenrate im Euroraum gestiegen

Die aus Inflationsswaps abgeleiteten Termininflationen im Euroraum für einen Zeitraum von fünf Jahren, der in fünf Jahren beginnt, notierten zuletzt bei 1,6 % und damit 38 Basispunkte über dem Wert zu Jahresbeginn. Die Termininflationen lagen damit erkennbar über dem Niveau vor der Pandemie (Jahresbeginn 2020: 1,3 %) und auf einem Zweijahreshoch. Zu Beginn der Pandemie im März 2020 hatte dieser Indikator einen Tiefstand von 0,7 % verzeichnet. Die risikoneutrale Wahrscheinlich-

die Anleiherenditen als auch die Renditeaufschläge gegenüber Bundesanleihen deutlich. In den eingeeengten Spreads von Unternehmensanleihen kommt eine vergleichsweise geringe Kompensation für Ausfallrisiken zum Ausdruck. Hierzu dürften eine rückläufige Unsicherheit am Aktienmarkt (vgl. S. 49) sowie ein hoher Risikoappetit der Anleger beigetragen haben. Zusammengefasst deutet dies auf eine hohe Bewertung am Corporate-Bond-Markt hin.

Hohe Nettoemissionen deutscher Schuldverschreibungen

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im ersten Quartal 2021 deutlich über dem Wert des Vorquartals. Insgesamt begaben deutsche Schuldner Papiere für 472½ Mrd €, verglichen mit 333 Mrd € im Schlussquartal 2020. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und der Eigenbestandsveränderungen erhöhte sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 87 Mrd €. Der Umlauf von Schuldtiteln ausländischer Provenienz am deutschen Markt stieg im ersten Quartal um 61½ Mrd €. Im Ergebnis stieg der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 148½ Mrd €.

Gestiegene Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand

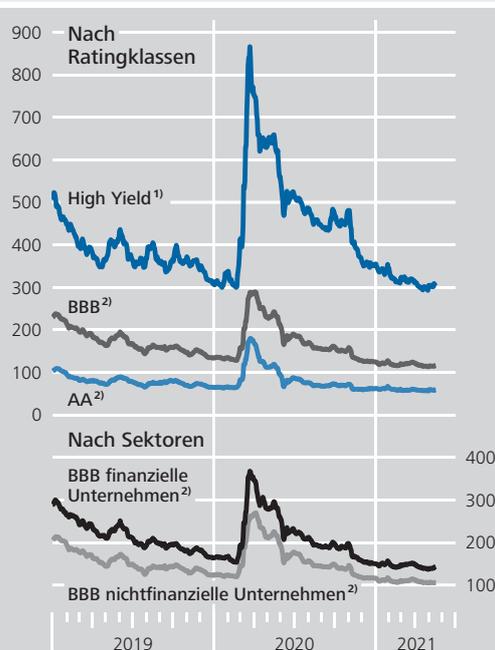
Die öffentliche Hand begab im Anfangsquartal 2021 Schuldtitel für netto 56 Mrd €, nach 9½ Mrd € im Quartal zuvor. Der Bund (inkl. der ihm zugerechneten Abwicklungsanstalt) emittierte vor allem unverzinsliche Bubills für 23½ Mrd €, daneben aber auch fünfjährige Obligationen (12 Mrd €) und Bundesanleihen, vorrangig mit 30-jähriger Laufzeit (7 Mrd €). Die Länder und Gemeinden begaben im Ergebnis Schuldverschreibungen für 13 Mrd €.

Nettoemissionen der Kreditinstitute

Inländische Kreditinstitute erhöhten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 29½ Mrd € (Vorquartal: Nettotilgungen in Höhe von 29 Mrd €). Vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute wurden per saldo beggeben (19½ Mrd €). Daneben stieg aber auch der Umlauf von flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (5½ Mrd €), Hypothekenpfandbriefen (4 Mrd €) und Öffentlichen Pfandbriefen (1 Mrd €).

Renditespreads von Unternehmensanleihen im Euroraum *)

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

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

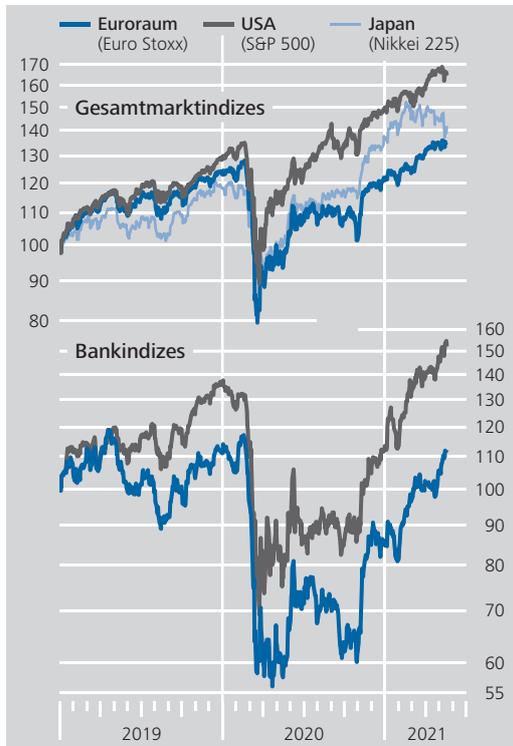
Mrd €

Position	2020		2021
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	26,0	70,6	126,2
Kreditinstitute	30,3	14,4	10,9
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	19,3	2,0	-4,2
Deutsche Bundesbank	11,9	70,5	54,6
Übrige Sektoren	-16,2	14,5	60,7
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	-11,8	2,1	-5,8
Ausländer	61,4	-105,7	22,3
Aktien			
Inländer	14,1	30,2	18,6
Kreditinstitute	-8,7	5,2	3,6
darunter:			
inländische Aktien	-4,5	1,8	2,6
Nichtbanken	22,8	25,0	14,9
darunter:			
inländische Aktien	12,5	3,0	6,6
Ausländer	-6,2	-0,6	4,0
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	33,4	43,3	23,9
Anlage in Publikumsfonds	-1,2	8,0	9,4
darunter:			
Aktienfonds	-5,8	4,3	4,3

Deutsche Bundesbank

Aktienmarkt

Anfang 2019 = 100, log. Maßstab, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

haben. Heimische Kreditinstitute kauften Schuldverschreibungen per saldo für 11 Mrd €; dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um inländische Papiere.

Aktienmarkt

Auch die internationalen Aktienmärkte waren hauptsächlich von aufgehellten Wachstumsaussichten, einer stimulierenden Finanzpolitik vor allem in den USA und einer weltweit überwiegend expansiven Geldpolitik geprägt. Im Ergebnis setzten die Aktienkurse ihre Aufwärtsbewegung des Vorquartals fort und stiegen deutlich an. Beiderseits des Atlantiks stärkte außerdem eine positive Berichtssaison der Unternehmen den Optimismus. Dies schlug sich in merklich angehobenen Gewinnerwartungen nieder. Die Kursentwicklung wurde zwar von den gestiegenen sicheren Zinsen etwas gebremst. Diese erhöhen den Diskontfaktor, mit dem künftige Gewinne bewertet werden, und reduzieren damit den Gegenwartswert der Unternehmen. Insgesamt blieb dieser kursenkende Effekt aber begrenzt. Hierzu trugen sicherlich Hoffnungen der Marktteilnehmer auf eine anhaltend expansive Geldpolitik beiderseits des Atlantiks bei. Außerdem zeichneten sich die Marktakteure durch einen hohen Risikoappetit aus. Beides äußerte sich unter anderem darin, dass sich die Notierungen gegenüber einigen Belastungsfaktoren – wie beispielsweise der andauernden Unsicherheit über das weitere Infektionsgeschehen oder geopolitische Spannungen – als sehr robust erwiesen. Im Ergebnis verzeichneten europäische Aktien, gemessen am Euro Stoxx, seit Jahresbeginn ein deutliches Kursplus (+ 11,8 %). US-amerikanische und deutsche Aktien, gemessen am S&P 500 und CDAX, erreichten zwischenzeitlich historische Höchststände und legten um 9,9 % beziehungsweise 8,9 % zu. Der britische FTSE-All-Share-Index und der japanische Nikkei 225 stiegen im Ergebnis um 9,1 % beziehungsweise 3,5 % an.

Internationale Aktienmärkte mit deutlichen Kursgewinnen

Kapitalmarktverschuldung der Unternehmen leicht gestiegen

Inländische Unternehmen emittierten im Berichtsquartal Anleihen für netto 1½ Mrd €, nach ungewöhnlich hohen, durch Sonderfaktoren dominierten Nettotilgungen von 30 Mrd € im Quartal zuvor.²⁾ Im Ergebnis emittierten allein nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften Schuldverschreibungen (2½ Mrd €), während Sonstige Finanzinstitute Anleihen tilgten (1 Mrd €).

Erwerb von Schuldverschreibungen

Erworben wurden Schuldverschreibungen im ersten Quartal 2021 im Ergebnis vorrangig von inländischen Nichtbanken (60½ Mrd €), die sich vor allem für ausländische Papiere interessierten. Die Bundesbank erhöhte ihren Bestand an Anleihen – vor allem im Rahmen der geldpolitischen Ankaufprogramme des Eurosystems – per saldo um 54½ Mrd €. Ausländische Investoren erwarben hiesige Rentenwerte für netto 22½ Mrd €. In dem Auslandserwerb spiegelte sich auch die Primärmarktaktivität des Bundes, der Anleihen über Tenderverfahren an Kreditinstitute und Wertpapierfirmen begibt, die zum Teil ihren Sitz außerhalb Deutschlands

² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021).

*Bankaktien
stärker als
Gesamtmarkt*

Bankaktien entwickelten sich im Berichtszeitraum wie bereits im Vorquartal beiderseits des Atlantiks stärker als die jeweiligen Gesamtmärkte. Die Kurse US-amerikanischer und europäischer Banken stiegen um 34,0 % beziehungsweise 32,4 %. Zu der überdurchschnittlichen Kursentwicklung trugen besonders verbesserte Gewinnerwartungen bei – unter anderem angesichts der steileren Zinsstrukturkurven und einer guten Emissionskonjunktur bei Unternehmensanleihen. Zudem beflügelten einige überraschend gute Quartalsergebnisse im Bankensektor die Kurse. Vermutlich bewerteten die Marktteilnehmer das Risiko von Kreditausfällen angesichts der positiven Konjunkturindikatoren günstiger.

*Aktienmarkt-
volatilität
gesunken*

Die Kursunsicherheit am Aktienmarkt – gemessen an den aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten von Aktienindizes – nahm seit Jahresbeginn ab. Relativ starke Kursschwankungen von Einzelwerten Ende Januar, die anziehenden sicheren Zinsen und eine überraschend hohe US-Inflation im April schlugen sich letztlich nur vorübergehend in Volatilitätsanstiegen nieder. Zuletzt lag die Aktienmarktunsicherheit sowohl für die US-amerikanischen als auch für die europäischen Aktienmärkte leicht über ihren jeweiligen fünfjährigen Durchschnitt.

*Bewertung
etwas gesunken,
im langfristigen
Vergleich aber
weiterhin hoch*

Die Bewertungsniveaus von Aktien entwickelten sich im Berichtszeitraum auf beiden Seiten des Atlantiks uneinheitlich. Für den Euro Stoxx stieg die von den Marktteilnehmern geforderte Aktienrisikoprämie, die mit einem Dividendenbarwertmodell als Restgröße ermittelt werden kann, trotz der gefallenen Unsicherheit an. Angesichts der höheren risikofreien Zinsen erhöhten sich damit auch die impliziten Eigenkapitalkosten, die nun etwa ihrem Fünfjahresdurchschnitt entsprechen. Gleichwohl liegt die Gewinnrendite weiterhin unter ihrem langfristigen Mittel und weist demnach auf eine relativ hohe Bewertung hin. Für den S&P500 reduzierte sich hingegen die Aktienrisikoprämie bei kaum veränderten Eigenkapitalkosten. Angesichts der im langfristigen Vergleich niedrigen Eigenkapitalkosten und Gewinnrenditen er-

scheint die Bewertung für US-amerikanische Unternehmen ebenfalls hoch.

Die Mittelaufnahme am deutschen Aktienmarkt betrug im Berichtsquartal per saldo 13 Mrd € (Vorquartal: 4 Mrd €). Der hohe Absatz ist vorrangig auf Kapitalerhöhungen bestehender Gesellschaften zurückzuführen. Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 9½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis vor allem von inländischen Nichtbanken (15 Mrd €). Ausländische Investoren und heimische Kreditinstitute vergrößerten ihre Aktienportfolios jeweils um netto 4 Mrd € beziehungsweise 3½ Mrd €.

*Mittelaufnahme
am Aktienmarkt*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im ersten Quartal 2021 einen Mittelzufluss von 33½ Mrd €, nach einem relativ hohen Mittelaufkommen von 51½ Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis weit überwiegend den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (24 Mrd €). Unter den Anlageklassen erzielten vor allem Gemischte Wertpapierfonds ein deutliches Mittelaufkommen (15 Mrd €), gefolgt von Aktienfonds (7½ Mrd €), Offenen Immobilienfonds (6 Mrd €) und Dachfonds (2½ Mrd €). Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 17 Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis nahezu ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen Anteilscheine für 47½ Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile. Heimische Kreditinstitute vergrößerten ihre Fondsportfolios um netto 2½ Mrd €, während gebietsfremde Investoren am deutschen Fondsmarkt im Ergebnis nur marginal beteiligt waren.

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

■ Direktinvestitionen

Die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr führten im ersten Quartal 2021 zu Netto-Kapitalexporten von 61 Mrd €. Auch bei den Direktinvestitionen ergaben sich

*Netto-Kapital-
exporte bei
den Direkt-
investitionen*

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2020		2021
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj. ^{P)}
I. Leistungsbilanz	+ 62,3	+ 70,5	+ 66,4
1. Warenhandel	+ 52,5	+ 53,9	+ 55,9
2. Dienstleistungen	- 2,7	+ 4,1	+ 3,6
3. Primäreinkommen	+ 26,9	+ 30,4	+ 27,5
4. Sekundäreinkommen	- 14,4	- 17,9	- 20,6
II. Vermögensänderungsbilanz	- 0,3	- 3,4	- 0,1
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 37,8	+ 93,0	+ 131,7
1. Direktinvestition	+ 20,2	+ 3,2	+ 29,7
Inländische Anlagen im Ausland	+ 47,8	+ 43,8	+ 42,9
Ausländische Anlagen im Inland	+ 27,6	+ 40,7	+ 13,2
2. Wertpapieranlagen	- 40,9	+ 172,5	+ 60,9
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 13,6	+ 67,7	+ 87,2
Aktien ¹⁾	+ 5,2	+ 22,9	+ 8,9
Investmentfondsanteile ²⁾	- 8,5	+ 30,2	+ 16,8
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	- 3,1	+ 8,4	- 8,7
kurzfristige Schuldverschreibungen ³⁾	+ 1,5	- 1,9	+ 3,1
langfristige Schuldverschreibungen ⁴⁾	+ 15,4	+ 16,5	+ 58,4
darunter:			
denominiert in Euro ⁵⁾	+ 12,0	+ 7,7	+ 40,2
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	+ 54,4	- 104,8	+ 26,3
Aktien ¹⁾	- 6,2	- 1,0	+ 3,9
Investmentfondsanteile	- 0,7	+ 1,8	+ 0,1
kurzfristige Schuldverschreibungen ³⁾	+ 29,3	- 33,5	+ 19,9
langfristige Schuldverschreibungen ⁴⁾	+ 32,0	- 72,2	+ 2,4
darunter: öffentliche Emittenten ⁶⁾	+ 1,7	- 39,0	- 4,1
3. Finanzderivate ⁷⁾	+ 33,5	+ 9,1	+ 21,9
4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾	+ 24,9	- 92,7	+ 18,8
Monetäre			
Finanzinstitute ⁹⁾	- 77,6	+ 23,7	- 105,8
Unternehmen und Privatpersonen ¹⁰⁾	+ 4,9	- 4,8	+ 45,9
Staat	+ 1,1	- 0,0	- 1,1
Bundesbank	+ 96,5	- 110,8	+ 79,8
5. Währungsreserven	+ 0,1	+ 0,8	+ 0,4
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹¹⁾	- 24,1	+ 25,8	+ 65,4

¹ Einschl. Genussscheine. ² Einschl. reinvestierter Erträge. ³ Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit von unter einem Jahr. ⁴ Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. ⁵ Einschl. noch ausstehender DM-Auslandsanleihen. ⁶ Einschl. Anleihen der früheren Bundesbahn, der früheren Bundespost und der früheren Treuhandanstalt. ⁷ Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktioptionen. ⁸ Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. ⁹ Ohne Bundesbank. ¹⁰ Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck. ¹¹ Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

Deutsche Bundesbank

Kapitalabflüsse; sie beliefen sich auf 29 ½ Mrd €.

Unternehmen mit Sitz in Deutschland weiteten in den ersten drei Monaten des Jahres 2021 ihre Direktinvestitionen im Ausland um 43 Mrd € aus (Vorquartal: 44 Mrd €). Sie stockten das Beteiligungskapital an ausländischen Tochtergesellschaften um 11 Mrd € auf. Dies geschah nahezu ausschließlich in Form reinvestierter Gewinne. Darüber hinaus vergaben hiesige Unternehmen zusätzliche konzerninterne Kredite über 32 Mrd €. Der überwiegende Anteil entfiel dabei auf Finanzkredite. Eine wichtige Rolle spielten Kredite inländischer Töchter an ihre ausländischen Muttergesellschaften („reverse investments“); zum anderen stellten deutsche Firmen Schwestergesellschaften im Ausland zusätzliche Mittel zur Verfügung. Deutsche Direktinvestitionen flossen im ersten Quartal vor allem nach Spanien (28 ½ Mrd €), in das Vereinigte Königreich (16 ½ Mrd €) und nach China (4 ½ Mrd €). Aus den USA (21 ½ Mrd €) und den Niederlanden (7 ½ Mrd €) zogen deutsche Unternehmen dagegen per saldo Direktinvestitionsmittel ab.

Ausländische Firmen erhöhten ihre Direktinvestitionen in Deutschland von Januar bis März um 13 Mrd €; im vierten Quartal 2020 hatte das Volumen 40 ½ Mrd € betragen. Ausländische Investoren stockten ihr Beteiligungskapital an deutschen Tochtergesellschaften um 4 ½ Mrd € auf und führten verbundenen Unternehmen hierzulande 8 ½ Mrd € in Form von Krediten zu. Im Ergebnis vergaben sie mehrheitlich Finanzkredite, vor allem an deutsche Tochterunternehmen. Die wichtigsten Herkunftsländer zufließender Direktinvestitionsmittel waren Spanien (19 ½ Mrd €), das Vereinigte Königreich (19 Mrd €) und die Schweiz (3 ½ Mrd €). Wie in der Gegenrichtung führten die Direktinvestitionstransaktionen aus den USA (23 Mrd €) und den Niederlanden (10 ½ Mrd €) zu einem negativen Saldo.

Kapitalexporte bei deutschen Direktinvestitionen im Ausland

Kapitalzuflüsse bei ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland

■ Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2021), Finanzmärkte, Monatsbericht, Februar 2021, S. 48 ff.