

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte robust trotz politischer und konjunktureller Unsicherheit*

Die internationalen Finanzmärkte zeigten sich in den ersten Monaten des Jahres 2013 trotz des politisch und ökonomisch teilweise unruhigen Fahrwassers vergleichsweise robust. Die stark akkommodierenden geldpolitischen Maßnahmen wichtiger Notenbanken, die zumeist unmittelbar auf die Kapitalmärkte abzielen, wirkten den Auswirkungen entgegen, die politische Unsicherheiten im Zusammenhang mit den Wahlen in Italien und dem Hilfspaket für Zypern sowie teilweise negative Konjunkturnachrichten auf die Renten- und Aktienmärkte hatten. Im Mai trugen einige Wirtschaftsdaten, die von den Marktteilnehmern positiv aufgenommen wurden, zu einer Stimmungsverbesserung bei, sodass sich die Renditen wieder deutlich von ihren zwischenzeitlichen Tiefständen lösten. Im Ergebnis lagen sie in den großen Währungsräumen zuletzt knapp über ihrem jeweiligen Niveau zu Jahresbeginn. Die Dividendenwerte entwickelten sich sehr positiv. Besonders hohe Kursgewinne hatte der japanische Aktienmarkt zu verzeichnen (+ 44,7%); zugleich verlor der Yen gegenüber den meisten Währungen deutlich an Wert, auch gegenüber dem Euro. Ausschlaggebend hierfür war die stark expansive Neuausrichtung der japanischen Geldpolitik.

### ■ Wechselkurse

*Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar, ...*

An den Devisenmärkten standen in den vergangenen Monaten die gestiegenen politischen Unsicherheiten im Euro-Raum und wechselnde Einschätzungen über geldpolitische Maßnahmen in den verschiedenen Währungsräumen im Blickpunkt. Nachdem der Euro-Dollar-Kurs – gestützt durch Maßnahmen zur Bewältigung der Staatsschuldenkrise – Anfang Februar bei 1,36 US-\$ notierte, fiel er bis Ende März auf 1,28 US-\$ zurück. Belastet wurde der Euro durch den Ausgang der Parlamentswahlen in

Italien und die damit verbundenen Schwierigkeiten bei der Bildung einer stabilen Regierung einerseits und die Zuspitzung der Finanzkrise in Zypern andererseits. Spekulationen über ein vorzeitiges Ende der Anleihekäufe der amerikanischen Notenbank, die durch die Veröffentlichung des Protokolls der Sitzung vom 30. Januar dieses Jahres ausgelöst wurden, haben den Euro-Dollar-Kurs zusätzlich unter Druck gesetzt.

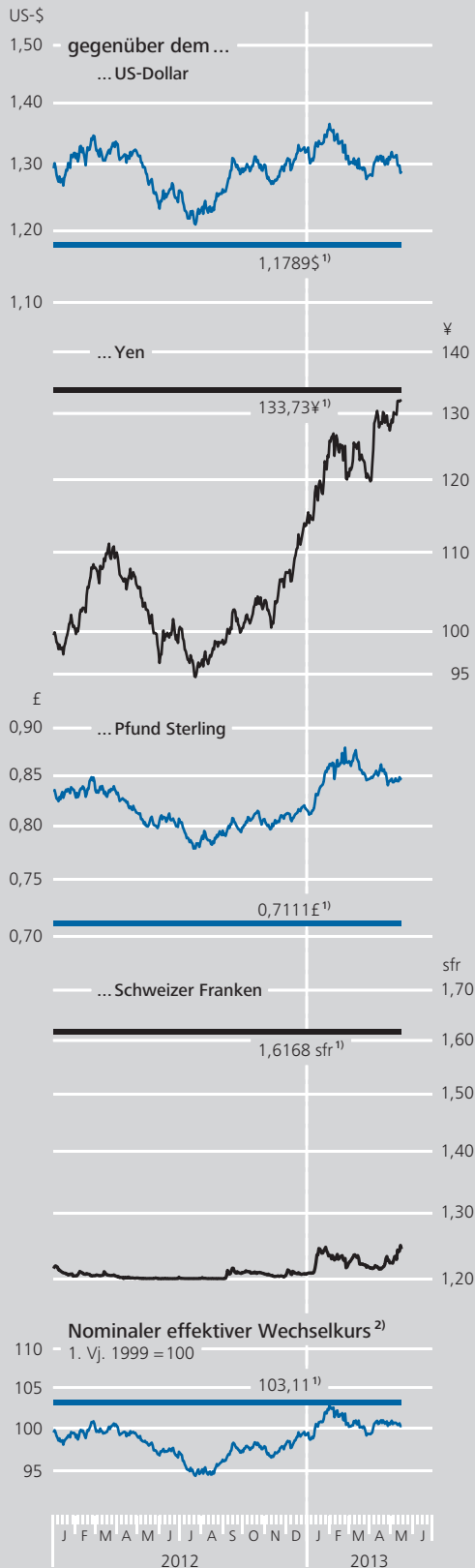
In der ersten Aprilhälfte konnte der Euro einen Teil der vorangegangenen Wertverluste wettmachen, nachdem eine Einigung auf ein Hilfsprogramm für Zypern erzielt worden war und stärkere Ansteckungseffekte auf andere Länder der Währungsunion ausblieben. Daneben haben in dieser Zeit schlechter als erwartet ausgefallene Daten vom amerikanischen Arbeitsmarkt die Wahrscheinlichkeit für eine vorzeitige Beendigung des Anleihe-Kaufprogramms der Fed gesenkt und den Euro-Dollar-Kurs gestützt. In der zweiten Monatshälfte hat sich der Euro ohne klar erkennbare Richtung bewegt. Einerseits hat die Veröffentlichung des unerwartet starken Rückgangs des ifo Geschäftsklimaindex für Deutschland und der überraschend niedrigen Inflation im Euro-Währungsgebiet Spekulationen auf eine Zinssenkung des Eurosystems geschürt, andererseits wurde der Euro-Dollar-Kurs durch die Bekanntgabe enttäuschender Konjunkturdaten aus den USA und die Regierungsbildung in Italien gestützt. Im Anschluss an die Sitzung des EZB-Rats Anfang Mai, in der eine Leitzinssenkung auch tatsächlich beschlossen wurde, gab der Euro etwas nach. Bei Abschluss dieses Berichts notierte er bei 1,29 US-\$ und damit 2 ½% unter seinem Stand zum Jahresbeginn.

Gegenüber dem Yen hat der Euro im Berichtszeitraum weiter kräftig an Wert gewonnen, was maßgeblich auf die Ankündigung und Durchführung verschiedener Maßnahmen der japanischen Zentralbank zur Lockerung ihrer

*... dem Yen ...*

## Wechselkurs des Euro

Tageswerte; log. Maßstab



**1** Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999.  
**2** Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 20 Ländern.

Geldpolitik zurückzuführen ist. Nach den Äußerungen des japanischen Finanzministers, dass Japan von dem umstrittenen Kauf ausländischer Staatsanleihen absehen würde, hatte der Euro-Yen-Kurs Ende Februar zwar zwischenzeitlich etwas nachgegeben; die Kursverluste wurden aber in der ersten Märzhälfte wieder aufgeholt. Durch die Diskussion um das Zypern-Hilfsprogramm geriet der Euro auch gegenüber dem Yen vorübergehend unter Abgabedruck. Nach der Bekanntgabe der japanischen Zentralbank, dass sie von nun an die Geldbasis direkt steuern und diese in den nächsten zwei Jahren verdoppeln werde, stieg der Euro-Yen-Kurs in der ersten Aprilhälfte innerhalb weniger Tage um 7% an und notierte bei 130 Yen. In der Folgezeit legte der Euro unter Schwankungen weiter zu. Zuletzt lag er bei 132 Yen; er war damit 16% stärker als zum Jahreswechsel.

Auch gegenüber dem britischen Pfund hat der Euro bis Ende Februar zunächst an Wert gewonnen, einen Teil der Kursgewinne mit den steigenden Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Zypern-Hilfsprogramm in der Folgezeit aber wieder abgegeben. Daneben hat die Meldung eines unerwarteten Anstiegs des britischen Bruttoinlandsprodukts im ersten Quartal 2013 den Euro-Pfund-Kurs belastet. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro bei 0,85 Pfund Sterling; er notierte somit 3 ½% über seinem Wert zu Beginn des Jahres.

... und dem Pfund Sterling

Im Durchschnitt gegenüber den Währungen 20 wichtiger Handelspartner hat der Euro seit Jahresbeginn um 1% an Wert gewonnen. Den erwähnten deutlichen Kursgewinnen gegenüber dem Yen und dem britischen Pfund standen neben den Einbußen gegenüber dem US-Dollar leichte Wertverluste gegenüber den Währungen Chinas, Rumäniens, Hongkongs und Schwedens entgegen. Gegenüber dem Schweizer Franken notierte der Euro zuletzt bei 1,24 Franken, nachdem er im vergangenen Jahr durchweg nur knapp oberhalb des von der Schweizerischen Nationalbank festgelegten Mindestkurses von 1,20 Franken verharrt hatte.

Effektiver Wechselkurs des Euro

Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euro-Raums gegenüber wichtigen Handelspartnern hat sich durch die Euro-Aufwertung etwas verschlechtert; sie ist – gemessen am langfristigen Durchschnitt – tendenziell ungünstig.

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

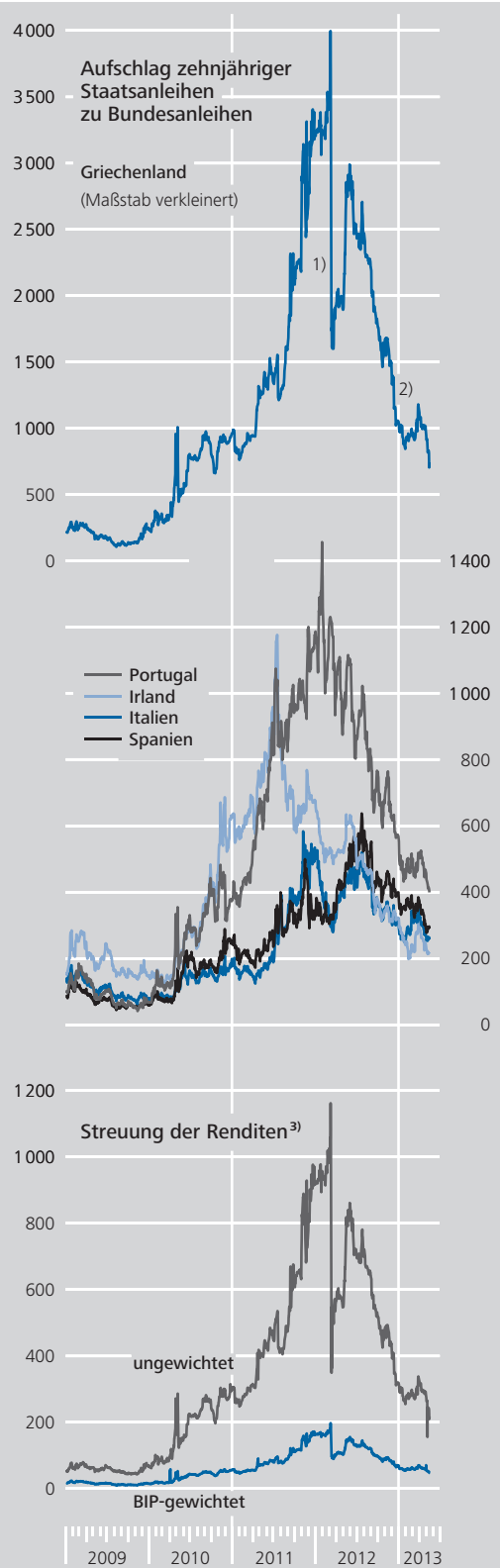
Internationale Rentenmärkte

Die internationalen Rentenmärkte profitieren im Berichtszeitraum von den Lockerungsmaßnahmen der Zentralbanken, die meist explizit auf die Renditen von Staatsanleihen abzielen. So stiegen in den großen Währungsräumen bis in den April hinein nicht nur die Kurse der Anleihen der USA, Japans und Deutschlands, die als „sichere Häfen“ gelten, sondern auch diejenigen kleinerer oder peripherer Volkswirtschaften mit geringerer Bonität. Die amerikanische Federal Reserve setzte ihren zum Jahreswechsel beschlossenen monatlichen Ankauf von Staatsanleihen im Wert von 45 Mrd US-\$ und den im September 2012 beschlossenen Ankauf von mit Wohnungsbaukrediten unterlegten Wertpapieren (Mortgage-backed securities) im Volumen von monatlich 40 Mrd US-\$ fort. Im Euro-Raum hat das einsatzfähige, aber noch nicht aktivierte Staatsanleihekaufprogramm des Eurosystems (OMT) die Märkte für Schuldtitel beruhigt. Renditedämpfend wirkte zudem die Zinssenkung von Anfang Mai. Jenseits des Pazifiks erhöhte die japanische Zentralbank in zwei Schritten ihr Inflationsziel für die nächsten zwei Jahre und kündigte unter anderem ein volumenmäßig erhebliches Anleihekaufprogramm für japanische Staatsanleihen, insbesondere solche mit längerer Laufzeit, an. Von konjunktureller Seite kamen zunächst zum Teil enttäuschende Signale, sodass die Wachstumsprojektionen für einzelne Länder gesenkt wurden, was sich zum Teil auch in niedrigeren Renditen für länger laufende Anleihen niedergeschlagen hat. Im Mai trugen dann allerdings Nachrichten über einen überraschend positiven Gewinnausweis der staatlich unterstützten Immobilienfinanzierer und zukünftig

Maßnahmen der Notenbanken stützen Kurse von Staatstiteln

### Renditedifferenzen in der EWU

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. **1** Schuldenschnitt vom 9. März 2012. **2** Bekanntgabe der Konditionen für das griechische Schuldentrückkaufprogramm am 11. Dezember 2012. **3** Standardabweichung der Renditen von Anleihen der EWU-Teilnehmerstaaten.



erwartete höhere Steuereinnahmen in den USA sowie positive Konjunkturindikatoren für Deutschland und den Euro-Raum dazu bei, dass die Renditen sich wieder deutlich von ihren zwischenzeitlichen Tiefs lösten.

In den USA notierten die Renditen zehnjähriger Treasuries bei Abschluss des Berichts nahe bei 2% und damit knapp ¼% über ihrem Jahresendstand von 2012. Auch in Deutschland stieg die Rendite von öffentlichen Schuldverschreibungen mit zehnjähriger Laufzeit seit dem Jahreswechsel, und zwar im Ergebnis um 5 Basispunkte auf zuletzt 1,3%; zwischenzeitlich hatte sie mit 1,1% nahe an ihrem tiefsten Stand von Mitte 2012 gelegen, als die bundesdeutschen Zinsen von starken Sicherheitszuflüssen gedrückt worden waren. Im Vereinigten Königreich nahmen die Renditen ebenfalls geringfügig zu; zehnjährige mündelsichere Staatspapiere (Gilt-edged securities: GILTs) notierten bei 1,9%, und in Japan rentierten zehnjährige Staatstitel im April auf einem rekordtiefen Stand von 0,6%, bevor sie zum Ende des Berichtszeitraums wieder deutlich stiegen und 5 Basispunkte über ihrem Jahresendwert 2012 lagen.

Nachdem im Februar und März der Ausgang der Wahl in Italien mit einer Pattsituation für die großen Parteien und in Zypern die Einbeziehung von Haltern von Bankeinlagen in die

Finanzierung der Rettung dortiger überschuldeter Banken für Anspannungen an den Rentenmärkten einiger Euro-Länder gesorgt hatten, setzte sich im April der seit Mitte 2012 erkennbare Trend der Annäherung der Renditen in der EWU fort. Im Vergleich zum Jahresende 2012 haben sich sowohl die Zinsdispersion zwischen langfristigen Staatsanleihen innerhalb des Euro-Raums auf 220 Basispunkte als auch der BIP-gewichtete Renditeabstand von Staatsanleihen der übrigen EWU-Länder und laufzeitgleichen Bundesanleihen auf 180 Basispunkte zurückgebildet. Die in Ländern der Euro-Peripherie mit Ausnahme Sloweniens sinkenden Renditen über diesen Zeitraum spiegeln nicht zuletzt die Erwartung einer – Anfang Mai auch erfolgten – Leitzinssenkung wider. Überdies konnten einige Programmländer eine Streckung der Rückzahlungsverpflichtungen für an sie weitergeleitete EFSF-Mittel durchsetzen. Die insgesamt festzustellende Entspannung zeigte sich auch in günstigeren Emissionsbedingungen für Staatsschuldtitel der Peripherieländer am Kapitalmarkt. Die Angaben einiger Geschäftsbanken sowie die Bestandsveränderungen der MFI-Bilanzstatistik deuten aber darauf hin, dass Staatsanleihen dort vermehrt von heimischen Banken erworben wurden und außereuropäische Investoren eher Netto-Verkäuferpositionen einnahmen. Dies würde der angestrebten Entflechtung von Banken- und Staatsrisiken entgegenstehen.

Die Renditen von Bundeswertpapieren befanden sich zu Beginn des Jahres 2013 im Einklang mit nachlassenden Sicherheitszuflüssen und den Hoffnungen auf eine konjunkturelle Erholung zunächst im Aufwärtstrend. Mit den politischen Unwägbarkeiten der Parlamentswahlen in Italien und der Schuldenkrise in Zypern setzte sich aber im März wieder der seit über fünf Jahren andauernde Trend sinkender Nominalrenditen fort, bevor es im Mai erneut zu einer kräftigen Aufwärtsbewegung kam. Im Ergebnis hat sich die deutsche Zinsstrukturkurve seit Ende 2012 nahezu parallel nach oben verschoben. Die Differenz zwischen zehn- und zweijährigen Anleihen liegt derzeit mit 145 Basispunkten

*Deutsche Zinsstrukturkurve nach oben verschoben*

*Renditedifferenzen in der EWU eingeeengt*

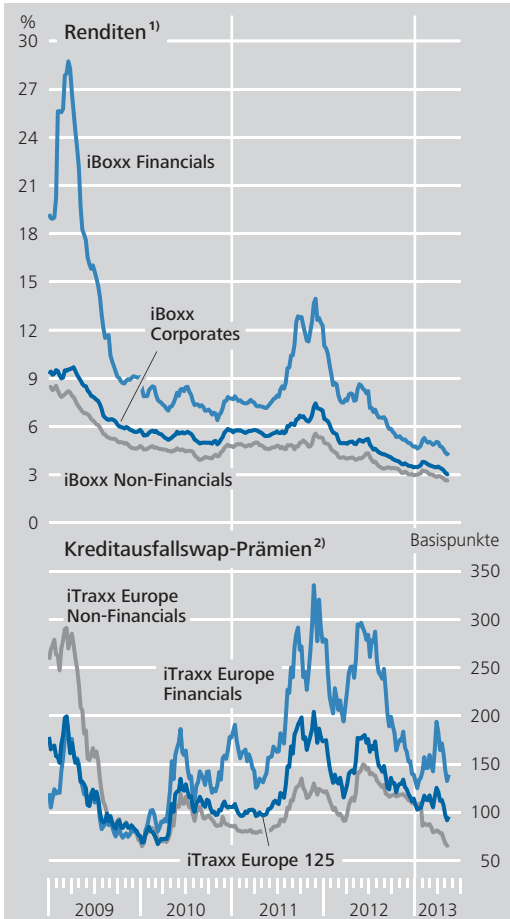
weiterhin unter ihrem fünfjährigen Durchschnitt. Kurz vor der Leitzinssenkung vom 2. Mai 2013 wies die Zinsstrukturkurve noch einen deutlich flacheren Verlauf auf. Den leicht höheren Nominalzinsen standen deutlich kräftigere Anstiege von Renditen inflationsindexierter Anleihen insbesondere im kürzeren Laufzeitbereich gegenüber, was zu gesunkenen Break-even-Inflationsraten (BEIR) und Termininflationserwartungen für den harmonisierten europäischen Verbraucherpreisindex ohne Tabakwaren führte. Die Termin-BEIR für fünf bis zehn Jahre sank, und zwar auf 2,1%. Die weniger von Sicherheitszuflüssen in Nominalanleihen beeinflussten, zwischen Banken gehandelten Inflationsswaps deuten hingegen auf eine leicht gestiegene Termininflationssrate für fünf bis zehn Jahre (2,3%) hin.

*Finanzierungsbedingungen von Unternehmen verbessert*

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen am Kapitalmarkt haben sich gemessen an den Renditen seit Jahresende verbessert. Anleihen europäischer finanzieller und realwirtschaftlicher Unternehmen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren und einem BBB-Rating rentierten zuletzt mit 4,3% beziehungsweise 2,7%.<sup>1</sup> Die Renditen lagen damit unter ihren jeweiligen Fünfjahresmitteln und unter ihren Werten aus der Vorkrisenzeit. Die Aufschläge auf die als sicherer Zins verwendeten Renditen von Bundeswertpapieren gleicher Laufzeit verringerten sich seit Jahresbeginn ebenfalls; sie sind mit 300 Basispunkten für finanzielle und 130 Basispunkten für nicht-finanzielle Unternehmensanleihen mit BBB-Rating jedoch noch deutlich höher als zu Beginn der Krise Mitte 2007. Die zuletzt rückläufigen Spreads, die auf eine verringerte Risikoaversion der Marktteilnehmer hinweisen, stehen im Einklang mit ebenfalls gefallenem Kreditausfallrisikoprämien (iTraxx) und einer gesunkenen Unsicherheit am Aktienmarkt. Unter Berücksichtigung der teils deutlich zurückgenommenen Wachstumsprognosen für einige europäische Länder und der leicht verringerten Gewinnerwartungen für börsennotierte europäische Unternehmen spiegeln die niedrigen Unternehmensanleiherenditen eine verstärkte

## Finanzierungsbedingungen für Unternehmen im Euro-Raum

Wochendurchschnitte



<sup>1</sup> Euro denominierte BBB-Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren, zusammengefasst in den Rentenmarktindizes (iBoxx) der International Index Company. Quelle: Thomson Reuters. <sup>2</sup> Prämien für fünfjährige Kreditausfallswap(CDS)-Kontrakte, abgebildet in den Indizes (iTraxx) der International Index Company. Quelle: Bloomberg.

Deutsche Bundesbank

Suche nach Rendite von Investoren in einem globalen Niedrigzinsumfeld wider.

Das Bruttoemissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im ersten Quartal 2013 auf 379½ Mrd €; es lag somit über dem Wert des Vorquartals (329 Mrd €). Nach Abzug der deutlich gestiegenen Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis inländische Schuldverschreibungen für 12½ Mrd €

*Gestiegener Nettoabsatz am Rentenmarkt*

<sup>1</sup> Hierbei werden Renditen von Anleihen der Unternehmen aus den nach Ratingklassen unterschiedenen Anleiheindizes von iBoxx zugrunde gelegt.

## Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2012		2013
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	40,7	- 26,2	0,2
Kreditinstitute	1,9	- 17,3	- 14,9
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	- 0,2	0,3	- 2,7
Deutsche Bundesbank	0,5	- 2,4	- 4,1
Übrige Sektoren	38,3	- 6,5	19,2
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	6,2	- 27,6	- 8,9
Ausländer	14,5	11,9	11,0
<b>Aktien</b>			
Inländer	7,5	20,2	14,5
Kreditinstitute	5,5	8,2	8,3
darunter:			
inländische Aktien	10,2	0,4	4,4
Nichtbanken	2,0	11,9	6,2
darunter:			
inländische Aktien	0,3	0,6	2,1
Ausländer	- 9,1	- 0,3	- 5,4
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	21,6	29,4	24,5
Anlage in Publikumsfonds	- 0,5	3,0	5,0
darunter:			
Aktienfonds	- 0,9	0,7	0,0

Deutsche Bundesbank

getilgt. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 24 Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am hiesigen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 11 Mrd €.

Die öffentliche Hand nahm im ersten Quartal 2013 den Rentenmarkt mit 7 Mrd € in Anspruch, verglichen mit Nettotilgungen in Höhe von 15 Mrd € im Quartal zuvor. In diesen Zahlen sind auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zuzurechnen sind. Der Bund selbst emittierte vor allem Bundesobligationen (14 Mrd €), in geringerem Umfang auch 30-jährige Anleihen (2 ½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von zweijährigen Schatzanweisungen in Höhe von 3 ½ Mrd € gegenüber. Die Länder tilgten im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 5 ½ Mrd €.

Inländische Unternehmen nutzten die günstigen Finanzierungsbedingungen und begaben

im ersten Quartal 2013 Schuldverschreibungen am deutschen Kapitalmarkt für per saldo 7 ½ Mrd €; dies war deutlich mehr als im gleichen Vorjahresquartal und im Vierteljahr zuvor. Bei den Emissionen handelte es sich überwiegend um Titel mit Laufzeiten von unter einem Jahr.

Die inländischen Kreditinstitute, die in der Finanzkrise ein kräftiges Einlagenwachstum verzeichnen und Mittelzuflüsse aus dem Ausland erhalten, führten im ersten Quartal 2013 ihre Kapitalmarktverschuldung weiter zurück, und zwar um 27 Mrd €. Dabei tilgten sie vor allem Öffentliche Pfandbriefe (22 Mrd €), deren Umlauf seit Jahren sinkt, aber auch die flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (15 Mrd €) sowie Hypothekenpfandbriefe (5 Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von 15 Mrd € gegenüber.

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt traten im ersten Quartal 2013 vor allem inländische Nichtbanken in Erscheinung, die Rentenwerte für 19 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Dabei standen ausländische Titel im Fokus des Anlageinteresses. Ausländische Investoren erwarben deutsche Schuldverschreibungen für 11 Mrd €, dabei handelte es sich im Ergebnis vorrangig um Titel öffentlicher Emittenten. Hingegen trennten sich die heimischen Kreditinstitute sowie die Bundesbank von zinstragenden Papieren für 15 Mrd € beziehungsweise 4 Mrd €. In beiden Fällen wurden vor allem inländische Titel veräußert.

Die internationalen Aktienmärkte zeigten sich seit Jahresbeginn überwiegend freundlich. So stieg der marktweite amerikanische S&P 500 um 15,7% und der japanische Nikkei sogar um 44,7% an. Dies ist auch vor dem Hintergrund der zusätzlichen expansiven Notenbankmaßnahmen in beiden Ländern zu sehen. Gegen Ende des Berichtszeitraums nährten zudem überraschend günstige US-Arbeitsmarktzahlen den Optimismus der Anleger und gaben

*Hohe Emissionen bei Unternehmensanleihen*

*Nettotilgungen der Kreditinstitute*

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

*Aktienmärkte insgesamt freundlich*

*Mittelaufnahme öffentlicher Stellen*



den internationalen Aktienmärkten weiteren Auftrieb.

*Politische Entspannung und expansiv ausgerichtete Geldpolitik wirken in Europa kursstützend*

Lediglich an den europäischen Börsen kam es angesichts der erwähnten konjunkturellen und politischen Unsicherheiten vorübergehend immer wieder zu nennenswerten Rückschlägen. Hiervon waren insbesondere Bankaktien betroffen. Nicht zuletzt mit der Bildung einer neuen Regierung in Italien und der Zustimmung zu dem Zypern-Hilfspaket setzten sich die Auftriebskräfte aber auch bei europäischen Aktien durch. Zudem hat die expansiv ausgerichtete Geldpolitik des Eurosystems kursstützend gewirkt, denn schon vor dem Zinsbeschluss des EZB-Rats Anfang Mai 2013 hatte sich an den Märkten die Erwartung einer Zinssenkung herausgebildet. Im Ergebnis notierten die marktbreiten Kursindizes Euro Stoxx und CDAX bei Berichtsschluss 8,3% beziehungsweise 8,0% höher als zu Jahresbeginn. Schwächer als der Gesamtmarkt haben sich europäische Bankaktien entwickelt, die seit Jahresbeginn im Ergebnis einen Kursgewinn von 4,3% erzielten. Belastet wurden Bankaktien durch Kursrückgänge vor allem von spanischen Instituten.

*DAX-Performanceindex auf Höchststand – Kursindizes noch deutlich niedriger*

Trotz der beachtlichen Erholung am Aktienmarkt, die – je nach Blickwinkel – bis in das Frühjahr 2012 oder in den Herbst 2011 zurückreicht, liegen die europäischen Aktienkursindizes zumeist noch weit von ihren Höchstständen entfernt. Für den CDAX beträgt der Abstand 23%, für den Euro Stoxx 39%. Anders sieht dies dann aus, wenn man auf sogenannte Performanceindizes abstellt, die die kumulierten Dividendenzahlungen mitberücksichtigen und ihre Wiederanlage in Aktien annehmen. So hat der DAX-Performanceindex, der die Wertentwicklung eines Portfolios von 30 bedeutenden deutschen Kapitalgesellschaften widerspiegelt, Mitte Mai einen neuen „historischen“ Höchststand von 8 369 Indexpunkten erreicht (Stand vom 16. Mai 2013, Tagesschlusskurse, vgl. nebenstehendes Schaubild). Auch der Performanceindex des CDAX überschritt im Unterschied zum Euro Stoxx zuletzt seinen bisherigen Höchststand von Juli 2007.

### Kurse an wichtigen Aktienmärkten\*)

Wochendurchschnitte



Quellen: Deutsche Börse AG, Thomson Reuters und eigene Berechnungen. \* Kursindizes (ohne Berücksichtigung bzw. Wiederanlage von Dividenden). 1 Erwartete Volatilität in den kommenden 30 Tagen, berechnet aus Preisen von Optionen auf den DAX.

Deutsche Bundesbank

### Kurs- und Performanceindex des DAX

4. Januar 1999 = 100, Wochendurchschnitte, log. Maßstab



Quelle: Deutsche Börse AG und eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

Die mittels eines Dividendenbarwert-Modells errechneten impliziten Eigenkapitalkosten europäischer Unternehmen verharrten für den Euro Stoxx bei 8,0%. Damit liegt der von den Anlegern geforderte Aktienertrag weiterhin deutlich über seinem Tiefstand von Anfang 2010, was auf eine gewisse Vorsicht der Anle-

*Geforderter Ertrag auf europäische Aktien kaum verändert*

## Europäische Aktienkursentwicklung in Relation zu Dividendenausschüttungen

Europäische Aktien, deren Kurse in der zweiten Jahreshälfte 2012 deutlich gestiegen waren, verzeichneten seit Anfang dieses Jahres weitere Kursgewinne. Hierzu haben einige Faktoren, die die Stimmung der Marktteilnehmer verbesserten – wie die weltweit expansive Geldpolitik, die in Aussicht gestellten Hilfsmaßnahmen des Eurosystems und die Erwartung einer erfolgreichen Rekapitalisierung europäischer Banken – sicherlich beigetragen. Um Hinweise zu finden, inwieweit die gestiegenen Notierungen in den Fundamentaldaten verankert sind, wird im Folgenden ihr langfristiger Zusammenhang mit den Dividenden untersucht.

Laut dem Dividendenbarwert-Modell entspricht der Kurs einer Aktie ( $P$ ) dem Barwert aller zukünftig erwarteten Dividenden ( $D$ ), die mit den Eigenkapitalkosten ( $EKK$ ) abgezinst werden. Unter der Annahme konstanter Eigenkapitalkosten und einer konstanten Dividendenwachstumsrate ( $g$ ) gilt für den Aktienkurs zum Zeitpunkt  $t$ :  $P_t = D_t(1+g)/(EKK-g)$ .<sup>1)</sup> Kurzfristig schwanken Aktienkurse erfahrungsgemäß zwar stärker als die von den Unternehmen meist möglichst verstetigten Dividendenzahlungen; langfristig legt die Formel aber ein identisches Wachstum beider Größen nahe. In der Literatur wird die Auffassung vertreten, dass dies für Beobachtungszeiträume von mehr als 25 Jahren zu erwarten ist.<sup>2)</sup>

Für eine Beurteilung des Verhältnisses zwischen Aktienkursen und Dividendenzahlungen muss ein geeignetes Basisjahr gewählt werden. Für europäische Aktien gemessen am Euro Stoxx 50 sind seit 1999 Daten verfügbar. Da zu diesem Zeitpunkt die Aktienmärkte aber bereits von der New-Economy-Blase beeinflusst wurden, wird im Folgenden Anfang 2003 als Basis gewählt. Im Vergleich zu 1999 dürften Dividentitel zum Jahresanfang 2003 angemessener bewertet gewesen sein, was auch in dem Kurs-Gewinn-Verhältnis zum Ausdruck kommt, das 2003 mit 12,2 deutlich näher am historischen Durchschnitt lag.

Seit 2003 sind die Dividenden und Gewinne mit etwa 50% beziehungsweise 40% kräftiger gestiegen als die Aktienkurse, die im Ergebnis nur ein mäßiges Plus verzeichneten. Dies ist insbesondere auf die Finanz- und Staatsschuldenkrise zurückzuführen, in der die Kurse in einem Umfeld erhöhter Risikoaversion sanken beziehungsweise seitwärts tendierten, während die Dividenden- und Gewinnentwicklung weniger deutlich gedämpft wurde. Unter dem Vorbehalt der begrenzten Aussagekraft des zugrunde liegenden zehnjährigen Beobachtungszeitraums erscheinen europäische Aktien angesichts des relativ starken Dividendenwachstums in der Vergangenheit daher eher günstig bewertet. Eine umfassende Beurteilung muss aber insbesondere erwartete zukünftige Dividenden berücksichtigen. Hierzu wird im Folgenden auf zwei Informationsquellen zurückgegriffen, auf Dividenden-Futures und auf Bloomberg-Analystenschätzungen.

Dividenden-Futures auf den Euro Stoxx 50 werden seit Mitte 2008 an der Eurex gehandelt. Der Basiswert eines Futures ist die in Indexpunkte umgerechnete Summe der ausgeschütteten Dividenden aller im Euro Stoxx 50 enthaltenen Unternehmen in dem jeweiligen Fälligkeitsjahr des Futures.<sup>3)</sup> Folglich fließen in den Futureskurs Erwartungen der Marktteilnehmer über die im betreffenden Jahr ausgeschütteten Dividenden ein. Für jedes der nächsten zehn Fälligkeitsjahre, also bis 2022, wird ein eigener Future gehandelt. Diese Futureskurse, die einen schwach fallenden Trend aufweisen, liegen sowohl für

<sup>1</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, März 2003, S. 37.

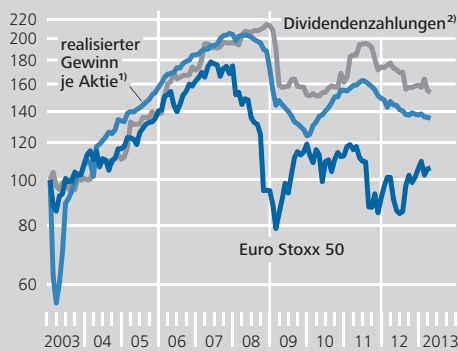
<sup>2</sup> Vgl.: K. Cuthbertson und D. Nitzsche (2004), Quantitative Financial Economics, S. 249.

<sup>3</sup> Bei den berücksichtigten Dividenden (ohne Sonderdividenden wie z. B. nach einer Veräußerung von Unternehmensteilen) handelt es sich um Bruttodividenden vor Steuern. Der Kontrakt wird in der Regel am dritten Freitag im Dezember fällig gestellt, wobei der letzte Kurs der in Indexpunkte umgerechneten Dividendensumme entspricht. Wenn der dritte Freitag im Dezember kein Handelstag ist, erfolgt die Fälligkeitstellung am vorausgehenden Handelstag.



### Aktienkurse, Dividendenzahlungen und realisierte Gewinne

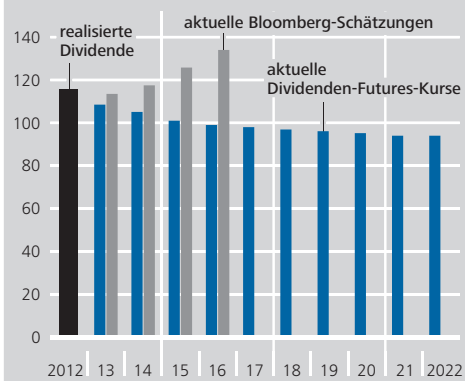
Januar 2003 = 100, Monatsendstände, log. Maßstab



Quelle: I/B/E/S und eigene Berechnungen. **1** In den vergangenen 12 Monaten. **2** Angegebene jährliche Dividende.  
 Deutsche Bundesbank

### Messung erwarteter Dividenden des Euro Stoxx 50

Indexpunkte



Deutsche Bundesbank

2013 als auch für die folgenden Jahre unter der 2012 realisierten Dividende. Bei der Interpretation muss aber berücksichtigt werden, dass die Futureskurse die von den Marktteilnehmern erwarteten Dividendenzahlungen unterzeichnen. Denn in Futures investierende Marktteilnehmer verlangen einen Risikoabschlag (Dividendenrisikoprämie), der sie für die Unsicherheit zukünftiger Dividenden kompensiert. Diese Unsicherheit und damit die Dividendenrisikoprämie ist in der Regel umso höher, je weiter die Dividendenzahlungen in der Zukunft liegen; ihre Höhe lässt sich nur unter zusätzlichen Annahmen über die Dividendenerwartungen abschätzen.<sup>4</sup> Allerdings kommt auch unter Vernachlässigung der Dividendenrisikoprämie in dem nur leicht rückläufigen Trend der Futureskurse zum Ausdruck, dass die Marktteilnehmer zumindest keine stark sinkenden Dividenden erwarten. Diese Schlussfolgerung steht im Einklang mit der von Analysten geschätzten Dividendenentwicklung (Quelle: Bloomberg). Während die Analystenschätzungen, die bis einschließlich 2016 vorliegen, für das laufende Jahr etwas unter dem Wert von 2012 liegen, weisen sie für die darauf folgenden Jahre auf wachsende Ausschüttungen hin.

Insgesamt ist festzuhalten, dass die Interpretation von Dividenden-Futures durch die Dividendenrisikoprämie erschwert wird und dass Analystenschätzungen vorsichtig beurteilt werden müssen, weil sie verzerrt sein können.<sup>5</sup> Der Analyse des langfristigen Zusam-

menhangs zwischen dem Euro Stoxx 50 und den Dividenden sind außerdem durch die verfügbare Datenhistorie Grenzen gesetzt. Unter Berücksichtigung dieser Einschränkungen liefern aber weder die in den letzten Jahren ausgeschütteten Dividenden noch die Messgrößen für zukünftig erwartete Dividenden Hinweise auf eine nicht nachhaltige Aktienkursentwicklung des Euro Stoxx 50.

Für den deutschen Aktienmarkt lässt sich eine entsprechende Analyse wegen fehlender Dividenden-Futures nicht durchführen. Im Hinblick auf vergangene ausgeschüttete Dividenden ergibt sich für DAX-Unternehmen aber ein ähnliches Bild wie für den Euro Stoxx 50. Auch für deutsche Unternehmen stiegen die Dividenden seit 2003 deutlich stärker als die entsprechenden Aktienkurse.

<sup>4</sup> Manley und Mueller-Glissmann illustrieren am Beispiel des Euro Stoxx 50, dass die von ihnen ermittelte implizite Dividendenrisikoprämie mit zunehmender Nähe zum Fälligkeitstermin des Terminkontrakts und mit einer wachsenden Informationsmenge abnimmt; vgl.: R. Manley und C. Mueller-Glissmann (2008), The Market for Dividends and Related Investment Strategies, Financial Analysts Journal, Volume 64, No 3.

<sup>5</sup> Zur Prognosegüte von Analystenschätzungen vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Juli 2009, S. 27 ff.

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €			
Position	2012		2013
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 45,7	+ 53,5	+ 44,9
Außenhandel 1) 3)	+ 45,4	+ 44,8	+ 49,3
Dienstleistungen 1)	+ 0,9	+ 1,8	- 0,4
Erwerbs- und Vermögens- einkommen 1)	+ 18,0	+ 20,1	+ 18,6
Laufende Übertragungen 1)	- 15,0	- 5,9	- 15,8
II. Vermögens- übertragungen 1) 4)	+ 0,2	- 0,6	+ 0,3
III. Kapitalbilanz 1) (Netto-Kapitalexport: -)	- 42,8	- 80,9	- 40,0
1. Direktinvestitionen	- 23,8	- 1,4	- 12,8
Deutsche Anlagen im Ausland	- 26,5	- 4,5	- 20,3
Ausländische Anlagen im Inland	+ 2,7	+ 3,1	+ 7,4
2. Wertpapiere	- 29,0	- 33,5	- 38,8
Deutsche Anlagen im Ausland	- 33,7	- 45,8	- 44,5
Aktien	+ 5,9	- 13,3	- 10,0
Investmentzertifikate	- 6,3	- 12,6	- 10,7
Schuldverschreibungen	- 33,3	- 20,0	- 23,8
Anleihen 5)	- 30,8	- 23,8	- 19,0
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 32,8	- 16,6	- 18,9
Geldmarktpapiere	- 2,5	+ 3,7	- 4,8
Ausländische Anlagen im Inland	+ 4,7	+ 12,4	+ 5,7
Aktien	- 8,8	- 0,2	- 5,4
Investmentzertifikate	- 1,0	+ 0,6	+ 0,1
Schuldverschreibungen	+ 14,5	+ 11,9	+ 11,0
Anleihen 5)	+ 15,2	+ 11,0	- 1,3
darunter: öffentliche Anleihen	+ 29,2	+ 14,2	+ 6,9
Geldmarktpapiere	- 0,7	+ 1,0	+ 12,3
3. Finanzderivate 6)	- 2,4	- 4,2	- 4,0
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	+ 13,4	- 42,3	+ 15,7
Monetäre Finanz- institute 8)	+ 232,8	- 70,0	- 8,8
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privatpersonen	+ 215,5	- 79,5	- 10,2
darunter: kurzfristig Staat	- 15,0	+ 10,2	- 20,4
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 9,4	+ 11,0	- 16,5
	- 23,1	- 32,7	+ 4,2
	- 25,8	- 15,1	+ 3,9
	- 181,3	+ 50,2	+ 40,8
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 9)	- 1,0	+ 0,5	- 0,1
IV. Statistisch nicht aufglieder- bare Transaktionen (Rest- posten)	- 3,2	+ 27,9	- 5,3

1 Saldo. 2 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. 3 Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). 4 Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. 5 Ursprungslaufzeit über ein Jahr. 6 Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. 7 Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. 8 Ohne Bundesbank. 9 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

ger hindeutet. Das auf Basis von Gewinnerwartungen berechnete Kurs-Gewinn-Verhältnis zeigte im Frühjahr allerdings mit 11,6 einen Wert, der zuletzt vor rund drei Jahren beobachtet worden war. Somit liegt das Bewertungsniveau etwas oberhalb des fünfjährigen Durchschnitts. Für den Benchmark-Index Euro Stoxx 50 deutet der Vergleich mit der Dividendenentwicklung in einer längerfristigen Perspektive indes auf eine insgesamt gemäßigte Aktienkursentwicklung hin (siehe die Erläuterungen auf S. 42 f.). Zugleich lag die Unsicherheit über die weiteren Perspektiven am Aktienmarkt in den Frühjahrsmonaten trotz der Anspannungen im März auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau. Gemessen an der impliziten Volatilität von DAX-Optionen bewegte sie sich zwischen 15% und 20% und damit weit unterhalb ihres Fünfjahresdurchschnitts (27%).

*Bewertungs-  
niveau bei  
niedriger Kurs-  
unsicherheit  
gestiegen*

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im ersten Vierteljahr 2013 weiterhin relativ verhalten. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für 1 Mrd €; dabei handelte es sich überwiegend um börsennotierte Dividentitel. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg um 8 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere in erster Linie von heimischen Kreditinstituten (8½ Mrd €), die sich per saldo eher in inländischen Titeln engagierten (4½ Mrd €). Gebietsansässige Nichtbanken kauften Aktien für 6 Mrd €, hier standen ausländische Werte im Vordergrund. Hingegen trennten sich ausländische Investoren von deutschen Aktien in Höhe von 5½ Mrd €.

*Mittelaufnahme  
am Aktienmarkt  
und Aktien-  
erwerb*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 29½ Mrd €, nach einem Aufkommen von 32½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (24½ Mrd €). Unter den Publikumsfonds konnten hauptsächlich Gemischte Wertpapierfonds (2 Mrd €), aber auch Offene Immobilienfonds und Rentenfonds neue Anteile unterbringen (1½ Mrd €

*Absatz und  
Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten*

bzw. 1 Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften haben im ersten Quartal 2013 im Ergebnis neue Mittel für 10½ Mrd € akquiriert. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 38½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich in erster Linie inländische Papiere. Die heimischen Kreditinstitute erwarben Investmentanteile für 1½ Mrd €, darunter befanden sich im Ergebnis fast ausschließlich ausländische Titel. Ausländische Investoren waren im Ergebnis nur marginal am deutschen Fondsmarkt beteiligt.

## ■ Direktinvestitionen

*Kapitalexporte  
im Bereich  
der Direkt-  
investitionen*

Wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der Abflüsse im Umfang von netto 39 Mrd € verzeichnete, ergaben sich auch im Bereich der Direktinvestitionen im ersten Quartal 2013 Netto-Kapitalexporte. Im Ergebnis lagen diese mit 13 Mrd € deutlich über denen des vorangegangenen Dreimonatsabschnitts (1½ Mrd €).

Ausschlaggebend waren dabei die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen hiesiger Eigner

(20½ Mrd €). Diese weiteten ihr Auslandsengagement sowohl durch die Aufstockung von Kapitalbeteiligungen (6 Mrd €) als auch mittels Reinvestition im Ausland erzielter Gewinne (10 Mrd €) aus. Daneben führten sie ihren gebietsfremden Niederlassungen Mittel über konzerninterne Kredite zu (4½ Mrd €). Mit Abstand bedeutendstes Zielland deutscher Auslandsinvestitionen waren im Berichtszeitraum die Niederlande (11 Mrd €). Maßgeblich dazu beigetragen hat allerdings die grenzüberschreitende Neuausrichtung des Kreditportfolios bei einem deutschen Dienstleistungsunternehmen, welche sich in Luxemburg spiegelbildlich auswirkte und damit für die deutschen Direktinvestitionen insgesamt neutral war.

*Deutsche Direkt-  
investitionen im  
Ausland*

Ausländische Investoren weiteten das Engagement in ihren hiesigen Niederlassungen im ersten Quartal 2013 um 7½ Mrd € aus. Im Wesentlichen reinvestierten sie Gewinne ihrer deutschen Tochtergesellschaften (5 Mrd €) und stellten ihnen Mittel durch Kredite zur Verfügung (3½ Mrd €). Die Investoren kamen vorwiegend aus europäischen Ländern, darunter aus Belgien (5½ Mrd €) und aus Schweden (2 Mrd €).

*Ausländische  
Direktinvestitionen in  
Deutschland*