

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Finanzmärkte im Zeichen geldpolitischer Entscheidungen und globaler konjunktureller Verunsicherung

Das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten war in den letzten Monaten von den geldpolitischen Entscheidungen der Notenbanken in den großen Währungsräumen geprägt. So ergriffen das Eurosystem und später auch die Bank von Japan weitere expansive Maßnahmen, während die Federal Reserve ihre monetäre Lockerung mit dem ersten Zinsschritt seit sieben Jahren etwas zurücknahm. Die jeweiligen Maßnahmen waren in unterschiedlichem Ausmaß erwartet worden, was sich an den Rentenmärkten in zum Teil deutlichen, aber alles in allem meist kurzlebigen Marktreaktionen niederschlug. Dividentitel, die zuvor nach freundlichen Konjunktursignalen weltweit merklich Auftrieb erhalten hatten, gerieten dagegen seit Dezember unter Druck. Die Kursrückgänge setzten sich im neuen Jahr beschleunigt fort, als sich von China ausgehend an den Finanzmärkten zunehmend Unsicherheit über die Robustheit des globalen Wachstums ausbreitete (zum internationalen und europäischen Umfeld siehe S.11 ff.). Verstärkt wurde diese Sorge durch die Preisrückgänge an den Rohstoff- und Erdölmärkten, die von manchen Finanzmarktteilnehmern eher als ein Hinweis auf eine konjunkturelle Schwäche denn als ein Impuls für eine stärkere Konsumdynamik in den Verbraucherländern ausgelegt wurden. Zudem erodieren niedrige Rohstoffpreise die Einnahmen und damit das Wachstumspotenzial wichtiger Schwellenländer und belasten Unternehmen des rohstoffproduzierenden Gewerbes und des Energiesektors, die häufig hoch in US-Dollar verschuldet sind. In der Folge kam es zu Umschichtungen in sichere Anlagen. Seit Ende September 2015 sind im Ergebnis sowohl die Renditen von Staatsanleihen als auch die Aktienkurse in den großen Währungsräumen gesunken. Die Kursverluste von Bankaktien waren dabei besonders hoch. Die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen haben sich nur leicht verändert und sind weiterhin günstig. An den

Devisenmärkten gewann der Euro – trotz merklicher Schwankungen – in effektiver Rechnung per saldo an Wert.

■ Wechselkurse

An den Devisenmärkten bestimmten vor allem Erwartungen der Marktteilnehmer, die geldpolitische Ausrichtung dies- und jenseits des Atlantiks werde weiter auseinanderlaufen, die Kursbewegungen. Gegenüber dem US-Dollar gab der Euro in diesem Zusammenhang ab Mitte Oktober nach; Ende November erreichte er mit knapp 1,06 US-\$ den tiefsten Stand seit März 2015. Deutliche Signale der EZB, die Geldpolitik erneut lockern zu wollen, setzten den Euro in dieser Zeit unter Druck. Zusätzlich belasteten überraschend positive Arbeitsmarktdaten aus den Vereinigten Staaten den Euro-Dollar-Kurs.

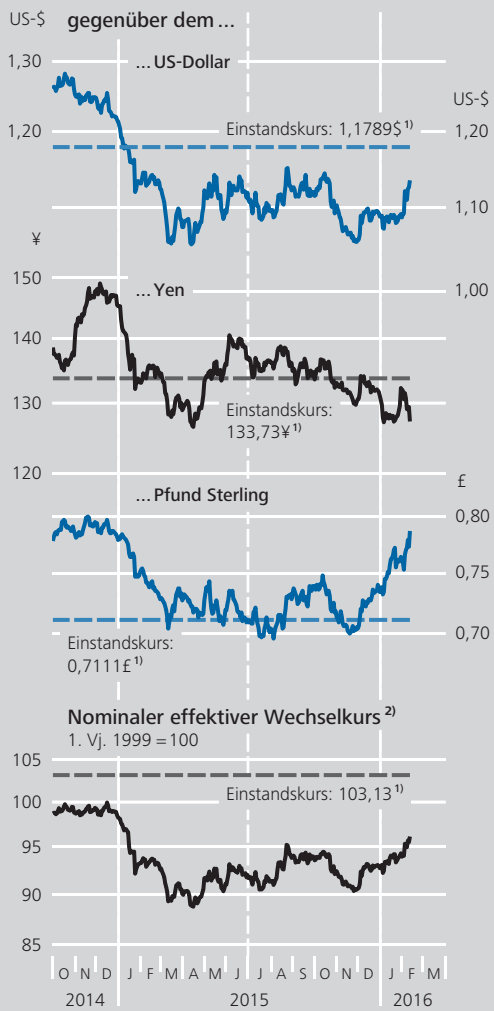
Euro mit Kursgewinn gegenüber dem US-Dollar, ...

Nach der EZB-Ratssitzung Anfang Dezember wertete die Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar dann allerdings binnen kurzer Zeit wieder deutlich bis auf etwa 1,09 US-\$ auf, da die vom EZB-Rat beschlossenen Maßnahmen geringer als in Marktkreisen erwartet ausfielen. In der Folgezeit bewegte sich der Euro vor dem Hintergrund uneinheitlicher Konjunkturdaten aus dem Euro-Raum und den Vereinigten Staaten innerhalb eines Kurskorridors zwischen 1,07 US-\$ und 1,10 US-\$. Die durch die Federal Reserve Mitte Dezember vorgenommene Zinserhöhung war weitgehend in den Erwartungen der Marktteilnehmer eingepreist und veränderte daher den Euro-Dollar-Kurs nicht nachhaltig. Anfang Februar ließen überraschend schwache Konjunkturdaten aus den Vereinigten Staaten den Euro nochmals deutlich aufwerten. Verglichen mit Ende September stieg der Wert des Euro gegenüber dem US-Dollar damit per saldo um 1,3%. Er notierte zuletzt bei etwa 1,13 US-\$.

Gegenüber dem Yen verlor der Euro trotz überraschend schwacher Konjunkturdaten aus

Wechselkurs des Euro

Tageswerte; log. Maßstab

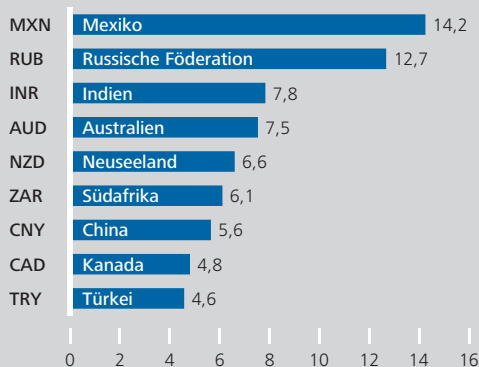


Quelle: EZB. **1** Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999. **2** Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 19 Ländern.

Deutsche Bundesbank

Euro-Wechselkurs gegenüber ausgewählten Währungen

Veränderung gegenüber Ende 2015 in %;¹⁾
 Stand: 11. Februar 2016



1 Positive Werte zeigen eine Aufwertung des Euro an.
 Deutsche Bundesbank

Japan zunächst weiter an Wert; bis Ende November fiel er auf einen Kurs von rund 130 Yen. Die Enttäuschung der Marktteilnehmer in Bezug auf den Umfang der von der EZB beschlossenen geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen leitete zwar eine kurzzeitige Gegenbewegung ein. Ein überraschend positiver Tankan-Bericht sowie zurückhaltende Worte von Japans Notenbankchef Kuroda hinsichtlich weiterer geldpolitischer Lockerungsmaßnahmen führten jedoch rasch zu einer Fortsetzung der Abwärtsbewegung. Anfang Januar rutschte der Euro auf einen Kurs von etwa 127 Yen ab. Als gegen Ende des Berichtszeitraums die japanische Notenbank überraschend Negativzinsen einführte, gewann der Euro gegenüber dem Yen vorübergehend merklich an Wert. Zuletzt notierte der Euro bei etwa 127 Yen. Sein Wert lag damit 5,5% unter dem Niveau von Ende September.

... mit Kursverlusten gegenüber dem Yen und ...

In der Kursentwicklung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling lassen sich in den letzten Monaten zwei unterschiedliche Phasen erkennen. Zunächst bestimmten die Markterwartungen einer Ausweitung des „Quantitative Easing“ im Euro-Raum das Marktgeschehen und ließen den Euro bis Mitte November auf einen Wert von etwa 0,70 Pfund Sterling fallen. Anschließend stützten vereinzelte schwache Konjunkturzahlen aus dem Vereinigten Königreich sowie die Zurückhaltung der Bank von England hinsichtlich einer Zinserhöhung den Euro. Zudem legte der Euro-Pfund-Kurs aufgrund der Unsicherheit über den Verbleib des Vereinigten Königreichs in der Europäischen Union zu. Insgesamt stieg die Gemeinschaftswährung bis auf einen Kurs von 0,79 Pfund Sterling. Der Euro notiert damit um 6,6% höher als zum Ende des dritten Quartals 2015.

... mit Kursgewinnen gegenüber dem Pfund Sterling

Nach dem Jahreswechsel rückten zudem die Währungen von Schwellenländern und rohstoffexportierenden Ländern in den Fokus der Marktteilnehmer. Die Sorgen um die wirtschaftliche Entwicklung Chinas und der gesunkene Ölpreis führten zu einer gestiegenen Unsicherheit der Anleger im Hinblick auf diese Länder.

Währungen von Schwellen- und rohstoffexportierenden Ländern im Fokus

Obwohl der Euro innerhalb der letzten beiden Jahre gegenüber diesen Währungen teilweise bereits erheblich aufgewertet hatte, verzeichnete er seit Jahresbeginn weitere, relativ starke Gewinne. Besonders deutlich fielen diese mit 14,2% gegenüber dem mexikanischen Peso aus.

Effektiver Wechselkurs des Euro per saldo gestiegen

Im Ergebnis wertete der Euro gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner im Vergleich zu Ende September 2015 um 2,4% auf. Zuletzt notierte die Gemeinschaftswährung damit 6,8% unter dem Stand zu Beginn der Währungsunion. Real betrachtet – also unter Berücksichtigung der Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den wichtigen Handelspartnern – hat der effektive Euro im Berichtszeitraum etwa 2% an Wert gewonnen.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Renditen auf internationalen Anleihemärkten erst von der Geldpolitik geprägt, ...

Die Renditen an den internationalen Rentenmärkten waren seit Ende September 2015 deutlichen Schwankungen unterworfen. Im Ergebnis sanken sie im Euro-Raum etwas schwächer als in den USA. In den USA stiegen die Zinsen für zehnjährige Treasuries bis Mitte November allerdings zunächst rasch um 40 Basispunkte auf knapp 2,4% an und bewegten sich dann bis zum Jahresende unter Schwankungen seitwärts. Ausschlaggebend für die Entwicklung war, dass die Marktteilnehmer nach der Offenmarktausschuss-Sitzung der US-Notenbank Ende Oktober einem ersten Zinsschritt eine immer höhere Wahrscheinlichkeit beimaßen. Auch in der Folge verfestigte sich ihre Einschätzung mit den zum Teil überraschend positiven Indikatoren zur Lage der US-Wirtschaft weiter. Zinsdämpfende Faktoren, wie beispielsweise die Erwartung weiterer geldpolitischer Lockerungsschritte des Eurosystems, erwiesen sich als eher kurzlebig und blieben überwiegend auf den Euro-Raum beschränkt. Als dann am 16. Dezember 2015 die Federal Reserve wie weitgehend erwartet erstmals nach sieben Jahren das Ziel-

Anleiherenditen in Deutschland und in den USA

Monatswerte



1 Quelle: Thomson Reuters.
 Deutsche Bundesbank

band für die Federal Funds Rate an hob, kam es an den Rentenmärkten weltweit nur zu schwachen Marktreaktionen.

Mit der Jahreswende rückten dann wieder globale Faktoren in den Fokus der Aufmerksamkeit. Auslöser waren schlechter als erwartet ausgefallene Konjunkturdaten in China, die einen Kursverfall zunächst an den chinesischen Aktienmärkten, dann aber auch an vielen anderen Börsen nach sich zogen. Beunruhigt waren die Investoren weniger von dem eigentlichen Kursrückgang chinesischer Aktien. Dazu haben die Eigenkapitalmärkte in China als Instrumente zur Finanzierung von Unternehmen oder zur Vermögensbildung eine zu geringe Bedeutung. Vielmehr sorgten sich die Marktteilnehmer vor allem um die wirtschaftliche Verfassung in den Schwellenländern insgesamt, zumal der starke Rückgang der Rohstoff- und Ölpreise öffentliche Haushalte und Unternehmen in etlichen dieser Staaten stark belastet. Die hohe Verunsicherung veranlasste die Anleger dazu, Mittel

... dann von globalen Faktoren

Renditedifferenzen von Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit im Euro-Raum zu vergleichbaren Bundesanleihen

%-Punkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

in sichere Anlagen umzuschichten. Von den Zuflüssen profitierten vor allem Anleihen mit guter Bonität in den großen Währungsräumen. Zum Ende des Berichtszeitraums fielen die Renditen dann noch einmal infolge einer überraschenden geldpolitischen Lockerung der Bank von Japan. Der Zinssatz für japanische Staatsanleihen mit zehn Jahren Laufzeit sank in Reaktion auf die Bekanntgabe der Entscheidung um 15 Basispunkte und lag zeitweilig auf einem Rekordtief von unter null Basispunkten. Im Ergebnis gaben die zehnjährigen Zinsen in den USA seit Ende des dritten Quartals 2015 um 40 Basispunkte nach. In Japan verringerten sie sich ausgehend von einem sehr niedrigen Niveau noch einmal um 35 Basispunkte.

Renditen der Bundesanleihen ebenfalls gesunken

Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen sanken seit Ende September 2015 per saldo ebenfalls, und zwar um 45 Basispunkte. Bis Anfang November standen sie in einem recht engen Zinsverbund mit den USA und vollzogen – trotz der Erwartung einer weiterhin sehr lockeren

Geldpolitik im Euro-Raum – den Anstieg der US-Zinsen zu einem guten Teil nach. Im November setzte sich dann zunehmend die Erwartung durch, dass in der EZB-Ratssitzung von Dezember die bestehenden expansiven Maßnahmen deutlich ausgeweitet würden. In der Folge sanken die zehnjährigen Renditen in Deutschland kräftig und lösten sich etwas von den US-amerikanischen Zinsen. Die divergente Entwicklung lässt sich auch an der Spanne zwischen laufzeitgleichen Treasuries und Bundesanleihen ablesen, die zwischenzeitlich auf 180 Basispunkte anstieg. Sie lag damit knapp 40 Basispunkte höher als zum Ende des dritten Quartals 2015. Mit der Bekanntgabe der EZB-Ratsbeschlüsse am 3. Dezember 2015, die das auf Seite 23 erläuterte Bündel von expansiven Maßnahmen umfassten, schnellten die Renditen der Bundesanleihen um 20 Basispunkte auf über 0,6% nach oben. Offenbar hatten die Marktteilnehmer übertriebene Erwartungen an den zusätzlichen expansiven Impuls des Eurosystems gehabt, deren Korrektur zu der deutlichen Marktreaktion führte. Anschließend sanken die deutschen Renditen etwas schwächer als die US-amerikanischen Zinsen. Die hohe Unsicherheit über die Entwicklung der Renditen zeigte sich auch in der impliziten Volatilität von Optionen auf den Bund-Future, die zeitweilig deutlich über dem Fünfjahresmittel (6,1%) lag.

Die Renditen von Anleihen anderer EWU-Staaten gingen weniger deutlich zurück als die von Bundesanleihen. So rentierten die mit dem BIP gewichteten zehnjährigen EWU-Anleihen (ohne Deutschland) bei Abschluss dieses Berichts mit 1,4% 10 Basispunkte unterhalb des Wertes von Ende September. Eine Ausnahme von dem generellen Rückgang waren griechische Staatsanleihen, deren Renditen um 330 Basispunkte auf nun 11,6% stiegen. Hintergrund hierfür war, dass mit dem dritten Hilfsprogramm ausgehandelte Reformen noch nicht im griechischen Parlament verabschiedet wurden. Der „Eurorettungsschirm“ ESM konnte deshalb eine Kreditrate in Höhe von 1 Mrd € erst verzögert im Dezember und unter dem Vorbehalt auszahlen, dass die Maßnahmen umgesetzt werden. Zen-

Renditedifferenzen im Euro-Gebiet ausgeweitet

tral für die Nachhaltigkeit der griechischen Staatsfinanzen ist, dass die vereinbarte Rentenreform im Parlament verabschiedet wird. Auch in Portugal stiegen die Risikoaufschläge deutlich. Zehnjährige portugiesische Staatsanleihen rentierten bei 4,1%. Hierfür zeichneten zum einen Sorgen um die politische Stabilität des Landes verantwortlich, nachdem nur eine Minderheitsregierung gebildet werden konnte. Zum anderen belastet die Stützung eines Geldhauses den portugiesischen Staatshaushalt.

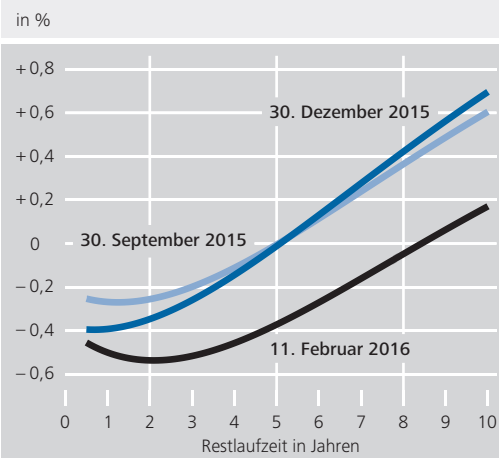
Zinsstrukturkurve der Bundesanleihen nach unten verschoben

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete deutsche Zinsstrukturkurve verschob sich seit Ende September nach unten. Kurzfristige Renditen, die stärker auf geldpolitische Beschlüsse reagieren, verliefen deutlich im negativen Bereich und unterhalb des Satzes der Einlagefazilität, der am 3. Dezember auf – 30 Basispunkte gesenkt worden war. Zuletzt rentierten zweijährige Papiere auf einem Rekordtief von – 55 Basispunkten, und negative Renditen waren wieder bis in den achtjährigen Laufzeitbereich hinein zu beobachten. Die Marktteilnehmer erwarten demnach auf längere Frist eine weiter expansive Geldpolitik mit niedrigen Zinsen. Auch eine nochmalige Absenkung des Satzes der Einlagefazilität ist aus ihrer Sicht nicht ausgeschlossen.

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen weiter günstig

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen lagen Mitte Februar im Ergebnis ähnlich hoch wie Ende September: Europäische BBB-Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren rentierten zuletzt bei etwa 2,8%. Aufgrund gesunkener sicherer Zinsen weitete sich der Renditeaufschlag gegenüber Bundesanleihen jedoch um 50 Basispunkte aus. Er stieg für finanzielle Unternehmen deutlich stärker als für nichtfinanzielle. In den höheren Renditeaufschlägen dürften sich Portfolioumschichtungen zugunsten sicherer Bundesanleihen widerspiegeln („Safe haven“-Flüsse), die auf eine gestiegene Risikoaversion der Marktteilnehmer hindeuten. Die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen sind aber weiterhin deutlich günstiger als im fünfjährigen Mittel.

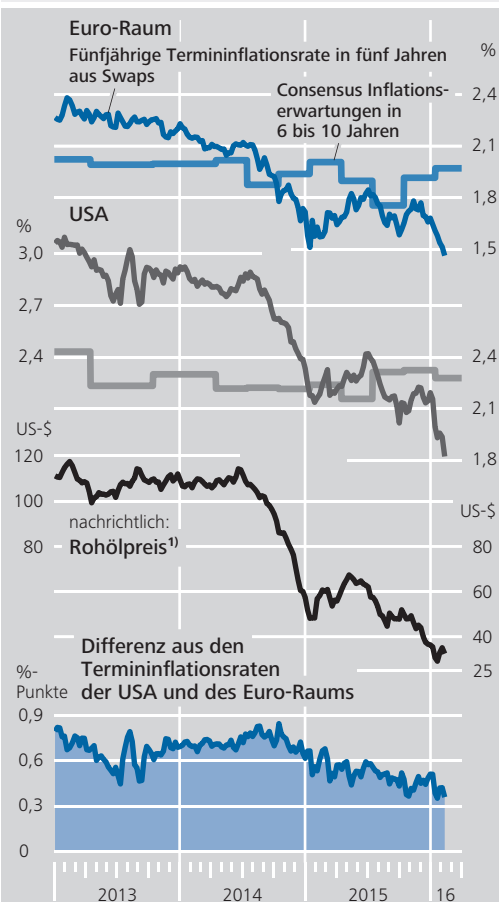
Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt^{*)}



* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren. Deutsche Bundesbank

Termininflationen^{*)} und -erwartungen im Euro-Raum und in den USA

Wochendurchschnitte



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters, Consensus Economics und eigene Berechnungen. * Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten (HVPI ohne Tabakwaren für den Euro-Raum sowie CPI Urban Consumers für die USA) der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird. ¹ Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat). Deutsche Bundesbank

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2014	2015	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	12,3	76,5	2,1
Kreditinstitute	- 12,8	12,4	- 48,4
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	7,4	3,8	- 1,1
Deutsche Bundesbank	- 1,6	35,8	36,6
Übrige Sektoren	26,7	28,3	13,8
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	7,5	5,4	3,6
Ausländer	- 10,2	- 18,2	- 54,6
Aktien			
Inländer	6,9	7,1	7,0
Kreditinstitute	4,9	- 14,5	1,6
darunter:			
inländische Aktien	4,7	- 7,0	0,3
Nichtbanken	2,0	21,6	5,4
darunter:			
inländische Aktien	- 5,8	13,9	- 2,7
Ausländer	2,8	- 5,3	5,0
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	40,4	14,7	30,6
Anlage in Publikumsfonds	- 1,6	7,3	11,0
darunter:			
Aktienfonds	- 4,4	2,9	6,4

Deutsche Bundesbank

Termininflationsraten in großen Währungsräumen gesunken

Die aus Inflationsswaps abgeleitete fünfjährige Termininflationsrate in fünf Jahren im Euro-Gebiet ging seit Ende September 2015 im Ergebnis leicht zurück und lag zuletzt bei gut 1,4%. Zwischenzeitlich war diese Kennzahl allerdings auf 1,8% gestiegen. Unter dem Einfluss von „Safe haven“-Flüssen und zusammen mit dem Verfall der Ölpreise gab sie aber insbesondere seit Ende Dezember 2015 wieder nach. In anderen großen Währungsräumen bewegten sich die marktbasieren Inflationserwartungen ähnlich. Dies legt den Schluss nahe, dass eher globale Faktoren (wie die rückläufigen Ölpreise) ausschlaggebend für die zuletzt wieder sinkenden marktbasieren Inflationssmaße sind. Aus Umfragen ermittelte Inflationserwartungen in sechs bis zehn Jahren lagen im Euro-Raum zuletzt aber etwas erhöht bei 2,0%. Die Inflationsrisikoprämien, die sich durch die Differenz zwischen den umfragebasierten und den marktbasieren Inflationserwartungen approximieren lassen, verlaufen seit einiger Zeit im negativen Bereich.

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im vierten Quartal 2015 deutlich unter dem Wert des Vorquartals. Insgesamt begaben deutsche Schuldner Papiere für 314 Mrd €, verglichen mit 358½ Mrd € in den drei Monaten zuvor. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen verringerte sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 61½ Mrd €. Schuldtitel ausländischer Provenienz wurden im vierten Quartal für 9 Mrd € am deutschen Markt abgesetzt. Im Ergebnis sank der Umlauf von Rentenspapieren in Deutschland damit um 52½ Mrd €.

Nettotilgungen deutscher Schuldverschreibungen

Inländische Kreditinstitute verringerten ihre Kapitalmarktverschuldung im Berichtsquartal (63½ Mrd €) wie zum Jahresende üblich. Vor allem die flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen wurden getilgt (51 Mrd €). Aber auch das Volumen der Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute ging zurück (11½ Mrd €). Ebenso wurden Öffentliche Pfandbriefe und Hypothekenspfandbriefe getilgt, und zwar für jeweils netto ½ Mrd €.

Sinkende Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute

Inländische Unternehmen tilgten im letzten Quartal 2015 Anleihen für netto 7 Mrd €. Im Ergebnis betraf dies vor allem langfristige Papiere. Insbesondere sonstige Finanzinstitute führten ihre Kapitalmarktverschuldung zurück (6 Mrd €).

Unternehmensanleihen per saldo getilgt

Die öffentliche Hand begab im Berichtsquartal Schuldtitel für netto 9½ Mrd €. Der Bund (sowie die ihm zugerechnete Abwicklungsanstalt) emittierte vor allem zehnjährige Anleihen (22 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von fünfjährigen Bundesobligationen (9 Mrd €), unverzinslichen Bubills (6 Mrd €) und zweijährigen Schatzanweisungen (1½ Mrd €) gegenüber. Die Länder begaben Schuldverschreibungen für per saldo 3 Mrd €.

Nettoemissionen der öffentlichen Hand

Erworben wurden Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2015 vor allem von der Bundesbank, welche im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems Schuldverschreibungen für netto 36½ Mrd € in ihr Portfolio aufnahm; dabei handelte es sich größtenteils um Anleihen

Erwerb von Schuldverschreibungen

der öffentlichen Hand. Inländische Nichtbanken erwarben Rentenwerte für per saldo 14 Mrd €, sie kauften verstärkt ausländische Papiere. Hin- gegen trennten sich ausländische Investoren sowie heimische Kreditinstitute von festverzins- lichen Werten in Höhe von netto 54½ Mrd € beziehungsweise 48½ Mrd €.

Aktienmärkte weltweit erst freundlich, ...

Die internationalen Aktienmärkte entwickelten sich im Herbst bis Ende November freundlich, gaben dann aber deutlich nach. Im Euro-Raum sorgten zu Beginn des vierten Quartals positiv ausgefallene Stimmungsindikatoren für Opti- mus unter den Anlegern. Die im Nachhinein zu hohe Erwartung vieler Marktteilnehmer an eine weitere geldpolitische Lockerung des Euro- systems im Dezember verstärkte den Kursauf- trieb an den Aktienmärkten zusätzlich. Export- orientierten europäischen Unternehmen kam dabei auch die Abwertung des Euro zugute. Zu- gleich stützten in den USA besser als erwartet ausgefallene Daten vom Arbeitsmarkt die Notie- rungen an den Aktienbörsen. Die weitgehend erwartete Anhebung des US-Leitzinses wurde überwiegend als Zeichen der Zuversicht in die US-amerikanische Konjunktur gewertet.

... dann mit deutlichen Kursverlusten

Seit Dezember verzeichneten die Aktienmärkte dann aber – zeitlich etwas versetzt – deutliche Kursverluste. Im Euro-Raum gerieten die Notie- rungen bereits nach dem Beschluss des EZB- Rats vom 3. Dezember unter Druck. Zu den Kurseinbußen dürften zumindest vorüberge- hend zeitgleich gestiegene Staatsanleiheren- diten – die über einen höheren Diskontfaktor den Barwert zukünftiger Gewinne reduzierten und ein Aktienengagement weniger attraktiv machten – beigetragen haben. Nach dem Jah- reswechsel belasteten deutlich nachgebende Kurse am chinesischen Aktienmarkt die Notie- rungen. Zu den stark fallenden Kursen, die wegen eines inzwischen wieder abgeschafften Schutzmechanismus temporäre Unterbrechun- gen des Börsenhandels nach sich zogen, dürfte neben den zuvor erwähnten schwachen Kon- junkturen auch eine gewachsene Verun- sicherung unter den chinesischen Anlegern beigetragen haben. Teilweise verstärkt durch

Aktienmärkte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. 1 Erwartete zukünftige Volatilität, berechnet aus Preisen von Optionen auf den Euro Stoxx.
 Deutsche Bundesbank

die starken Preisrückgänge von Öl und anderen Rohstoffen kam es auch an den Aktienmärkten weiterer großer Schwellenländer zu kräftigen Kursverlusten. Zusammen mit den Kurseinbußen an den internationalen Aktienmärkten stieg die Unsicherheit der Marktteilnehmer, gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen, merklich an und erreichte fast so hohe Werte wie im August 2015, als die globalen Aktienmärkte ebenfalls von einer Korrekturphase gekennzeichnet gewesen waren.

Insgesamt notierten europäische Aktien, ge- messen am marktbreiten Euro Stoxx, bei Ab- schluss dieses Berichts 12,3% unter dem Niveau

Kräftige Kurs- einbußen von Bankaktien

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2015		
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj. p)
I. Leistungsbilanz	+ 65,0	+ 62,5	+ 72,9
1. Warenhandel ¹⁾	+ 58,6	+ 66,9	+ 64,8
2. Dienstleistungen ²⁾	- 7,3	- 16,4	- 5,7
3. Primäreinkommen	+ 24,7	+ 18,9	+ 23,8
4. Sekundäreinkommen	- 11,0	- 6,8	- 10,1
II. Vermögensänderungsbilanz	- 0,7	+ 0,7	- 0,8
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 57,9	+ 62,5	+ 69,8
1. Direktinvestition	+ 22,4	+ 6,0	+ 25,1
Inländische Anlagen im Ausland	+ 16,5	+ 17,6	+ 31,0
Ausländische Anlagen im Inland	- 6,0	+ 11,6	+ 5,9
2. Wertpapieranlagen	+ 46,2	+ 51,8	+ 70,0
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten Aktien ³⁾	+ 35,5	+ 32,0	+ 20,9
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 3,3	+ 1,4	+ 7,6
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 6,1	+ 4,6	+ 4,6
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 1,5	+ 0,3	- 1,7
darunter:			
denominiert in Euro ⁶⁾	+ 28,8	+ 31,8	+ 9,3
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 20,5	+ 25,8	+ 5,6
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten Aktien ³⁾	- 2,7	- 5,8	- 0,6
Investmentfondsanteile langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 10,7	- 19,8	- 49,1
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	+ 2,9	- 5,3	+ 4,9
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 3,5	+ 3,6	+ 0,6
Finanzderivate ⁹⁾	+ 6,4	- 23,4	- 32,6
3. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	+ 7,8	- 23,1	- 18,8
Monetäre Finanzinstitute ¹¹⁾	- 16,7	+ 5,2	- 21,9
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	+ 7,0	+ 2,4	+ 5,5
Staat	- 16,1	+ 3,8	- 30,6
Bundesbank	+ 31,2	+ 17,9	- 11,2
Währungsreserven ¹³⁾	- 20,6	- 14,3	- 23,2
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹⁴⁾	+ 8,7	+ 3,4	- 1,1
	- 35,4	- 3,2	+ 4,9
	- 1,7	- 1,5	- 0,3
	- 6,4	- 0,7	- 2,2

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 nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbzzweck. 13 Ohne Zuteilung von Sonderziehungsrechten und bewertungsbedingte Änderungen. 14 Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

Deutsche Bundesbank

von Ende September. US-amerikanische und japanische Dividentitel (S&P500 bzw. Nikkei) verloren 4,7% beziehungsweise 9,6% an Wert. Bankaktien verzeichneten vor allem im Euro-Raum, aber auch in den USA kräftige Kursverluste (- 31,7% bzw. - 18,2%). Zu der schwachen Wertentwicklung der Finanztitel dürfte die Furcht von Investoren beigetragen haben, dass Kredite an den Energiesektor und an wichtige Schwellenländer gefährdet sein könnten. Im Euro-Raum setzte außerdem eine höhere Unsicherheit über das Ausmaß notleidender Kredite die Kurse einiger Banken in der Peripherie unter Druck.

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf der Grundlage 12-monatiger Gewinnerwartungen lag zuletzt für den Euro Stoxx und für den S&P500 mit 13,1 beziehungsweise 14,9 nahe den entsprechenden Werten von Ende September und übertraf etwas den jeweiligen Fünfjahresdurchschnitt. Für eine umfassende Beurteilung des Bewertungsniveaus müssen aber auch über die kurze Frist hinausgehende Gewinnerwartungen und die langfristig erwarteten Realzinsen berücksichtigt werden. Gemäß einem Dividendenbarwertmodell, das diese Variablen einbezieht, lag die Aktienrisikoprämie für den Euro Stoxx zuletzt bei 9,0% und damit etwas unter dem Wert von Ende September. Verglichen mit dem Fünfjahresdurchschnitt (8,8%) deutet dies auf eine maßvolle Risikoaversion der Akteure am Aktienmarkt hin.

Aktienrisikoprämie etwas gesunken

Am deutschen Aktienmarkt wurden im Berichtsquartal per saldo 2 1/2 Mrd € an Mitteln aufgenommen. Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 9 1/2 Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis vor allem von inländischen Nichtbanken (5 1/2 Mrd €) und ausländischen Investoren (5 Mrd €). Inländische Kreditinstitute vergrößerten ihr Aktienengagement um 1 1/2 Mrd €. Bei beiden inländischen Erwerbergruppen standen ausländische Aktien im Vordergrund des Kaufinteresses.

Geringe Mittelaufnahme am Aktienmarkt

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im letzten Quartal 2015 einen Mittelzufluss in Höhe von 41½ Mrd €, nach 22 Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis weit überwiegend den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (30½ Mrd €). Mit Blick auf die Anlageklassen erzielten Gemischte Wertpapierfonds ein deutliches Mittelaufkommen (15 Mrd €); ebenfalls gefragt waren Aktienfonds (9 Mrd €), Rentenfonds (7½ Mrd €), Dachfonds (6 Mrd €) und Offene Immobilienfonds (4 Mrd €). Einzig Geldmarktfonds nahmen Anteilscheine für netto ½ Mrd € zurück. Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 4½ Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis nahezu ausschließlich von inländischen Nichtbanken, zu denen beispielsweise auch Versicherungen gerechnet werden; sie nahmen Anteilscheine für netto 46 Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich weit überwiegend um inländische Fondsanteile. Gebietsfremde Investoren erwarben Investmentzertifikate für per saldo ½ Mrd €, während heimische Kreditinstitute Anteilscheine für netto ½ Mrd € veräußerten.

■ Direktinvestitionen

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im vierten Quartal 2015 per

saldo Mittelabflüsse im Umfang von 70 Mrd € verzeichnete, ergaben sich im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 25 Mrd €.

Ausschlaggebend war, dass gebietsansässige Eigner verbundenen Unternehmen im Ausland in diesem Zeitraum mit 31 Mrd € in vergleichsweise großem Umfang Mittel bereitstellten und dabei vor allem das Beteiligungskapital aufstockten (23 Mrd €). Darüber hinaus nahmen im gleichen Zeitraum die Forderungen bei den konzerninternen Krediten um 8 Mrd € zu. Die Direktinvestitionen aus Deutschland konzentrierten sich im vierten Quartal 2015 vorwiegend auf europäische Unternehmen; wichtige Zielländer waren die Niederlande (6½ Mrd €), das Vereinigte Königreich (5 Mrd €), Luxemburg (4 Mrd €), Schweden (2 Mrd €) und Belgien (2 Mrd €).

Ausländische Investoren stockten ihrerseits in den Monaten Oktober bis Dezember 2015 die Direktinvestitionen in Deutschland um 6 Mrd € auf, und zwar hauptsächlich über höhere Direktinvestitionskredite (4 Mrd €). Zudem erhöhten sie ihr Beteiligungskapital an inländischen Unternehmen um 2 Mrd €. Regional betrachtet waren die Mittelzuflüsse aus den Niederlanden (14½ Mrd €), der Schweiz (5 Mrd €) und aus dem Vereinigten Königreich (4 Mrd €) am größten.

*Kapitalexporte
im Bereich der
Direkt-
investitionen*

*Heimische
Direkt-
investitionen
im Ausland*

*Ausländische
Direkt-
investitionen
in Deutschland*