

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

*Politische
Entwicklungen
und Geldpolitik
bestimmen
Finanzmärkte*

Vor dem Hintergrund einer gefestigten Weltkonjunktur bestimmten im zweiten Quartal dieses Jahres vor allem politische Einflussfaktoren und wechselnde Erwartungen über den Fortgang der Geldpolitik diesseits und jenseits des Atlantiks die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten. Einer verringerten politischen Unsicherheit im Euroraum – Wahlen in Frankreich und Italien brachten keinen Erfolg für europaskeptische Parteien – standen nach dem Scheitern der Gesundheitsreform größere Zweifel über die Realisierungschancen weiterer geplanter wirtschaftspolitischer Maßnahmen in den USA gegenüber. Die Leitzinserhöhung der Federal Reserve (Fed) vom Juni war an den Märkten weitgehend erwartet worden, die Wahrscheinlichkeit weiterer Zinserhöhungen in diesem Jahr hat sich allerdings verringert, sodass die Renditen zehnjähriger US-amerikanischer Staatsanleihen seit Ende März im Ergebnis um 20 Basispunkte auf 2,2% sanken. Auch im Euroraum gab die mit dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) gewichtete Rendite langfristiger Staatsanleihen per saldo nach, obgleich durch eine Rede des EZB-Präsidenten Ende Juni zeitweilig Markterwartungen aufkamen, die Anleihekäufe des Eurosystems könnten als Reaktion auf den anhaltenden konjunkturellen Aufschwung früher als zuvor erwartet enden. Dies löste vorübergehend einen kräftigen Renditeanstieg aus, vor allem in Deutschland. Im Ergebnis legten die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen seit Ende März um 7 Basispunkte auf 0,4% zu. Gestützt von steigenden Gewinnerwartungen erreichten die US-Aktienindizes Anfang August neue Allzeithochs, während Aktien im Euroraum von dem starken Euro sowie der Ausweitung des Abgasskandals und Kartellvorwürfen gegen Automobilhersteller in Deutschland belastet wurden. Vor dem Hintergrund freundlicher Konjunkturdaten im Euroraum verzeichnete der Euro deutliche Kursgewinne. Im Ergebnis wertete er gegenüber den Währungen 19 wichtiger

Handelspartner seit Ende des ersten Quartals um 5,2% auf.

■ Wechselkurse

Der Euro-Dollar-Kurs erzielte von Ende März bis Mitte Mai 2017 leichte Kursgewinne. Dazu trugen neben dem Wahlausgang in Frankreich auch günstige Wirtschaftsdaten aus dem Euroraum sowie die Unsicherheit der Anleger über die innenpolitischen Entwicklungen in den Vereinigten Staaten bei. Ab Mitte Mai bewegte sich die Gemeinschaftswährung dann innerhalb eines engen Korridors zwischen 1,10 US-\$ und 1,13 US-\$. In dieser Zeit hielten sich belastende Faktoren, wie die Aussicht auf eine weniger expansive Geldpolitik in den USA, sowie unterstützende Einflüsse, wie weitere überraschend positive Konjunkturdaten aus dem Euroraum, in etwa die Waage. Als die Fed den Leitzins im Juni an hob, war dies weitgehend erwartet worden, sodass der Beschluss den Euro nicht nachhaltig unter Druck setzte.

*Euro mit
spürbaren
Kursgewinnen
gegenüber dem
US-Dollar, ...*

Durch als recht zuversichtlich wahrgenommene Äußerungen des EZB-Präsidenten auf der Notenbank-Konferenz in Sintra zur Konjunktur- und Inflationsentwicklung im Euroraum entstand bei Marktteilnehmern die Erwartung einer nahenden Abkehr von der stark akkommodierenden Geldpolitik des Eurosystems. Der Euro-Dollar-Kurs stieg in den darauffolgenden Tagen bis auf 1,14 US-\$ – dem damals höchsten Stand seit Mai 2015 – an. Einer per saldo stärkeren Aufwertung wirkte entgegen, dass andere Stimmen aus der EZB die Erwartungen der Anleger rasch wieder eindämmten.

Weiteren Auftrieb erhielt der Euro-Dollar-Kurs durch Entwicklungen in den USA. Dabei spielte das erneute Scheitern der Gesundheitsreform ebenso eine Rolle wie die Stellungnahme der Vorsitzenden des Offenmarktausschusses (Federal Open Market Committee: FOMC) der Fed

vor dem amerikanischen Kongress zur schwachen Inflationsentwicklung in den USA. Anleger interpretierten diese Äußerungen als Anzeichen für eine möglicherweise länger expansive US-Geldpolitik. Die Aufwertung des Euro setzte sich nach der Sitzung des EZB-Rats im Juli fort, obwohl keine Hinweise auf eine baldige Abkehr von der bisherigen Geldpolitik gegeben wurden. Zusätzlichen Auftrieb erhielt der Euro, als das FOMC bei seiner Sitzung im Juli den US-Leitzins nicht weiter erhöhte. Bis in den August gewann der Euro weiter an Wert und erreichte mit 1,19 US- $\text{\$}$ den höchsten Stand seit Januar 2015; er notierte zuletzt bei 1,17 US- $\text{\$}$. Insgesamt wertete der Euro-Dollar-Kurs damit innerhalb der Berichtsperiode um 9,4% auf.

... dem Yen ...

Auch gegenüber dem Yen gewann der Euro per saldo deutlich an Wert. Unter dem Einfluss geopolitischer Unsicherheit verzeichnete er zwar vor dem ersten Wahlgang der französischen Präsidentschaftswahlen deutliche Kursverluste, konnte diese jedoch schnell wieder ausgleichen. In der Folgezeit stärkten den Euro-Yen-Kurs insbesondere Aussagen von Japans Notenbankgouverneur, der das Bekenntnis zur Zinsstrukturkurvensteuerung nochmals bekräftigte, sowie Interventionen der japanischen Notenbank am heimischen Rentenmarkt, um das Renditeziel für zehnjährige Staatsanleihen sicherzustellen. Zudem überraschte die Bank von Japan die Marktteilnehmer, indem sie ihren Zeitplan für das Erreichen des Inflationszieles erneut ausdehnte. Die Aussicht auf eine längere Phase der expansiven Geldpolitik sorgte für weitere Kursgewinne des Euro gegenüber dem Yen. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro-Yen-Kurs bei 128,8 Yen; er lag damit 7,7% höher als zu Beginn des Berichtszeitraums.

... und dem Pfund Sterling

Spürbare Gewinne von im Ergebnis knapp 6,2% verzeichnete der Euro gegenüber dem Pfund Sterling. Von Ende März bis Mitte Mai 2017 geriet der Euro-Pfund-Kurs unter anderem durch die Ankündigung der britischen Premierministerin, an Freihandelsabkommen mit der EU arbeiten zu wollen, zunächst zwar leicht unter Druck. Anschließend stützten ihn aber überraschend

Wechselkurs des Euro

Tageswerte, log. Maßstab

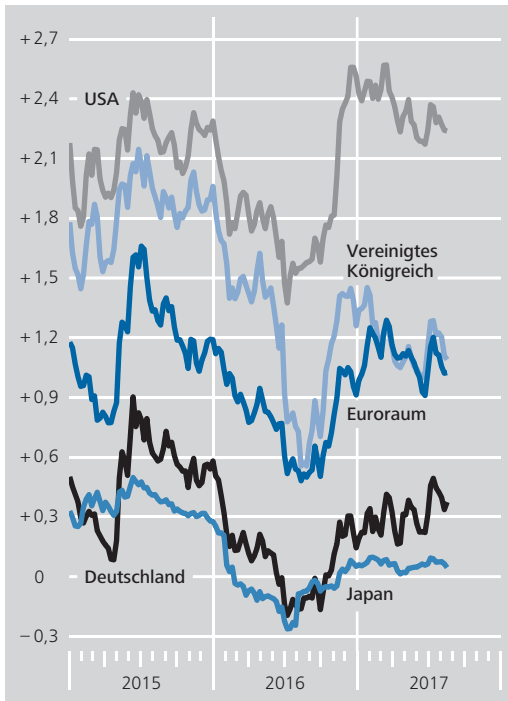


Quelle: EZB. **1** Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999. **2** Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 19 Ländern.
 Deutsche Bundesbank

schwache Konjunkturdaten aus dem Vereinigten Königreich. Zudem verlor die konservative Partei der britischen Premierministerin in den vorgezogenen Parlamentswahlen Anfang Juni die absolute Mehrheit. Die daraus resultierende Unsicherheit hinsichtlich der EU-Austrittsverhandlungen schwächte das Pfund gegenüber dem Euro in der Folgezeit nachhaltig. Stimmen aus der Bank von England, die aufgrund der positiven Preisentwicklung im Vereinigten Königreich für eine baldige Zinsanhebung plädierten, dämpften den Kursanstieg des Euro dagegen nur kurzzeitig, zumal der Gouverneur sich deutlich gegen einen solchen Schritt aussprach. Als die Bank von England Anfang

Renditen*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Wochendurchschnitte



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

messen am langfristigen Durchschnitt ist die Wettbewerbsposition des Euroraums aber nach wie vor als neutral einzustufen.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

An den Anleihemärkten bestimmten vor allem die zum Teil wechselnden Erwartungen über die künftige Geldpolitik das Geschehen. Bis in den Juni hinein sanken zunächst vielerorts die Renditen lang laufender Staatsanleihen, da die Marktteilnehmer mehrheitlich von einer unverändert akkommodierenden Geldpolitik des Eurosystems ausgingen und ihre Zinserhöhungserwartungen für die USA etwas zurücknahmen. Äußerungen auf dem Zentralbankforum im portugiesischen Sintra Ende Juni wurden – wie erwähnt – durch die Märkte jedoch als Zeichen einer anstehenden Abkehr von der stark akkommodierenden Geldpolitik im Euroraum interpretiert; dies löste kurzzeitig einen kräftigen Anstieg der Renditen aus, der sich aber bis zum Ende des Berichtszeitraums teilweise wieder zurückbildete. Im Ergebnis ist die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum im gesamten Berichtszeitraum seit Ende März um 15 Basispunkte auf 1,0% gefallen.

Erwartungen über Geldpolitik beeinflussen Renditen lang laufender Staatsanleihen

August keine Leitzinsänderung vornahm, gewann der Euro weiter an Wert; offenbar hatten einige Marktteilnehmer immer noch mit einer Anhebung des Leitzinses gerechnet. Zuletzt notierte der Euro bei 0,91 Pfund Sterling.

Auch in effektiver Rechnung gewinnt der Euro deutlich an Wert

Leichte Kursverluste verzeichnete die Gemeinschaftswährung dagegen unter anderem gegenüber der tschechischen Krone, nachdem deren Mindestkurs vonseiten der tschechischen Notenbank aufgehoben worden war. Im Ergebnis wertete der Euro gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner im Berichtszeitraum um 5,2% auf. Bei der Ermittlung des effektiven Euro wurden erstmals neu berechnete Handelsgewichte zugrunde gelegt (siehe Erläuterungen auf S. 43 ff.). Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem Euroraum verschlechterte sich durch die Aufwertung weiter. Seit April 2015, als der reale effektive Euro einen langjährigen Tiefstand verzeichnet hatte, beträgt die kumulierte Einbuße an Wettbewerbsfähigkeit inzwischen rund 10%. Ge-

Entgegen dem europäischen Trend verzeichnete die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen seit Ende März per saldo einen Anstieg um 7 Basispunkte auf 0,4%. Möglicherweise wurden durch die aufkommende Markterwartung auf eine Rückführung der Anleihekäufe auch Knappheitsprämien für lang laufende Bundesanleihen reduziert. Am kurzen Laufzeitende der Zinsstrukturkurve wirkten sich weder die geänderte Kommunikation zum Einlagesatz nach der Sitzung des EZB-Rats im Juni, noch die Leitzinserhöhung in den USA oder die Reden in Sintra unmittelbar aus. In diesem Laufzeitspektrum dominierten nach wie vor Knappheitssignale: Seit dem Jahr 2014 bewegt sich die Rendite zweijähriger Bundeswertpapiere auf einem ähnlichen Niveau wie die Rate für Übernacht-Repo-

Renditeanstieg bei langfristigen Bundesanleihen

Neuberechnung der Gewichte für die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft

Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit werden üblicherweise als gewichteter Durchschnitt der relativen Preis- oder Kostenentwicklung eines Landes gegenüber wichtigen Handelspartnern ermittelt. Die Bundesbank berechnet und veröffentlicht solche Indikatoren regelmäßig für Deutschland. Diese Indikatoren entsprechen sowohl konzeptionell als auch im Berechnungsverfahren den realen effektiven Wechselkursen, die von der Europäischen Zentralbank für den Euro publiziert werden.¹⁾ Die einzelnen Partnerländer gehen in die Indikatoren mit zeitvariablen Handelsgewichten ein, die alle drei Jahre an die sich ändernden mittelbaren und unmittelbaren Handelsströme angepasst werden.²⁾ Ziel dieser turnusmäßigen Anpassungen ist es, den aktuellen Entwicklungen im Außenhandel Rechnung zu tragen. Dies gilt auch für die aktuelle Neuberechnung. Bis zur jüngsten Umstellung basierten die Handelsgewichte für alle Indikatorenreihen von 2010 an auf den Daten aus den Jahren 2010 bis 2012.³⁾ Die neu berechneten Indikatoren verwenden dagegen ab 2013 Gewichte, die sich aus den

Handelsverflechtungen der Jahre 2013 bis 2015 ergeben.

Die Tabelle auf Seite 44 gibt die neu berechneten Gewichte wieder, mithilfe derer der Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber einem weiten Länderkreis von 56 Handelspartnern ermittelt wird. Die Gewichte für den engen und für den mittleren Länderkreis können durch Reskalierung der für den weiten Länderkreis berechneten Gewichte einfach ermittelt werden.⁴⁾

Die aktuellen Gewichte weichen teils merklich von denen der Vorperiode (Basis 2010 bis 2012) ab und spiegeln so die veränderten Handelsbeziehungen Deutschlands wider. So erhöhte sich das Gewicht der Handelsbeziehungen Deutschlands mit China weiter auf nunmehr 12%. China hat bei den Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands gegenüber dem mittleren und dem weiten Länderkreis damit weiter das höchste Handelsgewicht aller Partnerländer inne. Auch der relative Anteil

1 Das Berechnungsverfahren wird im Einzelnen beschrieben in: M. Schmitz, M. de Clercq, M. Fidora, B. Lauro und C. Pinheiro (2012), Revisiting the effective exchange rates of the euro, ECB Occasional Paper No. 134. Jüngste Anpassungen der Methodik sind beschrieben in: Deutsche Bundesbank, Anpassung der Berechnung von effektiven Wechselkursen und Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im August 2013, Monatsbericht, August 2013, S. 51–53.

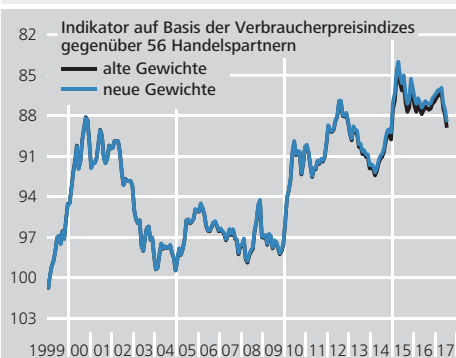
2 Unmittelbare Handelsströme betreffen den direkten bilateralen Handel zwischen zwei Ländern, während mittelbare Handelsströme darauf abstellen, dass Länder nicht nur auf den Märkten dieser beiden Länder, sondern weltweit miteinander konkurrieren.

3 Eine Zusammenstellung der letzten turnusmäßigen Anpassung der Gewichte findet sich in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, August 2015, S. 42.

4 Die Reskalierung erfolgt dadurch, dass die Gewichte der dem betrachteten Länderkreis nicht angehörenden Länder proportional auf die Gewichte der verbleibenden Länder verteilt werden.

Preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft

1. Vj. 1999 = 100, monatlich, log. Maßstab¹⁾



1 Skala invertiert: Anstieg der Kurve (Rückgang der Werte) kennzeichnet Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit.
 Deutsche Bundesbank

Wägungsschema des Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber einem weiten Länderkreis von 56 Handelspartnern

in Promille

Ländergruppe/ Land	bis 1997 ¹⁾	1998 bis 2000	2001 bis 2003	2004 bis 2006	2007 bis 2009	2010 bis 2012	ab 2013 ²⁾
Enger Länderkreis	778,5	770,5	744,9	709,9	677,7	634,7	624,3
Belgien	55,5	48,2	52,3	56,4	56,2	49,3	46,1
Estland	0,5	0,7	0,9	1,0	1,0	1,0	1,1
Finnland	10,7	11,3	11,2	11,1	10,6	8,0	8,0
Frankreich	113,1	107,8	100,8	93,6	89,3	83,7	80,6
Griechenland	4,7	4,5	4,5	4,5	4,5	3,1	2,6
Irland	9,8	15,7	16,0	12,5	10,8	9,6	10,1
Italien	86,5	80,0	75,6	72,4	70,2	63,0	57,9
Lettland	0,5	0,7	0,9	0,8	0,9	0,9	1,0
Litauen	1,0	1,1	1,5	1,6	1,9	1,9	2,1
Luxemburg	3,5	3,1	3,7	4,1	4,2	3,3	3,4
Malta	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4	0,4
Niederlande	65,2	65,3	63,7	67,5	70,0	69,0	67,8
Österreich	43,9	42,5	41,4	42,1	42,2	41,0	39,2
Portugal	10,7	10,6	9,7	7,9	7,1	6,5	6,7
Slowenien	5,1	4,8	4,5	4,5	5,1	5,0	5,2
Spanien	35,9	37,3	38,1	39,5	38,1	32,7	32,2
Zypern	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,3	0,2
Dänemark	15,5	14,0	14,4	13,4	13,3	11,1	11,0
Schweden	22,8	21,3	19,6	20,9	20,1	19,1	17,9
Vereinigtes Königreich	82,3	81,2	76,5	70,2	60,0	54,8	56,1
Norwegen	7,0	6,0	5,7	5,3	5,7	5,1	4,7
Schweiz	43,4	38,3	38,3	35,9	36,2	37,5	37,1
Slowakei	5,4	6,9	9,0	10,3	11,6	13,1	14,4
Japan	55,9	51,7	42,1	36,6	32,9	32,8	27,0
Kanada	7,9	8,7	9,0	8,3	7,5	7,5	7,5
USA	90,9	108,0	104,7	88,6	77,3	75,0	84,0
Mittlerer Länderkreis	121,6	134,8	161,0	190,3	217,7	250,4	265,6
Bulgarien	1,1	1,3	1,6	2,1	2,4	2,5	2,9
Kroatien	2,5	2,1	2,1	2,2	2,1	1,6	1,7
Polen	18,5	21,8	25,0	27,0	33,4	35,5	39,6
Rumänien	4,0	4,3	5,4	7,0	8,7	9,8	11,4
Tschechien	16,9	20,9	26,3	26,0	30,3	31,8	33,2
Ungarn	10,9	16,6	18,9	19,4	18,6	17,4	19,6
China	26,6	31,7	45,3	65,2	84,9	110,8	117,4
Hongkong, SVR	11,5	10,3	10,1	10,4	9,3	10,4	10,9
Korea, Republik	15,9	13,5	14,3	18,8	17,7	19,1	18,5
Singapur	9,6	8,7	8,4	8,5	6,5	7,2	6,6
Australien	4,1	3,6	3,6	3,7	3,8	4,3	3,8
Zusätzlich einbezogene Länder des weiten Länderkreises	99,9	94,7	94,1	99,8	104,6	114,9	110,1
Island	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,3
Israel	4,2	4,3	3,9	3,2	3,1	3,3	3,2
Russland	12,4	9,8	11,9	16,0	19,5	20,4	16,7
Türkei	14,0	13,4	13,3	16,1	16,1	17,7	18,8
Algerien	0,4	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6	0,8
Marokko	1,4	1,4	1,4	1,2	1,3	1,4	1,6
Südafrika	5,7	5,7	6,1	6,6	6,0	6,5	5,7
Argentinien	2,1	1,9	1,2	1,2	1,5	2,1	1,8
Brasilien	8,1	7,3	6,4	7,1	8,1	8,7	7,2
Chile	1,4	1,3	1,2	1,9	2,0	2,2	1,7
Mexiko	4,9	7,5	7,9	7,5	7,9	8,5	9,2
Venezuela	0,9	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5	0,3
Indien	7,6	6,3	6,8	8,6	11,1	13,3	12,7
Indonesien	5,6	4,3	4,1	3,4	3,4	4,0	3,9
Malaysia	7,3	6,7	6,6	6,2	5,8	6,7	6,7
Philippinen	2,6	3,2	3,5	2,9	2,1	2,1	2,6
Taiwan	13,7	14,1	12,0	10,3	8,7	9,5	9,5
Thailand	6,6	5,3	5,4	5,2	5,6	6,3	6,7
Neuseeland	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6	0,7
Insgesamt	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0

¹ Basis 1995 bis 1997. ² Basis 2013 bis 2015.

Deutsche Bundesbank

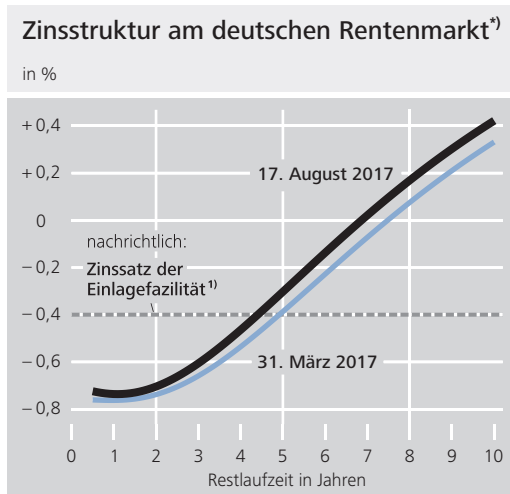
der USA, der über einen längeren Zeitraum rückläufig war, erhöhte sich, und zwar auf knapp 8 ½%. Er lag damit erstmals seit dem Referenzzeitraum 2001 bis 2003 wieder über dem relativen Anteil Frankreichs, dessen Handelsgewicht bei der Berechnung der Indikatoren gegenüber dem vorigen Dreijahreszeitraum leicht zurückging. Noch etwas stärker sank der relative Anteil Italiens, dessen Handelsgewicht im weiten Länderkreis nun erstmals weniger als 6% beträgt. Dagegen stiegen die Handelsgewichte der mittel- und osteuropäischen Länder leicht. Den größten Zuwachs verzeichnete dabei der relative Anteil Polens. Der relative Anteil Japans sank wie auch schon gegenüber den vorigen Basiszeiträumen. Er beträgt nun nur noch etwa 2 ½%. Bei den übrigen asiatischen Ländern kam es zu keinen größeren Gewichtsänderungen.

Zusammengefasst lässt sich festhalten, dass sich in den zugrunde gelegten drei Jahren das Gewicht der relativen Handelsströme Deutschlands von den großen EU-Partnerländern und Japan hin zu den mittel- und osteuropäischen EU-Ländern und insbesondere den Vereinigten Staaten und China verlagerte.

Die neu berechneten Indikatoren auf Basis der Verbraucherpreisindizes weisen für die letzten Jahre eine etwas günstigere preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft aus als auf Basis der alten Gewichtung (vgl. Schaubild auf S. 43). Dazu beigetragen haben zum einen das jeweils höhere Gewicht der Vereinigten Staaten und Chinas, deren Währungen beide gegenüber dem Euro seit Ende 2012 per saldo – sowohl nominal als auch real betrachtet – aufgewertet haben. Zum anderen sorgte der etwas gesunkene relative Anteil Japans dafür, dass die Abwertung des Yen gegenüber dem Euro seit Ende 2012 die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands weni-

ger stark beeinträchtigte als auf Basis der alten Gewichtung.

Der neu berechnete Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber 56 Ländern auf Basis der Verbraucherpreise weist für die Zeit von Dezember 2012 bis Juli 2017 nun eine per saldo nahezu unveränderte preisliche Wettbewerbsfähigkeit aus, während sich auf Basis der alten Gewichte eine marginale Verschlechterung um ½% ergeben hätte. Auch im Falle des mittleren und engen Länderkreises hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands auf Grundlage des neu berechneten Indikators seit Ende 2012 etwas günstiger entwickelt als auf Grundlage des alten Indikators (per saldo jeweils um etwa ½ Prozentpunkt).



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



1 Geldmarktsatz für mit deutschen Staatsanleihen besicherte Übernachtkredite. Quelle: www.repofundsrate.com. 2 Rendite einer zweijährigen Nullkuponanleihe aus der deutschen Zinsstrukturkurve. Deutsche Bundesbank

geschäfte mit deutschen Bundeswertpapieren als Sicherheit. Der deutlich unter dem Einlagesatz liegende Reposatz zeugt von einer besonderen Liquiditätsprämie (Knappheitsprämie) für Bundeswertpapiere, die sich in den Renditen kurzer Laufzeit niederschlägt.¹⁾

Politische Risiken im Euroraum nicht eingetreten, Renditedifferenzen deutlich eingengt

Die Renditeabstände zwischen langfristigen Bundesanleihen und Staatsanleihen aus dem übrigen Euroraum engten sich deutlich ein. Im BIP-gewichteten Durchschnitt ist die Differenz seit Ende März um 36 Basispunkte auf 84 Basispunkte gesunken. Hierzu trug neben dem Renditeanstieg in Deutschland – ein solcher fand auch in Österreich und der Slowakei statt – ein

Renditerückgang in allen anderen Ländern des Euroraums bei. Ausschlaggebend war, dass politische Risiken im Euroraum, die noch im ersten Quartal auf den Märkten gelastet hatten, nicht eintraten: In Italien schnitten europaskeptische Parteien in der Kommunalwahl schlechter als vorhergesagt ab. In Frankreich bietet der Ausgang der Parlamentswahl dem neugewählten Präsidenten die Möglichkeit, eine Reformagenda umzusetzen. Für Griechenland wurde im Juni eine weitere Hilfs tranche bewilligt; zudem gelang im Juli die erfolgreiche Emission der ersten Staatsanleihe seit drei Jahren.

Die durchschnittlichen marktbasiereten Inflationserwartungen für die nächsten Jahre im Euroraum stiegen über alle Laufzeiten hinweg an, besonders stark für kurze Horizonte. Durch eine mit diesem Anstieg erfolgte Verflachung der „Inflationskurve“ erhöhten sich die aus Inflationsswaps hergeleiteten in fünf Jahren beginnenden Termininflationen für fünf Jahre per saldo allerdings nur um 4 Basispunkte auf 1,6%. Die auf Optionsdaten basierende Deflationswahrscheinlichkeit über die nächsten fünf Jahre lag im August auf einem Mehrjahrestief.

Anstieg marktbasierter Inflationserwartungen, Deflationsgefahr auf Mehrjahrestief

Die Renditen zehnjähriger US-Treasuries gaben seit Ende März unter deutlichen Schwankungen um 20 Basispunkte auf 2,2% nach. Die Anhebung des Leitzinskorridors um 25 Basispunkte auf 1% bis 1,25% im Juni war weitgehend erwartet worden und damit ohne unmittelbaren Einfluss auf die Renditeentwicklung nach der FOMC-Sitzung geblieben. Der vom Markt erwartete weitere Leitzinspfad verschob sich allerdings nach unten und drückte die Renditen. Zudem skizzierte die Fed den Einstieg in eine allmähliche Bilanzreduzierung. Über die genaue

US-Anleiherenditen unter dem Einfluss der Geld- und Wirtschaftspolitik

1 Im Gegensatz zur kurzfristigen Rendite von Bundeswertpapieren liegt die laufzeitgleiche Rendite der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) seit einem Jahr nahe dem Einlagesatz von gegenwärtig – 40 Basispunkten bei geringen Schwankungen. Die KfW ist mit einer expliziten Garantie der Bundesrepublik Deutschland ausgestattet. Ihre Anleihen werden deshalb als vergleichbar ausfallsicher wie Bundeswertpapiere angesehen. Die Zinsdifferenz zwischen KfW und Bund spiegelt spezielle Vorteile der Bundesanleihe im Bereich der Handelbarkeit sowie am Derivatemarkt wider und ist deshalb ein häufig genutztes Liquiditätsmaß.

Ausgestaltung herrscht jedoch noch Unklarheit. Für Renditeschwankungen am US-Staatsanleihemarkt sorgten zudem unterschiedliche Äußerungen von FOMC-Mitgliedern sowie anhaltende Unsicherheit über die Umsetzung wichtiger Vorhaben der US-Wirtschaftspolitik.

Geldpolitik dominiert Geschehen am Anleihemarkt auch im Vereinigten Königreich und in Japan

Vor dem Hintergrund einer möglichen geldpolitischen Straffung als Reaktion auf die starke Inflationsentwicklung stieg Ende Juni die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Vereinigten Königreich zeitweilig deutlich an. Im August wurden diese Entwicklungen jedoch revidiert, als die Bank of England ihre Konjunkturprognose herabsetzte. Dagegen blieb der Ausgang der Unterhauswahl ohne unmittelbare Folgen für die Renditen. Zum Ende des Berichtszeitraums lag die Rendite zehnjähriger Staatsanleihen mit 1,1% um 5 Basispunkte unterhalb des Niveaus von Ende März. In Japan hielt die Zinsstrukturkurvensteuerung der japanischen Zentralbank die Renditen zehnjähriger Papiere praktisch unverändert bei 0,1%.

Anleiherenditen von finanziellen Unternehmen gesunken

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB mit sieben- bis zehnjähriger Laufzeit gaben seit Ende März weiter nach. Anleihen des nichtfinanziellen Sektors verzeichneten einen Renditerückgang von 10 Basispunkten und rentierten bei Berichtsschluss mit 1,4%. Die Anleiherenditen von Finanzunternehmen sanken sogar um über ½ Prozentpunkt auf 2,1%. Unterbrochen wurde diese Entwicklung lediglich kurzzeitig im Anschluss an die Rede des EZB-Präsidenten in Sintra, als die Renditen beider Unternehmenssektoren innerhalb weniger Tage vorübergehend um fast 20 Basispunkte anstiegen. Im Ergebnis engten sich im Berichtszeitraum die Renditeaufschläge für beide Sektoren gegenüber deutschen Staatsanleihen gleichwohl ein, und zwar um 71 Basispunkte für finanzielle und um 20 Basispunkte für nichtfinanzielle Unternehmen. Verglichen mit ihren Fünfjahresmitteln sind die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen damit weiterhin sehr günstig.

Termininflationen und -erwartungen im Euroraum

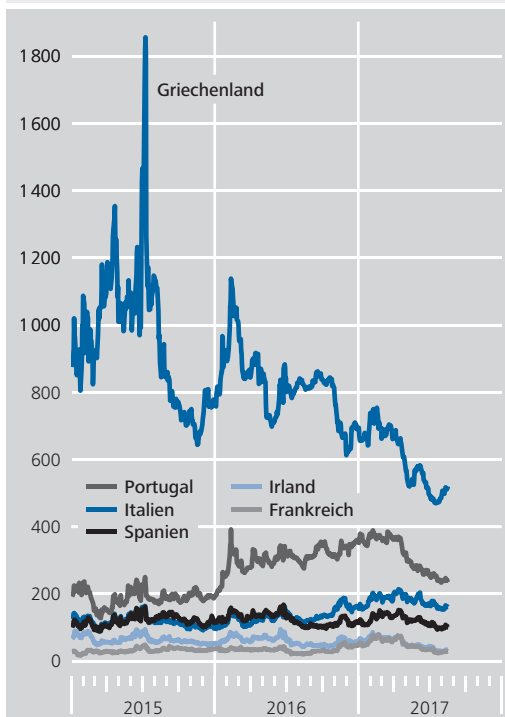


Quellen: Thomson Reuters, Consensus Economics und eigene Berechnungen. ¹ Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten (HVPI ohne Tabakwaren) der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird. Wochendurchschnitte.

Deutsche Bundesbank

Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.

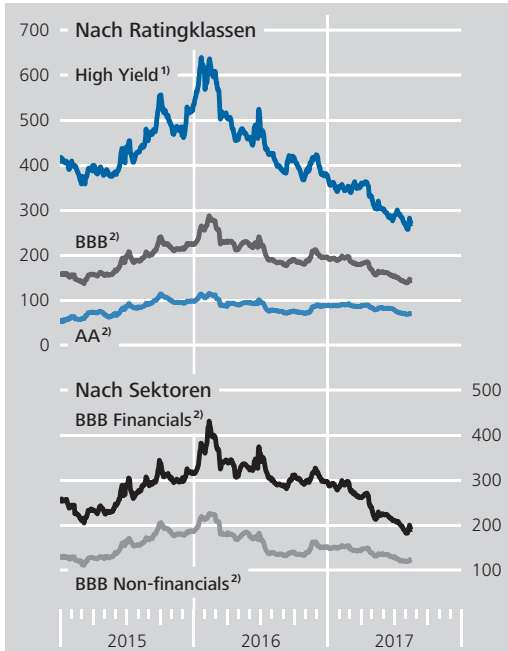
Deutsche Bundesbank

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im zweiten Quartal 2017 auf 265 Mrd €; es lag somit deutlich unter dem Wert des Vorquartals (333 Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis Schuldver-

Nettoemissionen am deutschen Rentenmarkt

Renditespreads von Unternehmensanleihen im Euroraum¹⁾

Basispunkte, Tageswerte



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

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2016		2017	
	2. Vj.	1. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
Schuldverschreibungen				
Inländer	66,2	60,0	32,1	
Kreditinstitute	- 19,7	- 20,8	- 13,6	
darunter:				
ausländische				
Schuldverschreibungen	- 4,2	- 8,1	0,9	
Deutsche Bundesbank	50,8	52,6	38,4	
Übrige Sektoren	35,1	28,2	7,2	
darunter:				
inländische				
Schuldverschreibungen	8,1	13,7	- 10,9	
Ausländer	- 26,6	- 22,4	- 1,4	
Aktien				
Inländer	10,0	15,9	0,9	
Kreditinstitute	1,9	2,1	3,1	
darunter:				
inländische Aktien	0,8	0,5	6,7	
Nichtbanken	8,2	13,8	- 2,2	
darunter:				
inländische Aktien	5,1	8,0	- 3,2	
Ausländer	- 5,2	2,7	- 2,4	
Investmentzertifikate				
Anlage in Spezialfonds	19,8	21,4	9,3	
Anlage in Publikumsfonds	5,8	7,9	7,6	
darunter:				
Aktienfonds	0,8	1,4	1,1	

Deutsche Bundesbank

schreibungen für 12 Mrd € emittiert. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 18½ Mrd € am deutschen Markt unter. Im Ergebnis stieg der Umlauf von Anleihen in Deutschland im Berichtszeitraum somit um 30½ Mrd €.

Die öffentliche Hand emittierte im zweiten Quartal Anleihen für netto 9½ Mrd €, verglichen mit Nettotilgungen in Höhe von 3 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 zehn- und 30-jährige Anleihen (13½ Mrd € bzw. 4½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von Bundesobligationen in Höhe von 7 Mrd € gegenüber. Die Länder und Gemeinden tilgten im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für ½ Mrd €.

Die inländischen Kreditinstitute setzten die Tendenz des Vorquartals fort und erhöhten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 8 Mrd € (nach 25½ Mrd € im ersten Quartal). Dabei wurden im Ergebnis ausschließlich Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute emittiert (17 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von flexibel gestaltbaren sonstigen Bankschuldverschreibungen (5½ Mrd €), Öffentlichen Pfandbriefen (3 Mrd €) sowie von Hypothekendarlehen (½ Mrd €) gegenüber.

Inländische Unternehmen tilgten im zweiten Quartal Schuldverschreibungen für per saldo 5 Mrd €, nachdem sie im ersten Quartal per saldo 6½ Mrd € emittiert hatten. Dominiert wurden diese Nettotilgungen von sonstigen Finanzinstituten (3 Mrd €) und Versicherungsunternehmen (1½ Mrd €), während nichtfinanzielle Unternehmen nur in sehr geringem Umfang Schuldverschreibungen tilgten. Insgesamt wurden überwiegend Titel mit Ursprungslaufzeiten von mehr als einem Jahr getilgt.

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt trat im zweiten Quartal primär die Bundesbank in Erscheinung, die für 38½ Mrd € Rentenwerte

Gestiegene Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand

Nettoemissionen der Kreditinstitute

Gesunkene Kapitalmarktverschuldung der Unternehmen

Erwerb von Schuldverschreibungen

erwarb, vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems. Dabei handelte es sich größtenteils um inländische Titel öffentlicher Emittenten (32 Mrd €). Heimische Nichtbanken erwarben Schuldverschreibungen für 7 Mrd €. Dabei standen ausländische Titel stark im Fokus des Anlageinteresses (18 Mrd €), während inländische Papiere verkauft wurden (11 Mrd €). Hingegen trennten sich heimische Kreditinstitute sowie ausländische Investoren für per saldo 13 ½ Mrd € beziehungsweise 1 ½ Mrd € von Rentenwerten.

Überwiegend positive Entwicklung der globalen Aktienmärkte

Die internationalen Aktienmärkte entwickelten sich im Berichtszeitraum überwiegend positiv. Insbesondere US-amerikanische und japanische Aktien konnten ihre Kurszuwächse vom Jahresbeginn weiter ausbauen. Gestützt von günstigen Quartalsergebnissen und angehobenen Gewinnerwartungen stieg der US-amerikanische S&P 500-Index seit Ende März um insgesamt 2,8%. Zwischenzeitlich verzeichnete er immer wieder neue Allzeithochs. Das Bewertungsniveau blieb – gemessen am Kurs-Gewinn-Verhältnis – trotz des Kursanstiegs nahezu unverändert, ist aber im langjährigen Vergleich weiterhin hoch. Der Kursanstieg des japanischen Nikkei 225 fiel mit 4,2% sogar noch höher aus, obwohl der Index bis Mitte April zunächst deutliche Kursverluste verzeichnet hatte. Der britische Leitindex FTSE 100 musste zu Beginn des zweiten Quartals ebenfalls Kursrückgänge hinnehmen, konnte diese jedoch rasch wieder wettmachen; insgesamt stieg er im Berichtszeitraum um 0,9%. Noch verhaltener war die Entwicklung im Euroraum. Der marktweite Euro-Stoxx-Index konnte seine zwischenzeitlich deutlichen Kursgewinne nicht ganz halten und schloss den Berichtszeitraum mit einem Kurszuwachs von 0,8% ab. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis hat sich leicht ermäßigt, liegt aber weiterhin über dem durchschnittlichen Wert der letzten fünf Jahre. Kursverluste musste mit –1,1% der deutsche CDAX-Index hinnehmen, wobei hier sektorspezifische Einflüsse und vermutlich auch der starke Euro eine maßgebliche Rolle spielten.



Maßgeblich für die negative Aktienkursentwicklung in Deutschland war vor allem der Automobilsektor, der im internationalen Vergleich einen relativ hohen Anteil am Gesamtmarkt ausmacht. Neben dem Abgasskandal, der die gesamte Branche belastete, sahen sich deutsche Unternehmen zuletzt mit Kartellvorwürfen konfrontiert. Angesichts drohender Strafzahlungen und Schadenersatzforderungen fielen die Aktienkurse deutscher Automobilhersteller teils kräftig.

Sektorspezifische Einflüsse: Automobilbranche unter Druck, ...

Im Gegensatz dazu konnten weltweit Banktitel durch die Aussicht auf höhere Dividendenausüttungen und eine auf mittlerer Frist verbes-

... Bankaktien hingegen im Aufwind

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2016		2017	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj. p)	
I. Leistungsbilanz	+ 70,0	+ 65,8	+ 54,6	
1. Warenhandel ¹⁾	+ 77,9	+ 67,2	+ 67,2	
2. Dienstleistungen ²⁾	- 4,0	- 3,3	- 4,1	
3. Primäreinkommen	+ 0,6	+ 15,9	+ 4,2	
4. Sekundäreinkommen	- 4,4	- 14,0	- 12,8	
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 1,1	+ 0,5	+ 0,0	
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 62,6	+ 64,4	+ 61,5	
1. Direktinvestition	- 21,2	+ 20,3	+ 12,6	
Inländische Anlagen im Ausland	+ 6,1	+ 49,0	+ 22,6	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 27,3	+ 28,7	+ 10,0	
2. Wertpapieranlagen	+ 67,5	+ 51,7	+ 25,6	
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 33,6	+ 31,0	+ 20,4	
Aktien ³⁾	+ 4,8	+ 5,5	- 2,4	
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 8,0	+ 16,9	+ 4,4	
darunter:				
Geldmarktfondsanteile	- 1,3	+ 6,3	- 4,4	
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 25,6	+ 5,3	+ 19,1	
darunter:				
denominiert in Euro ⁶⁾	+ 17,2	+ 6,0	+ 13,1	
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 4,7	+ 3,2	- 0,6	
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 33,9	- 20,8	- 5,2	
Aktien ³⁾	- 5,6	+ 1,5	- 2,4	
Investmentfondsanteile	- 1,7	+ 0,1	- 1,4	
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 34,2	- 12,5	+ 0,2	
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	- 39,5	- 21,2	- 2,2	
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 7,6	- 9,9	- 1,6	
3. Finanzderivate ⁹⁾	+ 4,2	+ 0,0	+ 2,6	
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	+ 11,5	- 7,3	+ 20,3	
Monetäre				
Finanzinstitute ¹¹⁾	- 30,1	- 35,0	- 7,7	
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	+ 2,6	- 13,0	+ 4,3	
Staat	- 6,9	- 1,7	- 1,8	
Bundesbank	+ 45,8	+ 42,5	+ 25,6	
5. Währungsreserven ¹³⁾	+ 0,8	- 0,4	+ 0,4	
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹⁴⁾	- 8,5	- 1,9	+ 6,9	

¹ Ohne Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. ² Einschl. Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. ³ Einschl. Genussscheine. ⁴ Einschl. reinvestierter Erträge. ⁵ Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. ⁶ Einschl. noch ausstehender DM-Auslandsanleihen. ⁷ Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit bis zu einem Jahr. ⁸ Einschl. Anleihen der früheren Bundesbahn, der früheren Bundespost und der früheren Treuhandanstalt. ⁹ Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktienoptionen. ¹⁰ Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. ¹¹ Ohne Bundesbank. ¹² Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck. ¹³ 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

serte Ertragslage überwiegend Kursgewinne verbuchen. Der Kurszuwachs von 1,2% in den USA wurde von Bankaktien diesseits des Atlantiks noch übertroffen. Der britische Bankensektor legte um 4,8% zu, Bankaktien im Euroraum stiegen um insgesamt 5,4%. Unter den Ländern des Euroraums lag der Kursanstieg bei portugiesischen, italienischen und französischen Banktiteln sogar im zweistelligen Prozentbereich. Ausschlaggebend für diese überdurchschnittliche Kursentwicklung dürfte gewesen sein, dass mit der Übernahme beziehungsweise Abwicklung dreier Banken in Spanien und Italien Unsicherheit aus dem Markt genommen wurde.

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im zweiten Vierteljahr verhalten. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für 1 Mrd €. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt sank im gleichen Zeitraum um 2½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere von inländischen Kreditinstituten (3 Mrd €), die per saldo von ausländischen in inländische Aktien umschichteten. Hingegen trennten sich sowohl heimische Nichtbanken (2 Mrd €) als auch ausländische Investoren (2½ Mrd €) von hiesigen Dividendenwerten.²⁾

Mittelaufnahme am Aktienmarkt und Aktien-erwerb

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtsquartal einen Mittelzufluss in Höhe von 17 Mrd €, nach einem Aufkommen von 29½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Neue Mittel kamen sowohl den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds (9½ Mrd €) als auch den Publikumsfonds (7½ Mrd €) zugute. Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds (6½ Mrd €), aber auch Aktienfonds, Offene Immobilienfonds (je 3 Mrd €) und Dachfonds (2½ Mrd €) neue Anteile unterbringen. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften konnten im zweiten Quartal 2017 im Ergebnis neue Mittel für 4½ Mrd € akquirieren. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteil-

Absatz und Erwerb von Investment-zertifikaten

² Zu den Direktinvestitionen siehe S. 51.

scheine für 21½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Inländische Kreditinstitute erwarben Investmentzertifikate für 1½ Mrd €, während ausländische Investoren Anteilscheine für 1½ Mrd € veräußerten.

■ Direktinvestitionen

*Kapitalexporte
im Bereich
der Direkt-
investitionen*

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im zweiten Quartal 2017 per saldo Mittelabflüsse im Umfang von 25½ Mrd € verzeichnete, ergaben sich auch im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 12½ Mrd €.

*Heimische
Direkt-
investitionen
im Ausland*

Die Direktinvestitionen deutscher Unternehmen im Ausland beliefen sich von April bis Juni 2017 per saldo auf 22½ Mrd €. Heimische Investoren stockten ihr Beteiligungskapital um insgesamt 16 Mrd € auf. Dies erfolgte zu gleichen Teilen in Form von Beteiligungskapital im engeren Sinne und durch reinvestierte Gewinne (jeweils 8 Mrd €). Deutsche Unternehmen erhöhten zudem ihre Forderungen aus konzerninternen

Kreditlen (6½ Mrd €). Dabei stand der Ausweitung von Finanzkrediten in Höhe von 7½ Mrd € ein Abbau von Handelskrediten um 1 Mrd € entgegen. Zu wichtigen Zielländern für deutsche Direktinvestitionen im Ausland gehörten im zweiten Quartal 2017 die Niederlande (6½ Mrd €), die Vereinigten Staaten von Amerika (3½ Mrd €) und Luxemburg (3 Mrd €). Dagegen wurden aus China Direktinvestitionsmittel in Höhe von 2½ Mrd € abgezogen.

Ausländische Unternehmen erhöhten in den Monaten April bis Juni 2017 ihr Engagement in Deutschland um 10 Mrd €, und zwar ausschließlich über die konzerninterne Kreditvergabe. Ausschlaggebend hierbei waren Finanzkredite von ausländischen Tochtergesellschaften an ihre inländischen Muttergesellschaften. Regional betrachtet flossen deutschen Unternehmen Direktinvestitionsmittel in größerem Umfang aus den Niederlanden (5½ Mrd €) und dem Vereinigten Königreich zu (2 Mrd €). Dagegen zogen Investoren aus Italien Kapital aus Deutschland ab (2 Mrd €).

*Ausländische
Direkt-
investitionen in
Deutschland*