

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

*Nachlassende
Unsicherheit
beruhigt
Finanzmärkte*

Die internationalen Finanzmärkte standen seit Beginn des Jahres 2017 im Spannungsfeld einer grundsätzlich gefestigten Weltkonjunktur einerseits und volatiler politischer Einflussfaktoren andererseits. Insbesondere im Vorfeld der französischen Präsidentschaftswahlen stieg die Unsicherheit an den Märkten vorübergehend spürbar an und führte zu einer verstärkten Nachfrage nach sicheren Anlagen sowie zwischenzeitlichen Kurseinbußen an den europäischen Aktienmärkten. Die Sorgen der Marktteilnehmer zerstreuten sich jedoch unmittelbar nach dem Bekanntwerden der Ergebnisse des ersten Wahlgangs rasch wieder. Im Anschluss verzeichneten die Aktienmärkte kräftige Kursgewinne, die von ansteigenden Renditen beispielsweise zehnjähriger Bundesanleihen begleitet wurden. Dagegen sind die Renditen langfristiger US-Treasuries im Berichtszeitraum per saldo gesunken, obwohl die US-Notenbank ihren Leitzins im März erneut angehoben hat. Offenbar führte eine skeptischere Einschätzung der Marktteilnehmer mit Blick auf die Umsetzung der wirtschaftspolitischen Maßnahmen in den USA, deren Ankündigung zuvor für einen Zinsauftrieb an den Märkten gesorgt hatte, nun zu abnehmenden Terminprämien. Hierzu passt, dass auch die marktbasiertere Termininflation zum Ende des Berichtszeitraums nachgaben. An den Devisenmärkten verschob sich die Markteinschätzung mit dem Abklingen der politischen Unsicherheit in Europa zugunsten des Euro. Im Ergebnis wertete er gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner seit Jahresbeginn um 2% auf.

■ Wechselkurse

*Euro gewinnt
gegenüber
US-Dollar per
saldo an Wert*

Der Euro-Dollar-Kurs hat sich seit Jahresbeginn per saldo deutlich gefestigt. Allerdings unterlag er im Verlauf der letzten Monate spürbaren Schwankungen, die maßgeblich auf sich

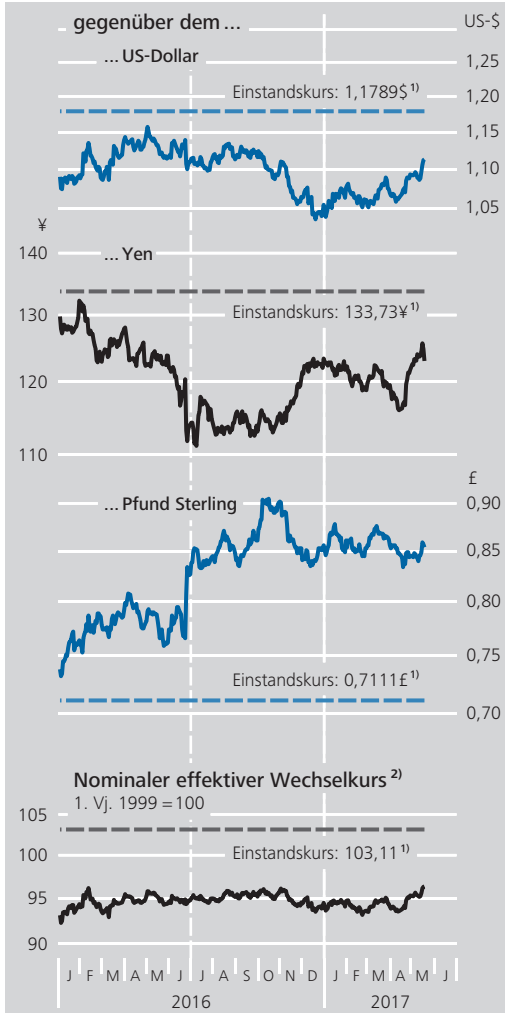
ändernde Erwartungen über die weitere geldpolitische Ausrichtung dies- und jenseits des Atlantiks und den Ausgang der Präsidentschaftswahlen in Frankreich sowie zuletzt die innenpolitischen Entwicklungen in den Vereinigten Staaten zurückzuführen waren. Nachdem der Euro zu Beginn des Jahres mit unter 1,04 US-\$ noch nahe seines Tiefstands seit 2003 notiert hatte, erholte er sich unter dem Einfluss robuster Wirtschaftsdaten und eines spürbaren Anstiegs der Inflationsrate im Euroraum zunächst deutlich. Hinzu kam, dass die US-Notenbank den Zeitpunkt der nächsten Leitzinserhöhung in den Vereinigten Staaten in der Sitzung des Offenmarktausschusses Anfang Februar nicht konkretisierte und Zweifel aufkamen, ob US-Präsident Trump seine Pläne zu umfangreichen Steuersenkungen und weiteren konjunkturstimulierenden Maßnahmen rasch umsetzen könne. Dies schwächte den US-Dollar auf breiter Basis, wovon auch der Euro profitierte.

In den darauffolgenden Wochen rückten jedoch die Präsidentschaftswahlen in Frankreich und die mit ihrem Ausgang einhergehenden politischen Risiken für den Euroraum in den Fokus der Marktteilnehmer. Neben der Sorge vor einem Wahlsieg eines eurokritischen Kandidaten lastete in dieser Phase eine sich abzeichnende US-Leitzinserhöhung bereits im März 2017 auf dem Euro-Dollar-Kurs. Als die US-Notenbank den Leitzins im März tatsächlich erhöhte, sich aber bezüglich des künftigen geldpolitischen Kurses zurückhaltender als von einigen Marktteilnehmern erwartet äußerte, stützte dies die Gemeinschaftswährung. Ebenfalls gestärkt wurde der Euro durch den Ausgang der Parlamentswahl in den Niederlanden sowie günstigere Konjunkturaussichten für den Euroraum. Insgesamt stieg in diesem Zeitraum in den Augen einiger Marktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit, die EZB könne möglicherweise früher als erwartet auf einen weniger expansiven geldpolitischen Kurs umschwenken.

*Euro-Dollar-Kurs
von Erwartungen über
Geldpolitik und
Ausgang der
französischen
Präsidentschafts-
wahlen
bestimmt*

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

Als die Inflationsrate im Euroraum für den Monat März jedoch wieder zurückging und die EZB signalisierte, am aktuellen geldpolitischen Kurs festhalten zu wollen, gab die Gemeinschaftswährung einen Großteil der zwischenzeitlich verzeichneten Gewinne wieder ab.

Für einen deutlichen Anstieg des Euro-Dollar-Kurses sorgte indes der Ausgang der ersten Runde der französischen Präsidentschaftswahlen am 23. April 2017, da durch diesen nach Ansicht der Marktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit für einen Wahlsieg eines gemäßigten Kandidaten gestiegen war. Zwar führte der Wahlausgang selbst unmittelbar zu keinen weiteren

Ausgang der ersten Runde der Präsidentschaftswahlen in Frankreich sorgt für Kurssprung des Euro

Kursgewinnen. In der Folgezeit verliehen aber erneut robuste Wirtschaftsdaten aus dem Euro-Raum und die zunehmend angespannte innenpolitische Lage in den Vereinigten Staaten dem Euro-Dollar-Kurs weiteren Auftrieb. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 1,11 US-\$. Er lag damit 5,6% über dem Stand von Ende 2016.

Gegenüber dem Yen notierte der Euro im Vergleich zum Jahresbeginn hingegen nahezu unverändert. Allerdings wurde die Entwicklung der Gemeinschaftswährung gegenüber dem Yen, der üblicherweise besonders sensibel auf Änderungen in der Risikowahrnehmung und -neigung der Marktteilnehmer reagiert, noch stärker als gegenüber dem US-Dollar von wechselnden Erwartungen im Hinblick auf den Ausgang der französischen Präsidentschaftswahlen beeinflusst. Während der Euro gegenüber dem Yen von Jahresbeginn bis unmittelbar vor der ersten Runde der Präsidentschaftswahlen – auch unter dem Einfluss geopolitischer Unsicherheit – mehr als 5% an Wert einbüßte, konnte er seine Verluste seitdem binnen kurzer Zeit weitgehend wettmachen. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 123 Yen und damit 0,3% schwächer als Ende Dezember 2016.

Euro-Yen-Kurs per saldo nahezu unverändert

Die Entwicklung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling wurde neben der politischen Unsicherheit im Zusammenhang mit der französischen Präsidentschaftswahl weiterhin maßgeblich von Entwicklungen rund um den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU geprägt. Zwar baute der Euro Anfang des Jahres seine hohen Gewinne seit dem überraschenden Ausgang des Referendums zunächst noch weiter aus, weil Marktteilnehmer befürchteten, die britische Regierung strebe einen „harten Brexit“ an. Allerdings kehrte sich die Kursentwicklung nach einer Grundsatzrede der britischen Premierministerin, in der sie erklärt hatte, an Freihandelsabkommen arbeiten zu wollen, um. Die überwiegend robusten Wirtschaftsdaten aus dem Euroraum und die überraschende Ankündigung, die Parlamentswahlen

Euro gegenüber dem Pfund Sterling nach deutlichen Gewinnen im Vorjahr seit Jahresbeginn per saldo ebenfalls nahezu unverändert

im Vereinigten Königreich auf den 8. Juni vorzuziehen, dämpften den Rückgang des Euro-Pfund-Kurses. Zum Ende der Berichtsperiode lag der Euro bei einem Kurs von 0,85 Pfund Sterling und damit 0,3% unter dem Wert vom Ende des Vorjahres.

Tschechische Notenbank gibt Wechselkurs als zusätzliches geldpolitisches Instrument auf

Die tschechische Notenbank hob den seit mehr als drei Jahren bestehenden Mindestkurs der tschechischen Krone zum Euro Anfang April auf. Seitdem ist es allerdings nur zu leichten Kursverlusten des Euro gegenüber der tschechischen Krone gekommen.

Effektiver Euro mit Kursgewinnen

Im Ergebnis wertete der Euro gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner im Berichtszeitraum um 2,0% auf. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem Euroraum verschlechterte sich durch die Aufwertung etwas; gemessen am langfristigen Durchschnitt ist die Wettbewerbsposition aber nach wie vor als neutral einzustufen.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Internationale Staatsanleiherenditen entwickeln sich uneinheitlich

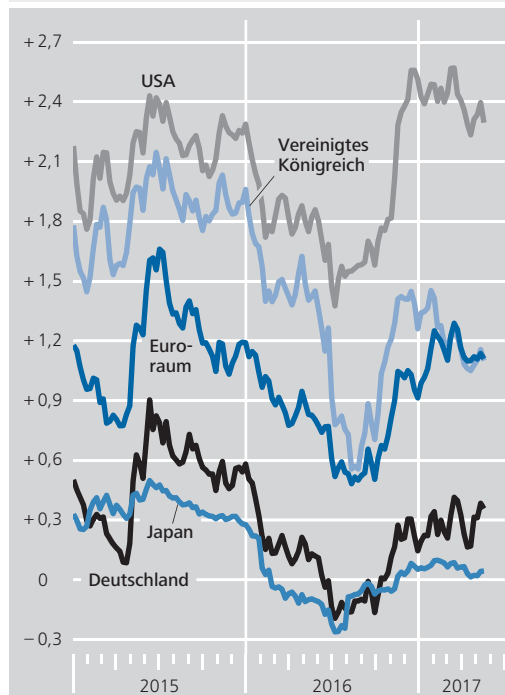
Die Renditen von Staatsanleihen entwickelten sich seit dem Jahreswechsel uneinheitlich. Während sie im Euroraum im BIP-gewichteten Durchschnitt stiegen, gaben sie in den USA und im Vereinigten Königreich nach. Japanische Renditen blieben im Ergebnis unverändert.

Zinsen von Bundeswertpapieren leicht gestiegen

Die Renditen zehnjähriger Bundeswertpapiere stiegen seit Ende des vergangenen Jahres um +15 Basispunkte auf 0,30%. Dieser Anstieg erklärt sich zum Teil als Gegenreaktion zu dem Verfall der Renditen im Dezember 2016. Damals hatte nicht zuletzt eine ultimobedingt erhöhte Nachfrage nach sicheren Wertpapieren zu dem sehr niedrigen Renditeniveau in Deutschland beigetragen. Zudem klangen zwischenzeitliche Safe-Haven-Flüsse im Zusammenhang mit den französischen Präsidentschaftswahlen rasch wieder ab. So lagen die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen am Montag nach dem ersten Wahlgang 8 Basispunkte über dem Wert vom

Renditen*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Wochendurchschnitte



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

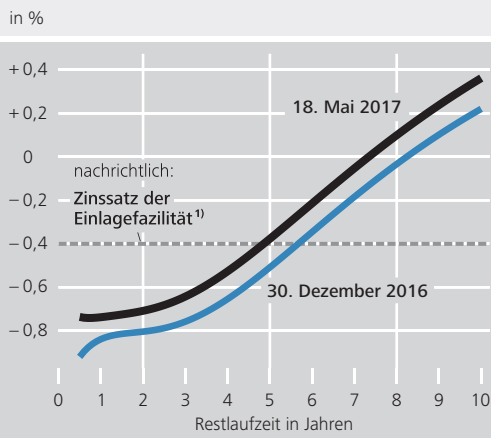
vorhergehenden Freitag. Schließlich dürften die EZB-Ratsbeschlüsse vom Dezember eine Rolle gespielt haben, die im Ergebnis zu geringeren Käufen im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPPP) im längeren Segment der Zinsstrukturkurve führten.¹⁾

Die Steigung der aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleiteten Zinsstrukturkurve hat sich im Ergebnis etwas erhöht. Allerdings waren die Renditen aller Laufzeiten zuletzt höher als im Dezember, sodass sich die gesamte Zinsstrukturkurve nach oben verschoben hat. Zuletzt lagen die Renditen nur noch bis in den vierjährigen Laufzeitbereich unter dem Satz der Einlagefazilität und waren bis zu einer Restlaufzeit von sieben Jahren negativ. Die Terminprämie, die bei längerfristigen Anleihen die Anleger

Zinsstrukturkurve nach oben verschoben

¹ Siehe: Deutsche Bundesbank, Finanzmärkte, Monatsbericht, Februar 2017, S. 41.

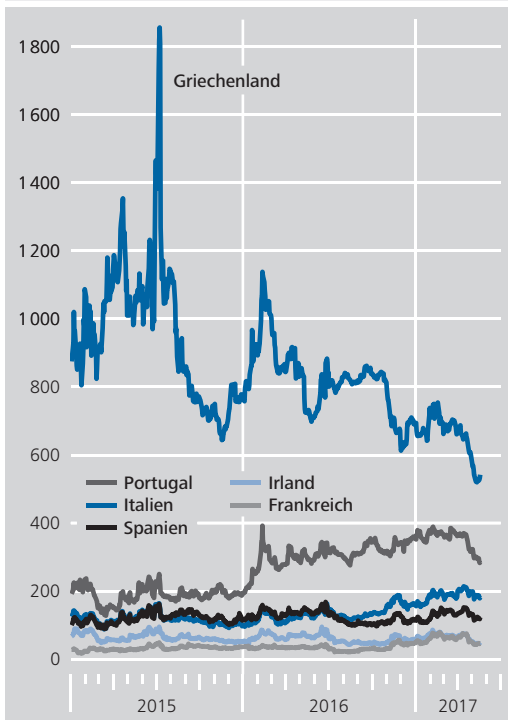
Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt^{*)}



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

Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. Deutsche Bundesbank

für die Übernahme von Zinsänderungsrisiken kompensiert, lag über dem durchschnittlichen Niveau des letzten Jahres.

Innerhalb des Euro-Währungsgebiets haben sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen unterschiedlich entwickelt. Im BIP-gewichteten

Renditedifferenzen innerhalb des Euroraums uneinheitlich

Durchschnitt ist die Zinsdifferenz gegenüber Bundesanleihen nahezu unverändert (+1 Basispunkt). Dabei war die Entwicklung in den einzelnen Ländern nicht zuletzt von politischen Faktoren bestimmt. So hatten die Marktteilnehmer im Vorfeld der französischen Präsidentschaftswahlen für die Anlage in französischen Staatsanleihen höhere Risikoaufschläge verlangt, die anschließend aber rasch wieder merklich zurückgingen, sodass im Ergebnis der Spread französischer Anleihen zu Bundesanleihen seit Ende 2016 gesunken ist (-2 Basispunkte). Die Renditen griechischer Staatsanleihen gaben zuletzt deutlich nach, nachdem sich in den Verhandlungen mit den Gläubigern über notwendige Reformen und die Auszahlung weiterer Hilfskredite eine Einigung abzeichnete. Portugiesische Anleihen profitierten davon, dass eine der vier im Euroraum zugelassenen Ratingagenturen ihnen weiterhin den Status des Investment-Grades bestätigte. Außerdem hat die portugiesische Zentralbank mit dem Verkauf der Mehrheit an der Novo Banco an ein US-amerikanisches Finanzinstitut einen weiteren Schritt zur Neuordnung des Bankensektors unternommen. Auf der anderen Seite haben sich in einigen anderen Ländern die Renditedifferenzen zu Bundesanleihen ausgeweitet. Dies gilt insbesondere für Italien, wo die Renditen nach Rating-Herabstufungen von zwei Agenturen im Januar und April 2017 angestiegen sind (+21 Basispunkte).

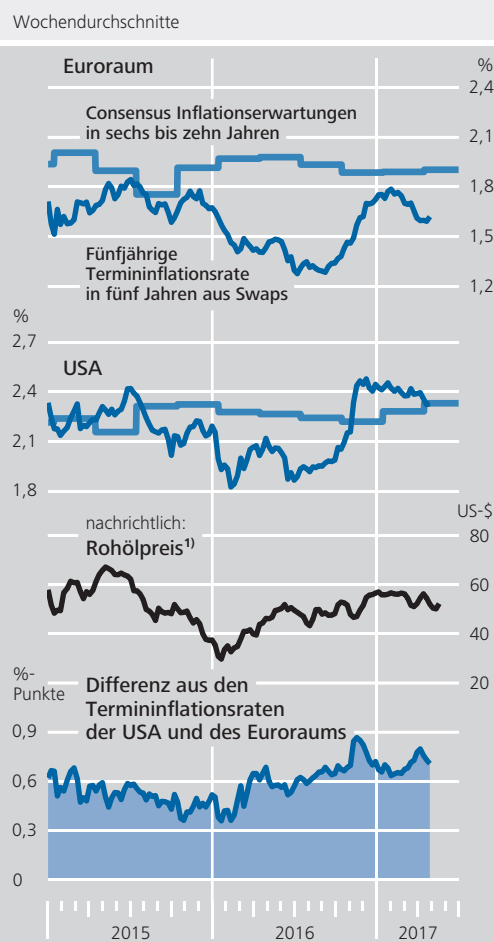
Im Gegensatz zur Entwicklung im Euroraum und in Deutschland sind in den USA die langfristigen Renditen verglichen mit Ende 2016 gesunken, obwohl die Federal Reserve im März zum dritten Mal seit Dezember 2015 ihren Leitziens um 0,25 Basispunkte erhöhte. Der Rückgang der langfristigen US-Renditen lässt sich im Ergebnis vollständig durch niedrigere Terminprämien erklären. Diese waren im vierten Quartal 2016 infolge höherer Inflationserwartungen und verbesserter Konjunkturerwartungen nach der US-Präsidentschaftswahl allerdings deutlich angestiegen. Der Rückgang der Terminprämien im Quartalsverlauf deutet auf eine Korrektur möglicherweise überzogener Erwartungen hin.

Zehnjährige japanische Staatsanleihen rentieren mit 0,05% im Ergebnis unverändert; sie lagen damit im Zielbereich der Zinsstrukturkurvensteuerung der japanischen Zentralbank. Im Vereinigten Königreich sind die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen dagegen gesunken (– 18 Basispunkte auf 1,06%). Am 29. März 2017 hat Großbritannien den Austritt aus der EU beantragt, für Juni sind Neuwahlen zum Unterhaus angekündigt. Ein weniger optimistischer Konjunkturausblick für das laufende Jahr und auch Sorgen der Marktteilnehmer über den Verlauf der EU-Austrittsverhandlungen dürften zu dem Renditerückgang beigetragen haben.

Termininflationsraten gesunken

Nachdem die marktbasieren Inflationserwartungen seit den Herbstmonaten bis in den Februar hinein kontinuierlich angestiegen waren, gaben sie anschließend leicht nach. Die aus Swappraten für den Euroraum abgeleitete fünfjährige Termininflationsrate beginnend in fünf Jahren lag bei Abschluss dieses Berichts mit 1,61% 12 Basispunkte unter dem Jahresendwert. Globale Faktoren wie die gesunkenen Preise für Rohöl und andere Rohstoffe könnten zu den niedrigeren Inflationserwartungen beigetragen haben, zumal auch die US-Termininflationsrate zum Ende des Berichtszeitraums niedriger lag als Ende 2016 (– 19 Basispunkte auf 2,24%). Die von Consensus Economics aus Umfragen ermittelten Inflationserwartungen in sechs bis zehn Jahren betragen zuletzt 1,9% im Euroraum und 2,3% in den USA. Die Differenz zwischen markt- und umfragebasierten Inflationserwartungen ist damit für den Euroraum leicht negativ. Ursache für diese Abweichung dürfte vor allem die Präferenz der Marktteilnehmer für liquide nominale Anlagen sein, zumal die Deflationssorgen gering blieben: Die aus Inflationsoptionen abgeleiteten marktimpliziten Wahrscheinlichkeiten für negative Inflationsraten in fünf bis zehn Jahren sind nahezu unverändert gegenüber den niedrigen Werten von Ende 2016. Auch Umfragen der EZB (Survey of Professional Forecasters) deuten keine höhere Wahrscheinlichkeit für Deflation an.

Termininflationsraten¹⁾ und -erwartungen im Euroraum und in den USA



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 Euroraum 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

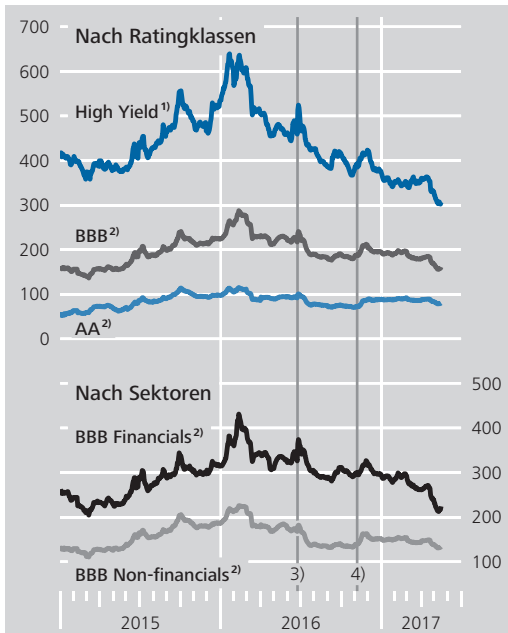
Die Finanzierungsbedingungen am Markt für europäische Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB haben sich im Berichtszeitraum in den einzelnen Sektoren unterschiedlich entwickelt. Auf der einen Seite verzeichneten Anleihen des nichtfinanziellen Sektors trotz des Ankaufprogramms des Eurosystems für Unternehmensanleihen im Ergebnis keinen weiteren Renditerückgang.²⁾ Entsprechende sieben- bis

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen weiterhin sehr günstig

² Im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP) werden vom Eurosystem Schuldtitel nichtfinanzieller Unternehmen mit guter Kreditwürdigkeit erworben. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzmärkte, Monatsbericht, August 2016, S. 44 f.

Renditespreads von Unternehmensanleihen im Euroraum^{*)}

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. * Im Vergleich zu Bundeswertpapieren mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit. **1** Merrill Lynch-Index über alle Laufzeiten. **2** Jeweils iBoxx-Indizes mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit. **3** Brexit-Referendum. **4** US-Präsidentenwahl.

Deutsche Bundesbank

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2016		2017
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	54,8	17,9	60,7
Kreditinstitute	5,5	-19,6	-20,7
darunter:			
ausländische			
Schuldverschreibungen	10,2	-5,3	-8,1
Deutsche Bundesbank	38,3	49,5	52,6
Übrige Sektoren	10,9	-12,1	28,8
darunter:			
inländische			
Schuldverschreibungen	-13,1	-1,5	14,0
Ausländer	8,9	-57,6	-22,9
Aktien			
Inländer	8,1	2,3	14,8
Kreditinstitute	-9,4	1,8	2,1
darunter:			
inländische Aktien	-6,9	3,5	0,5
Nichtbanken	17,5	0,5	12,7
darunter:			
inländische Aktien	8,6	-8,4	6,7
Ausländer	-1,4	6,6	1,6
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	27,1	33,8	21,4
Anlage in Publikumsfonds	5,7	6,0	7,9
darunter:			
Aktienfonds	-0,9	3,4	1,4

Deutsche Bundesbank

zehnjährige Anleihen rentierten bei Abschluss dieses Berichts auf dem Niveau von Ende 2016 (1,5%). Auf der anderen Seite verringerten sich die Renditen laufzeitgleicher Anleihen von Finanzunternehmen um mehr als ½ Prozentpunkt und erreichten ein Niveau von 2,4%, das zuletzt im Frühjahr 2015 beobachtet worden war. Da die Renditen von Bundstiteln im gleichen Laufzeitbereich gestiegen sind, engten sich die Renditeaufschläge finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmensanleihen um 67 beziehungsweise 15 Basispunkte ein. Verglichen mit ihren Fünfjahresmitteln sind die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen damit weiterhin sehr günstig.

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im ersten Quartal 2017 auf 333 Mrd €; es lag somit deutlich über dem Wert des Vorquartals (231½ Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis 29 Mrd € emittiert. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 8½ Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 38 Mrd €.

Gestiegener Nettoabsatz am Rentenmarkt

Die inländischen Kreditinstitute nutzten die günstigen Finanzierungsbedingungen und emittierten im ersten Quartal 2017 neue Anleihen für netto 25½ Mrd €. Dabei wurden Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von 11 Mrd € emittiert, aber auch flexibel gestaltbare sonstige Bankschuldverschreibungen (9 Mrd €) sowie Hypothekendarlehen (5 Mrd €).

Deutlich gestiegene Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute

Inländische Unternehmen begaben im Berichtsquartal Schuldverschreibungen für per saldo 6½ Mrd € und damit ein größeres Volumen als im Vorquartal. Dabei handelte es sich im Ergebnis weit überwiegend um Titel mit Laufzeiten von unter einem Jahr. Die Emissionen sind im Ergebnis allein auf nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen, während Sonstige Finanzinstitute Anleihen netto tilgten. Die

Nettoemissionen von Unternehmensanleihen

Nettoemissionen des nichtfinanziellen Sektors dürften dabei auch im Zusammenhang mit den Käufen des Eurosystems im Rahmen des CSPP stehen, die eine kontinuierliche Nachfrage nach Unternehmensanleihen bedeuten.

Verringerte Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand

Vor dem Hintergrund der günstigen Haushaltslage verminderte die öffentliche Hand im ersten Quartal 2017 dagegen erneut ihre Kapitalmarktverschuldung, und zwar um netto 3 Mrd €, nachdem diese im letzten Quartal 2016 bereits um 15 Mrd € zurückgegangen war. In diesen Zahlen sind auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zugerechnet werden. Der Bund selbst tilgte vor allem unverzinsliche Bubills (9 Mrd €) sowie Bundesobligationen (8 Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von zehn- und 30-jährigen Anleihen (je 5 1/2 Mrd €) gegenüber. Die Länder und Gemeinden tilgten im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 1 1/2 Mrd €.

Erwerb von Schuldverschreibungen

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt trat im ersten Quartal 2017 vor allem die Bundesbank in Erscheinung, die insbesondere im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems Rentenwerte für netto 52 1/2 Mrd € in ihr Portfolio aufnahm. Dabei handelte es sich weit überwiegend um Titel der öffentlichen Hand. Inländische Nichtbanken erwarben Rentenwerte für per saldo 29 Mrd €. Hingegen trennten sich gebietsfremde Investoren und heimische Kreditinstitute von Schuldverschreibungen in Höhe von netto 23 Mrd € beziehungsweise 20 1/2 Mrd €.

Kursgewinne an den Aktienmärkten

An den internationalen Aktienmärkten sind die Bewertungen im Berichtszeitraum per saldo gestiegen. Dabei verzeichneten die Dividendenwerte europäischer und US-amerikanischer Unternehmen im Ergebnis kräftigere Kurszuwächse als japanische Aktien. Gestützt wurden die Aktienmärkte beiderseits des Atlantiks in den Frühjahrsmonaten zunächst durch sich aufhellende globale Konjunkturaussichten. Zwei Einflüsse trübten dieses Bild seit März 2017 jedoch ein: Zum einen wich der Optimismus der



Marktteilnehmer hinsichtlich der Umsetzung der durch die neue US-Regierung angekündigten wirtschafts- und fiskalpolitischen Stimuli. Begleitet von leicht nach unten revidierten US-Wachstumserwartungen für das laufende Jahr (Consensus Forecast) kam der Kursanstieg von US-Aktien im März vorübergehend zum Erliegen. Der von der US-amerikanischen Notenbank vorgenommene Zinsschritt hatte hingegen nur einen leicht dämpfenden Einfluss auf die Aktienmarktentwicklung, da er zuvor an den Märkten weitgehend eingepreist war.

Zum anderen nahm die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Kursentwicklung

*Politische
Unwägbarkeiten
beherrschen den
Aktienmarkt
vorübergehend*

– gemessen anhand der aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten von Aktienindizes – im Vorfeld der französischen Präsidentschaftswahlen beiderseits des Atlantiks zeitweilig zu. Als es nach Bekanntwerden der Ergebnisse des ersten Wahlgangs zu einer spürbaren Marktberuhigung kam, zogen die Aktienkurse weltweit deutlich an. Verbunden mit der zurückgebildeten Kursunsicherheit reflektierten die Aktienmärkte danach eine gewachsene Zuversicht der Marktteilnehmer über die weitere konjunkturelle Entwicklung. So haben sich Umfragen (Consensus Forecast) zufolge im Mai die Wachstumserwartungen für den Euroraum für das Jahr 2018 nach oben verschoben.

Gegenüber Dezember 2016 erzielte der CDAX Kursgewinne von 8,1%. Insgesamt gewann der marktweite Euro Stoxx im Berichtszeitraum 9,3% an Wert und legte somit stärker zu als der US-amerikanische S&P 500 (5,7%). Gleichwohl kletterte der S&P 500 zwischenzeitlich auf ein neues Allzeithoch. Zudem wurden die auf Jahresfrist von Analysten erwarteten Gewinne pro Aktie für Unternehmen im Euro Stoxx und im S&P 500 um 6,0% beziehungsweise 3,8% nach oben revidiert. Daran gemessen haben sich die Bewertungsniveaus des Euro Stoxx und des S&P 500 weiter erhöht.

*Sektorspezifische
Einflüsse:
Energie-
unternehmen
schlechter, ...*

Neben den globalen konjunkturellen Bestimmungsfaktoren und politischen Risiken waren die Aktienmärkte unterschiedlichen sektorspezifischen Einflüssen ausgesetzt. So haben sich mit dem seit Jahresbeginn im Ergebnis gesunkenen Ölpreis auch die Notierungen von Energieunternehmen anders als im Jahr 2016 deutlich schwächer als der Gesamtmarkt entwickelt. US-amerikanische Energieunternehmen verloren seit Jahresbeginn rund 11,3% ihres Börsenwerts. Gleichzeitig wurden europäische Öl- und Gasunternehmen um etwa 0,9% niedriger bewertet.

*... Bankaktien
besser als der
Gesamtmarkt*

Besser als die Dividendenwerte im Energiesektor präsentierten sich die Bankaktien. Diesseits des Atlantiks legten ihre Notierungen im Ergebnis deutlich zu (12,6%). Damit übertraf der

europäische Bankensektor den Anstieg des Gesamtmarkts. Getragen wurde der Kursanstieg wohl vor allem von der Aussicht auf eine verbesserte Ertragslage, die ihrerseits durch das günstigere Konjunkturbild und die jüngste Marktberuhigung befördert worden sein dürfte. Demgegenüber blieben die Aktien von US-Banken, deren Kurse allerdings im Herbst 2016 kräftig gestiegen waren, mit einem Kursrückgang von 1,9% deutlich hinter der Entwicklung des amerikanischen Gesamtmarkts zurück. Unter den Ländern des Euro-Währungsgebiets konnten vor allem spanische und italienische Banken profitieren. Die unterschiedliche Neubewertung der Banken dies- und jenseits des Atlantiks tritt auch in fundamentaler Hinsicht zutage, wenn Analystenschätzungen über die weitere Gewinnentwicklung zugrunde gelegt werden: Während die auf 12 Monate erwarteten Gewinne pro Aktie für europäische Banken mit 3,8% deutlich schwächer angestiegen sind als die Aktienkurse, übertraf das Gewinnwachstum in den USA mit 9,4% deutlich die Kursentwicklung der dortigen Banken. Entsprechend hat sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis von US-Banken im Berichtszeitraum erkennbar ermäßigt, während es für europäische Banken angestiegen ist. Ausgehend von deutlichen Unterschieden zu Jahresbeginn haben sich damit die Kurs-Gewinn-Verhältnisse von Banken dies- und jenseits des Atlantiks weitgehend angeglichen.

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt hat sich im ersten Vierteljahr 2017 vor dem Hintergrund der freundlichen Kursentwicklung etwas belebt. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für per saldo 9 Mrd €. Dies ist vor allem auf eine Kapitalerhöhung eines DAX-Unternehmens zurückzuführen. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg im gleichen Zeitraum um 7 ½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere in erster Linie von heimischen Nichtbanken (12 ½ Mrd €). In geringerem Umfang erwarben auch heimische Kreditinstitute und ausländische Investoren Aktien, und zwar für per saldo 2 Mrd € beziehungsweise 1 ½ Mrd €.

*Mittelaufnahme
am Aktienmarkt
und Aktien-
erwerb*

Absatz und
 Erwerb von
 Investment-
 zertifikaten

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 29½ Mrd €, nach einem Aufkommen von 40 Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (21½ Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds und Rentenfonds (je 8½ Mrd €) neue Anteile unterbringen, aber auch Offene Immobilienfonds (5½ Mrd €), Dachfonds (3 Mrd €) und Aktienfonds (2 Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im ersten Quartal 2017 im Ergebnis neue Mittel für 17 Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 43 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Heimische Kreditinstitute erwarben Investmentfondsanteile für 3 Mrd €, während ausländische Investoren im Ergebnis nur marginal am deutschen Markt aktiv waren.

■ Direktinvestitionen

Kapitalexporte
 im Bereich
 der Direkt-
 investitionen

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im ersten Quartal 2017 per saldo Mittelabflüsse im Umfang von 52½ Mrd € verzeichnete, ergaben sich auch im Bereich der Direktinvestitionen in den ersten drei Monaten des Jahres 2017 Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 25 Mrd €.

Heimische
 Direkt-
 investitionen
 im Ausland

Das Direktinvestitionsengagement deutscher Unternehmen im Ausland belief sich von Januar bis März 2017 per saldo auf 47½ Mrd €. Deutsche Unternehmen bauten ihre Forderungen aus konzerninternen Krediten um 31 Mrd € aus. Dabei vergaben sie insbesondere zusätzliche Finanzkredite. Heimische Investoren stockten darüber hinaus ihr Beteiligungskapital um 17 Mrd € auf. Dies erfolgte zum einen in Form von grenzüberschreitend getätigten Neuanlagen, zum anderen durch reinvestierte Gewinne. Zu wichtigen Zielländern für deutsche Direktinvestitionen im Ausland gehörten im ersten Quartal 2017 die Vereinigten Staaten von Amerika (8

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2016		2017
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj. p)
I. Leistungsbilanz	+ 64,3	+ 68,0	+ 65,1
1. Warenhandel ¹⁾	+ 64,1	+ 61,6	+ 66,7
2. Dienstleistungen ²⁾	- 3,4	- 3,1	- 3,3
3. Primäreinkommen	+ 16,9	+ 21,1	+ 15,6
4. Sekundäreinkommen	- 13,4	- 11,6	- 13,9
II. Vermögensänderungsbilanz	- 0,3	+ 0,1	- 0,1
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 36,9	+ 78,9	+ 70,2
1. Direktinvestition	+ 7,3	+ 28,9	+ 24,8
Inländische Anlagen			
im Ausland	+ 27,2	+ 21,4	+ 47,7
Ausländische Anlagen	+ 19,8	- 7,5	+ 22,9
2. Wertpapieranlagen	+ 41,0	+ 51,0	+ 52,3
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 44,2	- 0,6	+ 31,1
Aktien ³⁾	+ 1,1	+ 3,4	+ 5,5
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 9,8	+ 9,9	+ 16,8
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 6,2	+ 2,6	+ 6,3
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 27,7	- 9,7	+ 5,9
darunter:			
denominiert in Euro ⁶⁾	+ 21,2	- 7,7	+ 6,5
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 5,6	- 4,2	+ 2,9
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	+ 3,3	- 51,6	- 21,2
Aktien ³⁾	- 3,0	+ 6,4	+ 1,5
Investmentfondsanteile	- 2,6	- 0,4	+ 0,1
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 8,2	- 29,3	- 13,0
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	- 10,2	- 43,1	- 21,3
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 17,1	- 28,3	- 9,9
3. Finanzderivate ⁹⁾	+ 4,6	+ 13,5	- 0,1
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	- 17,3	- 14,5	- 6,5
Monetäre			
Finanzinstitute ¹¹⁾	- 29,9	+ 22,3	- 34,5
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	- 1,7	- 24,9	- 12,5
Staat	+ 0,1	- 1,8	- 1,9
Bundesbank	+ 14,2	- 10,0	+ 42,5
5. Währungsreserven ¹³⁾	+ 1,2	0,0	- 0,4
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹⁴⁾	- 27,1	+ 10,8	+ 5,2

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 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

*Ausländische
Direkt-
investitionen
in Deutschland*

Mrd €), China (6½ Mrd €) und das Vereinigte Königreich (6 Mrd €).

Ausländische Unternehmen weiteten in den Monaten Januar bis März 2017 ihr Engagement in Deutschland um 23 Mrd € aus. Dies erfolgte überwiegend über konzerninterne Kredite (18 Mrd €). Dabei vergaben zum einen ausländische Eigner und Schwestergesellschaften Mittel an hiesige verbundene Unternehmen, zum anderen räumten Niederlassungen deutscher Kon-

zerne im Ausland ihren heimischen Muttergesellschaften zusätzliche Kredite (sog. „reverse flows“) ein. Darüber hinaus stockten ausländische Investoren ihr Beteiligungskapital in Deutschland auf (um 4½ Mrd €), und zwar insbesondere mittels reinvestierter Gewinne. Regional betrachtet flossen deutschen Unternehmen Direktinvestitionsmittel in größerem Umfang aus Luxemburg (7 Mrd €), den Niederlanden (6½ Mrd €) sowie der Schweiz (3½ Mrd €) zu.