

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Finanzmärkte im Zeichen unterschiedlicher Wachstumsdynamik und geldpolitischer Ausrichtung

Die internationalen Finanzmärkte standen im Frühjahr und in den ersten Sommermonaten im Zeichen eines insgesamt robusten Wirtschaftswachstums, das in den einzelnen Währungsräumen aber unterschiedlich ausgeprägt war. Dies zeigte sich auch in den jeweiligen geldpolitischen Entscheidungen und Erwartungen über die künftige geldpolitische Ausrichtung. So setzte die Federal Reserve ihre Politik fort, den geldpolitischen Zins schrittweise anzuheben. Zudem galten vor dem Hintergrund des soliden Wirtschaftsausblicks zum Ende des Berichtszeitraums zwei Zinsschritte im weiteren Jahresverlauf als das wahrscheinlichste Szenario, nachdem Ende März nur ein Zinsschritt im zweiten Halbjahr 2018 erwartet worden war. Im Euroraum hingegen wurde zuletzt erst für die zweite Jahreshälfte 2019 mit einer ersten Leitzinserhöhung gerechnet. Hierzu trug maßgeblich die als akkomodierend wahrgenommene Kommunikation des EZB-Rats von Mitte Juni bei. Die Ungewissheit darüber, wie sich die Handelskonflikte zwischen den großen Wirtschaftsräumen entwickeln würden, Unsicherheiten über den Kurs der neuen italienischen Regierung sowie die drastische Abwertung der türkischen Lira führten zeitweilig zu „Safe Haven“-Flüssen. Die (implizite) Volatilität an den Finanzmärkten erhöhte sich jeweils punktuell und blieb insgesamt gesehen in der Nähe ihres langfristigen Mittelwerts. Im Ergebnis sanken die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen auf 0,3%, während die Zinsen von laufzeitgleichen US-Staatspapieren auf 2,9% anstiegen. Der Renditeabstand lag mit zeitweilig 260 Basispunkten auf dem höchsten Wert seit Ende der 1980er Jahre. Die BIP-gewichtete Rendite für den Euroraum ohne Deutschland zog – vor allem wegen des Zinsanstiegs italienischer Staatsschuldverschreibungen – auf 1,4% an. Auch die Anleiherenditen von Unternehmen im Euroraum erhöhten sich leicht. Die Aktienmärkte vollzogen die positive konjunkturelle Entwicklung weitgehend

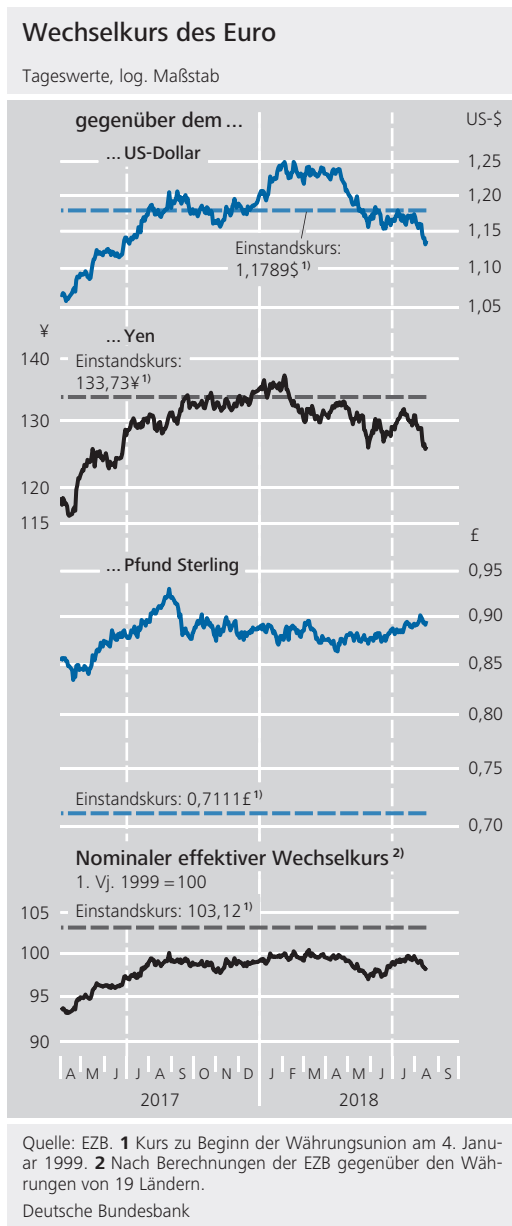
nach, im Euroraum dämpften aber die genannten politischen Unsicherheiten die Kursdynamik. Der Euro gab im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern per saldo etwas nach.

■ Wechselkurse

An den Devisenmärkten entwickelte sich der Wechselkurs des Euro zwischen Ende März und Mitte August uneinheitlich, gegenüber dem US-Dollar verlor der Euro allerdings spürbar an Wert. Bereits Mitte April 2018 hatte er aufgrund der unterschiedlichen konjunkturellen Aussichten dies- und jenseits des Atlantiks begonnen, zur US-Währung abzuwerten. Dieser Kursrückgang des Euro erhielt im Mai im Zusammenhang mit der Unsicherheit darüber, ob eine Regierungsbildung in Italien gelingen würde, einen neuen Schub. Gleichzeitig belastete das Misstrauensvotum gegen den damaligen spanischen Ministerpräsidenten den Euro. So notierte dieser Ende Mai bei 1,16 US-\$ auf dem bis dahin tiefsten Stand seit Juli 2017.

Euro mit Kursverlusten gegenüber US-Dollar ...

Erst als sich eine Regierungsbildung in Italien abzeichnete, begann der Euro einen Teil seiner Kursverluste gegenüber dem US-Dollar wieder auszugleichen. Zudem stärkten ihn überraschend hohe Inflationszahlen für Deutschland und Italien, die offenbar von Marktakteuren als Signale für eine mögliche Rückführung der außerordentlichen geldpolitischen Stimulierung durch das Eurosystem interpretiert wurden. Zusätzlichen Auftrieb erhielt der Euro durch Aussagen aus dem EZB-Rat, die für die geldpolitische EZB-Ratssitzung Anfang Juni eine Diskussion über die Fortsetzung des Anleiheankaufprogramms andeuteten. Die erzielten Kursgewinne bröckelten im Anschluss an die Sitzung jedoch wieder ab: Zwar gab der EZB-Rat einen Zeitplan für das Ende der Netto-Anleihekäufe bekannt. Die Leitzinsen sollen jedoch mindestens über den Sommer 2019 noch auf ihrem aktuellen



Niveau bleiben. Dieser Beschluss kam für viele Marktteilnehmer überraschend und belastete den Euro.

In der Folgezeit bewegte sich der Euro-Dollar-Kurs in einem Bereich zwischen 1,15 US-\$ und 1,18 US-\$. Diesseits des Atlantiks stützten die Einigung über die Auszahlung weiterer Hilfsgelder an Griechenland sowie teils überraschend positive Stimmungsindikatoren die Gemeinschaftswährung. So fielen etwa der Einkaufsmanagerindex für den Euroraum und der ifo-Geschäftsklimaindex der deutschen Wirtschaft unerwartet günstig aus. Dem standen allerdings einige ebenfalls überraschend positive US-Kon-

junkturdaten gegenüber. Zudem festigte der Vorsitzende der Federal Reserve, Powell, in seiner Rede vor dem US-Senat die Erwartungen hinsichtlich weiterer Zinsanhebungen im Jahr 2018. Zum Ende der Berichtsperiode notierte der Euro wieder etwas schwächer bei 1,14 US-\$; er lag damit etwa 7,7% unter seinem Stand von Ende März.

Nach einer Phase nur kleinerer Schwankungen geriet der Euro gegenüber dem Yen im Mai merklich unter Druck. Ausschlaggebend hierfür waren unter anderem die bereits zuvor genannten Veröffentlichungen von überraschend schwachen Konjunkturdaten für den Euroraum sowie die vorübergehende politische Unsicherheit in Italien und Spanien. Ende Mai notierte der Euro bei rund 126 Yen und damit auf dem bis dahin tiefsten Stand seit Juni 2017. Als die politischen Perspektiven in den genannten europäischen Ländern aufklärten und Inflationszahlen für den Euroraum höher ausfielen als erwartet, kehrte sich die Kursbewegung wieder um. Zudem wurden einzelne unerwartet schwache Konjunkturdaten für Japan gemeldet. Sowohl die Entwicklung des Bruttoinlandsprodukts (BIP) im ersten Quartal als auch der Anstieg der Verbraucherpreise im Juni blieben hinter den Erwartungen der Marktteilnehmer zurück. Ende Juli überraschten die geldpolitischen Beschlüsse der Bank von Japan einige Marktteilnehmer, welche offenbar eine weniger expansive Ausrichtung erwartet hatten. Dies stärkte die Gemeinschaftswährung gegenüber dem Yen jedoch nur kurzzeitig. Dazu trug bei, dass die erste Schätzung des japanischen Wirtschaftswachstums im zweiten Vierteljahr höher ausfiel als mehrheitlich erwartet. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 126 Yen 3,9% unter seinem Stand von Ende März.

Von Anfang Mai bis Ende Juni bewegte sich der Wechselkurs des Euro auf einem Niveau zwischen 0,87 und 0,88 Pfund Sterling, ohne dass es bei diesem Währungspaar zu nachhaltigen Kursverschiebungen kam. Ende Juni setzten Aussagen aus der Bank von England, welche die Notwendigkeit höherer Zinsen im Vereinig-

... und Yen, ...

... dagegen mit Gewinnen gegenüber Pfund Sterling

ten Königreich infrage stellten, das Pfund Sterling jedoch unter Druck. Zwar schien die anhaltende Unsicherheit über die Verhandlungen zum Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union den Euro-Pfund-Kurs zunächst nicht nachhaltig zu beeinflussen. Allerdings wertete der Euro weiter auf, als Konjunkturdaten aus dem Vereinigten Königreich Mitte Juli enttäuschten und eine Trennung ohne Abkommen als wahrscheinlicher angesehen wurde. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 0,89 Pfund Sterling und damit 2,3% über seinem Stand von Ende März.

Euro in effektiver Rechnung leicht gesunken

Im Ergebnis verlor der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern, ungeachtet der Kursgewinne gegenüber einzelnen Währungen wie dem Renminbi (+1,2%), per saldo leicht an Wert (-1,2%). Dabei setzte unter anderem der Handelsstreit mit den USA die chinesische Währung unter Druck. Außerhalb des Kreises von 19 Partnerwährungen verzeichnete der Euro erhebliche Wertgewinne gegenüber der türkischen Lira (+ 35,5%). Der Kursverfall der türkischen Währung konnte trotz verschiedener geldpolitischer Maßnahmen jeweils nur kurzzeitig gebremst werden. Die Marktteilnehmer fragten sich zeitweise, wie groß der Gestaltungsspielraum der türkischen Zentralbank tatsächlich ist. Seit Anfang August erreichte die Lira gegenüber dem Euro immer neue Tiefstände, nachdem die Vereinigten Staaten Sanktionen gegen zwei türkische Minister verhängt hatten und sich ein Handelskonflikt zwischen diesen zwei Staaten entwickelt hatte.

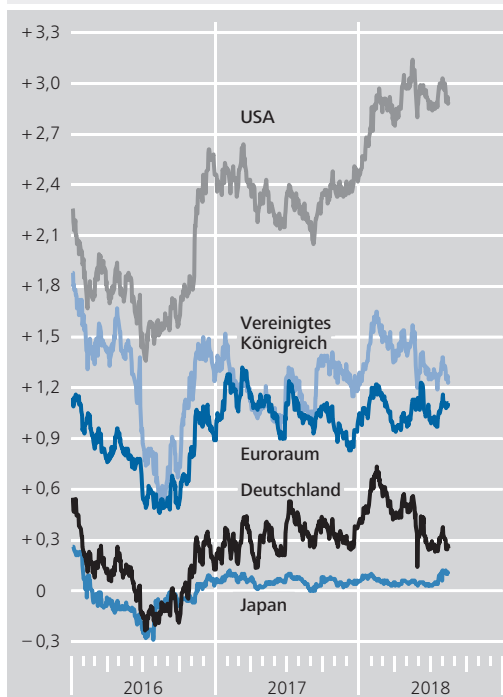
Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Renditen von Staatsanleihen zogen zunächst weltweit an

Die Renditen von Staatsanleihen entwickelten sich seit Ende März in den einzelnen Währungsräumen uneinheitlich. Zunächst zogen sie weltweit im Zinsverbund mit den USA bis Mitte Mai an. Hierfür zeichneten überwiegend die vor allem in den USA vorübergehend steigenden Terminprämien verantwortlich, also die Prä-

Anleiherenditen^{*)} des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Tageswerte



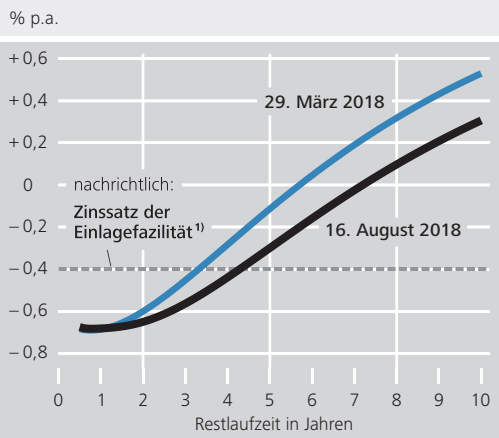
Quelle: Bloomberg. * Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren.
 Deutsche Bundesbank

mien, mit denen die Bereitschaft entgolten wird, Wertpapiere mit längerer Restlaufzeit zu halten. Ein Grund hierfür war, neben der vergleichsweise robusten wirtschaftlichen Dynamik, die Staatsverschuldung der USA, die infolge der Steuerreform nach Schätzung des Congressional Budget Office perspektivisch deutlich wachsen wird.

Mitte Mai führten Sorgen der Finanzmarktteilnehmer über den weiteren politischen Kurs in Italien zu „Safe Haven“-Flüssen, die sich aber recht rasch wieder umkehrten. Innerhalb einer Woche gaben die Zinsen für Benchmark-Papiere in den wichtigen Währungsräumen deutlich nach, vor allem im Euroraum. Danach zogen sie wieder an, ohne aber dabei ihr Ausgangsniveau zu erreichen. Gegen Ende des Berichtszeitraums führten die drastische Abwertung der türkischen Lira und damit verbundene Sorgen um die Zahlungsfähigkeit türkischer Fremdwährungsschuldner zu einer weiteren Flucht in sichere Wertpapiere.

Zeitweilig politisch induzierte „Safe Haven“-Flüsse

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

Grenzen. Ein Grund hierfür könnte sein, dass diese Kennzahl einen vergleichsweise kurzen Erwartungshorizont von drei Monaten aufweist. Sie ist deshalb weniger geeignet, mögliche langfristige negative Folgen für den Welthandelsrahmen abzubilden.

Per saldo stiegen die Renditen zehnjähriger US-Treasuries im Berichtszeitraum um 13 Basispunkte auf 2,9%. Auf den gesamten Betrachtungszeitraum bezogen war hierfür ausschlaggebend, dass sich – wie eingangs geschildert – im Ergebnis vor allem die geldpolitischen Zinserwartungen vor dem Hintergrund der günstigen Konjunkturdaten für die USA erhöhten.

Per saldo Rendite zehnjähriger US-Treasuries gestiegen und ...

Handelsstreitigkeiten beeinflussen Renditen je nach Nachrichtenlage

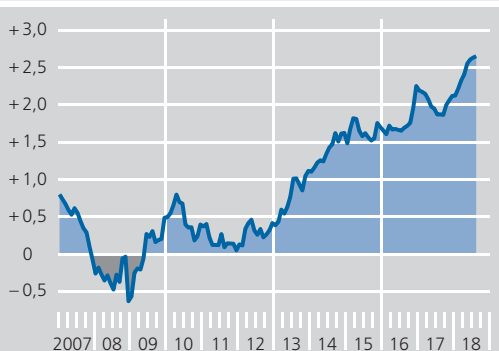
In den letzten Monaten beeinflusste immer wieder die US-Handelspolitik, die Marktbeobachter als zunehmend konfrontativ und unstet werteten, die Renditeentwicklung. Ende Juli sorgte die gemeinsame Erklärung des US-Präsidenten und des EU-Kommissionspräsidenten, Spielräume für ein Handelsabkommen auszuloten, vorübergehend für eine gewisse Entspannung. Fast gleichzeitig verstärkten sich aber die Anzeichen dafür, dass sich der Handelsstreit zwischen den USA und China verschärfen könnte. Insgesamt gesehen hielt sich aber die Unsicherheit an den Rentenmärkten, gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen, in recht engen

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen gab seit Ende März dagegen auf 0,3% nach. Zu dem Rückgang trug, neben der nachgebenden Terminprämie, auch die erwartete Geldpolitik bei. Der Zinsabstand zwischen den USA und Deutschland zog vor diesem Hintergrund zuletzt auf 257 Basispunkte an.

... Rendite zehnjähriger Bundesanleihen gefallen

Renditedifferenz zwischen US-amerikanischen und deutschen Staatsanleihen*)

%-Punkte, Monatswerte



1 Quelle: Bloomberg. * Rendite von US-Treasuries abzüglich Bundesanleihen mit jeweils zehnjähriger Restlaufzeit. Deutsche Bundesbank

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve drehte sich seit Ende März bei praktisch konstanten kurzfristigen Zinsen am langen Ende nach unten. Zinsen mit bis zu siebenjähriger Laufzeit notierten zuletzt im negativen Bereich. Die Ankündigung des EZB-Rats im Juni, die Nettokäufe des erweiterten Ankaufprogramms für Vermögenswerte (expanded Asset Purchase Programme: APP) voraussichtlich ab Oktober auf 15 Mrd € abzusenken und zum Jahresende zu beenden, entsprach weitgehend den Markterwartungen. Überrascht waren die Marktteilnehmer hingegen davon, dass der EZB-Rat in der gleichen Sitzung festlegte, den Einlagesatz mindestens über den Sommer 2019 noch auf dem aktuellen Niveau zu belassen. Hierdurch verschob sich die Zinsstrukturkurve etwas nach unten. Zum Ende des Berichtszeitraums verlief sie gemessen an dem Zinsabstand zwischen zehn- und zweijährigen Renditen um 17 Basispunkte flacher als Ende März.

Zinsstrukturkurve nach unten verschoben

*Rendite-
differenzen im
Euroraum
ausgeweitet*

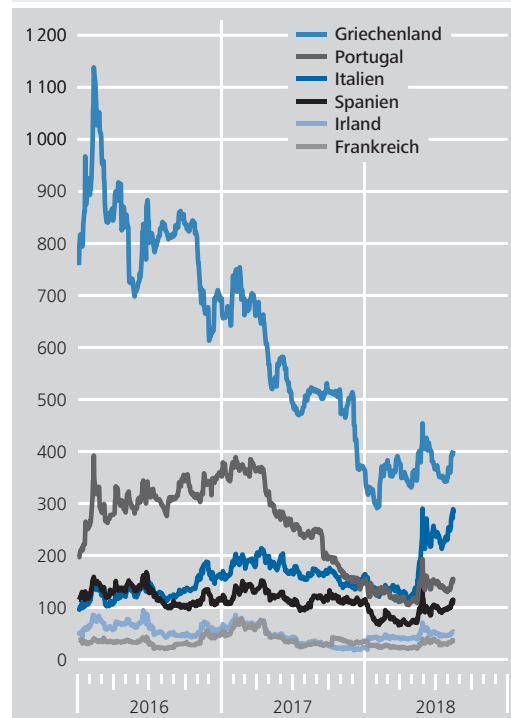
Der Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) weitete sich um 48 Basispunkte aus. Dahinter stand vor allem die Ungewissheit darüber, wie sich die neue italienische Regierung währungs- und fiskalpolitisch ausrichten würde, was ab Mitte Mai zu größeren Renditeaufschlägen vor allem italienischer Papiere gegenüber Bundesanleihen führte. Auch zuletzt lag der Renditeaufschlag italienischer Anleihen mit 282 Basispunkten deutlich oberhalb seines Wertes von Ende März. Offenbar verfolgen die Gläubiger des italienischen Staates die innenpolitische Debatte mit großer Wachsamkeit und fordern für mögliche längerfristige politische Risiken eine Kompensation. Die Renditeaufschläge von Staatsanleihen anderer Länder des Euro-Währungsgebiets gegenüber Deutschland erhöhten sich im Berichtszeitraum ebenfalls, wobei im Großen und Ganzen die Renditen von Ländern mit schlechterer Bonität stärker zulegten. Ausnahme hiervon waren griechische Staatsanleihen, deren Renditen nach den abschließenden Beratungen über das anstehende Ende des dritten makroökonomischen Anpassungsprogramms für Griechenland sowie einer anschließenden Heraufstufung durch die Ratingagenturen Standard & Poor's und Fitch im Ergebnis kaum verändert notierten. Insgesamt weitete sich der Renditeabstand zwischen den Anleihen jeweils stärker aus als die entsprechenden Kosten für „Credit-Default-Swap“-Kontrakte. Solche Verträge können Marktteilnehmer abschließen, um sich gegen einen möglichen Ausfall zu versichern. Der größere Abstand deutet vermutlich auf höhere Liquiditätsprämien in Bundeswertpapieren hin. Dafür spricht jedenfalls der ebenfalls gestiegene Renditeabstand von Anleihen der Kreditanstalt für Wiederaufbau zu Bundesanleihen.¹⁾

*Renditen im
Vereinigten
Königreich und
in Japan wenig
verändert*

Die Renditen von zehnjährigen Gilts des Vereinigten Königreichs notierten zuletzt mit 1,2% etwas niedriger als Ende März. Die Anfang August getroffene Entscheidung der Bank von England ihren Leitzins zu erhöhen, wirkte sich nicht erkennbar auf die langfristigen Renditen

Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

aus. Die Auseinandersetzung in der britischen Regierung darüber, wie der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU ausgestaltet sein sollte, führte ebenfalls zu keinen nennenswerten Bewegungen an den Anleihemärkten. Die Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen stieg dagegen auf 10 Basispunkte an und lag damit 5 Basispunkte höher als Ende März. Die Bank von Japan beschloss Ende Juli, ihre Zinskurvensteuerung zu ändern und den Renditekorridor für zehnjährige Anleihen zu erweitern. Zuvor hatte sie mehrfach an der zuvor geltenden Obergrenze am Anleihemarkt interveniert.

¹ Anleihen der Kreditanstalt für Wiederaufbau sind mit einer expliziten Garantie des Bundes ausgestattet. Ihr Ausfallrisiko entspricht deshalb dem von Bundeswertpapieren, und die Renditedifferenz enthält Prämien für die höhere Marktliquidität der Bundeswertpapiere. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Der Markt für Bundeswertpapiere: Halterstruktur und wesentliche Einflussfaktoren auf die Renditeentwicklung, Monatsbericht, Juli 2018, S. 15 ff.

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2017	2018	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	28,8	40,6	17,6
Kreditinstitute	- 13,6	- 1,9	- 11,1
darunter:			
ausländische			
Schuldverschreibungen	- 0,4	3,3	- 1,2
Deutsche Bundesbank	38,4	19,1	19,2
Übrige Sektoren	4,0	23,3	9,6
darunter:			
inländische			
Schuldverschreibungen	- 13,4	4,5	4,7
Ausländer	1,1	5,1	- 19,6
Aktien			
Inländer	- 3,5	17,6	23,1
Kreditinstitute	3,1	- 6,5	0,9
darunter:			
inländische Aktien	5,7	- 3,9	1,3
Nichtbanken	- 6,6	24,2	22,2
darunter:			
inländische Aktien	- 4,7	1,8	6,1
Ausländer	0,1	4,4	3,6
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	9,3	25,4	12,9
Anlage in Publikumsfonds	7,6	6,9	4,1
darunter:			
Aktienfonds	1,1	0,2	- 1,6

Deutsche Bundesbank

Termininflations- und umfragebasierte Inflationserwartungen konstant

Die aus Inflationsswaps abgeleiteten, in fünf Jahren beginnenden Termininflationsraten für fünf Jahre schwankten im Berichtszeitraum in einem engen Band um 1,7% (+ 2 Basispunkte). Die von Consensus Economics durch eine Umfrage erhobenen langfristigen Inflationserwartungen liegen mit 2,0% weiterhin darüber. Bei der Interpretation dieser Differenz müssen mögliche Knappheits-, Liquiditäts- und Inflationsrisikoprämien berücksichtigt werden, die sich auf die marktbasieren Maße auswirken und deren ökonomische Aussagekraft mindern können. Sowohl marktbasierende als auch umfragebasierte Deflationswahrscheinlichkeiten sind für die nächsten Jahre vernachlässigbar.

Anleiherenditen von Unternehmen von niedrigem Niveau aus gestiegen

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen stiegen seit dem Ende des ersten Quartals von weiterhin niedrigem Niveau aus leicht an. Die Anleihen von Unternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren rentierten 22 Basispunkte höher auf nun 2,0%. Da im selben Zeitraum die

Zinsen von laufzeitgleichen Bundeswertpapieren fielen, erhöhte sich der Renditeaufschlag entsprechend stärker. Zu dieser Entwicklung trug die insgesamt etwas höhere Achtsamkeit der Anleger bei, mit der Papiere mit größerem Risikogehalt seit Mitte Mai bedacht werden. Der Renditeaufschlag finanzieller Unternehmensanleihen gegenüber Bundesanleihen stieg dabei etwas stärker als der von nichtfinanziellen Unternehmen. Möglicherweise belastete hier das nun wieder etwas niedrigere Zinsniveau von sicheren Anleihen im Euroraum die finanziellen Unternehmen. Zudem strahlte der Kursverlust vor allem italienischer Staatsanleihen seit Mitte Mai auf die Renditen finanzieller Unternehmen aus. Dies ist regelmäßig der Fall, weil es zum Teil enge finanzielle Verflechtungen zwischen dem Staat als Emittent und den Banken als Investoren gibt. Gegen Ende des Berichtszeitraums belastete einige finanzielle Unternehmen ihr Engagement in der Türkei. Unternehmen mit höherer Kreditqualität im Rating AA verzeichneten seit Ende März dagegen sogar leicht sinkende Renditen, während die Renditeaufschläge von Hochzinsanleihen überdurchschnittlich stark anstiegen. Verglichen mit ihren Fünfjahresmitteln sind die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen allerdings weiterhin günstig.

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im zweiten Quartal 2018 auf 326 Mrd €; es lag somit deutlich über dem Wert des Vorquartals (298 ½ Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis Anleihen für 5 Mrd € getilgt. Dagegen brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von netto 3 Mrd € am deutschen Markt unter. Am deutschen Rentenmarkt sank der Umlauf von Schuldverschreibungen im Berichtszeitraum somit im Ergebnis um 2 Mrd €.

Die öffentliche Hand tilgte im zweiten Quartal erneut Anleihen, und zwar für netto 8 Mrd €, nach 8 ½ Mrd € im Quartal zuvor. In diesen Zahlen sind auch die Emissionen von Abwick-

Nettotilgungen am deutschen Rentenmarkt

Gesunkene Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand

lungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zuzurechnen sind. Der Bund selbst tilgte vor allem Bundesobligationen in Höhe von 23½ Mrd €. Dem standen Nettoemissionen von zehn- und 30-jährigen Anleihen (8½ Mrd € bzw. 6 Mrd €) sowie von unverzinslichen Schatzanweisungen (5 Mrd €) gegenüber. Die Länder und Gemeinden tilgten im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 1½ Mrd €.

*Nettotilgungen
der Kredit-
institute*

Die inländischen Kreditinstitute verringerten in den Monaten April bis Juni ihre Kapitalmarktverschuldung um netto 4½ Mrd € (nach Nettoemissionen in Höhe von 25 Mrd € im Dreimonatsabschnitt davor). Dabei sank vor allem der Umlauf von flexibel gestaltbaren sonstigen Bankschuldverschreibungen (7½ Mrd €) sowie von Öffentlichen Pfandbriefen (3½ Mrd €). Hingegen wurden Hypothekenpfandbriefe und Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute netto emittiert (3½ Mrd € bzw. 3 Mrd €).

*Gestiegene
Kapitalmarkt-
verschuldung
der Unter-
nehmen*

Inländische Unternehmen begaben im zweiten Quartal Schuldverschreibungen für per saldo 7½ Mrd €. Dabei handelte es sich im Ergebnis weit überwiegend um Titel mit Laufzeiten von über einem Jahr. Die Nettoemissionen von nichtfinanziellen Unternehmen und Versicherungen (1 Mrd € bzw. ½ Mrd €) lagen dabei unterhalb der Emissionen der sonstigen Finanzinstitute (5 Mrd €).

*Erwerb
von Schuldver-
schreibungen*

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt trat im Frühjahr hauptsächlich die Bundesbank in Erscheinung, die vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems Rentenwerte für 19 Mrd € erwarb. Dabei handelte es sich größtenteils um inländische Titel öffentlicher Emittenten (16 Mrd €). Heimische Nichtbanken erwarben Schuldverschreibungen für 9½ Mrd €. Hingegen trennten sich ausländische Investoren sowie heimische Kreditinstitute von Rentenwerten für per saldo 19½ Mrd € beziehungsweise 11 Mrd €.

■ Aktienmarkt

Die internationalen Aktienmärkte standen seit Ende März unter dem Einfluss der insgesamt robusten Konjunktur und der alles in allem positiven Gewinnaussichten der Unternehmen. Allerdings dämpften besonders im Euroraum die politischen Risiken aus Italien und der Türkei die Kursentwicklung. Der marktbreite Euro Stoxx mit +0,6% und der deutsche CDAX mit –0,5% notierten praktisch unverändert zum Stand von Ende März. Im Euroraum stützten für sich genommen die nachgebenden sicheren Zinsen die Kursentwicklung. Fallende sichere Zinsen senken den Diskontfaktor, sodass künftige Gewinne höher bewertet werden. Zudem legten die Gewinnerwartungen von hohem Niveau aus noch einmal zu. Zu dieser Einschätzung trug möglicherweise auch die recht deutliche Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar bei, die mittelfristig die Absatzmöglichkeiten von Unternehmen des Euroraums erhöht. Allerdings verlangten die Marktteilnehmer vor dem Hintergrund der genannten politischen Unsicherheit eine höhere Risikoprämie. Der US-amerikanische S&P 500 gewann deutlich und stieg um 7,6%. Vor dem Hintergrund der gut laufenden US-Konjunktur verläuft dort die Quartalsberichtssaison überwiegend gut, und die Marktanalysten revidierten ihre mittelfristigen Gewinnerwartungen nach oben. Die Indizes in Japan (Nikkei 225) und dem Vereinigten Königreich (FTSE-All Share) legten um 3,4% beziehungsweise 6,6% zu.

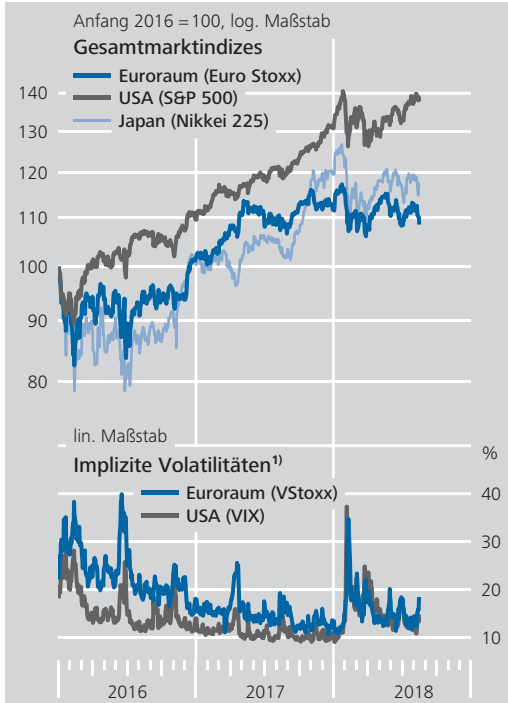
*Globale Aktien-
märkte unter
dem Einfluss
der insgesamt
robusten
Konjunktur*

Die geschilderten politischen Unsicherheiten schlugen sich zwar jeweils unmittelbar in den Aktienkursen und Volatilitätsmaßen nieder. Die Effekte erwiesen sich aber überwiegend als kurzlebig. Sie bleiben aber eine Quelle für Irritationen und trüben potenziell das freundliche Marktumfeld ein – vor allem in den besonders betroffenen Branchen, die im Fokus des Handelsdisputts standen. So verzeichnete etwa die europäische Automobilindustrie seit Ende März deutliche Verluste.

*Europäische
Automobil- und
Bankaktien
schwächer als
Gesamtmarkt*

Aktienmarkt

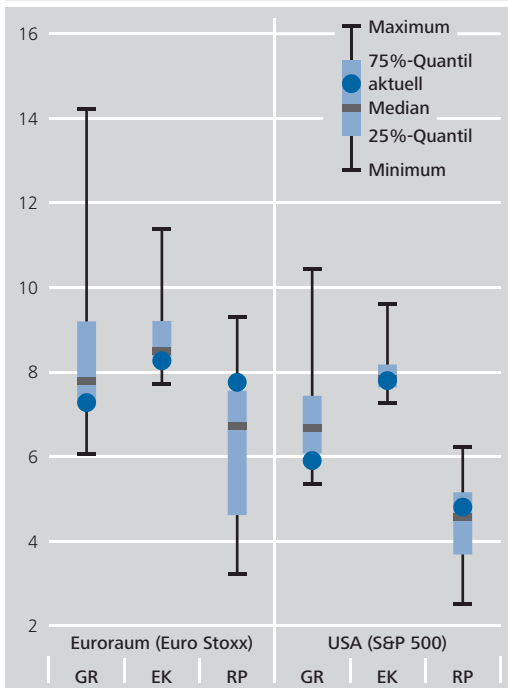
Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. ¹ Berechnet aus Preisen von Indexoptionen. Für den Euroraum berechnet aus Optionen auf den Euro Stoxx 50.
 Deutsche Bundesbank

Bewertungsniveau am Aktienmarkt

% p.a., Berechnungszeitraum seit Januar 2004



Quelle: Thomson Reuters I/B/E/S, eigene Berechnungen. Gewinnrendite (GR) dargestellt als inverses Kurs-Gewinn-Verhältnis; implizite Eigenkapitalkosten (EK) und Aktienrisikoprämie (RP) aus dem Dividendenbarwertmodell.
 Deutsche Bundesbank

Gleiches gilt für Bankaktien, die sich beiderseits des Atlantiks schlechter als der jeweilige Gesamtindex entwickelten. Während US-Banken einen geringeren Kursgewinn von 4,5% aufwiesen, verloren Banken aus dem Euroraum mit –15,7% sogar absolut gesehen deutlich an Wert. Letztere konnten den Kursrückgang Ende Mai infolge der Unsicherheiten in Italien nur zum geringen Teil ausgleichen. Die Notierungen einiger Geldhäuser gerieten zudem wegen ihres Türkei-Geschäfts unter Druck. Darüber hinaus belastete im Euroraum die nun im Vergleich zu Ende März wieder flacher verlaufende Zinsstrukturkurve die Ertragsperspektiven der Banken.

Die Gewinnrendite des Euro Stoxx auf der Grundlage der über die nächsten 12 Monate prognostizierten Gewinne (das inverse Kurs-Gewinn-Verhältnis) sank gegenüber Ende März und zeigte damit eine höhere Bewertung an als zum Ende des ersten Quartals. Im Unterschied hierzu blieben die impliziten Eigenkapitalkosten, die mittels eines Dividendenbarwertmodells aus der Summe von sicherem Zins und der Aktienrisikoprämie ermittelt werden, nahezu unverändert.²⁾ Die Aktienrisikoprämie kompensiert Anleger dafür, dass sie risikobehaftete Aktien anstelle von sicheren Bundeswertpapieren halten. Die Risikoprämie für sich betrachtet lag weiterhin deutlich oberhalb ihres langjährigen Mittels. Hierin kommt zum Ausdruck, dass sich der sichere Zins und die Risikoprämie regelmäßig gegenläufig entwickeln und sich in ihrem Effekt auf die Eigenkapitalkosten ausgleichen. In den USA stiegen die Kurse so deutlich, dass trotz verbesserter Geschäftsaussichten, die Gewinnrendite und die impliziten Eigenkapitalkosten sanken. Der Risikoaufschlag gegenüber US-Staatsanleihen verringerte sich im Betrachtungszeitraum.

Implizite Eigenkapitalkosten unverändert im Euroraum, fallend in den USA

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im zweiten Vierteljahr etwas lebhaft-

² Vgl.: Deutsche Bundesbank, Bewertungsniveau am Aktienmarkt – Theoretische Grundlagen und Weiterentwicklung der Kennzahlen, Monatsbericht April 2016, S. 15–30.

Mittelaufnahme am Aktienmarkt und Aktien-erwerb

ter als im Dreimonatszeitraum davor. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für 11 Mrd €. Dies ist größtenteils auf die Kapitalerhöhung eines DAX-Unternehmens zurückzuführen. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg im gleichen Zeitraum um 15½ Mrd €. Erworben wurden Dividendepapiere in erster Linie von heimischen Nichtbanken (22 Mrd €) und ausländischen Investoren (3½ Mrd €), in geringerem Umfang aber auch von inländischen Kreditinstituten (1 Mrd €).

Absatz und Erwerb von Investment-zertifikaten

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtsquartal einen Mittelzufluss in Höhe von 17 Mrd €, nach einem Aufkommen von 32½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen hauptsächlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (13 Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds (9½ Mrd €), aber auch Rentenfonds (3 Mrd €), Dachfonds und Offene Immobilienfonds (je 2½ Mrd €) neue Anteile unterbringen. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im zweiten Quartal 2018 im Ergebnis neue Mittel für 4½ Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 23 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich in erster Linie heimische Papiere. Inländische Kreditinstitute erwarben Investmentzertifikate für 1½ Mrd €, während ausländische Investoren Anteilscheine für 3 Mrd € veräußerten.

■ Direktinvestitionen

Kapitalexporte im Bereich der Direktinvestitionen

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im zweiten Quartal 2018 per saldo Mittelabflüsse im Umfang von 25 Mrd € verzeichnete, ergaben sich auch im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 30½ Mrd €.

Heimische Direktinvestitionen im Ausland

Das Direktinvestitionsengagement deutscher Unternehmen im Ausland belief sich in den Monaten April bis Juni dieses Jahres per saldo auf

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2017	2018	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj. p)
I. Leistungsbilanz	+ 53,6	+ 71,1	+ 63,0
1. Warenhandel ¹⁾	+ 67,1	+ 64,6	+ 68,2
2. Dienstleistungen ²⁾	- 4,8	- 0,6	- 3,3
3. Primäreinkommen	+ 3,1	+ 21,6	+ 3,5
4. Sekundäreinkommen	- 11,8	- 14,5	- 5,4
II. Vermögensänderungsbilanz	- 0,7	+ 0,2	+ 0,1
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 72,1	+ 74,6	+ 64,4
1. Direktinvestition	+ 12,5	+ 22,0	+ 30,6
Inländische Anlagen im Ausland	+ 19,3	+ 42,6	+ 55,1
Ausländische Anlagen im Inland	+ 6,8	+ 20,5	+ 24,5
2. Wertpapieranlagen	+ 20,2	+ 34,8	+ 25,1
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 20,0	+ 42,4	+ 6,3
Aktien ³⁾	- 2,4	+ 8,2	- 1,6
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 4,7	+ 8,6	+ 4,7
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	- 5,3	- 1,1	- 0,0
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 19,2	+ 25,2	+ 4,3
darunter:			
denominiert in Euro ⁶⁾	+ 13,3	+ 23,9	+ 5,8
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 1,5	+ 0,5	- 1,1
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 0,1	+ 7,6	- 18,8
Aktien ³⁾	+ 0,1	+ 4,3	+ 3,6
Investmentfondsanteile	- 1,3	- 1,8	- 2,9
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 3,1	+ 16,6	- 20,4
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	- 2,2	- 2,3	- 21,6
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 2,0	- 11,5	+ 0,9
3. Finanzderivate ⁹⁾	+ 2,6	+ 1,2	+ 9,6
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	+ 36,4	+ 15,9	- 0,5
Monetäre Finanzinstitute ¹¹⁾	- 7,6	- 4,0	- 13,2
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	+ 14,6	+ 16,1	- 11,3
Staat	- 1,1	- 0,1	- 4,2
Bundesbank	+ 30,4	+ 4,0	+ 28,2
5. Währungsreserven	+ 0,4	+ 0,7	- 0,4
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹³⁾	+ 19,2	+ 3,3	+ 1,3

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 Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

Deutsche Bundesbank

55 Mrd €. Heimische Investoren stockten ihr Beteiligungskapital um 58 Mrd € auf. Dabei dominierten die Investitionen in Beteiligungskapital im engeren Sinne; darüber hinaus wurden aber auch Gewinne im Ausland reinvestiert. Dagegen verminderten deutsche Unternehmen im betrachteten Zeitraum ihre Forderungen aus konzerninternen Krediten um 2½ Mrd €. Wichtige Zielländer deutscher Direktinvestitionen waren im zweiten Quartal 2018 innerhalb des Euroraums die Niederlande (30 Mrd €), Spanien (16 Mrd €) und Irland (5 Mrd €) sowie außerhalb des Euroraums die Vereinigten Staaten von Amerika (2½ Mrd €).

*Ausländische
Direkt-
investitionen
in Deutschland*

Ausländische Investoren verstärkten in den Monaten April bis Juni 2018 ihr Engagement in Deutschland im Ergebnis um 24½ Mrd €. Dabei

stellten sie verbundenen Unternehmen in Deutschland vor allem Finanzkredite zur Verfügung, und zwar insbesondere durch sogenannte „reverse flows“, bei denen ausländische Tochterunternehmen Mittel, die sie am internationalen Finanzmarkt aufgenommen haben, als Kredite an ihre Muttergesellschaften weiterreichen. Hingegen überwogen bei den Handelskrediten innerhalb des Unternehmensverbunds die Tilgungen. Ihr Beteiligungskapital an inländischen Unternehmen erhöhten ausländische Anleger nur leicht (1 Mrd €) und verwendeten hierfür vor allem reinvestierte Gewinne. Regional betrachtet spielten Investoren aus dem Euroraum, und hier vor allem aus den Niederlanden (20½ Mrd €) und Belgien (5 Mrd €), eine große Rolle.