

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte von gelockerter Geldpolitik und rückläufigen Kapitalmarktzinsen geprägt*

Die internationalen Finanzmärkte standen seit Jahresbeginn im Zeichen gemischter Konjunktursignale bei einer weiterhin überwiegend akkommodierenden Geldpolitik. Nach den geldpolitischen Beschlüssen des Eurosystems und der Federal Reserve im März 2019 gingen die Marktteilnehmer im Großen und Ganzen nicht mehr davon aus, dass es im Euroraum oder in den USA noch in diesem Jahr zu einer Leitzinsanhebung kommen würde. Dies dürfte auch auf zurückgenommene Wachstumsaussichten für das laufende Jahr zurückzuführen gewesen sein. In der Folge drehten sich die Zinsstrukturkurven sowohl für US-Treasuries als auch für Bundesanleihen am langen Ende nach unten; sie verliefen zuletzt erkennbar flacher als Ende 2018. An den Aktienmärkten trugen die gesunkenen Kapitalmarktzinsen, die mit einem niedrigeren Diskontfaktor einhergehen, ungeachtet der konjunkturellen Unsicherheit zu kräftigen Kurssteigerungen bei. Ein zunehmender Risikoappetit der Anleger und eine vorübergehend wachsende Zuversicht, dass die internationalen Handelskonflikte zumindest teilweise beigelegt werden könnten, gaben den Notierungen zusätzlich Auftrieb. Zudem verbesserten sich die Finanzierungsbedingungen am Markt für europäische Unternehmensanleihen. Gegen Ende des Berichtszeitraums sorgte dann zwar eine erneute Verschärfung des Handelskonfliktes zwischen den USA und China weltweit für Kursdämpfer insbesondere am Aktienmarkt; diese blieben verglichen mit den vorherigen kräftigen Kursgewinnen aber begrenzt. An den Devisenmärkten war die Volatilität überwiegend gering. Stärkere Kursbewegungen verzeichneten lediglich der argentinische Peso und die türkische Lira, die bereits im Vorjahr kräftigen Kurschwankungen ausgesetzt gewesen waren. Insgesamt gesehen gab der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern verglichen mit Ende Dezember 2018 per saldo leicht nach.

### ■ Wechselkurse

Die täglichen Schwankungen des Euro-US-Dollar-Kurses blieben im Frühjahr zumeist vergleichsweise gering. Über den Zeitraum vom Jahresbeginn bis Mitte Mai ist jedoch per saldo eine graduelle Abwertungstendenz des Euro gegenüber der amerikanischen Währung festzustellen. So setzte Anfang März eine Schwächephase des Euro ein, als die Marktteilnehmer unter dem Eindruck sich eintrübender Konjunkturperspektiven auch den geldpolitischen Ausblick im Euroraum zunehmend verhalten einschätzten. Auch in unmittelbarer Reaktion auf die März Sitzung des EZB-Rats gab der Euro weiter nach und fiel auf einen Wert von 1,12 US-\$. Ausschlaggebend hierfür war unter anderem die Ankündigung des Eurosystems, angesichts eines schwächeren Konjunktur- und Inflationsausblicks die Leitzinsen mindestens über das Ende des Jahres 2019 unverändert zu lassen. In den darauffolgenden Wochen gab der US-Dollar einen großen Teil der Zugewinne gegenüber dem Euro jedoch vorübergehend wieder ab. So stützten verhaltene Inflationszahlen in den USA die sich zunehmend verfestigende Erwartung der Marktteilnehmer, dass es dort zu einem Aufschub der weiteren geldpolitischen Straffung oder gar zu einer Lockerung kommen würde. In unmittelbarer Reaktion auf die März Sitzung des Offenmarktausschusses der amerikanischen Zentralbank gewann der Euro erneut an Wert. Von Bedeutung hierfür war zunächst die unerwartet starke Abwärtsrevision im Wachstumsausblick der Federal Reserve. Zusätzlich wurden Marktteilnehmer vom Vorhaben der Währungshüter überrascht, die Rückführung der Zentralbankbilanz statt im Dezember voraussichtlich bereits im September zu beenden.

In den folgenden Tagen drehte sich die Stimmung an den Devisenmärkten wieder zu Ungunsten des Euro. So belasteten wiederholt enttäuschende Konjunkturzahlen die Gemein-

*Euro mit Kursverlusten gegenüber US-Dollar, ...*

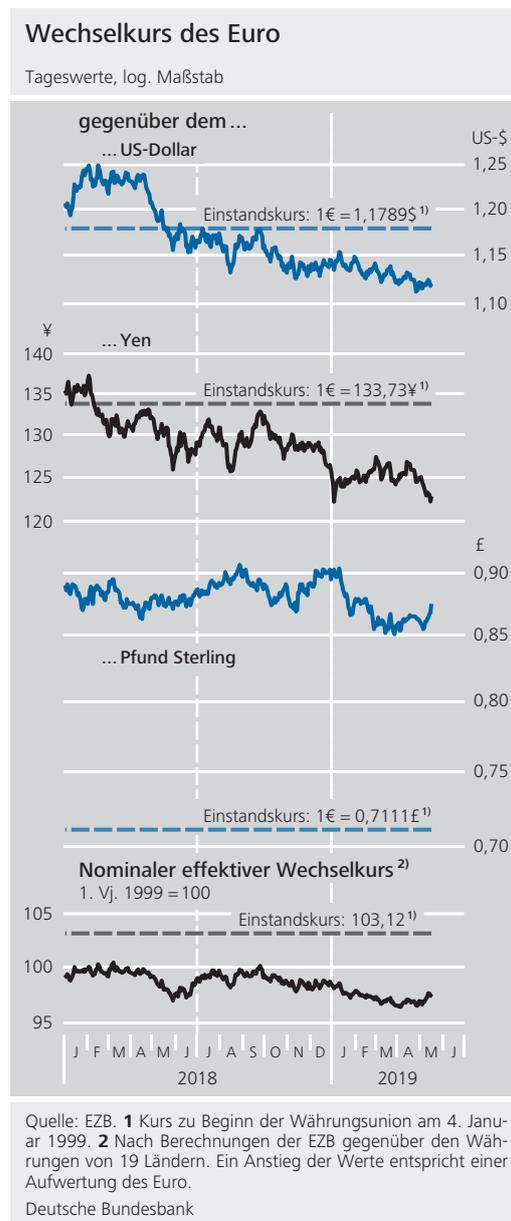
schaftswährung, allen voran Ende März eine unerwartet schwache Erstschätzung des Einkaufsmanagerindex für die Gesamtwirtschaft des Euroraums. Im Verlauf des April litt der Euro zudem unter überraschend schwachen Zahlen zum Verbrauchervertrauen im Euroraum und zum Geschäftsklima in Deutschland. Jenseits des Atlantiks hingegen signalisierten neu veröffentlichte Daten ein zunehmend robusteres Bild der US-Konjunktur und stützten so die amerikanische Währung. Unter dem Eindruck dieser Entwicklungen gab der Euro bis Ende April auf 1,11 US-\$ nach; er sank damit auf den tiefsten Stand seit Mai 2017. Zum Ende der Berichtsperiode notierte er bei 1,12 US-\$; damit steht seit Ende Dezember 2018 ein Wertverlust des Euro von 2,2 % zu Buche.

... gegenüber  
 Pfund  
 Sterling ...

Die Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling war im Berichtszeitraum durch wechselnde Einschätzungen der Marktteilnehmer über die Ausgestaltung des geplanten EU-Austritts des Vereinigten Königreichs geprägt. In der zweiten Februarhälfte gewann das britische Pfund gegenüber dem Euro zunächst an Wert. Zwar zeichnete sich auch im Februar nicht ab, dass Premierministerin May eine parlamentarische Mehrheit für das mit der EU ausgehandelte Austrittsabkommen erlangen würde. Jedoch verstärkte sich unter Marktteilnehmern der Eindruck, dass es zur Vermeidung eines Austritts ohne Abkommen notfalls zu einer Verschiebung des Brexits kommen könnte. Bis in den April hinein waren dann wiederholt vorübergehende Kursausschläge in beide Richtungen zu beobachten. Diese erhöhte Volatilität stand in der Regel mit Nachrichten zum geplanten Austritt im Zusammenhang. Mit dem Mitte April vereinbarten Aufschub der Austrittsfrist auf Oktober 2019 kehrte schließlich Beruhigung in die Kursentwicklung ein. Am Ende der Berichtsperiode notierte die Gemeinschaftswährung bei 0,87 Pfund Sterling und damit rund 2,2 % niedriger als zu Beginn des Jahres.

... und gegen-  
 über Yen

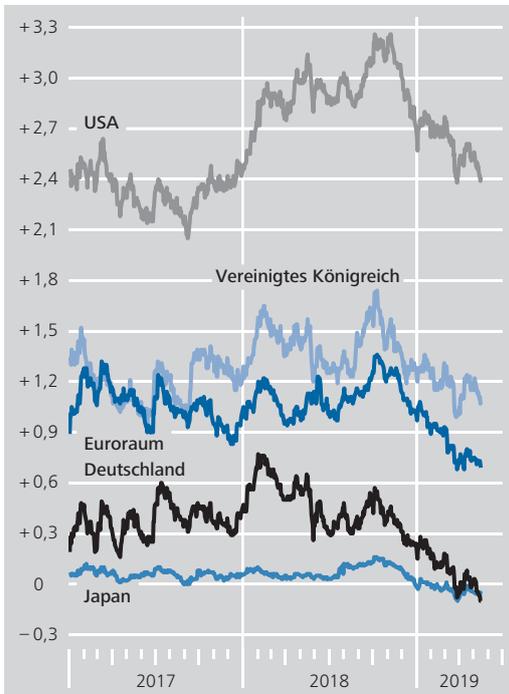
Die Entwicklung des Euro-Yen-Kurses verlief von Mitte Februar bis Ende März ähnlich wie die des Euro-US-Dollar-Kurses. So verlor der Euro ge-



genüber dem Yen ausgehend von einem Jahreshoch von 127 Yen Anfang März wie gegenüber dem US-Dollar in zwei Schüben an Wert. Ab Anfang April sorgten dann Konjunkturzahlen aus Japan und China für Kursgewinne des Euro gegenüber dem Yen. Zunächst trübte sich das Geschäftsklima in der japanischen Industrie unerwartet stark ein. Einige Tage später wurden dann überraschend kräftige Zuwächse chinesischer Exporte gemeldet. Verbunden mit positiven Signalen für die Weltkonjunktur führten sie zu einem gestiegenen Risikoappetit am Devisenmarkt. Dieser begünstigt tendenziell Kapitalabflüsse aus Japan und übt Druck auf den Yen aus. Erneut belastet von den bereits er-

### Anleiherenditen<sup>1)</sup> des Euroraums und ausgewählter Länder

% p.a., Tageswerte



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

wählten Konjunkturzahlen aus dem Euroraum am Ende des Berichtszeitraums notierte der Euro zuletzt bei 123 Yen und damit 2,4% unter seinem Wert von Ende Dezember 2018.

*Effektiver Wechselkurs des Euro schwächer*

Im Ergebnis wertete der Euro in diesem Zeitraum im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner um 1,0% ab. Dabei verbuchte er beispielsweise auch Verluste gegenüber dem Renminbi (- 2,1%), was mit vergleichsweise soliden Konjunkturdaten in China und sich zeitweilig mehrenden Hoffnungen auf einen erfolgreichen Abschluss der Handelsgespräche mit den USA im Zusammenhang stand. Außerhalb des Kreises von 19 Partnerwährungen verzeichnete der Euro dagegen merkliche Kursgewinne gegenüber dem argentinischen Peso (+ 17,0%) sowie der türkischen Lira (+ 11,4%). So setzte unter dem Eindruck einer angespannten Wirtschaftslage in der Türkei ab Mitte Februar eine graduelle Aufwärtsbewegung des Euro gegenüber der Lira ein. Diese wurde zwischenzeitlich unterbrochen

von starken Kursausschlägen im Vorfeld der türkischen Kommunalwahlen Ende März. Zwar sorgten unter anderem geldpolitische Stützungsmaßnahmen der türkischen Zentralbank für eine vorübergehende Gegenbewegung. Fortbestehende Unklarheiten über den weiteren geldpolitischen Kurs und über Verschiebungen bei den türkischen Devisenreserven führten jedoch dazu, dass der Euro im Laufe des April weiter gegenüber der Lira aufwertete. Anfang Mai beschleunigte sich die Aufwertung, als ein Teil der Kommunalwahlergebnisse annulliert wurde.<sup>1)</sup> Die Wechselkurse anderer Schwellenländer zum Euro blieben von diesen Entwicklungen hingegen weitgehend unberührt.

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

### Rentenmarkt

Die Renditen von Staatsanleihen setzten beiderseits des Atlantiks ihren in der zweiten Jahreshälfte 2018 begonnenen Rückgang fort. In den USA gaben die Renditen zehnjähriger US-Treasuries seit Jahresbeginn um 29 Basispunkte auf 2,4% nach, und das Zinsgefälle nahm im Laufzeitbereich zwischen drei Monaten und zehn Jahren im Ergebnis um 26 Basispunkte ab. Die amerikanische Notenbank Federal Reserve beließ den Zielkorridor für den Leitzins auf ihren Sitzungen in diesem Jahr bei 2,25% bis 2,5%. Nach der als akkommodierend wahrgenommenen Kommunikation gingen die Marktteilnehmer praktisch nicht mehr davon aus, dass es in den USA 2019 noch zu einer weiteren Leitzinsanhebung kommen würde. Einhergehend mit der im kurzfristigen Laufzeitbereich sogar stärker inversen Zinsstruktur, korrigierten Analysten Umfragen zufolge ihre Wachstumsprognosen für das US-amerikanische Bruttoinlandsprodukt (BIP) für das Jahr 2019 von 2,6% im Dezember auf 2,4% im April nach unten (Consensus Forecast). Zugleich sank die Rendite zweijähriger Treasuries auf 2,2%, sie befindet

*Geldpolitik und Konjunkturausblick lassen Renditen beiderseits des Atlantiks sinken*

<sup>1</sup> Vgl. die Ausführungen auf S. 50 f.

sich nun am unteren Rand des Leitzinskorridors. Darin spiegelt sich die Erwartung eines sehr flachen geldpolitischen Zinspfades.

*Rendite zehnjähriger Bundesanleihen ebenfalls gesunken*

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen verringerte sich seit dem Jahresende um 34 Basispunkte auf  $-0,1\%$ . Sie fiel damit auf den tiefsten Stand seit September 2016. Stärker noch als in den USA trugen eingetrübte Erwartungen für das BIP zu dieser Entwicklung bei.<sup>2)</sup> Neben den von den Marktakteuren in den Blick genommenen konjunkturellen Abwärtsrisiken gab das Zinsniveau auch aufgrund der gelockerten geldpolitischen Ausrichtung des Eurosystems nach. So verschob sich der Zeitpunkt, zu dem mit einem ersten Zinsschritt gerechnet wird, nach der März Sitzung des EZB-Rats auf 2020. Zudem dürfte dessen Ankündigung, den Banken erneut gezielte längerfristige Refinanzierungsgeschäfte zu ermöglichen, zinsdämpfend gewirkt haben. Im Ergebnis blieb der Zinsabstand zwischen zehnjährigen amerikanischen und deutschen Staatsanleihen bei gut 250 Basispunkten nahezu unverändert.

*Deutsche Zinsstrukturkurve flacher*

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve flachte sich unter dem Eindruck der gelockerten geldpolitischen Ausrichtung und der realwirtschaftlichen Einflüsse seit Ende 2018 ab. Zuletzt lag die Zinsstrukturkurve bis zu zehnjährigen Laufzeiten im negativen Bereich. Anleihen bis zu fünf Jahren Restlaufzeit rentierten unterhalb des Einlegesatzes. Zugleich lagen die Knappheits- und Liquiditätsprämien von Bundesanleihen – gemessen am Abstand zwischen zehnjährigen Renditen von Bundesanleihen und vergleichbar ausfallsicheren Anleihen der Kreditanstalt für Wiederaufbau – nur wenig unterhalb ihrer im Januar erreichten Höchststände.

*Renditedifferenzen insbesondere italienischer Staatsanleihen zu Bundesanleihen ausgeweitet*

Der Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) weitete sich seit Jahresbeginn per saldo leicht aus (+ 3 Basispunkte auf 112 Basispunkte). Vor allem die Renditeaufschläge italienischer Staatsanleihen ent-

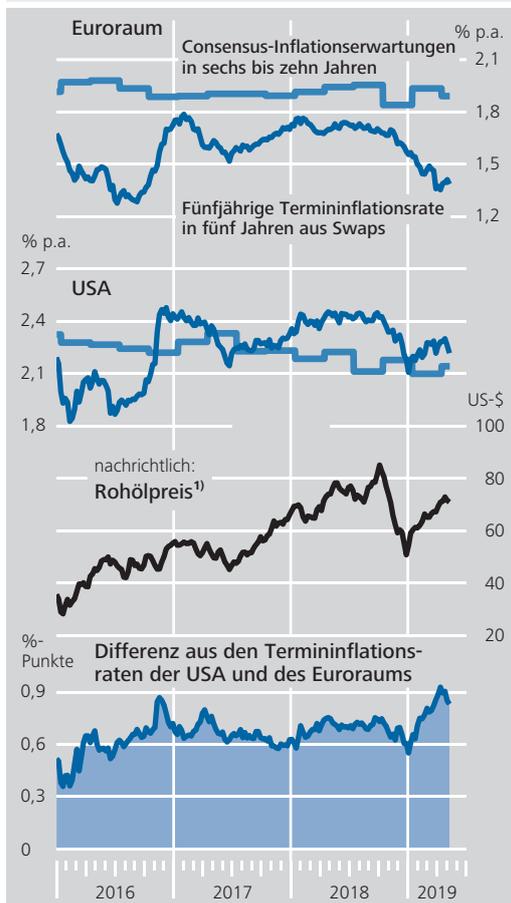


wickelten sich relativ volatil und stiegen im Ergebnis an. Dass im Eurosystem zugelassene Ratingagenturen im Berichtszeitraum entschieden, die Bonitätsnote Italiens nicht herabzustufen, sorgte zwar vorübergehend für eine gewisse Beruhigung unter den Marktteilnehmern. Nachdem die italienische Regierung im April aber die Wachstumsprognose für 2019 deutlich nach unten korrigieren musste und das Haushaltsdefizit für das laufende Jahr stärker anhub als ursprünglich mit der Europäischen Kommission vereinbart, nahmen die Sorgen der Anleger um die Tragfähigkeit der italienischen Staatsfinanzen und den haushaltspolitischen Kurs der Regierung wieder zu. Zuletzt lag der Renditeaufschlag italienischer Staatsanleihen mit 280 Basispunkten 114 Basispunkte über seinem Fünfjahresmittel. Hingegen verzeichneten griechische Staatsanleihen einen starken Rückgang der Zinsaufschläge. Neben der wirtschaftlichen Erholung Griechenlands und einer Rating-Heraufstufung durch eine Ratingagentur trug hierzu sicherlich auch bei, dass die griechische Regierung nach Einschätzung der Eurogruppe einige wichtige wirtschaftspolitische Reformen umsetzte. Die Renditespreads portugiesischer,

2 Gemäß Analystenumfragen (Consensus) sanken die Wachstumserwartungen im Euroraum für 2019 seit Dezember von 1,6% auf 1,1%. Für Deutschland nahmen die Analysten ihre Wachstumsprognosen für das laufende Jahr sogar von 1,5% auf 0,8% zurück.

### Termininflationsraten<sup>\*)</sup> und -erwartungen im Euroraum und in den USA

Wochendurchschnitte



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

Deutsche Bundesbank

von Japan nach Einschätzung der Marktteilnehmer nicht interveniert.

Die aus Inflationsswaps abgeleiteten Termininflationsraten im Euroraum für einen Zeitraum von fünf Jahren, der in fünf Jahren beginnt, gaben trotz angestiegener Rohölpreise um 24 Basispunkte auf 1,3 % nach. Auch die Inflationserwartungen aus Consensus Forecasts wurden nach unten angepasst: Für 2019 senkten die Analysen ihre Inflationserwartung für das Eurogebiet von 1,6 % auf 1,3 % und für Deutschland von 1,9 % auf 1,4 %. Die längerfristigen Inflationserwartungen aus Umfragen haben sich jedoch vergleichsweise schwach verringert. Zugleich blieben aber sowohl markt-basierte als auch umfragebasierte Deflation-wahrscheinlichkeiten für die nächsten Jahre gering. Zudem deuten Schätzungen darauf hin, dass die Inflationserwartungen weiterhin verankert sind: So reagierten die erwähnten mittelfristigen Termininflationsraten in den Winter- und Frühjahrsmonaten nicht systematisch auf Inflationsüberraschungen. Zugleich zeigen eigene Schätzungen, dass der Renditerückgang von Bundesanleihen vor allem auf rückläufige Terminprämien<sup>3)</sup> zurückgeht. Daher liegt es nahe, dass auch die gesunkenen Termininflationsraten in starkem Maße rückläufige Inflationsrisikoprämien reflektieren.

*Termininflationsrate und umfragebasierte Inflationserwartungen gesunken*

irischer und spanischer Staatsanleihen engten sich ebenfalls ein.

Die Renditen zehnjähriger Gilts des Vereinigten Königreichs fielen bis Ende März um 28 Basispunkte auf 1,0 %. Seit der im April zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU vereinbarten Verschiebung des Brexits legten die Renditen zwar wieder zu, lagen bei Berichtsschluss aber noch um 20 Basispunkte unterhalb ihres Jahresendstandes. Zehnjährige japanische Staatsanleihen rentierten mit – 0,06 % um 6 Basispunkte niedriger als Ende 2018. Damit blieb der japanische Langfristzins im Band zwischen – 0,2 % und 0,2 %, innerhalb dessen die Bank

*Renditen im Vereinigten Königreich und in Japan gesunken*

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen gingen seit Jahresanfang kräftig zurück, nachdem sie im Verlauf des Jahres 2018 angesichts eines sich ausbreitenden Pessimismus unter den Marktteilnehmern noch deutlich gestiegen waren. Anleihen von Finanzunternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren rentierten bei Abschluss dieses Berichts mit 2,1 % um 94 Basispunkte niedriger als Ende Dezember. Die Renditen entsprechender Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors gaben um 78 Basispunkte auf 1,4 % nach. Der deutliche Rück-

*Renditen von Unternehmensanleihen deutlich gesunken*

<sup>3</sup> Diese Prämie erhalten Marktteilnehmer dafür, dass sie Wertpapiere mit längerer statt kurzer Restlaufzeit in ihre Portfolios aufnehmen.

gang der Unternehmensanleiherenditen ging nicht nur auf die gesunkenen sicheren Zinsen zurück, sondern auch auf merklich geringere Renditeaufschläge gegenüber Bundesanleihen. Die Renditespreads finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen engten sich im Ergebnis um 61 Basispunkte beziehungsweise 45 Basispunkte ein; damit liegen sie derzeit unter oder nahe ihren jeweiligen Fünfjahresmitteln. Die rückläufigen Spreads, die mit niedrigeren CDS-Prämien (iTraxx Europe) und einer gesunkenen Unsicherheit an den Aktienmärkten im Einklang stehen, deuten auf eine schwächere Risikoaversion der Marktteilnehmer hin, zu der die als akkommodierend wahrgenommene Kommunikation der Zentralbanken beitrug. Die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen können als günstig eingestuft werden.

*Hoher Nettoabsatz am Rentenmarkt*

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im ersten Quartal 2019 auf 377½ Mrd €; es lag somit deutlich über dem Wert des Vorquartals (264½ Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis Schuldverschreibungen für 52½ Mrd € emittiert. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 24½ Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 77 Mrd €.

*Deutlich gestiegene Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute*

Die inländischen Kreditinstitute emittierten im ersten Quartal 2019 neue Anleihen für netto 29½ Mrd €. Dabei wurden vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von 21 Mrd € begeben, in geringerem Umfang aber auch Hypothekendarlehen (6½ Mrd €) und Öffentliche Pfandbriefe (1½ Mrd €).

*Vergleichsweise hohe Nettoemissionen der öffentlichen Hand*

Die öffentliche Hand erhöhte im ersten Quartal 2019 ihre Kapitalmarktverschuldung um netto 16½ Mrd €. In diesen Zahlen sind auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zugerechnet werden. Vor allem die Länder und Gemeinden emittierten im

### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2018		2019
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	34,6	8,9	16,0
Kreditinstitute	- 1,9	- 11,9	7,0
darunter:			
ausländische			
Schuldverschreibungen	4,4	- 2,8	7,4
Deutsche Bundesbank	19,1	10,9	- 8,1
Übrige Sektoren	17,4	9,9	17,1
darunter:			
inländische			
Schuldverschreibungen	- 0,4	16,6	- 2,6
Ausländer	5,1	- 26,2	61,0
<b>Aktien</b>			
Inländer	22,2	- 7,3	6,7
Kreditinstitute	- 6,5	- 3,4	- 0,9
darunter:			
inländische Aktien	- 9,5	- 2,7	- 0,6
Nichtbanken	28,7	- 3,9	7,6
darunter:			
inländische Aktien	7,3	2,7	5,7
Ausländer	4,5	2,0	- 3,4
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	25,4	34,1	20,0
Anlage in Publikumsfonds	6,9	0,6	3,1
darunter:			
Aktienfonds	0,2	- 3,0	- 0,4

Deutsche Bundesbank

Berichtsquartal im Ergebnis verstärkt Anleihen, und zwar für 12½ Mrd €. Der Bund, der ab diesem Jahr auch einen Teil der Mittelaufnahme für die FMS Wertmanagement übernimmt,<sup>4)</sup> begab hauptsächlich unverzinsliche Bubills (5½ Mrd €), 30-jährige Anleihen (5 Mrd €) sowie zweijährige Schatzanweisungen (4 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von fünfjährigen Bundesobligationen und zehnjährigen Anleihen gegenüber (je 3½ Mrd €).

Inländische Unternehmen begaben im Berichtsquartal Schuldverschreibungen für per saldo 6 Mrd €. Dabei handelte es sich im Ergebnis weit überwiegend um Titel mit Laufzeiten von über einem Jahr. Der größte Teil der Emissionen

*Nettoemissionen von Unternehmensanleihen*

<sup>4)</sup> Die Emissionsplanung des Bundes für das Jahr 2019 beinhaltet erstmals auch die anteilige Refinanzierung der auf Euro lautenden Verschuldung der bundeseigenen Abwicklungsanstalt FMS Wertmanagement in Höhe von 20 Mrd €. Vgl.: Pressemitteilung der Finanzagentur vom 18. Dezember 2018.

## Aktienmarkt

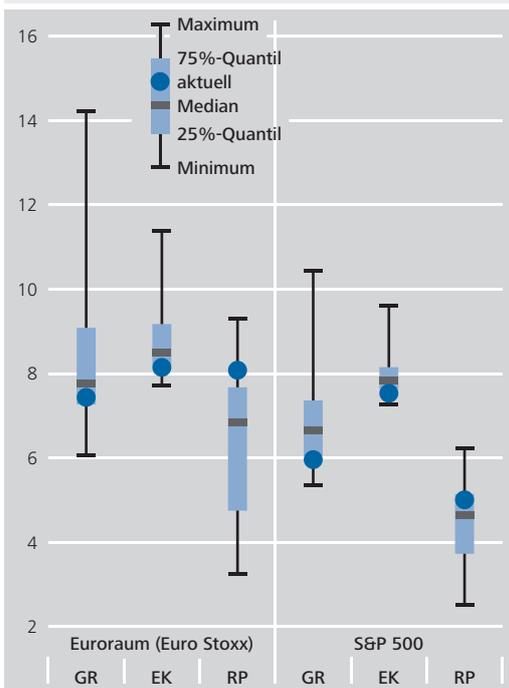
Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. <sup>1</sup> 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 auf Wochenbasis, eigene Berechnungen. Gewinnrendite (GR) dargestellt als inverses Kurs-Gewinn-Verhältnis; implizite Eigenkapitalkosten (EK) und Aktienrisikoprämie (RP) aus dem Dividendenbarwertmodell.  
 Deutsche Bundesbank

ist hierbei auf nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen.

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt traten im ersten Quartal 2019 vor allem ausländische Investoren in Erscheinung, die Rentenwerte für netto 61 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Dabei investierten sie überwiegend in Titel privater Emittenten. Inländische Nichtbanken sowie heimische Kreditinstitute erwarben Schuldverschreibungen für per saldo 17 Mrd € beziehungsweise 7 Mrd €, wobei in beiden Fällen ausländische Werte im Vordergrund des Interesses standen. Nach dem Ende der Nettoankäufe im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems zum Jahresende 2018 verringerte sich hingegen das Rentenportfolio der Bundesbank aus operativen Gründen um 8 Mrd €.

*Erwerb von Schuldverschreibungen vor allem durch das Ausland*

## Aktienmarkt

Die internationalen Aktienmärkte waren seit Jahresanfang stark von der überwiegend akkommodierenden Geldpolitik und sinkenden sicheren Zinsen geprägt. Bis Anfang Mai wuchs außerdem der Optimismus der Anleger, dass die USA und China ihren Handelsstreit beilegen würden. Gegenüber zeitweise aufkommenden Konjunktursorgen und der immer wieder neu aufflammenden Unsicherheit über den Brexit zeigten sich die Aktienkurse relativ robust, nachdem Ende 2018 noch ein hohes Maß an Pessimismus am Aktienmarkt dominiert hatte. Einige freundliche globale Konjunktursignale, wie zum Beispiel gute US-Arbeitsmarktzahlen oder auf ein solides chinesisches Wirtschaftswachstum hindeutende Konjunkturindikatoren, stärkten indes die Zuversicht unter den Anlegern, die seit März auch durch eine Erholung der Gewinnaussichten US-amerikanischer Unternehmen gefestigt wurde. Gegen Ende des Berichtszeitraums sorgte zwar eine Verschärfung des Handelskonflikts zwischen den USA und China weltweit für Kursdämpfer; im Verhältnis zu den vorausgegangenen deutlichen Kursgewinnen blieben diese aber maßvoll und be-

*Aktienmärkte im Zeichen akkommodierender Geldpolitik, rückläufiger Zinsen und eines zunehmenden Risikoappetits*

einflussten die Kursentwicklung im Berichtszeitraum per saldo nur begrenzt.

*Deutliche Kursgewinne sowohl am US-Aktienmarkt ...*

Im Ergebnis legte der US-amerikanische S&P500 seit Jahresbeginn um 14,7 % zu. Besonders starke Kursgewinne verzeichneten die Aktien von Unternehmen aus dem Technologiesektor, der überdurchschnittlich stark vom internationalen Handel abhängt. Dabei dürfte auch der mehrheitlich positive Beginn der Quartalsberichtssaison die Kurse gestützt haben. Nachdem viele Unternehmen im Vorfeld der Bilanzsaison ihre Gewinnprognosen gesenkt hatten, lagen die bislang veröffentlichten Quartalszahlen nun überwiegend über den Erwartungen der Analysten.

*... als auch an europäischen und japanischen Aktienmärkten*

Europäische Aktien gewannen, am marktbreiten Euro Stoxx gemessen, seit Jahresanfang 14,0 % an Wert. Deutsche Dividentitel (CDAX) legten mit 13,8 % ähnlich stark zu. Durch den Zinsrückgang am Anleihemarkt verringerte sich der Diskontfaktor für die erwarteten Unternehmensgewinne, was den Aktienkursen in Europa deutlich Auftrieb gab. Eine im Niedrigzinsumfeld häufig zu beobachtende Renditesuche („search for yield“) und ein zunehmender Risikoappetit der Anleger dürften ebenfalls eine wichtige Rolle für die steigenden Notierungen gespielt haben. Am britischen Aktienmarkt schlugen sich die Brexit-Unsicherheit und die Verschiebung des Termins für den geplanten Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU vergleichsweise maßvoll belastend nieder (FTSE-All Share: + 9,6 %). Der Wert japanischer Aktien (Nikkei 225) stieg um 5,2 %.

*Aktienbewertung beiderseits des Atlantiks höher*

Die Gewinnerwartungen der Analysten gaben in den ersten Wochen des Berichtszeitraums auf beiden Seiten des Atlantiks nach, bevor sie sich seit März für europäische Unternehmen stabilisierten und für US-amerikanische Unternehmen wieder größtenteils erholten. Insgesamt sorgten die kräftigen Kursgewinne an den Aktienmärkten sowohl in Europa als auch in den USA für steigende Kurs-Gewinn-Verhältnisse (niedrigere Gewinnrenditen), was auf eine höhere Bewertung der Aktien als zu Jahresbeginn hinweist.

Eine weitere Messgröße für eine Einschätzung der Aktienmarktbewertung ist die aus einem Dividendenbarwertmodell ermittelte implizite Aktienrisikoprämie. Im Unterschied zum Kurs-Gewinn-Verhältnis ist diese Risikoprämie ein relatives Maß, das alternative Anlagen in Staatsanleihen berücksichtigt. Daher kann sie als Aufschlag interpretiert werden, den Investoren für eine riskante Anlage gegenüber einem sicheren Investment verlangen. Die Aktienrisikoprämie nahm sowohl für den Euro Stoxx als auch für den S&P500 ab, was ebenfalls auf eine gestiegene Aktienmarktbewertung und einen gewachsenen Risikoappetit hindeutet. Für den S&P500 entspricht die Risikoprämie derzeit etwa ihrem Fünfjahresmittel, während sie für den Euro Stoxx noch darüber liegt.

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im ersten Vierteljahr 2019 moderat. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für per saldo 1½ Mrd €. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg im gleichen Zeitraum ebenfalls um 1½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere im Ergebnis ausschließlich von heimischen Nichtbanken (7½ Mrd €). Ausländische Investoren und inländische Kreditinstitute verringerten ihre Aktienbestände hingegen um 3½ Mrd € beziehungsweise 1 Mrd €.<sup>5)</sup>

*Mittelaufnahme am Aktienmarkt und Aktien-erwerb moderat*

## Investmentfonds

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 23 Mrd €, nach einem Aufkommen von 34½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (20 Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds (11 Mrd €) neue Anteile unterbringen, in geringerem Umfang aber auch Offene Immobilienfonds (5 Mrd €), Rentenfonds (3 Mrd €) und Dachfonds (2½ Mrd €).

*Absatz und Erwerb von Investment-zertifikaten*

<sup>5)</sup> Zu den Direktinvestitionen siehe S. 46 f.

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2018		2019
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj. p)
I. Leistungsbilanz	+ 70,0	+ 67,4	+ 66,6
1. Warenhandel <sup>1)</sup>	+ 61,2	+ 52,7	+ 59,9
2. Dienstleistungen <sup>2)</sup>	- 2,2	- 1,6	- 2,5
3. Primäreinkommen	+ 25,3	+ 32,6	+ 25,8
4. Sekundäreinkommen	- 14,3	- 16,3	- 16,6
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 4,0	+ 1,5	+ 1,5
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 67,3	+ 61,6	+ 50,9
1. Direktinvestition	+ 24,8	- 23,6	+ 34,0
Inländische Anlagen			
im Ausland	+ 47,6	+ 2,2	+ 42,5
Ausländische Anlagen			
im Inland	+ 22,8	+ 25,9	+ 8,5
2. Wertpapieranlagen	+ 30,8	+ 18,9	- 17,4
Inländische Anlagen in			
Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 43,4	- 8,9	+ 35,9
Aktien <sup>3)</sup>	+ 8,2	- 0,5	+ 0,5
Investmentfondsanteile <sup>4)</sup>	+ 10,6	- 0,4	+ 10,7
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 0,5	+ 4,9	- 2,3
langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 22,4	- 2,4	+ 17,4
darunter:			
denominiert in Euro <sup>6)</sup>	+ 21,0	+ 2,7	+ 15,8
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	+ 2,2	- 5,6	+ 7,3
Ausländische Anlagen in			
Wertpapieren inländischer Emittenten	+ 12,7	- 27,9	+ 53,3
Aktien <sup>3)</sup>	+ 4,5	+ 0,0	- 4,0
Investmentfondsanteile	- 1,8	- 0,7	- 3,8
langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 15,1	- 22,5	+ 41,1
darunter: öffentliche Emittenten <sup>8)</sup>	- 2,2	- 18,8	+ 16,2
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	- 5,2	- 4,7	+ 20,0
3. Finanzderivate <sup>9)</sup>	+ 1,9	+ 0,5	+ 6,2
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>10)</sup>	+ 9,2	+ 65,2	+ 28,1
Monetäre			
Finanzinstitute <sup>11)</sup>	- 4,0	+ 110,4	- 51,6
Unternehmen und Privatpersonen <sup>12)</sup>	+ 12,5	+ 21,7	- 15,3
Staat	- 4,4	+ 5,2	- 4,4
Bundesbank	+ 5,1	- 72,1	+ 99,4
5. Währungsreserven	+ 0,7	+ 0,6	- 0,1
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>13)</sup>	- 6,6	- 7,2	- 17,3

1 Ohne Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels.  
 2 Einschl. Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels.  
 3 Einschl. Genusscheine. 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

Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im ersten Quartal 2019 im Ergebnis neue Mittel für 10½ Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 37½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich im Ergebnis überwiegend heimische Papiere. Inländische Kreditinstitute erwarben im Berichtsquartal nur in geringem Umfang zusätzliche Investmentanteile, während ausländische Investoren ihr Fondsportfolio in Deutschland um netto 4 Mrd € verkleinerten.

## ■ Direktinvestitionen

Anders als im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im ersten Quartal 2019 per saldo Mittelzuflüsse von 17½ Mrd € verzeichnete, führten die Transaktionen bei den Direktinvestitionen zu Netto-Kapitalexporten von 34 Mrd €.

*Kapitalexporte bei den Direktinvestitionen*

In Deutschland ansässige Unternehmen weiteten ihre Direktinvestitionen im Ausland in den ersten drei Monaten des Jahres 2019 kräftig aus, und zwar um 42½ Mrd € (nach 2 Mrd € im Vorquartal und 47½ Mrd € im entsprechenden Vorjahresquartal). Sie erhöhten ihr Beteiligungskapital (23½ Mrd €), wovon mehr als die Hälfte auf reinvestierte Gewinne entfiel. Zudem vergaben sie Kredite an verbundene Unternehmen im Ausland für 19 Mrd €. Dabei handelte es sich im Ergebnis vorwiegend um Finanzkredite. Die wichtigsten Zielländer deutscher Direktinvestitionen waren die USA (8 Mrd €), China (6 Mrd €) sowie das Vereinigte Königreich (5 Mrd €).

*Kapitalabflüsse durch Transaktionen heimischer Unternehmen*

Ausländische Gesellschaften investierten von Januar bis März 2019 hierzulande per saldo 8½ Mrd €. Im letzten Vierteljahr 2018 waren es 26 Mrd € gewesen (erstes Vierteljahr 2018: 23 Mrd €). Ihr Beteiligungskapital in Deutschland erhöhten ausländische Unternehmen um 6 Mrd €. Die restlichen 2½ Mrd € zusätzlicher Direktinvestitionsmittel entfielen auf konzerninterne Kredite. Dabei dominierten Finanzkre-

*Niedrigere ausländische Direktinvestitionen in Deutschland*

dite ausländischer Schwestergesellschaften. Bei Schwestergesellschaften handelt es sich um Niederlassungen mit gemeinsamer Mutter, die in diesem Fall eigenständige Kreditbeziehungen begründeten oder ausweiteten. Im Bereich der Handelskredite kam es hingegen zu Mittel-

abflüssen. Die wichtigsten Herkunftsländer ausländischer Direktinvestitionen waren das Vereinigte Königreich (4½ Mrd €), Luxemburg (4 Mrd €) und Irland (3 Mrd €). Niederländische Direktinvestoren zogen hingegen Mittel aus Deutschland ab.