

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Finanzmärkte von Rückgang politischer Risiken geprägt, ...

Die internationalen Finanzmärkte standen im vierten Quartal 2019 und zu Jahresbeginn 2020 zunächst im Zeichen nachlassender politischer Unsicherheit. Die Marktteilnehmer nahmen positiv auf, dass die Parlamentswahl im Vereinigten Königreich im Dezember zu klaren Mehrheitsverhältnissen im Unterhaus führte und dass sich die USA und China auf ein erstes Handelsabkommen einigten. Zudem deuteten aus Sicht der Investoren einige Indikatoren darauf hin, dass sich die globale Konjunktur beleben könnte. Die Anleger schichteten in diesem Umfeld von sicheren Anlagen in risikoreichere Papiere um. Im Einklang damit stiegen vor allem die Renditen von Staatsanleihen mit hoher Bonität an, und die Aktienkurse legten deutlich zu. Die Renditeaufschläge zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum sowie europäischer Unternehmensanleihen gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen engten sich dagegen ein. Im Januar überlagerte dann aber neben dem kurzfristig aufgeflammten Irankonflikt zunehmend die Sorge über mögliche wirtschaftliche Folgen des Coronavirus das positive Gesamtbild. Weltweit bevorzugten Investoren sicherere Papiere, sodass die Renditen von Staatsanleihen mit hoher Bonität in einigen Ländern in die Nähe ihrer historischen Tiefstände sanken („Safe Haven“-Effekt). Die Stimmung an den Aktienmärkten trübte sich allerdings nur vorübergehend ein; positive Unternehmens- und Konjunkturdaten lösten rasch eine Gegenbewegung aus, die teilweise zu neuen historischen Höchstständen führte. Die Kursverschiebungen an den Devisenmärkten hielten sich im Herbst und Winter 2019/2020 per saldo überwiegend in relativ engen Grenzen. Die impliziten Volatilitäten gegenüber US-Dollar und Yen blieben ausgesprochen niedrig. Im Ergebnis gab der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern seit Ende des dritten Quartals 2019 per saldo nach (–1,9 %).

... zuletzt allerdings Unsicherheit wieder gestiegen

■ Wechselkurse

Seit Ende des dritten Quartals 2019 veränderte sich der Euro per saldo gegenüber dem US-Dollar nur geringfügig. Schon während der zweiten Novemberhälfte war der Euro-US-Dollar-Kurs von nur vorübergehenden Schwankungen geprägt. Anfang Dezember setzte jedoch eine Aufwertungsphase des Euro ein. Zu Beginn des Monats wurden Investoren von Veröffentlichungen zu europäischen Einkaufsmanagerindizes im Verarbeitenden Gewerbe positiv überrascht, während entsprechende Daten in den USA vergleichsweise enttäuschend ausfielen. Mitte des Monats standen dann geldpolitische Entscheidungen an: Zwar ließ die Federal Reserve ihre Zinspolitik unverändert, der Vorsitzende des Offenmarktausschusses Powell stellte eine zukünftige Zinserhöhung jedoch nur bei einem anhaltenden und signifikanten Inflationsanstieg in Aussicht. Weil der Markt offensichtlich ein weniger vorsichtiges Signal erwartet hatte, schwächte dies den US-Dollar. Die Ergebnisse der am Folgetag stattfindenden EZB-Ratsitzung unter dem Vorsitz der neuen EZB-Präsidentin Lagarde bewegten die Devisenmärkte hingegen nur geringfügig. Kurz darauf kam dem Euro im Verhältnis zum US-Dollar zugute, dass sich aus der Wahl im Vereinigten Königreich eine eindeutige Mehrheit in dessen Unterhaus ergab. Aus Investorensicht entstand durch die damit verringerte Unsicherheit über den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU auch eine größere Klarheit über die politische Zukunft Europas, sodass nicht nur das Pfund Sterling, sondern in geringerem Maße auch der Euro profitierte. Entsprechend wertete dieser gegenüber wichtigen Drittwährungen wie dem US-Dollar auf. Im dünnen Handel zwischen Weihnachten und Neujahr gewann der Euro weiter an Wert. Zum Jahresausklang notierte er folglich bei 1,12 US- $\text{\$}$, dem höchsten Stand seit Mitte Juli 2019.

Euro nahezu unverändert gegenüber US-Dollar, ...

Angestoßen von der Zuspitzung des Konflikts zwischen den Vereinigten Staaten und dem Iran setzte im Januar eine Gegenbewegung ein. Die dadurch zunehmende globale Risikoaversion begünstigte den US-Dollar. Ab Ende des Monats griffen zudem Sorgen vor einer spürbaren Eintrübung der chinesischen Wirtschaft aufgrund des sich dort ausbreitenden Coronavirus um sich, die diese Tendenz noch verfestigten. Zuletzt wurde der US-Dollar auch von überraschend guten Arbeitsmarktdaten und Veröffentlichungen zu Einkaufsmanagerindizes im Verarbeitenden Gewerbe jenseits des Atlantiks gestützt. Im Ergebnis notierte der Euro zum Ende der Berichtsperiode bei 1,09 US-\$, dem niedrigsten Wert seit Mai 2017 und 0,2 % schwächer als Ende September 2019.

... mit Zugewinnen gegenüber Yen, ...

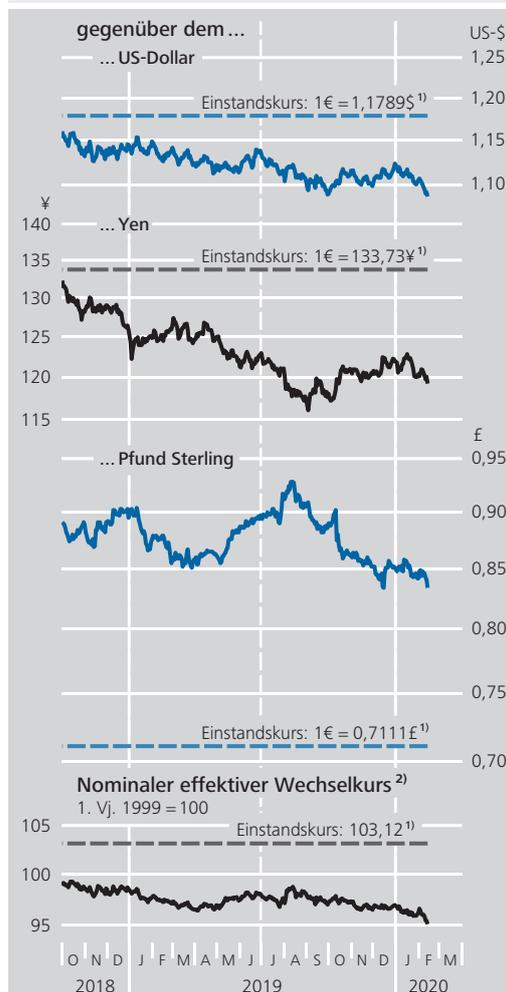
Markante Kursbewegungen des Yen gegenüber dem Euro wurden zuletzt vor allem durch Ereignisse außerhalb Japans ausgelöst. Grundsätzlich sind globale Faktoren für die Kursentwicklung des Yen von großer Bedeutung, da eine erhöhte Risikoaversion bei Investoren die japanische Währung tendenziell durch Netto-Kapitalzuflüsse stärkt. Nach einer ruhigeren Phase führte Mitte Dezember das oben genannte Wahlergebnis im Vereinigten Königreich aufgrund der dadurch verringerten politischen Unsicherheit zu einer Aufwertung des Euro. Zwar sorgte Anfang Januar das Aufflammen des USA-Iran-Konflikts für eine Gegenbewegung. Die Deeskalation in den Folgetagen ließ den Euro gegenüber dem Yen dann aber auf den höchsten Stand seit einem halben Jahr steigen. Eine merklich zunehmende Risikoaversion bei Marktteilnehmern im Zusammenhang mit der Ausbreitung des Coronavirus in China führte dann Ende Januar jedoch wieder zu Netto-Kapitalzuflüssen nach Japan. So verlor der Euro zwar wieder an Wert, notierte am Ende der Berichtsperiode aber dennoch bei 119 Yen und damit 1,4 % über seinem Stand vom Ende des dritten Quartals.

... jedoch mit Kursverlusten gegenüber Pfund Sterling

Die Wechselkursbewegungen des Euro gegenüber dem Pfund Sterling waren wie auch in den Quartalen zuvor durch Neuigkeiten über den

Wechselkurs des Euro

Tageswerte, log. Maßstab

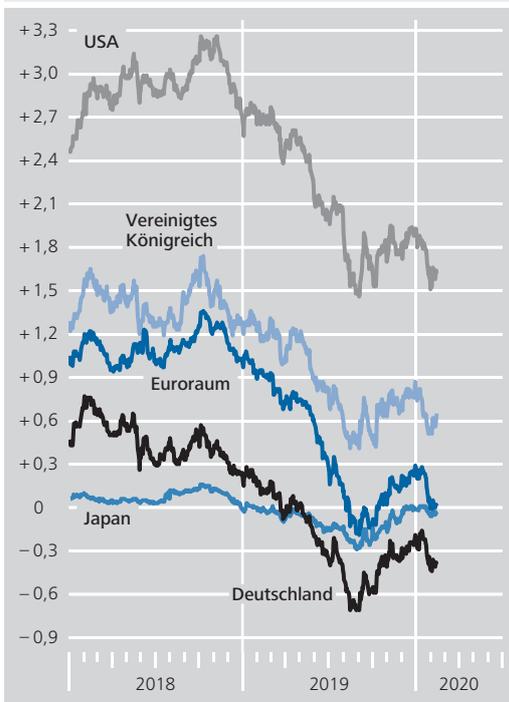


Quelle: EZB. **1** Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999. **2** Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 19 Ländern. Ein Anstieg der Werte entspricht einer Aufwertung des Euro.
 Deutsche Bundesbank

Ende Januar 2020 schließlich vollzogenen Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU geprägt. So kamen bis Mitte Dezember auch Meldungen zu den vorgezogenen Wahlen des britischen Unterhauses eine besondere Bedeutung zu. Die sich in dieser Zeit immer deutlicher herauskristallisierende Mehrheit für Premierminister Johnson stärkte das Pfund, weil sich damit die Unsicherheit über die wirtschaftlichen und politischen Perspektiven des Vereinigten Königreichs reduzierte. Nach einer nochmaligen spürbaren Aufwertung des Pfundes nach der Wahl notierte der Euro Mitte Dezember bei 0,83 Pfund Sterling, dem tiefsten Stand seit dem Referendum über den EU-Austritt 2016. Unmit-

Anleiherenditen*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Tageswerte



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

telbar danach kam es jedoch zu einer ausgeprägten Gegenbewegung, als der wiedergewählte Premierminister ankündigte, Verhandlungen über ein umfassendes Handelsabkommen mit der EU über 2020 hinaus gesetzlich auszuschließen und damit die Übergangsphase zeitlich eng zu begrenzen. Dies erhöhte das Risiko, dass diese ohne Handelsabkommen mit der EU endet, und trübte somit vor allem die konjunkturellen Aussichten des Vereinigten Königreichs wieder ein. Zwar nahmen in den Folgewochen Zinssenkungserwartungen unter anderem aufgrund von Aussagen der Bank von England zu. Doch ab Mitte Januar stärkten überraschend positive Daten vom britischen Arbeitsmarkt und zur Stimmung in der Industrie das britische Pfund gegenüber dem Euro. Schlussendlich wurde dieser Trend von der ausgebliebenen Zinssenkung auf der geldpolitischen Sitzung der Bank von England und von einer Regierungsumbildung unterstützt. So notierte der Euro zuletzt bei 0,83 Pfund Sterling

und damit 5,9 % unter seinem Wert von Ende September.

Im Ergebnis gab der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern seit Ende des dritten Quartals 2019 per saldo nach (–1,9 %). Zwar verbuchte er nicht nur gegenüber dem Yen, sondern auch gegenüber einigen Währungen mit geringeren Handelsgewichten Zugewinne, büßte aber zusätzlich zum Pfund Sterling unter anderem auch gegenüber der tschechischen Krone (–3,8 %), dem Schweizer Franken (–2,0 %), dem Zloty (–2,9 %) und dem Renminbi (–2,4 %) an Wert ein. Letzterer profitierte von der Entspannung im Handelskonflikt Chinas mit den USA, zumal die USA auch den Vorwurf der Währungsmanipulation an die chinesische Regierung zurückzogen. Die Ausbreitung des Coronavirus in China resultierte bisher nicht in einer signifikanten Abwertung des Renminbi. Im Umfeld steigender Risikoaversion notierte der Euro nach der oben erwähnten Abwertung gegenüber dem Schweizer Franken zuletzt auf dem niedrigsten Stand seit August 2015. Außerhalb des Kreises von 19 Partnerwährungen verzeichnete der Euro gegenüber der türkischen Lira Zugewinne (+7,1 %). Die Lira belasteten unter anderem die Zinssenkungen der türkischen Zentralbank, die wieder ansteigenden Inflationsraten in der Türkei und außenpolitische Spannungen.

Euro in effektiver Rechnung mit Verlusten

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Rentenmarkt

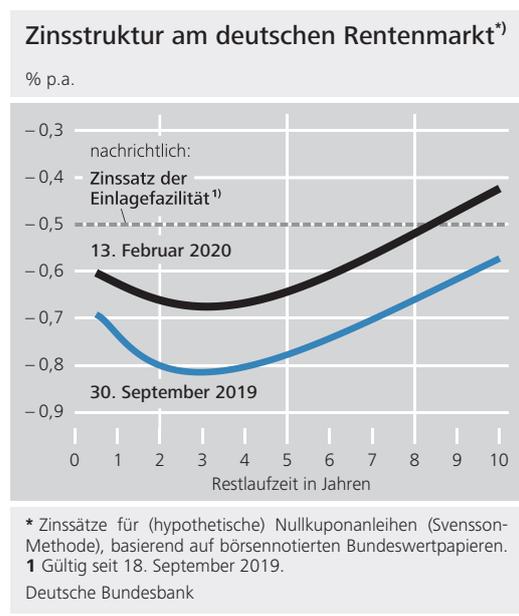
Die Renditen von Staatsanleihen in den großen Währungsräumen wiesen im Berichtszeitraum zwar alle deutliche Schwankungen auf, entwickelten sich im Ergebnis aber uneinheitlich. In den USA sanken die Renditen zehnjähriger US-Treasuries um 5 Basispunkte auf 1,6 % und damit in die Nähe des historischen Tiefstandes. Zunächst waren sie seit Ende September allerdings deutlich auf über 1,9 % angestiegen.

Renditen beiderseits des Atlantiks uneinheitlich

Offenbar gingen die Investoren davon aus, dass sich die wirtschaftliche Perspektive etwas aufhellen würde. Hierzu trug auch ein erstes Handelsabkommen bei, das die USA und China Mitte Januar unterzeichneten. Zudem betonte die US-Notenbank Mitte Dezember, dass die geldpolitische Ausrichtung angemessen sei. Dementsprechend war die aus Federal Funds Futures berechnete Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Zinsen Anfang des neuen Jahres weiter gesenkt würden, gering. Viele Investoren reagierten mit Optimismus hierauf und bevorzugten risikoreichere Papiere gegenüber sicheren Anleihen. Im Ergebnis stieg die Laufzeitprämie von US-Papieren.¹⁾ Die politischen Spannungen zwischen den USA und dem Iran Anfang Januar beeinflussten die US-Renditen nur temporär. Seit Mitte Januar fielen die US-Renditen aber im Ergebnis deutlich, und zwar um 21 Basispunkte. Investoren fragten aus Sorge vor möglichen wirtschaftlichen Folgen des Coronavirus wieder vermehrt sichere Staatsanleihen nach. Vor allem die Terminprämien gaben dadurch erneut nach. Aber auch die erwarteten Kurzfristzinsen fielen leicht, nachdem die Fed betont hatte, die Auswirkungen des Coronavirus auf die Finanzmärkte eng zu überwachen.

Rendite zehnjähriger Bundesanleihen im Ergebnis gestiegen

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen stieg seit dem Ende des dritten Quartals im Ergebnis um 18 Basispunkte auf – 0,4%. Sie notierte damit wieder etwas oberhalb des historischen Tiefstandes im dritten Quartal. Die im September vom EZB-Rat beschlossene Wiederaufnahme der Nettoankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € startete am 1. November 2019. Die Wiederaufnahme der Käufe selbst hatte keinen unmittelbaren Effekt auf die Kurse. Sie war von den Investoren im Vorfeld bereits weitgehend eingepreist worden. Die Renditen von Bundeswertpapieren standen im Berichtszeitraum in einem eher lockeren internationalen Zinsverbund mit den USA. So stiegen die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen bis zum Jahresende 2019 unter den genannten Einflüssen zunächst etwas stärker an als laufzeitgleiche



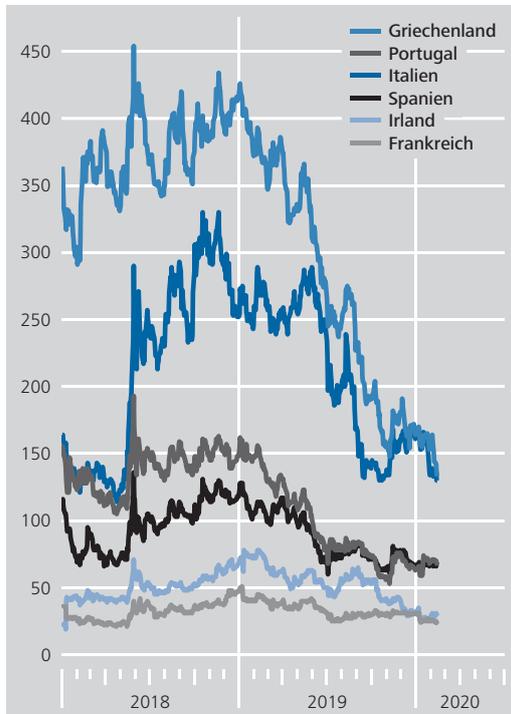
Treasuries. Der „Safe Haven“-Effekt wegen der zunehmenden Besorgnis aufgrund der Virusepidemie war aber bei Bundesanleihen dann etwas schwächer ausgeprägt, sodass die Renditen in Deutschland weniger stark sanken. Der Zinsabstand zwischen zehnjährigen amerikanischen und deutschen Staatsanleihen engte sich im Ergebnis um 21 Basispunkte auf 201 Basispunkte ein.

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve verlief zuletzt geringfügig steiler als am Ende des dritten Quartals 2019. Gemessen am Abstand der zehnjährigen Rendite lag die Steigung bei 24 Basispunkten. Die Zinsstrukturkurve ist im historischen Vergleich weiterhin sehr flach. Bundeswertpapiere rentierten über alle Laufzeiten hinweg etwas oberhalb ihrer historischen Tiefstände. Anleihen ab einer Restlaufzeit von 25 Jahren wiesen zum Ende des Berichtszeitraums wieder eine positive Rendite auf. Der Renditeanstieg lässt sich in implizite Kurzfristzinsersparungen und Terminprämien zerlegen. Gestiegen sind im Berichtszeitraum beide Komponenten.

¹ In dem Anstieg spiegelt sich wider, dass die Anleger eine geringere Entschädigung für zukünftig unerwartet niedrige Kurzfristzinsen forderten.

Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Renditedifferenzen zu Bundesanleihen gesunken

Der Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) nahm seit dem Ende des dritten Quartals 2019 ab (–8 Basispunkte auf 57 Basispunkte). Besonders stark engte sich der Renditeabstand griechischer und irischer Anleihen gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen ein. Im Falle Griechenlands hatte eine US-Ratingagentur die Kreditwürdigkeit des Landes um eine Stufe angehoben, was sich positiv auf die Kurse auswirkte. Auch für Irland hat sich der Ratingausblick verbessert. Der Spread italienischer Staatsanleihen weitete sich zwar zeitweilig sehr deutlich aus. Hierin hatte sich die Sorge der Marktteilnehmer ausgedrückt, dass die italienische Regierung infolge einer Regionalwahl stürzen könnte. Im Ergebnis ist die Zinsdifferenz aber im Einklang mit der generellen Spreadentwicklung im Euroraum gesunken.

Die Renditen zehnjähriger Anleihen des Vereinigten Königreichs stiegen seit dem Ende des dritten Quartals 2019 um 16 Basispunkte auf 0,7 %. In ihrer ersten Sitzung des neuen Jahres Ende Januar beließ die Bank von England ihren Leitzins bei 0,75 %. Die Notenbank ging dabei davon aus, dass die Inflationsrate im Vereinigten Königreich für eine Weile unter 2 % bleiben würde, bevor sie wieder auf ihren Zielwert anstiege. Einige Frühindikatoren deuteten darauf hin, dass das Wirtschaftswachstum nach dem Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU wieder zulegen würde. Zehnjährige japanische Staatsanleihen rentierten mit knapp unter 0 % um 19 Basispunkte höher als Ende September. Die Renditen blieben damit innerhalb des Bandes, in dem die Bank von Japan nach Einschätzung der Marktteilnehmer die Zinsen im Rahmen ihrer Zinsstrukturkurvensteuerung halten möchte. Auf ihrer Sitzung im Januar beließ sie ihre geldpolitische Ausrichtung unverändert. Zum Ende des Berichtszeitraums gaben die Renditen wegen der erwähnten Unsicherheiten über die Folgen des Coronavirus im Ergebnis etwas nach.

Renditen im Vereinigten Königreich und in Japan gestiegen

Die aus Inflationsswaps abgeleiteten Termininflationssraten im Euroraum für einen Zeitraum von fünf Jahren, der in fünf Jahren beginnt, notierten zuletzt bei 1,2 %. Sie stiegen damit im Berichtszeitraum per saldo etwas an. Der Indikator enthält neben den langfristigen Inflationserwartungen auch Liquiditäts- und derzeit negative Inflationsrisikoprämien. Diese Prämien sind verantwortlich für den Abstand der markt-basierten Indikatoren zu den höher liegenden Inflationserwartungen aus Umfragen und dürften auch im Berichtszeitraum eine größere Rolle gespielt haben. Die von Consensus Economics durch eine Umfrage erhobenen, langfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum stiegen über den gesamten Berichtszeitraum betrachtet ebenfalls leicht an.

Termininflationssrate im Euroraum leicht höher, umfragebasierte Inflationserwartungen ebenfalls leicht gestiegen

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB sanken im Berichtszeitraum weiter. Anleihen von Finanzunternehmen mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und

Renditen von Unternehmensanleihen gesunken

zehn Jahren rentierten bei Berichtsschluss mit 1,1% um 22 Basispunkte niedriger als Ende September. Die Renditen entsprechender Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors gaben um 4 Basispunkte auf 0,7% nach. Ausschlaggebend hierfür dürften die etwas günstigeren Konjunkturaussichten und die Kursgewinne an den Börsen gewesen sein, die das Ausfallrisiko verminderten. Dafür spricht jedenfalls, dass die rückläufigen Spreads mit gesunkenen CDS-Prämien einhergingen. Angesichts der insgesamt gestiegenen sicheren Zinsen engten sich die Renditeaufschläge gegenüber Bundesanleihen entsprechend stärker ein. Die Renditeaufschläge liegen damit deutlich unter ihren jeweiligen Fünfjahresmitteln.

Nettotilgungen deutscher Schuldverschreibungen

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im vierten Quartal 2019 deutlich unter dem Wert des Vorquartals. Insgesamt begaben deutsche Schuldner Papiere für 293 ½ Mrd €, verglichen mit 356 Mrd € in den drei Monaten zuvor. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen verringerte sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 24 Mrd €. Der Umlauf von Schuldtiteln ausländischer Provenienz am deutschen Markt stieg im vierten Quartal um 2 ½ Mrd €. Im Ergebnis sank der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 22 Mrd €.

Gesunkene Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand

Die öffentliche Hand tilgte im Schlussquartal 2019 angesichts der günstigen Kassenlage Schuldtitel für netto 22 Mrd €. Vor allem der Bund (inkl. der ihm zugerechneten Abwicklungsanstalt) führte seine Kapitalmarktverschuldung zurück; er tilgte insbesondere fünfjährige Bundesobligationen (11 Mrd €), aber auch unverzinsliche Bubills (4 ½ Mrd €) und zweijährige Schatzanweisungen (1 ½ Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von zehn- und 30-jährigen Anleihen (6 ½ Mrd € bzw. 2 ½ Mrd €) gegenüber. Die Länder und Gemeinden tilgten im Ergebnis Schuldverschreibungen für 6 ½ Mrd €.

Inländische Unternehmen nutzten die günstigen Finanzierungsbedingungen und begaben

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2018	2019	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	8,9	29,6	15,5
Kreditinstitute	- 11,9	10,6	- 15,4
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	- 2,8	11,2	- 8,0
Deutsche Bundesbank	10,9	- 3,1	10,0
Übrige Sektoren	9,9	22,1	20,8
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	16,6	20,7	11,1
Ausländer	- 27,2	- 0,5	- 37,3
Aktien			
Inländer	- 7,3	6,5	22,7
Kreditinstitute	- 3,4	- 3,4	3,1
darunter:			
inländische Aktien	- 2,7	- 0,4	3,0
Nichtbanken	- 3,9	9,8	19,7
darunter:			
inländische Aktien	2,7	- 0,6	4,2
Ausländer	2,0	1,2	- 1,9
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	34,1	20,7	52,1
Anlage in Publikumsfonds	0,6	4,3	4,9
darunter:			
Aktienfonds	- 3,0	- 0,8	0,7

Deutsche Bundesbank

im Berichtsquartal Anleihen für netto 6 Mrd €. Im Ergebnis ist dies ausschließlich auf langfristige Papiere zurückzuführen. Die Emissionen der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften (3 ½ Mrd €) überwogen leicht gegenüber den Sonstigen Finanzinstituten (3 Mrd €).

Unternehmensanleihen per saldo emittiert

Inländische Kreditinstitute verringerten in den Monaten Oktober bis Dezember 2019 ihre Kapitalmarktverschuldung um 8 Mrd €. Vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute und flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen wurden netto getilgt (6 ½ Mrd € bzw. 2 ½ Mrd €). Auch der Umlauf von Öffentlichen Pfandbriefen ist weiterhin rückläufig (2 Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von Hypothekendarlehen in Höhe von 3 Mrd € gegenüber.

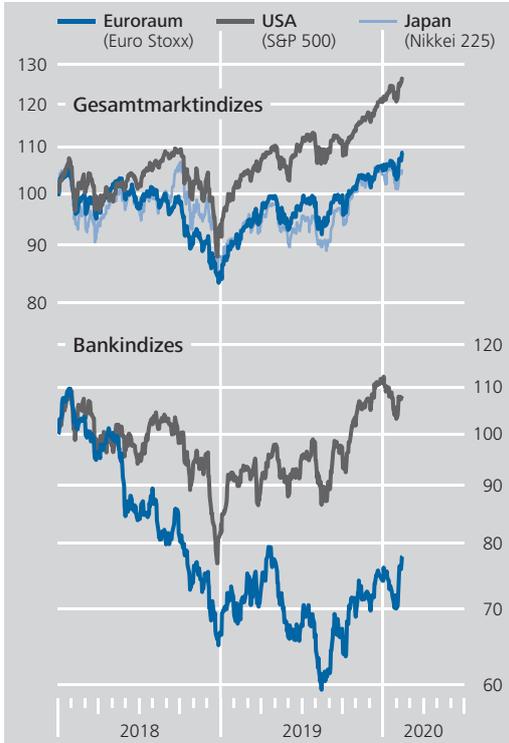
Gesunkene Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute

Auf der Nachfrageseite des deutschen Anleihe markts zeigte sich im vierten Quartal 2019 eine markante Zerteilung: Erworben wurden Schuldverschreibungen im Ergebnis überwie-

Erwerb von Schuldverschreibungen

Aktienmarkt

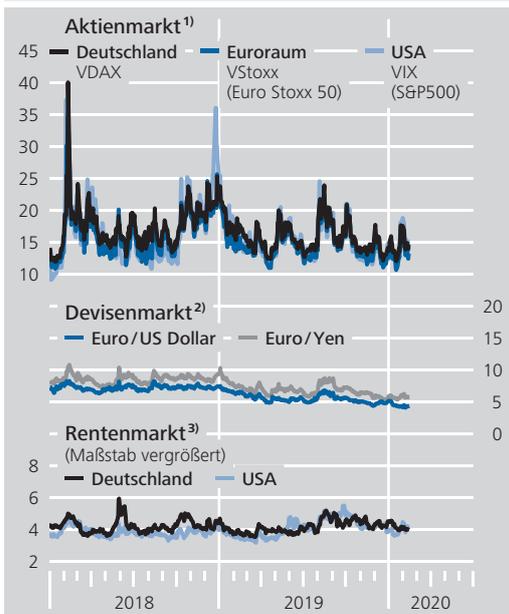
Tageswerte, Anfang 2018 = 100, log. Maßstab



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Implizite Volatilitäten an den Finanzmärkten

in %, Tageswerte



Quellen: Bloomberg und Thomson Reuters. **1** Berechnet aus Preisen von Indexoptionen mit einer Laufzeit von 30 Tagen. **2** Implizite Volatilität von Währungsoptionen mit einer Laufzeit von drei Monaten. **3** Implizite Volatilität von Optionen auf den Bund Future (Deutschland) bzw. T-Note Future (USA) für einen Horizont von drei Monaten.

Deutsche Bundesbank

gend von inländischen Nichtbanken (21 Mrd €). Außerdem nahm die Bundesbank Rentenpapiere für per saldo 10 Mrd € in ihre Bestände. Ausschlaggebend hierfür waren nicht zuletzt die im November wieder aufgenommenen geldpolitischen Wertpapierkäufe im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems. Ausländische Investoren und heimische Kreditinstitute trennten sich dagegen von festverzinslichen Werten in Höhe von netto 37 ½ Mrd € beziehungsweise 15 ½ Mrd €.

Aktienmarkt

Die Aktienkurse stiegen im Berichtszeitraum weltweit deutlich an. Im Ergebnis legte der US-amerikanische S&P500 seit Ende September um 13,3 % zu und erreichte einen historischen Höchststand. Der japanische Nikkei 225 verbuchte Kursgewinne in Höhe von 9,5 %, und auch die kontinentaleuropäischen Börsen notierten im Plus. So legte der europäische Euro-Stoxx-Index um 9,0 % zu; der Anstieg des deutschen CDAX fiel noch stärker aus (10,8 %). Gemessen am breiten FTSE-All-Share-Index stiegen die Notierungen britischer Unternehmen um durchschnittlich 2,2 %.

Aktienkurse weltweit deutlich gestiegen

Kurssteigernd wirkte auf die internationalen Aktienmärkte, dass die eingangs erwähnten, lange schwelenden politischen Abwärtsrisiken zum Jahresende aus Sicht der Marktteilnehmer deutlich abgebaut wurden. Die dadurch gesunkene politische Unsicherheit führte zu einem steigenden Risikoappetit bei den Investoren. Empirisch nachvollziehbar wird dies zum Beispiel anhand eines Dividendenbarwertmodells, das im Berichtszeitraum einen weiteren Rückgang der Aktienrisikoprämie für den S&P500 und den Euro-Stoxx-Index als Haupttreiber für die beobachteten Kursanstiege identifizierte. Die Gewinnwachstumserwartungen für die Unternehmen veränderten sich kaum, sodass daraus beiderseits des Atlantiks eine vergleichsweise hohe Bewertung der Aktienmärkte resultierte.

Aktienmärkte profitierten vom Rückgang politischer Unsicherheit

Coronavirus
 führte zu
 verstärkter
 Unsicherheit

In der zweiten Januarhälfte führte allerdings die Sorge über mögliche wirtschaftliche Folgen des Coronavirus zu verstärkter Unsicherheit unter den Anlegern. So gaben die Aktienkurse an allen Märkten seit Mitte Januar zeitweilig nach. Zuletzt setzte allerdings eine kräftige Gegenbewegung ein, die von positiven Unternehmens- und Konjunkturdaten aus den USA und der Ankündigung Chinas, einige Zölle gegenüber den USA zu halbieren, getragen wurde. Die Kursunsicherheit an den Aktienmärkten, gemessen anhand der impliziten Volatilität, stieg vorübergehend ebenfalls deutlich an. Zuletzt sank sie in den USA und in Europa wieder auf Werte unter den jeweiligen fünfjährigen Durchschnitten.

Bankaktien im
 Euroraum und in
 den USA kräftig
 gestiegen

Bankaktien verbuchten im Euroraum mit 15,8% und in den USA mit 11,0% deutliche Kursgewinne. Kursstützend dürfte die Berichtssaison für das vierte Quartal 2019 gewesen sein, die auf beiden Seiten des Atlantiks für Banken besser als erwartet ausfiel. Im europäischen Bankensektor stachen insbesondere die deutschen und die italienischen Banken heraus. Hier sorgten institutspezifische Meldungen für starke Kursanstiege der gesamten Branchenindizes. Britische Banken legten im Berichtszeitraum dagegen nur leicht an Wert zu (+0,5%). Ein wesentlicher Grund dafür dürften die weiterhin schwer einschätzbaren negativen Auswirkungen eines möglicherweise ungeordneten Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU zum Jahresende 2020 auf die britische Finanzbranche sein.

Mittelaufnahme
 am Aktienmarkt

Die Mittelaufnahme am deutschen Aktienmarkt betrug im Berichtsquartal per saldo 5½ Mrd €; sie lag damit deutlich über dem Wert des Vorquartals (½ Mrd €). Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 15½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis vor allem von inländischen Nichtbanken (19½ Mrd €), zu denen beispielsweise auch Fondsgesellschaften gehören, die zuletzt ein hohes Mittelaufkommen realisierten. Heimische Kreditinstitute vergrößerten ihre Aktienportfolios um netto 3 Mrd €, während ausländische Investoren ihr Aktien-

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2018	2019	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj. ^{p)}
I. Leistungsbilanz	+ 66,2	+ 63,1	+ 76,4
1. Warenhandel ¹⁾	+ 52,5	+ 62,2	+ 57,0
2. Dienstleistungen ²⁾	- 2,5	- 13,7	- 2,0
3. Primäreinkommen	+ 32,6	+ 27,1	+ 33,6
4. Sekundäreinkommen	- 16,3	- 12,4	- 12,2
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 1,5	+ 0,5	- 0,6
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 64,9	+ 15,9	+ 86,9
1. Direktinvestition	- 23,6	- 5,9	+ 25,4
Inländische Anlagen			
im Ausland	+ 2,2	+ 24,2	+ 4,6
Ausländische Anlagen			
im Inland	+ 25,9	+ 30,2	- 20,8
2. Wertpapieranlagen	+ 18,9	+ 21,2	+ 71,4
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten			
Aktien ³⁾	- 8,9	+ 20,6	+ 32,7
Investmentfondsanteile ⁴⁾	- 0,5	- 0,7	+ 9,5
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	- 0,4	+ 10,7	+ 20,9
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 4,9	- 0,4	+ 4,7
darunter:			
denominiert in Euro ⁶⁾	- 2,4	+ 13,7	+ 4,3
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 2,7	+ 7,8	+ 3,8
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten			
Aktien ³⁾	- 27,9	- 0,6	- 38,7
Investmentfondsanteile	0,0	+ 1,2	- 2,8
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 0,7	- 1,2	+ 1,4
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	- 22,5	- 8,1	- 20,3
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 18,8	- 7,5	- 18,0
3. Finanzderivate ⁹⁾	- 4,7	+ 7,5	- 17,0
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	+ 0,5	+ 3,2	+ 1,8
Monetäre Finanzinstitute ¹¹⁾	+ 68,5	- 2,3	- 11,2
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	+ 110,4	+ 9,3	+ 61,9
Staat	+ 24,9	+ 8,4	+ 0,7
Bundesbank	+ 5,2	+ 1,3	+ 0,1
Bundesbank	- 72,1	- 21,3	- 73,9
5. Währungsreserven	+ 0,6	- 0,3	- 0,6
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹³⁾	- 2,8	- 47,7	+ 11,1

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

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

engagement in Deutschland per saldo um 2 Mrd € verringerten

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im letzten Quartal 2019 einen deutlichen Mittelzufluss in Höhe von 57 Mrd €, nach 25 Mrd € im Vorquartal. Die Mittel kamen im Ergebnis weit überwiegend den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (52 Mrd €). Unter den Anlageklassen erzielten vor allem Gemischte Wertpapierfonds ein deutliches Mittelaufkommen (20½ Mrd €), aber auch Rentenfonds (14 Mrd €), Dachfonds (11½ Mrd €) und Offene Immobilienfonds (8½ Mrd €) verzeichneten recht hohe Mittelzuflüsse. Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 21 Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis nahezu ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen im Ergebnis Anteilscheine für 74½ Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile. Heimische Kreditinstitute vergrößerten ihr Fondsportfolio um netto 2 Mrd €, während gebietsfremde Investoren deutsche Fondsanteile für per saldo 1½ Mrd € veräußerten.

■ Direktinvestitionen

Durch die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr ergaben sich im vierten Quartal 2019 Netto-Kapitalexporte von 71½ Mrd €. Auch bei den Direktinvestitionen kam es per saldo zu Mittelabflüssen, und zwar in Höhe von 25½ Mrd €.

*Netto-Kapital-
exporte bei
den Direkt-
investitionen*

In Deutschland ansässige Unternehmen weiteten ihre Direktinvestitionen im Ausland im Dreimonatszeitraum von Oktober bis Dezember 2019 um 4½ Mrd € aus (nach 24 Mrd € im Quartal zuvor). Sie erhöhten ihr Beteiligungskapital im Ausland (10½ Mrd €) ganz überwiegend durch Beteiligungskapital im engeren Sinne und nur in geringem Umfang über reinvestierte Gewinne. Demgegenüber verringerten sie die über den konzerninternen Kreditverkehr – insbesondere durch Finanzkredite – bereitgestellten Mittel (5½ Mrd €). Deutsche Unternehmen investieren in einer Vielzahl von Ländern und Regionen weltweit. Im vierten Quartal 2019 wurden dabei per saldo besonders hohe Investitionen in den USA (8½ Mrd €) und in Luxemburg (5 Mrd €) getätigt. Hingegen gab es vergleichsweise große Mittelrückflüsse aus dem Vereinigten Königreich (11 Mrd €) und den Niederlanden (3 Mrd €).

*Kapitalabflüsse
durch Trans-
aktionen
heimischer
Unternehmen*

Ausländische Unternehmen zogen von Oktober bis Dezember 2019 Direktinvestitionsmittel für per saldo 21 Mrd € aus Deutschland ab, nachdem sie im dritten Quartal verbundenen Unternehmen im Inland 30 Mrd € zur Verfügung gestellt hatten. Mit 20 Mrd € entfiel der größte Teil auf die Tilgung konzerninterner Kredite. Vor allem handelte es sich dabei um Finanzkredite. Das Beteiligungskapital ausländischer Unternehmen in Deutschland sank im vierten Quartal 2019 leicht um 1 Mrd €. Vergleichsweise hohe Mittelrückflüsse waren nach Luxemburg (10½ Mrd €), Belgien und in das Vereinigte Königreich (jeweils 5 Mrd €) sowie in die Niederlande (4 Mrd €) zu verzeichnen.

*Ausländische
Direktinvestitionen in Deutsch-
land: Kapital-
abflüsse
überwogen*