

**BERICHT ÜBER DIE  
VERWALTUNG DES VERMÖGENS DER  
STIFTUNG GELD UND WÄHRUNG**

Jahr 2014

## **INHALT**

<b>A INSTITUTIONELLER RAHMEN</b>	<b>3</b>
1. GESETZLICHER AUFTRAG	3
2. RICHTLINIEN FÜR DIE MITTELANLAGE	3
3. ORGANISATION DES ANLAGEPROZESSES	4
<b>B MARKTENTWICKLUNG</b>	<b>5</b>
1. INTERNATIONALE FINANZMÄRKTE	5
2. ANLEIHEN DER BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND UND ANDERER STAATEN DES EURO-GEBIETS	5
3. ANLEIHEN VON STAATLICH DOMINIERTEN EMITTENTEN	7
4. PFANDBRIEFE UND ANDERE COVERED BONDS	9
5. AKTIENMÄRKTE	10
<b>C BERICHT DES ANLAGEMANAGEMENTS</b>	<b>13</b>
1. KONTOBEWEGUNGEN	13
2. STRUKTUR DES PORTFOLIOS	14
3. FÜHRUNG DES AKTIENTEILPORTFOLIOS	15
4. FÜHRUNG DES RENTENTEILPORTFOLIOS	17
<b>D BERICHT DES RISIKO-CONTROLLING</b>	<b>19</b>
1. VERMÖGENSBESTAND	19
2. VERMÖGENSENTWICKLUNG	20
3. PORTFOLIORENDITE	20
4. RISIKOLAGE	23
5. EINHALTUNG DER ANLAGERESTRIKTIONEN	27
<b>GLOSSAR</b>	<b>32</b>
<b>ANLAGE: VERMÖGENSAUFSTELLUNG</b>	<b>35</b>

## A Institutioneller Rahmen

### 1. Gesetzlicher Auftrag

Der Deutschen Bundesbank ist nach § 12 des Gesetzes über die Ausprägung einer 1-DM-Goldmünze und die Errichtung der Stiftung „Geld und Währung“ (ErrichtungsG) vom 27. Dezember 2000 die Verwaltung des Vermögens der Stiftung übertragen worden.

Der Handlungsrahmen für die Anlage der Stiftungsmittel wird durch vom Stiftungsrat erlassene Anlagerichtlinien für die Verwaltung des Vermögens konkretisiert. Die Anlagerichtlinien wurden zuletzt im Oktober 2012 geändert. Generell zielt die Vermögensverwaltung auf möglichst hohe Erträge zur Finanzierung der Stiftungsausgaben bei grundsätzlich realer Substanzerhaltung des Stiftungsvermögens ab. Dabei ist ein angemessenes Verhältnis von Ertrag und Risiko einzuhalten.

Gemäß den Anlagerichtlinien hat die Deutsche Bundesbank der Stiftung einmal jährlich einen Bericht über die Verwaltung des Stiftungsvermögens im vorausgegangenen Jahr vorzulegen, der die zu Marktpreisen bewertete Vermögensaufstellung enthält, die Ergebnisse der Vermögensanlage im Einzelnen darstellt, die Anlageentscheidungen begründet und die Wertentwicklung des Stiftungsvermögens aufzeigt.

Im vorliegenden Bericht werden zunächst vom Anlagemanagement die Marktentwicklungen der europäischen Renten- und Aktienmärkte dargestellt (Teil B), sowie die Entwicklung der Benchmark und deren Nachbildung beschrieben (Teil C). Anschließend behandelt der Bericht des Risiko-Controlling den Bestand und die Entwicklung des Stiftungsvermögens, die Portfoliorendite und die Risikolage sowie die Einhaltung der Anlagerichtlinien (Teil D).

### 2. Richtlinien für die Mittelanlage

Die Teil-Benchmark für den Rentenanteil untergliedert sich in jeweils eine Benchmark für nominale (d. h. nicht inflationsindexierte) und in eine für inflationsindexierte Anleihen. Die Benchmark für nominale Anleihen besteht aus den im iBoxx-€-Covered-Index enthaltenen Wertpapieren, die zulässige Anlageinstrumente sind, und weist im Mittel eine modifizierte Duration von 4,5 auf. Sie wird im Dreimonatsrhythmus angepasst; unterjährige Papiere können im Gegensatz zum iBoxx-€-Covered-Rentenindex in der Benchmark verbleiben. Zulässige Anlageinstrumente sind gemäß den Anlagerichtlinien deutsche Pfandbriefe und europäische Covered Bonds mit einem Mindestrating von Aa3. In der Benchmark für nominale Anleihen müssen deutsche Pfandbriefe mit einem Anteil von mindestens 60 % vertreten sein.

Die Benchmark für inflationsindexierte Anleihen setzt sich aus denjenigen Wertpapieren des iBoxx-Euro-Inflation-Linked-Index zusammen, die sich auf die Inflation im Euro-Raum beziehen, Staatsanleihen mit einem Mindestrating von Aa3 sind sowie eine Restlaufzeit von bis zu zehn Jahren aufweisen (unterjährige Papiere verbleiben auch hier – im Gegensatz zum iBoxx-Euro-Inflation-Linked-Index – in der Benchmark).

Die Teil-Benchmark für den Aktienanteil besteht aktuell aus dem MSCI ACWI Index sowie dem Deutschen Aktienindex (DAX). Beide Indizes werden in der Benchmark zunächst hälftig gewichtet. Der MSCI ACWI beinhaltet 2.434 Aktien aus 23 entwickelten Märkten und 21 Schwellenländern. Hierbei handelt es sich sowohl um Unternehmen mit großer als auch mittlerer Marktkapitalisierung, die rund 85 % des global investierbaren Aktienuniversums abbilden.<sup>1</sup> Der MSCI ACWI darf gemäß den Anlagerichtlinien passiv über den Erwerb von replizierenden ETF abgebildet werden.

Im Falle einer Abweichung der tatsächlichen Aktienquote des Portfolios um 10 Prozentpunkte von der vom Stiftungsrat festgelegten Aktienquote erfolgt eine Unterrichtung des Stiftungsrats, bei der gegebenenfalls geeignete Anpassungsmaßnahmen vorgeschlagen werden.

Gemäß Stiftungsratsbeschluss vom 26. Juni 2014 soll das Gesamtengagement bei einem Emittenten der unter § 3 (2) (a) bis (c) und (f) aufgeführten Instrumente künftig 10 % (vorher 25 %) des Stiftungsvermögens nicht übersteigen. Des Weiteren ist das Höchstengagement in einer einzelnen Emission künftig auf 5 % (vorher 15 %) des Stiftungsvermögens begrenzt. Die neuen Restriktionen finden nur bei Neuanlagen Anwendung.

### **3. Organisation des Anlageprozesses**

Das Anlagemanagement verfolgt eine passive Strategie, die auf die Nachbildung der Benchmark abzielt, und steht unter der laufenden Überwachung durch das Risiko-Controlling der Deutschen Bundesbank.

Die Vermögensverwaltung für die Stiftung „Geld und Währung“ erfolgt grundsätzlich nach den gleichen hohen Kontroll- und Qualitätssicherungsstandards, die von der Bundesbank auch hinsichtlich der Verwaltung anderer fremder bzw. eigener Vermögenswerte angewendet werden.

Handelsaktivitäten werden vom Anlagemanagement im Vieraugenprinzip initiiert und von der Handelsabteilung umgesetzt. Anlagemanagement und Handel sind im Zentralbereich Märkte angesiedelt und personell und organisatorisch von der unabhängigen Stabsabteilung Risiko-Controlling und von der im Zentralbereich Zahlungsverkehr angesiedelten Wertpapierabwicklung getrennt. Alle drei Bereiche sind verschiedenen Vorstandsmitgliedern unterstellt.

---

<sup>1</sup> Quelle: MSCI Inc., Stand: 31.12.2014



## B Marktentwicklung<sup>2</sup>

### 1. Internationale Finanzmärkte

Die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten war im Jahr 2014 geprägt von der Geldpolitik der wichtigsten Zentralbanken und der sich abzeichnenden Divergenz des geldpolitischen Kurses zwischen US-Notenbank und Eurosystem. Im Euroraum hatten sinkende Inflationsraten sowie ein sich eintrübender Wirtschaftsausblick weitere Zinssenkungen und die Bereitschaft der Europäischen Zentralbank (EZB) zu weiteren Lockerungsmaßnahmen der Geldpolitik zur Folge. In den USA hat die Federal Reserve (FED) dagegen begonnen, die expansive Geldpolitik schrittweise zurückzufahren und den Markt auf Zinserhöhungen vorzubereiten. Vor dem Hintergrund einer sich robust entwickelnden US-Konjunktur wurde das Anleiheankaufprogramm der FED im Oktober beendet.

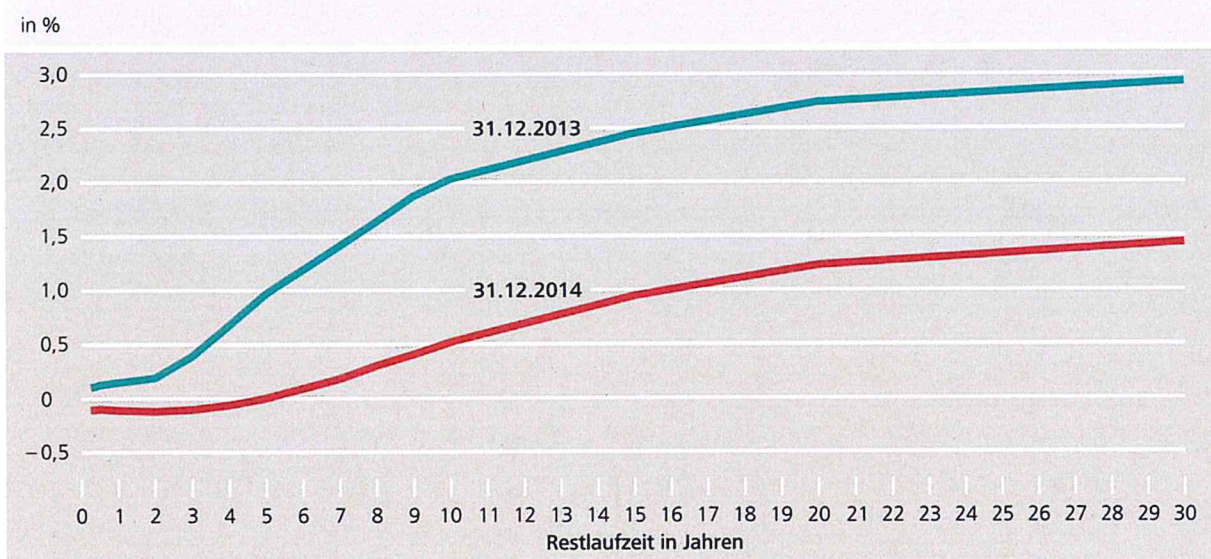
Die zunehmende Divergenz in der wirtschaftlichen Entwicklung und der Geldpolitik der großen Industrieländer führte insbesondere in der zweiten Jahreshälfte zu einer Entkopplung der Zinsentwicklung zwischen den USA und Europa sowie einer Abwertung des Euro. Dabei kam es zu einer verstärkten „Suche nach Rendite“, und die internationalen Risikoprämien sowohl von Anleihen als auch von Aktien sind auf neue Tiefstände gefallen. Die Aktienmärkte konnten zwar insbesondere in Europa nicht an die kräftige Aufwärtsbewegung der letzten beiden Jahre anknüpfen. Die Aktienkurse erreichten jedoch trotz immer wiederkehrender geopolitischer Risiken und Wachstumssorgen neue Hochstände.

### 2. Anleihen der Bundesrepublik Deutschland und anderer Staaten des Euro-Gebiets

Im Umfeld sinkender Inflationsraten und der expansiven Geldpolitik im Euroraum sind die Renditen von Bundesanleihen im Jahresverlauf auf historische Tiefstände gefallen. Zum Jahresende notierten zehnjährige Bundesanleihen mit 0,54 % um 1,38 Prozentpunkte niedriger als zu Jahresbeginn. Auch Bundesanleihen mit zweijähriger Restlaufzeit erreichten zum Jahresende mit -0,10 % ein neues Rekordtief (Schaubilder 1 und 2).

Renditestruktur deutscher Staatsanleihen

Schaubild 1



Deutsche Bundesbank

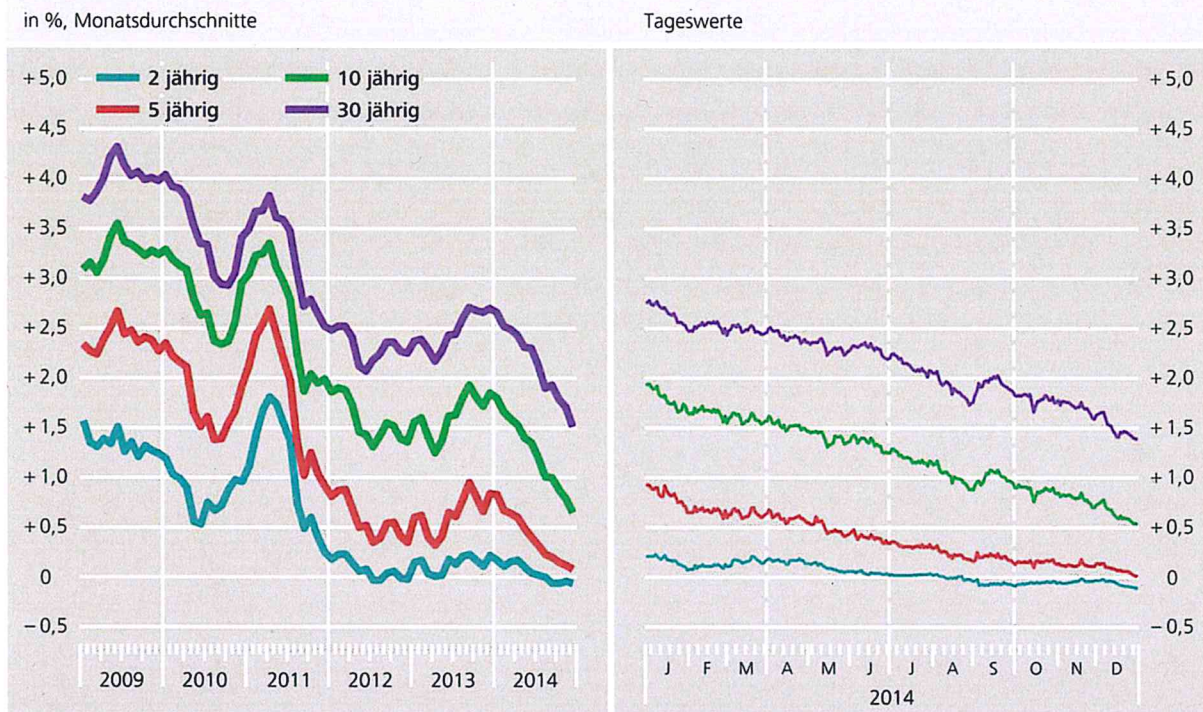
<sup>2</sup> Dieser Abschnitt gibt einen für die Gesamtheit der von der Bundesbank verwalteten Portfolios relevanten Marktüberblick. Er ist nicht auf die individuellen Portfolios zugeschnitten und umfasst auch nicht in jedem Fall alle individuell verwendeten Anlagen.



Die Renditen von Staatsanleihen sanken in den meisten Ländern des Euroraums auf historische Tiefstände. Insbesondere sanken die Renditen zweijähriger Staatsanleihen nicht nur in Deutschland, sondern auch in Belgien, Frankreich, Irland, den Niederlanden und Österreich in den negativen Bereich. Die Renditen einiger Euro-Peripherieländer unterschritten das Renditeniveau vergleichbarer Anleihen des US-Schatzamtes. Hinter dieser Entwicklung standen die Zinssenkungen der EZB im Juni und September sowie die Ankündigung eines Ankaufprogramms für Asset Backed Securities (ABS) und Covered Bonds.

### Renditen deutscher Staatsanleihen

Schaubild 2



Quelle: Bloomberg.  
 Deutsche Bundesbank

Am umfangreichsten kamen die weiteren geldpolitischen Lockerungen und die höhere Risikobereitschaft der Investoren Rentenmärkten in der Peripherie zugute. Die Renditen von Staatsanleihen aus der Peripherie sanken auf historische Tiefstände und die Risikoaufschläge zu deutschen Bundesanleihen fielen auf ein Niveau, das zuletzt im Jahr 2010 erreicht wurde (Schaubild 3). Dies war selbst für Anleihen aus Ländern zu beobachten, die sich im Spannungsfeld zwischen hoher Staatsverschuldung und niedrigem Wirtschaftswachstum bewegten.

Nachdem im ersten Quartal einige Länder der Euro-Peripherie erfolgreich Staatsanleihen emittiert hatten, gelang im April auch Griechenland erstmals seit 2010 wieder eine Anleiheemission. Nach mehreren Monaten sehr geringer Volatilität in den europäischen Staatsanleihemärkten wurde das Zusammenlaufen der Spreads dann im Spätsommer und Herbst im Zuge wachsender geopolitischer Spannungen gebremst.

Die zum Jahresende hin wieder zunehmende politische Unsicherheit in Griechenland, die durch gescheiterte Präsidentschaftswahlen ausgelöst wurde, belastete den griechischen Finanzmarkt. Die Renditedifferenz zu Bundesanleihen, die im Juni auf zeitweise bis zu 418 Basispunkte (BP) gefallen war, wei-



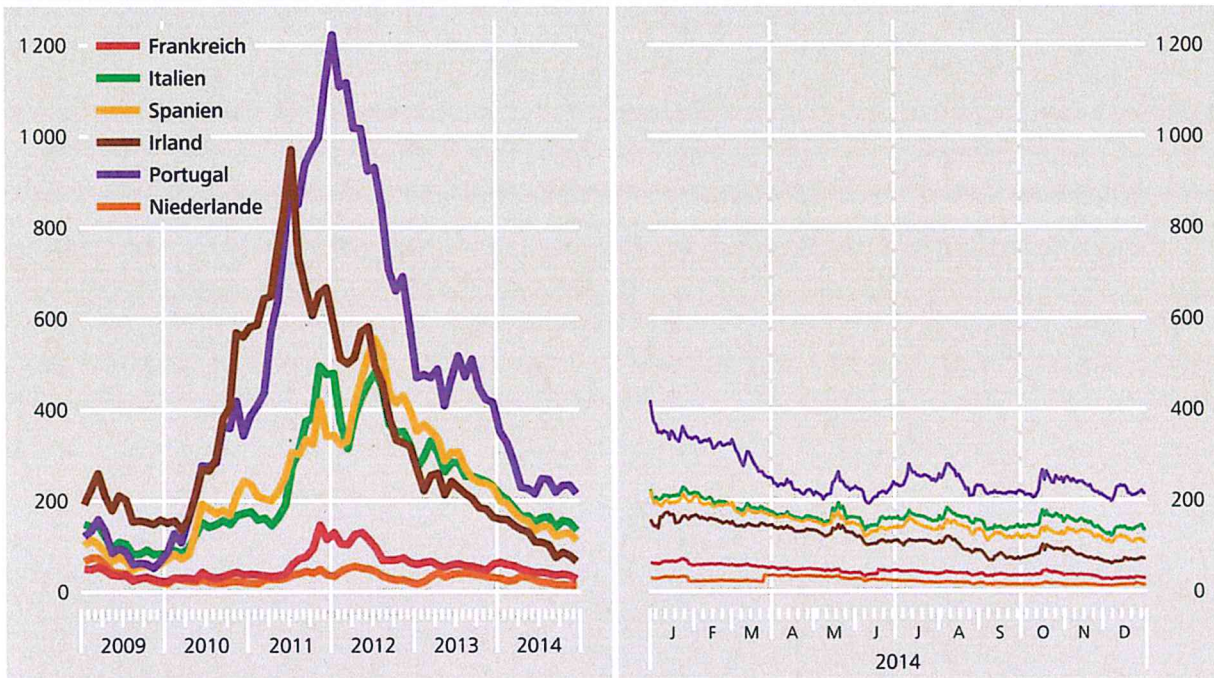
tete sich bis Ende Dezember 2014 wieder auf 920 BP aus. Die Renditespreads von Staatsanleihen anderer Euro-Peripherieländer wurden hiervon kaum berührt. Überhaupt konnten makroökonomische und geopolitische Unsicherheiten das im Frühjahr erreichte niedrige Spreadniveau im weiteren Jahresverlauf nicht mehr nachhaltig verändern.

### Renditedifferenzen zehnjähriger Staatsanleihen gegenüber Deutschland

Schaubild 3

Basispunkte, Monatsdurchschnitte

Tageswerte



Quelle: Reuters und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

### 3. Anleihen von staatlich dominierten Emittenten

Die Renditespreads öffentlicher Emittenten – wie der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), der französischen Sozialversicherungs-Agentur CADES, der Europäischen Investitionsbank (EIB) sowie der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) – gegenüber Bundesanleihen verengten sich insbesondere im Frühjahr und Sommer des Jahres 2014 auf niedrigem Niveau noch weiter (Schaubild 4). Erst am Jahresende war eine leichte Korrektur dieser Bewegung festzustellen.

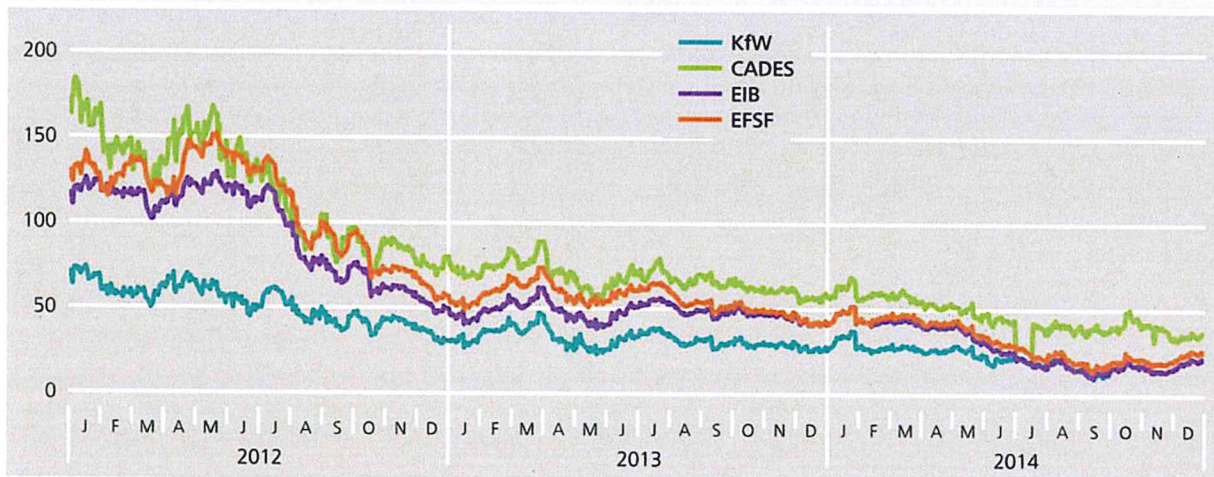
Die Renditeaufschläge gegenüber Bundesanleihen betragen zum Jahresende 2014 im zehnjährigen Laufzeitbereich noch 15 BP für die KfW, 20 BP für die EIB, 25 BP für die EFSF und 36 BP für die CADES. Dabei hat sich der Renditeaufschlag von EIB- und EFSF-Anleihen gegenüber den KfW-Anleihen weitgehend eingeebnet. Der Renditespread der CADES konnte sich nicht parallel zu dem der europäischen Papiere entwickeln, wenn er auch gegenüber der KfW letztlich leicht abnahm.

Im Vergleich zu den anderen hier betrachteten Emittenten hat die CADES mit einem Rating von AA die niedrigste Bonitätseinstufung. Demgegenüber war die KfW im Jahr 2014 als einziges der betrachteten Institute von allen führenden Ratingagenturen mit der bestmöglichen Einstufung von AAA bewertet.

## Renditespreads von Anleihen staatlich dominierter Emittenten gegenüber Bundesanleihen

Schaubild 4

Renditedifferenz in Basispunkten, Laufzeit 10 Jahre



Quelle: Bloomberg.  
Deutsche Bundesbank

Größter Emittent unter den genannten Instituten ist die KfW. Die Bankengruppe gehört zu 80 % dem Bund und zu 20 % den Bundesländern. Die Schulden der KfW werden von den Eigentümern garantiert.

Die CADES ist als Gesellschaft zur Finanzierung und Tilgung der Schulden der französischen Sozialversicherung die größte französische Agency. Das Institut besitzt zwar keine explizite Garantie des Staates, jedoch wird aufgrund des Status als „Etablissement Public National Administratif“ (EPA) die Bonität von den Ratingagenturen mit der des französischen Staates gleichgestellt.

Die EIB ist ein supranationales Bankinstitut, für das die EU-Staaten gesamtschuldnerisch haften.

Als Hilfe für in Zahlungsschwierigkeiten geratene Mitgliedstaaten spannte die EU ab Mai 2010 zunächst mit der EFSF einen befristeten Euro-Schutzschirm auf. Mit dem ESM haben die Eurostaaten im Jahr 2012 dann eine Institution als dauerhaften Schutz- und Nothilfemechanismus geschaffen. Der ESM hat Mitte 2013 den EFSF vollständig abgelöst.



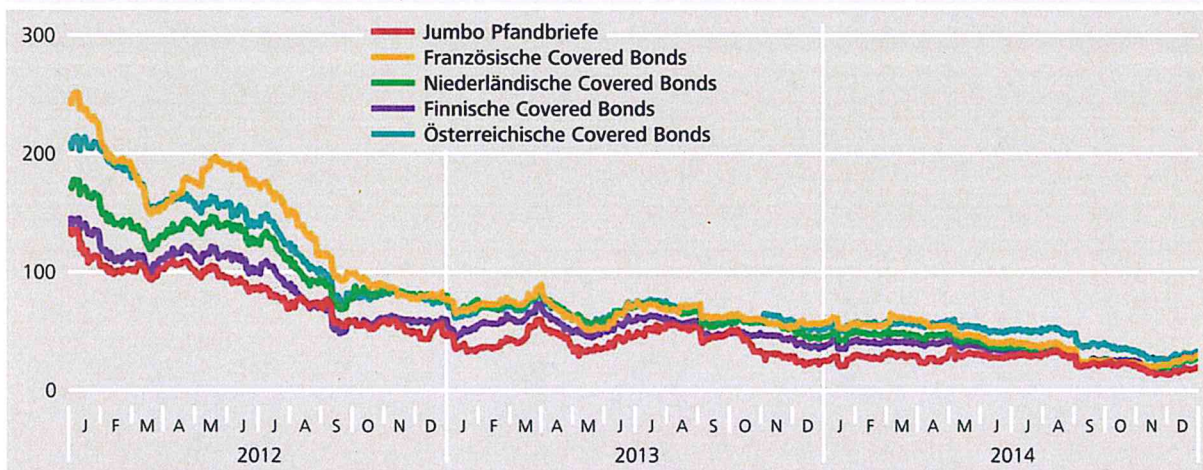
#### 4. Pfandbriefe und andere Covered Bonds

Vor dem Hintergrund der seit Jahren andauernden und zunehmend beschleunigten geldpolitischen Expansion der EZB engten sich die Spreads an den Covered Bond Märkten parallel zu den Staatsanleihemärkten ein (Schaubild 5). Die Einbeziehung der Covered Bonds in Maßnahmen zur Ausweitung der Bilanzsumme der EZB führte die Renditespreads dieser Anleihekategorie gegenüber Bundesanleihen auf Tiefstände.

##### Renditeaufschlag von deutschen, französischen, niederländischen, österreichischen und finnischen Covered Bonds zu Bundesanleihen

Schaubild 5

Renditedifferenz in Basispunkten; Laufzeit 5 Jahre



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.  
Deutsche Bundesbank

Unterstützend wirkten auch die bevorzugte regulatorische Behandlung von Covered Bonds im Rahmen der Liquidity Coverage Ratio (LCR), die relativ geringen Eigenkapitalunterlegungsanforderungen sowie die Bestätigung der Insolvenzfestigkeit. Erst in den letzten Wochen des Jahres hat sich die Bewegung zu immer niedrigeren Renditespreads in der überwiegenden Anzahl der Euro-Emissionsländer leicht zurückgebildet. Die Gründe hierfür lagen u. a. im Abbau von Beständen in den Bilanzen der Investoren zum Jahresende, aber auch in Unsicherheiten im Markt, wie z. B. dem Ausgang der Neuwahlen in Griechenland.

Im Jahr 2014 wurden am Primärmarkt für EUR-Benchmarkemissionen Covered Bonds im Volumen von rund 110 Mrd € öffentlich platziert, was oberhalb der Werte der beiden Vorjahre lag. Gemessen am Emissionsvolumen waren deutsche Emittenten im vergangenen Jahr am aktivsten, gefolgt von Emittenten aus Frankreich und Kanada. Dabei sind die vom Emittenten zurückbehaltenen Covered Bonds, die zu Refinanzierungszwecken bei den nationalen Zentralbanken des Eurosystems begeben werden, nicht berücksichtigt. Dennoch nahm das ausstehende Marktvolumen weiter leicht ab.

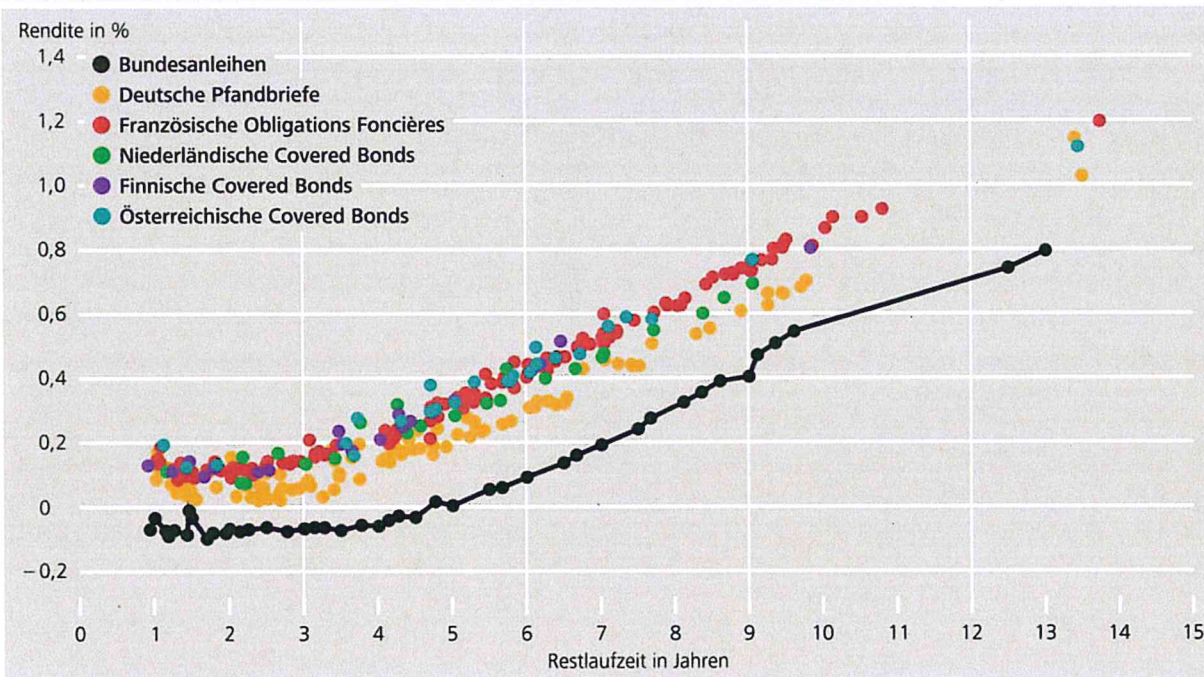
Im Ergebnis verzeichneten Covered Bonds in den Kernmärkten nur noch sehr geringe Spreadaufschläge gegenüber Bundesanleihen. Insbesondere verbuchten Pfandbriefrenditen in kurzen Laufzeitbereichen nur noch einen Spread von 10 bis 20 Basispunkten (siehe Schaubild 6).



## Renditestrukturen von Bundesanleihen und Covered Bonds

Schaubild 6

Stand: Schlusskurse vom 31.12.2014



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

## 5. Aktienmärkte

Die Aktienmärkte konnten insgesamt nicht an die starke Performance der vergangenen zwei Jahre anknüpfen, legten aber dennoch zu. Der umfassende globale MSCI All Country World Index schnitt im Jahr 2014 in Euro gerechnet mit einem Plus von 18,6 % ab (Schaubild 7). Dieser Index setzt sich zu ca. 90 % aus Aktien aus Industrieländern und zu ca. 10 % aus Aktien aus Schwellenländern zusammen. Die Schwellenländerkomponente, der MSCI Emerging Markets Performance Index, legte Euro-basiert 11,4 % zu. Die Aktienmärkte der wichtigsten Industrieländer außerhalb der Eurozone verzeichneten die deutlichsten Zuwächse.

Die gute Euro-basierte Performance der MSCI Indizes im Jahr 2014 ist aber vor allem der Abwertung des Euro zuzuschreiben. So hat der US-Dollar gegenüber dem Euro 13,9 % zugelegt. Der Euro kostete am Jahresende 2014 noch 1,21 US-Dollar, während ein Jahr zuvor noch 1,38 US-Dollar für ihn aufzuwenden waren.

Der DAX legte mit 2,7 % zwar nur moderat zu, erreichte jedoch sowohl Mitte des Jahres als auch im Dezember Hochstände von über 10.000 Punkten. Im Gegensatz zum Vorjahr entwickelte sich im Jahr 2014 der deutsche Aktienmarkt etwas schwächer gegenüber dem Eurostoxx 50, welcher die 50 größten europäischen Unternehmen abbildet. Letzterer stieg um 4,0 % und erreichte Mitte des Jahres mit 6.120 Punkten den höchsten Wert seit 2008.



## Ausgewählte Aktienindizes

Schaubild 7

indexierte Darstellung, 31.12.2013 = 100, log. Maßstab



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.  
Deutsche Bundesbank

Die Aktienmärkte der Industrienationen waren im Jahr 2014 von einem permanenten Auf und Ab gekennzeichnet, was das Wechselspiel unterschiedlicher Einflussfaktoren widerspiegelte. Geleitet wurden die Märkte dabei insbesondere von den Erwartungen der Marktteilnehmer über den zukünftigen geldpolitischen Kurs der großen Zentralbanken. So führten Aussichten auf eine Normalisierung der US-Geldpolitik immer wieder zu Kursabschlägen, Ankündigungen über weitere stützende Maßnahmen dagegen zu positiven Impulsen. Die Diskussion geopolitischer Risiken bremste zeitweise die Risikofreude und führte im Oktober zu einem deutlichen Kurseinbruch.

Zu Beginn des Jahres 2014 strahlten von einigen Schwellenländern ausgehende Turbulenzen negativ auf die globalen Aktienmärkte aus. Die Emerging Markets holten bei der Aktienpreisentwicklung dann aber von März bis August gegenüber den Industrieländern deutlich auf, bevor dort im Herbst sinkende Rohstoffpreise für eine Korrektur verantwortlich waren.

Im Euroraum führten teils schwache Konjunkturdaten, gesunkene Inflationserwartungen sowie nach unten revidierte Wachstumsprognosen zu Dämpfern für die Kursentwicklung. Währenddessen hatten geldpolitische Signale beruhigende und unterstützende Wirkung auf die Aktienmärkte. So begünstigte neben den EZB-Zinssenkungen die Inaussichtstellung möglicher weiterer EZB-Wertpapierankäufe (inkl. Staatsanleihekäufe) die Erholung der zeitweise unter Druck geratenen Aktienkurse im Euroraum. Bankentitel entwickelten sich dabei im vergangenen Jahr unterdurchschnittlich gegenüber dem Gesamtmarkt, insbesondere aufgrund von angekündigten strengeren Regulierungsanforderungen sowie von Unsicherheit im Umfeld der Banken-Stresstests der EZB.

## **Auswirkungen des Niedrigzinsumfeldes in Portfolios**

### *Renditewirkungen der Bewertung zu Marktpreisen*

Die von der Bundesbank ausgewiesenen Performance-Daten basieren auf Marktwerten (Mark-to-Market). Dies führt in der Ertragsbetrachtung bei sinkenden Marktzinsen zu Kursgewinnen und bei steigenden Marktzinsen zu Kursverlusten.

### *Renditebelastungen aus der Abschmelzung von Marktwertgewinnen*

Die in der Phase des Zinsrückgangs entstandenen Portfoliorenditen übersteigen die beim Kauf erworbenen Renditen (Einstandsrenditen), weil Kursgewinne auf das Wertpapiervermögen als Buchgewinne berücksichtigt wurden. Allerdings schmelzen die entstandenen Buchgewinne bis zur Endfälligkeit wieder ab. Dies mindert die Portfoliorenditen in den folgenden Jahren.

### *Einstandsrenditen und aktuarische Diskontierungssätze*

Zudem unterschreiten die aktuellen Einstandsrenditen die üblicherweise angesetzten aktuarischen Sätze, die im Regelfall für eine mittel- bis langfristige Finanzplanung verwendet werden. Dies kann zur Folge haben, dass die angedachten Ertragsziele nicht erreicht werden und somit die Ausgangsplanung für die zukünftig verfügbaren Mittel unterschritten wird.

### *Wirkungen eines Zinsanstiegs*

Sollten die Marktzinsen in den folgenden Jahren wieder steigen, so werden Kursverluste von Anleihen die Portfoliorenditen negativ belasten. Diese Effekte wirken umso stärker je höher ein Zinsanstieg ausfällt und je länger die Duration eines Portfolios ist. Ein Zinsanstieg hätte zweierlei Folgen: Einerseits würde die Bewertung der Portfoliobestände sinken (negative Performance), andererseits könnten für Neuanlagen wieder höhere Einstandsrenditen erzielt werden.

### *Performance-Sicherung*

Eine Verkürzung der Duration zur Begrenzung von Performance-Risiken bei Zinsanstiegen wäre mit laufenden Opportunitätskosten verbunden. Die Marktrendite ist aktuell und i.d.R. für höhere Durationen größer als für niedrige. Zugleich besteht Ungewissheit über den Zeitpunkt der Zinswende und die Geschwindigkeit des Zinsanstiegs. Damit kann nur im Nachhinein festgestellt werden, ob und wann sich eine Verkürzung der Duration gelohnt hätte. Gegenwärtig würden höhere Renditen aufgegeben, wenn man sich beim Anlagehorizont nicht mehr an den zu deckenden Verbindlichkeiten orientierte.

### *Risikoindikationen*

Zur besseren Einschätzung von möglichen Risiken ermittelt das Risiko-Controlling der Bundesbank verschiedene Risikokennziffern zu jedem Portfolio. Diese umfassen u.a. die modifizierte Duration, den Value-at-Risk (VAR), den Expected Shortfall (ES) und historische Stresstests. Die Kennzahlen quantifizieren die Risiken exemplarisch. Die Indikationen können eine eigene Urteilsbildung zum jeweiligen Sachverhalt unterstützen, aber nicht ersetzen.



## C Bericht des Anlagemanagements

### 1. Kontobewegungen

Die Auszahlungen der Stiftung Geld und Währung vom Girokonto „Stiftung Geld und Währung - Vermögensverwaltung“ beliefen sich im Jahr 2014 auf 1.400.000 € (siehe nachfolgende Kassenflussrechnung). Die Gesamtsumme setzt sich zusammen aus drei Ausschüttungen in Höhe von 750.000 € (Februar und April 2014), 500.000 € (Juni und Juli 2014) und 150.000 € (November 2014).

Einzahlungen aus Kapitalerträgen beliefen sich auf 1.665.683 €. Davon entfielen 1.433.995 € auf Kuponzahlungen. Es wurden Netto-Bardividenden in Höhe von 231.689 € vereinnahmt.

#### Finanzrechnung (Kassenflussrechnung)

#### Stiftung „Geld und Währung“

	31.12.13 - 31.12.14
Anfangsbestand Kontoguthaben	363.446,92 €
(+) Wertpapierverkäufe	9.964.764,74 €
(+) Tilgungen	5.550.000,00 €
(+) Kuponzahlungen	1.433.994,57 €
(+) Dividendenzahlungen (netto)	231.689,79 €
(+) Quellensteuerrückerstattungen	50.393,07 €
Summe Einzahlungen (Mittelzuflüsse)	17.230.841,17 €
(-) Wertpapierkäufe	-16.139.806,16 €
(-) Fremdgebühren	-13.750,06 €
(-) Girokontoverzinsung	-129,74 €
(-) Auszahlungen	-1.400.000,00 €
Summe Auszahlungen (Mittelabflüsse)	-17.553.685,96 €
Endbestand Kontoguthaben <sup>3</sup>	40.601,13 €

Im Jahr 2014 kam es zu Tilgungszahlungen fälliger Wertpapiere in Höhe von 5.550.000 €, und es wurden Aktienverkäufe im Wert von 9.964.765 € getätigt. Demgegenüber standen Auszahlungen für Wertpapierkäufe in Höhe von 16.139.806 €.

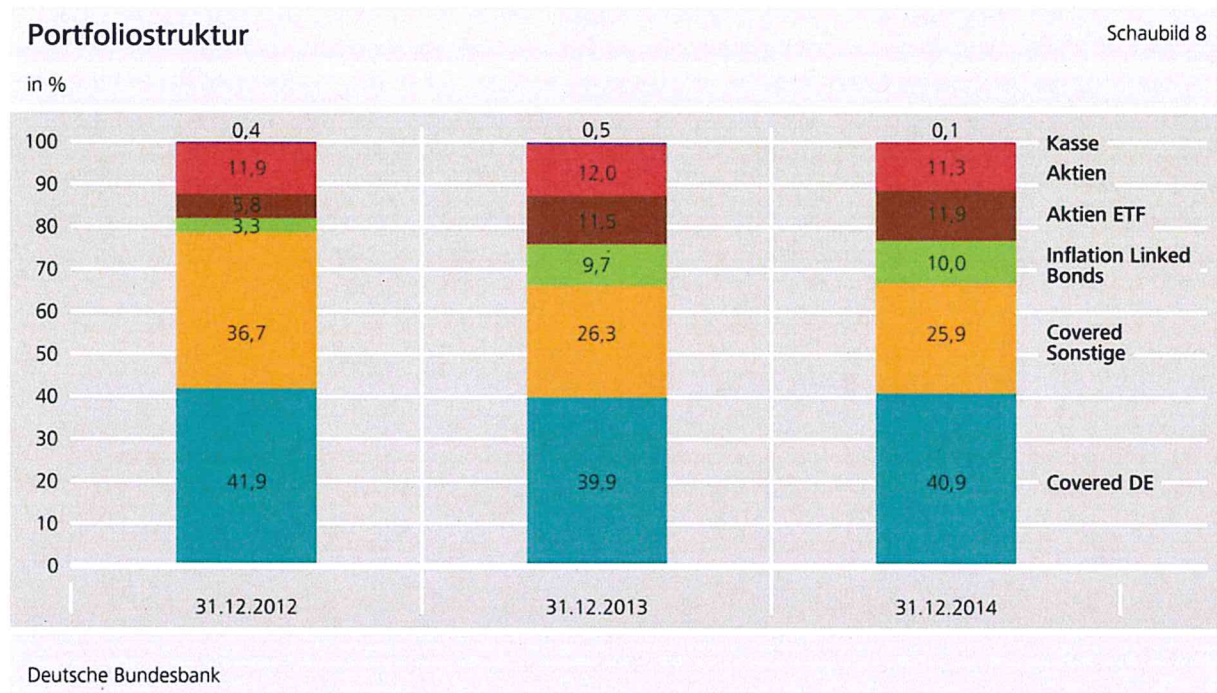
Im abgelaufenen Jahr wurden Quellensteuern in Höhe von Währung 50.393 € zurückerstattet, 49.100 € für italienische Wertpapiere (aus den Jahren 2003 – 2007) und für spanische Wertpapiere 1.257 € für das Jahr 2012 und 36 € für das Jahr 2013.

Ferner betragen die Fremdgebühren (u.a. Depotbankgebühren, Indexgebühren) 13.750 € für das vergangene Jahr. Des Weiteren wurde das Girokonto mit 130 € für Guthabenzinsen belastet.

<sup>3</sup> Der Bestand weicht um die erst in 2015 rückwirkend valutarisch gebuchten Fremdgebühren für die Zentralverwahrung im Dezember um 154,60 € vom am 31.12.2014 festgestellten Kontostand ab.

## 2. Struktur des Portfolios

Die Portfoliostruktur der Stiftung im Zeitverlauf über die letzten 3 Jahre zeigt Schaubild 8. Links wird die Zusammensetzung im Dezember 2012 aufgezeigt. Zu diesem Zeitpunkt waren noch nicht alle Änderungen der Anlagerichtlinien umgesetzt. In der Mitte sieht man die Portfoliogewichte zum 31.12.2013. Dies berücksichtigt den Abschluss der im Jahr 2012 gestarteten Portfolioumschichtungen in Aktien-ETFs und die Erhöhung des Anteils an Inflation-Linked Bonds. Auf der rechten Seite wird das Portfolio zum Jahresende 2014 dargestellt. Der relative Anteil der festverzinslichen Wertpapiere im Portfolio nahm zu. Dies ist damit zu erklären, dass die Aktienkurse nicht im gleichen Maße wie die Anleihekurse anstiegen.



Zum Jahresanfang 2013 wurden die Aktiengewichte auf 20 % angehoben. Die Aktienbenchmark besteht seitdem aus dem Deutschen Aktienindex (DAX) und dem MSCI All Country World Index (ACWI), mit hälftigen Ausgangsgewichten. Die Gewichte der Aktienkomponenten haben sich im Jahresverlauf 2014 zugunsten der Aktien Exchange Traded Funds (ETF) verschoben. Dies ist vor allem auf die Performance des ACWI, verbunden mit der Abwertung des Euros gegenüber dem US Dollar in der zweiten Jahreshälfte zurückzuführen.

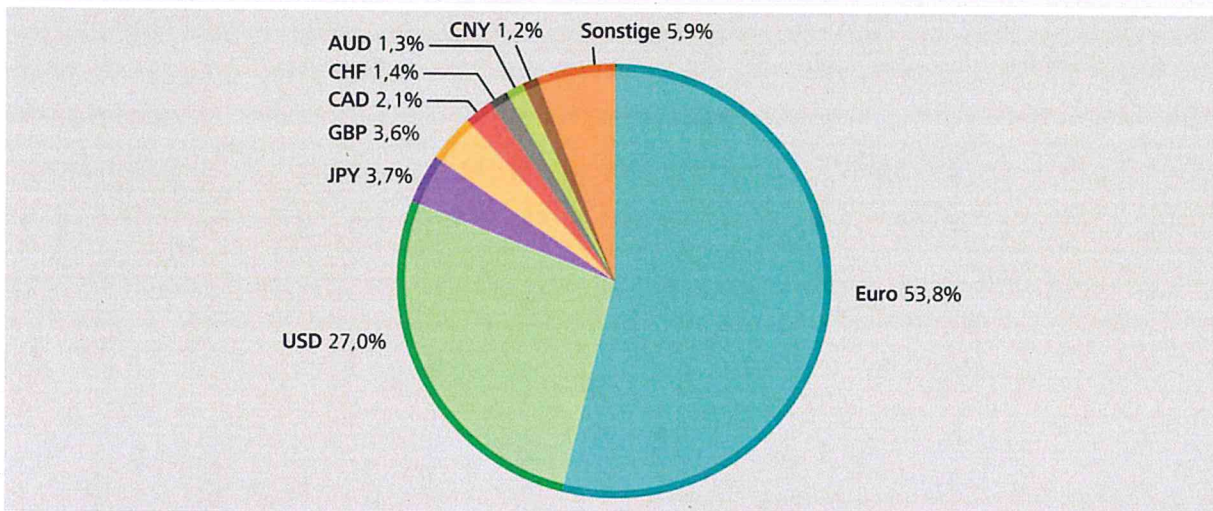


### 3. Führung des Aktienteilportfolios

Die Abbildung des DAX erfolgt durch Einzelaktien, während der MSCI ACWI durch ETF abgebildet wird. Dazu wurden bisher in etwa zu gleichen Anteilen ETF der Anbieter iShares/Blackrock und SPDR/State Street erworben. Die ETF notieren in Euro. Die weltweite Vermögensallokation führt dennoch zu Fremdwährungseffekten (siehe Schaubild 9).

Zusammensetzung des Aktienteilportfolios (einschl. ETF) nach Währungen

Schaubild 9



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.  
Deutsche Bundesbank

Die Gewichtung der einzelnen Aktien im DAX-Index richtet sich nach der Marktkapitalisierung und den im Streubesitz befindlichen Aktien. Veränderungen (u.a. durch so genannte Corporate Actions) berücksichtigt der Indexanbieter Deutsche Börse AG durch regelmäßige Anpassungen des Index in den Monaten März, Juni, September und Dezember. In der DAX-Komponente kam es im Zusammenhang mit den Indexanpassungsterminen zu Umsätzen, die jedoch den Gesamtbestandswert der DAX-Aktien nicht veränderten.

Neben den vierteljährlichen Anpassungsterminen kam es im Wesentlichen zu drei Ereignissen im DAX-Portfolio:

- Die E.ON SE hat den Aktionären zwei Optionen für den Bezug der Dividende im Mai 2014 eingeräumt. Option 1 umfasste die Möglichkeit einer Bardividende in Höhe von 0,60 € je Anteilschein. Option 2 ermöglichte den Bezug einer Stockdividende zu einem festgelegten Bezugsverhältnis von 29,5 Altaktien zu einer jungen Aktie. Die Entscheidung fiel zugunsten Option 1.
- Die Deutsche Telekom eröffnete ihren Aktionären ebenfalls zwei Optionen für den Bezug der Dividende im Mai 2014. Die Option 1 versprach den Aktionären eine Bardividende in Höhe von 0,50 € je Aktie. Option 2 ermöglichte den Bezug einer Stockdividende zu einem festgelegten Bezugsverhältnis von 23,8 Bestandsaktien zu 1 neuen Aktie. Für das Portfolio der Stiftung wurde die Bardividende gewählt.

- Die Deutsche Bank führte zum Ex-Tag 06.06.2014 eine Kapitalerhöhung mit dem Bezugsverhältnis 18 : 5 durch. Der Emissionspreis betrug 22,50 € für ein neue Aktie. Die Kapitalerhöhung erfolgte fast zeitgleich mit der quartalsweise stattfindenden Anpassung des DAX. Aus diesem Grund wurde an der Kapitalerhöhung nicht teilgenommen, sondern alle Dax-Titel zum Anpassungstermin adjustiert.

Die zugeflossenen Dividendenerträge des Aktien-Teilportfolios, insgesamt rund 232 Tsd €, wurden im Rahmen der jeweils folgenden Indexanpassungen reinvestiert. Zusätzlich wurden mehr als 50 Tsd € an bezahlter ausländischer Quellensteuer zurückerstattet. Diese Zuflüsse wurden gemäß den Vorgaben der Anlagerichtlinien reinvestiert. Die deutsche Abgeltungssteuer kommt bei den im Portfolio gehaltenen Einzelaktien nicht zur Anwendung, da die Stiftung in Deutschland durch eine Nichtveranlagungsbescheinigung steuerbefreit ist.

Für das Jahr 2014 wurden dem Stiftungsportfolio Lizenzgebühren für die Nutzung des DAX-Index in Höhe von 11.900 € (brutto) belastet (siehe: 2. Struktur des Portfolios). Für das ETF-Portfolio fielen für das Stiftungsvermögen keine direkten Gebühren an. Vielmehr werden sämtliche Gebühren dem ETF-Fonds direkt vom ETF-Anbieter entnommen. Dies erklärt auch zum Teil die relativen Abweichungen in der Performance zur Benchmark. Für den iShares MSCI ACWI ETF beträgt die Gesamtkostenquote des Fondsverwalters 0,60 % und für den SPDR MSCI ACWI ETF 0,40 %.



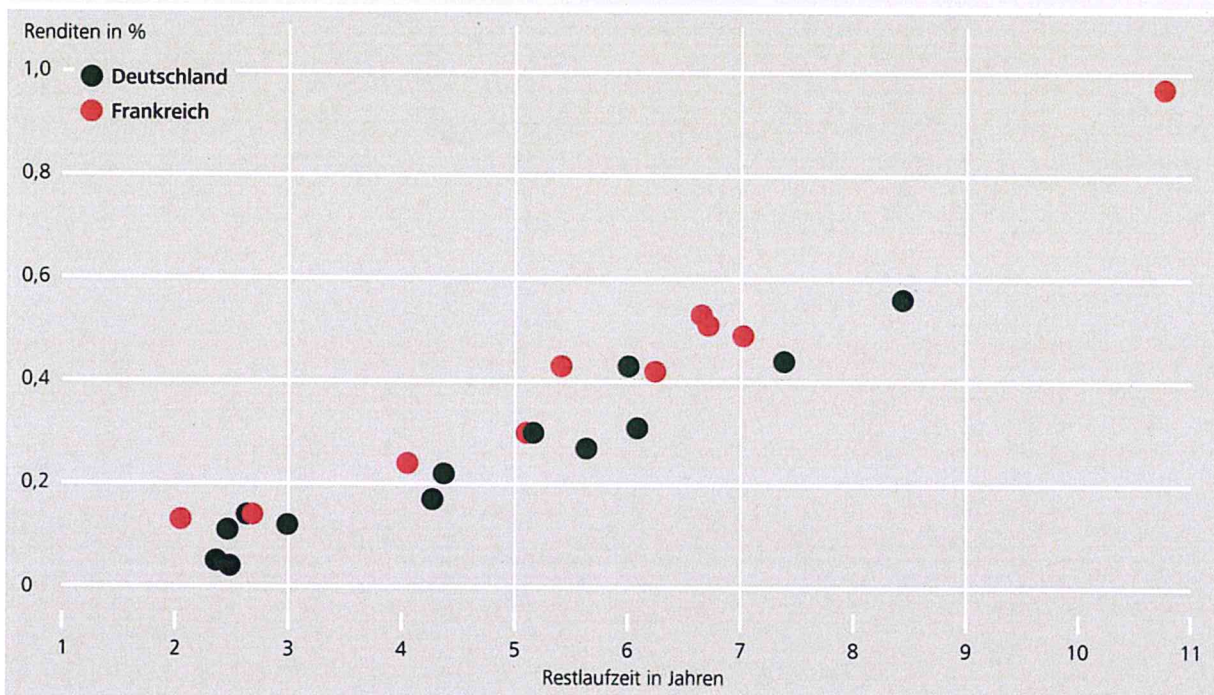
#### 4. Führung des Rententeilportfolios

Der iBoxx-€-Covered-Index wird regelmäßig zum ersten Werktag eines jeden Monats adjustiert. Die Renten-Benchmark für den Covered-Bond Anteil vollzieht diese Änderungen quartalsweise nach. Vom Anlagemanagement werden die Anpassungen der Benchmark im Portfolio durch geeignete Umschichtungen nachvollzogen, um einen Gleichlauf der Wertentwicklung zu gewährleisten. Im Portfolio erfolgte die Nachbildung der Benchmark jeweils durch eine Auswahl von etwa 20 bis 30 gedeckten Schuldverschreibungen. Zum 31. Dezember 2014 enthielt das Portfolio 23 Covered Bonds von deutschen und französischen Emittenten und die Markttrenditen betragen zwischen 0,04 % für eine Restlaufzeit von rund 2 ½ Jahren und 0,97 Prozent für eine Restlaufzeit von fast 11 Jahren (Siehe Schaubild 10).

##### Markttrenditen der Emissionen

Schaubild 10

Stand: 31.12.2014



Deutsche Bundesbank

Grundsätzlich folgt die Anpassung der Benchmark für den Inflation-Linked-Bond Anteil dem gleichen Schema. Derzeit besteht diese aus fünf französischen und vier deutschen Titeln. Durch die vergleichsweise geringe Anzahl an Anleihen, ist eine Adjustierung der Benchmark im Vergleich zur Covered-Bond Benchmark seltener notwendig. Eine französische Neuemission wurde in die Benchmark in 2014 aufgenommen. Dies wurde im Rahmen der Portfolioführung entsprechend berücksichtigt.

Die Umsätze zur Benchmarkanpassung wurden so gewählt, dass die modifizierte Duration, die durchschnittliche Rendite und die Gewichtung der Laufzeitbereiche des Rentenportfolios möglichst genau mit den entsprechenden Kennzahlen der Benchmark übereinstimmten. Dabei wurde darauf geachtet, das Volumen der Transaktionen und damit die Transaktionskosten gering zu halten. Alle Käufe und Verkäufe wurden als Direktgeschäfte im Telefonhandel bzw. über ein elektronisches Handelssystem mit Geschäftsbanken getätigt (over-the-counter, OTC), wobei jeweils zeitgleich Gebote von mehreren Banken eingeholt wurden (Konkurrenzhandel).

Im Jahr 2014 erfolgten 14 Rentenkäufe zu rund 15,6 Mio € und 11 Verkäufe beliefen sich auf rund 8,6 Mio €. Zusätzlich konnten 4 Fälligkeiten in Höhe von 5,6 Mio € zur Reinvestition genutzt werden. Diesen wurden in der 2. Jahreshälfte 2014 zeitnah ausgeführt, so dass der Girokontobestand möglichst niedrig gehalten wurde.

Die in der Berichtsperiode angefallenen Kuponzahlungen (insgesamt 1,4 Mio €) wurden entsprechend der Benchmark zeitnah reinvestiert, insofern sie nicht zur Finanzierung der Entnahmen dienten. Reinvestitionen erfolgten in der Regel zu den Anpassungsterminen, um auch hier die Transaktionskosten gering zu halten.



## D Bericht des Risiko-Controlling <sup>4</sup>

### 1. Vermögensbestand

Zum Ende des Jahres 2014 belief sich das Vermögen der Stiftung „Geld und Währung“ auf 74.955.401 €. Gegenüber dem Vorjahresende ist es somit um 3.818.158 € gestiegen. Der genannte Wert umfasst nicht das Guthaben auf dem Konto „Projektverwaltung“ (140.636 €), welches für die Abwicklung von Zahlungen im Rahmen der Stiftungstätigkeit bestimmt ist.

Die Anlagerichtlinien geben in § 1 vor, die reale Substanz des Stiftungsvermögens grundsätzlich zu erhalten. Das inflationsadjustierte Anfangsvermögen von 2002 belief sich per Ultimo 2014 auf 61.832.000 €. Der Marktwert des Portfolios lag damit erneut deutlich darüber.

Am 31.12.2014 entfielen 40,9 % des Gesamtportfoliomarktwertes auf deutsche Pfandbriefe. Der Anteil französischer Covered Bonds betrug insgesamt rund ein Viertel des Volumens (Obligations Foncières: 20,8 %, Schuldverschreibungen der Caisse de Refinancement de l'Habitat (CRH): 5,0 %). Auf inflationsindizierte Anleihen des Bundes bzw. Frankreichs entfielen zum Berichtsstichtag 4,4 % bzw. 5,7 %. Die Portfoliogewichte von Einzelaktien des DAX 30 Index und Aktienfonds (ETF) auf den MSCI ACWI Index lagen zum Ultimo bei 11,3 % bzw. 11,9 %. Das Sichtguthaben auf dem Girokonto fiel mit 0,1 % ins Gewicht. Insgesamt ist die Portfoliozusammensetzung der Portfoliostruktur des 31.12.2013 sehr ähnlich.

#### Vermögensrechnung

#### Stiftung "Geld und Währung"

Instrumentengattung	31.12.2013	30.09.2014	31.12.2014	Anteil
Jumbo-Pfandbriefe	20.972.567 €	10.476.716 €	<b>10.564.573 €</b>	<b>14,1%</b>
Pfandbriefe	7.429.025 €	17.765.885 €	<b>20.070.550 €</b>	<b>26,8%</b>
Obligations Foncières	15.646.944 €	15.428.173 €	<b>15.625.160 €</b>	<b>20,8%</b>
Caisse de Refinancement de l'Habitat	3.089.599 €	3.703.050 €	<b>3.765.472 €</b>	<b>5,0%</b>
Inflationsindizierte Bundesanleihen	1.927.360 €	2.160.154 €	<b>2.140.867 €</b>	<b>2,9%</b>
Inflationsindizierte Bundesobligationen	1.107.201 €	1.116.613 €	<b>1.098.167 €</b>	<b>1,5%</b>
Obligation assimilable du Trésor (europ. HVPI)	3.875.244 €	4.030.008 €	<b>4.237.846 €</b>	<b>5,7%</b>
Aktien	8.528.084 €	8.115.597 €	<b>8.483.719 €</b>	<b>11,3%</b>
ETF	8.197.773 €	8.873.880 €	<b>8.928.446 €</b>	<b>11,9%</b>
Kasse	363.446 €	2.236.864 €	<b>40.601 €</b>	<b>0,1%</b>
Gesamtportfolio	71.137.244 €	73.906.940 €	<b>74.955.401 €</b>	<b>100,0%</b>

<sup>4</sup> Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen möglich.  
 -: nichts vorhanden

## 2. Vermögensentwicklung

Im Jahr 2014 betrug das Nettoergebnis für das Portfolio der Stiftung „Geld und Währung“ 1.178.808 €. Hiervon entfielen 893.436 € auf Zinserträge (hierunter sind alle Stückzinsansprüche zu verstehen, die dem Berichtsjahr 2014 zugeordnet werden - abzüglich angefallener Entgelte auf Guthaben) und 248.573 € auf Dividenden und Erträge aus Kapitalmaßnahmen sowie ETF-Ausschüttungen. Ferner trugen Steuererstattungen per Saldo zu einer Erhöhung des Portfoliomarktwertes um 50.548 € bei, während im Rahmen von Wertpapiertransaktionen anfallende Gebühren, Index- und Depotbankgebühren ihn um 13.750 € schmälerten.

Vor dem Hintergrund der Bewegungen an den Kapitalmärkten entstanden per Saldo Bewertungsgewinne im Umfang von 4.039.350 € (zur Marktentwicklung siehe auch Teil B). Entnahmen wurden im Berichtsjahr in Höhe von 1.400.000 € getätigt.

Ergebnisrechnung (Wertentwicklung)		
Stiftung "Geld und Währung"		
	31.12.13 - 31.12.14	30.09.14 - 31.12.14
Marktwert Anfang	71.137.244 €	73.906.940 €
(+) Zinserträge	893.436 €	209.857 €
(+) Dividenden u. Erträge aus Kapitalmaßnahmen <sup>5</sup>	248.573 €	-
(+) Steuerzahlungen/erstattungen	50.548 €	49.100 €
(-) Gebühren	-13.750 €	-12.369 €
(=) Erträge abzgl. Aufwendungen	1.178.808 €	246.588 €
(+/-) Bewertungsergebnis	4.039.350 €	951.873 €
(-) Entnahmen	-1.400.000 €	-150.000 €
(=) Änderung des Vermögensbestandes	3.818.158 €	1.048.461 €
Marktwert zum 31.12.2014	74.955.401 €	74.955.401 €

## 3. Portfoliorendite

Die Portfoliorendite ist Ergebnis zweier Einflusskomponenten: der von der Benchmark vorgegebenen Vermögensaufteilung einerseits und der Marktentwicklung andererseits (zur Marktentwicklung siehe Teil B dieses Berichts). Im Berichtsjahr wurde für das Portfolio der Stiftung „Geld und Währung“ ein positives Gesamtergebnis von 7,44 % erzielt (die Benchmark verzeichnete im selben Zeitraum eine Rendite von 7,46 %). Seit Auflage annualisiert betrug die Rendite für das Gesamtportfolio 4,79 %.

Sowohl das Renten- als auch das Aktienteilportfolio lieferten im Berichtsjahr positive Ergebnisse (auf Jahressicht 6,45 % bzw. 10,97 %). Im Aktienteilportfolio verzeichneten die Dax-Aktien im Berichtsjahr ein Ergebnis von 3,32 % während die ETF auf den MSCI ACWI-Index eine Rendite von 18,95 % ver-

<sup>5</sup> Inkl. ETF-Ausschüttungen



buchten. Die sehr günstige Entwicklung dieses weltweiten Aktienindex auf Euro-Basis war zur Hälfte der Abwertung des Euro gegenüber dem US Dollar und weiteren Währungen zu verdanken.

Das positive Ergebnis der Rentenwerte ist sowohl auf Kursgewinne als auch Zinserträge zurückzuführen. Das Potential für weitere Kursgewinne dürfte angesichts des bereits sehr niedrigen Zinsniveaus begrenzt sein. Sollte es zu steigenden Marktzinsen kommen, wären damit wiederum Bewertungsverluste verbunden, die sich negativ auf die Rendite auswirken würden (siehe dazu den folgenden Abschnitt „Risikolage“). Gleichzeitig würden steigende Marktzinsen allerdings die Möglichkeit bieten, neue Anleihen mit wieder höheren Renditen zu erwerben.

## Zeitgewichtete Rendite

### Stiftung "Geld und Währung"

#### Gesamtportfolio

Periode	Portfolio	Benchmark	Differenz
Gesamtjahr 2013	4,57%	4,54%	0,02%
1. Quartal 2014	1,50%	1,55%	-0,05%
2. Quartal 2014	2,58%	2,53%	0,05%
3. Quartal 2014	1,53%	1,49%	0,04%
4. Quartal 2014	1,64%	1,70%	-0,06%
Gesamtjahr 2014	7,44%	7,46%	-0,03%
seit Auflage (02.01.2002)	83,64%	81,21%	2,43%
seit Auflage annualisiert (02.01.2002)	4,79%	4,68%	0,11%

#### Renten

Periode	Portfolio	Benchmark	Differenz
Gesamtjahr 2013	0,40%	0,23%	0,17%
1. Quartal 2014	1,85%	1,78%	0,07%
2. Quartal 2014	2,04%	2,00%	0,04%
3. Quartal 2014	1,60%	1,62%	-0,02%
4. Quartal 2014	0,82%	0,93%	-0,11%
Gesamtjahr 2014	6,45%	6,47%	-0,02%

#### Aktien

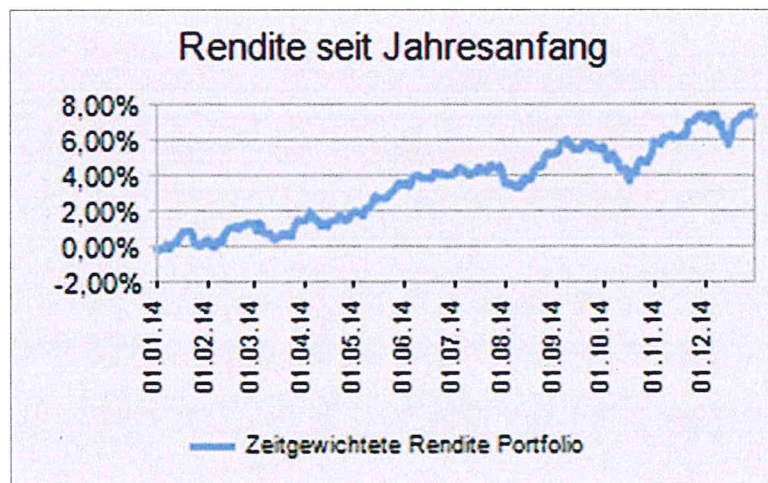
Periode	Portfolio	Benchmark	Differenz
Gesamtjahr 2013	21,54%	21,79%	-0,24%
1. Quartal 2014	0,39%	0,80%	-0,40%
2. Quartal 2014	4,41%	4,29%	0,12%
3. Quartal 2014	1,37%	1,08%	0,29%
4. Quartal 2014	4,44%	4,21%	0,23%
Gesamtjahr 2014	10,97%	10,72%	0,24%



Im Hinblick auf die künftigen Erträge ist bei den im Bestand gehaltenen festverzinslichen Anleihen außerdem zu berücksichtigen, dass deren Marktkurse durchweg über Pari notieren. Dieses Agio, das im Durchschnitt des Portfolios knapp 14 % beträgt, geht bis zur Fälligkeit der Papiere auf Null zurück. Auch bei unverändert bleibenden Markttrenditen schmälert deshalb das Abschmelzen der Agios die Zinserträge (Stückzinsen) über die verbleibende Restlaufzeit. Einen Eindruck von den bis zur Fälligkeit zu erwartenden Erträgen gibt die Effektivverzinsung (yield-to-maturity), die für das Portfolio zum Jahresende 2014 einen Wert von lediglich 0,3 % aufwies. Anders ausgedrückt wäre dieser Wert die Einstandsrendite, wenn das Portfolio in der aktuellen Zusammensetzung zum Berichtsstichtag gekauft worden wäre.

Die relative Performance im Vergleich zur Benchmark auf Gesamtportfoliosicht belief sich im Berichtsjahr auf -0,03 %.

Die Renditeabweichung im Rententeilportfolio war auf Jahressicht betrachtet mit -0,02 % gering. Im Aktienteilportfolio ergab sich für das Gesamtjahr 2014 ein Mehrertrag von 24 Basispunkten. Dabei überlagerten sich im Wesentlichen zwei Effekte. Zum einen lag die Rendite des Teilportfolios der Aktien aus dem DAX30-Index über dem Ergebnis seiner Benchmark. Darin reflektiert sich die für die Stiftung günstige Situation hinsichtlich der Besteuerung von Dividendenerträgen, da die Stiftung steuerbefreit ist, während der Indexanbieter bei der Berechnung des Indexwertes bei Dividendenzahlungen fiktive Steuersätze zugrunde legt. Zum anderen erzielten die ETF auf den MSCI ACWI-Index eine etwas niedrigere Rendite als die entsprechende Benchmark. Hintergrund dieser Renditeabweichungen sind insbesondere die von den ETF-Anbietern erhobenen Verwaltungsgebühren.





#### 4. Risikolage

Bei den Kennzahlen zur Einschätzung des Risikos aus Marktpreisänderungen macht die modifizierte Duration eine Angabe zur Sensitivität der Portfoliobewertung gegenüber Zinsschwankungen. Sie gibt näherungsweise an, um wie viel Prozent sich der Portfoliomarktwert vermindert, wenn das Marktzinsebene um einen Prozentpunkt steigt. Am 31.12.2014 betrug die modifizierte Duration des Vermögens der Stiftung „Geld und Währung“ für nominale und inflationsindexierte Anleihen zusammen 4,62 und lag 2 Stellen unter dem Wert der Benchmark (4,64). Die inflationsindexierten Anleihen hatten zum Stichtag ebenfalls eine modifizierte Duration von 4,62.

##### Risikokennziffern\* am 31.12.2014

##### Stiftung "Geld und Währung"

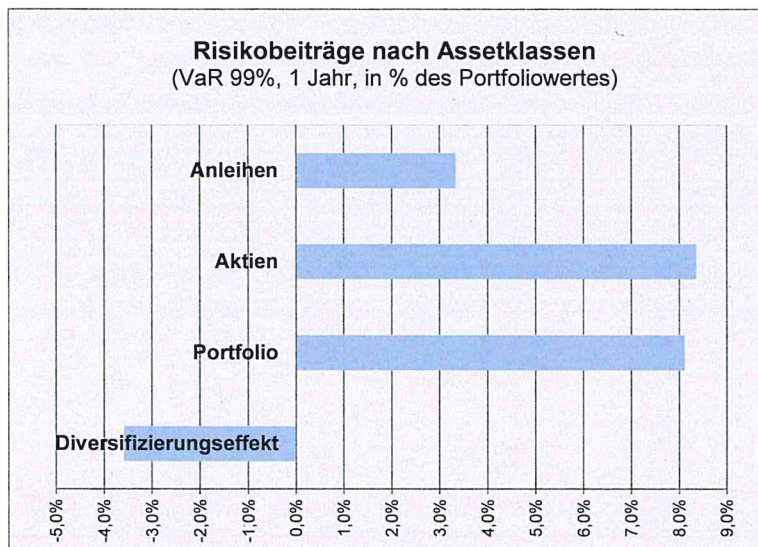
	<b>Portfolio</b>	<b>Benchmark</b>	<b>Relativ</b>
Value-at-Risk (99%, 1 Jahr)	8,12%	8,26%	0,56%
Expected Shortfall (99%, 1 Jahr)	10,60%	10,71%	0,76%
Modifizierte Duration	4,62	4,64	-0,02
nachrichtlich:			
Mod. Duration inflationsindexierter Anleihen	4,62	4,77	-0,15

\* die Berücksichtigung eventueller negativer Marktzinsen wird gegenwärtig noch implementiert

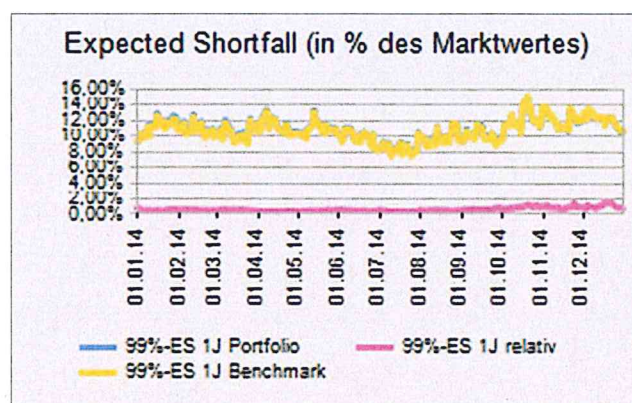
Eine über das Gesamtportfolio aggregierte Risikosicht im Hinblick auf Marktpreisrisiken ermöglicht der Value-at-Risk. Er gibt den prognostizierten maximalen Verlust eines Portfolios an, der mit einer festgelegten Wahrscheinlichkeit (Konfidenzniveau) in einem vorgegebenen Zeitraum (Haltedauer) eintreten kann. Den Berechnungen liegen statistische Annahmen über die Schwankungen der für die Wertentwicklung des Portfolios maßgeblichen Risikofaktoren zugrunde. Er eignet sich damit zur Bemessung der Marktpreisrisiken und ist in erster Linie ein Ergebnis der strategischen Asset-Allokation und der jeweils aktuellen Marktvolatilitäten. Der Value-at-Risk (für den Horizont von einem Tag bei einem Konfidenzniveau von 99 %) lag am Ende des Jahres bei 8,12 % des Portfoliomarktwertes; der Value-at-Risk der Benchmark betrug am Jahresresultimo 8,26 %. Der relative Value-at-Risk, der die potenziellen Verluste des Portfolios im Vergleich zur Benchmark angibt, war gering (0,56 %). Insgesamt lagen die durch den Value-at-Risk prognostizierten Verluste etwas über dem Niveau des Vorjahresende (Portfolio am 31.12.2013: 6,78 %; Benchmark: 6,83 %).

<sup>6</sup> Bei diesem Konfidenzniveau ist im Mittel in einer von 100 Beobachtungsperioden ein höherer Verlust als durch den Value-at-Risk angegeben zu erwarten.

Die einzelnen Assetklassen (Renten und Aktien) tragen dabei in unterschiedlicher Höhe zum Gesamtmarktrisiko bei. Die unten stehende Abbildung zeigt die isolierten Value-at-Risks für das Aktien- bzw. Rententeilportfolio im Verhältnis zum Marktwert des Gesamtportfolios. Der Wert für das Aktienteilportfolio ist mehr als doppelt so hoch, wie der Wert für das Rententeilportfolio (trotz des geringeren Portfolioanteils). Das Gesamtrisiko des Portfolios ergibt sich allerdings nicht aus der Summe der Einzelrisiken, sondern fällt erheblich kleiner aus, da die Schwankungen der Aktien- und Rentenkurse nicht gleichgerichtet verlaufen und sich in ihren Wirkungen auf den Portfoliomarktwert teilweise ausgleichen. Die Größe dieses Diversifizierungseffektes ist selbst wiederum Schwankungen unterworfen und von der aktuellen Marktsituation abhängig.



Der Expected Shortfall prognostiziert den durchschnittlichen Verlust für ein Portfolio bei Überschreitung des Konfidenzniveaus in dem vorgegebenen Zeitraum. Im Gegensatz zum VaR quantifiziert er die Schwere möglicher großer Verluste. Per 31.12.2014 lag der Expected Shortfall bei einem Konfidenzniveau von 99 % für den Zeitraum eines Jahres bei 10,60 %<sup>7</sup> des Gesamtportfoliomarktwertes; für die Benchmark belief sich derselbe Wert zum Berichtsstichtag auf 10,71 %. Auch hier lagen beide Werte leicht über dem Vorjahresniveau (siehe Grafik). Als relativer Expected Shortfall ergab sich 0,76 %.



<sup>7</sup> Dieser Wert gibt den Mittelwert der höchsten Verluste an, die in einer von 100 Beobachtungsperioden auftreten können.



Stresstests am 31.12.2014

Stiftung "Geld und Währung"

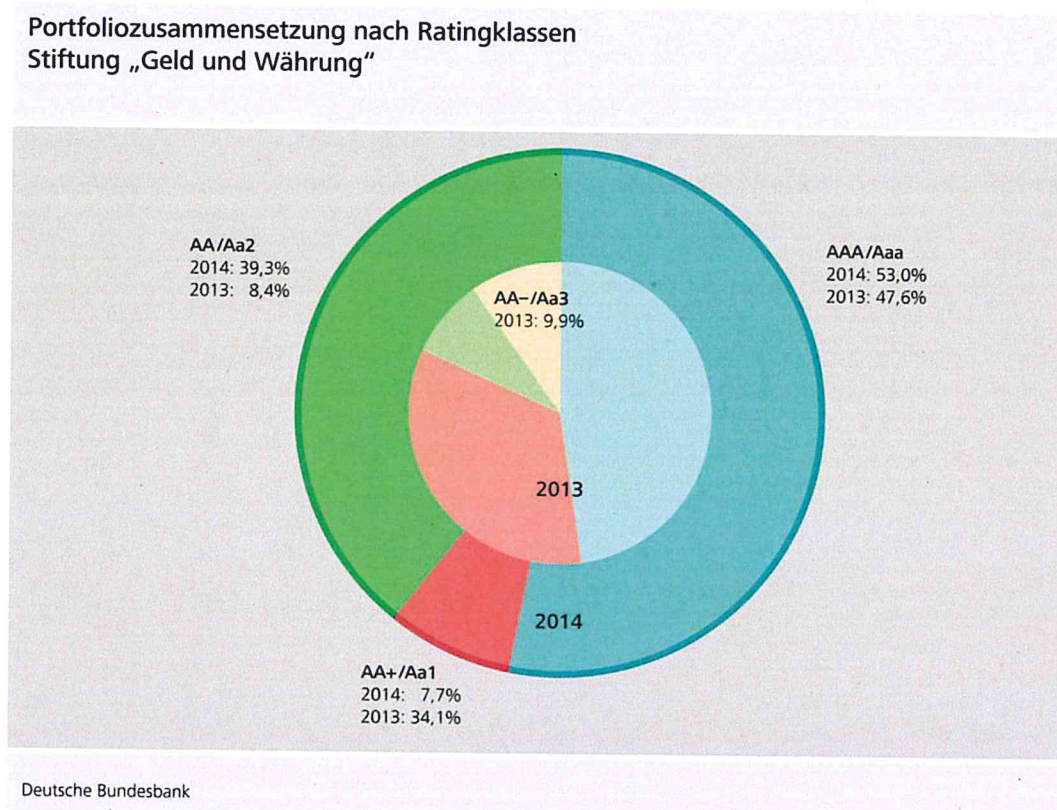
	Hypothetischer Marktwertrückgang
<b>Stresstests Rentenmarkt (Parallelverschiebung der Zinskurve)</b>	
Zinsanstieg 1%	3,43%
Zinsanstieg 2%	6,64%
Zinsanstieg 3%	9,65%
<b>Stresstests Aktienmarkt</b>	
Kursrückgang 20%	4,65%
Kursrückgang 40%	9,31%
Kursrückgang 60%	13,96%
<b>Historische Stresstests</b>	
Lehman-Insolvenz (10 Tage)	0,43%
Terroranschlag 11.09.2001 (5 Tage)	0,07%
Zinsanstieg 1999 (1 Jahr)	1,16%

Die Stresstests geben an, wie sich ein definiertes Szenario aus Änderungen von Risikofaktoren (z. B. Zinsen, Aktienkurse, Wechselkurse usw.) auf den Marktwert des Portfolios auswirkt. Es werden außergewöhnliche, aber grundsätzlich mögliche Ereignisse dargestellt.

Die ersten beiden Stresstests sind hypothetisch und betreffen jeweils isoliert den Renten- bzw. Aktienmarkt in jeweils drei unterschiedlichen Ausprägungen. Beispielsweise beträgt bei einem parallelen Anstieg der Zinskurve um 3 % der hypothetische Marktwertrückgang des Portfolios 9,65 % (unter der Annahme, dass Werte, die keine Rentenpapiere sind (z. B. Aktien) unverändert bleiben). Käme es am Aktienmarkt gewissermaßen zu einem Kursrückgang um 60 %, würde sich der Portfoliomarktwert um 13,96 % mindern – auch hier gilt die Annahme gleichbleibender anderer Wertpapiere (in diesem Fall z. B. Renten).

Bei den historischen Stresstests werden sämtliche Kursbewegungen der damaligen Finanzmarktentwicklungen auf den Portfoliobestand per Ultimo 2014 angewendet. Hierbei werden gegenseitige Wechselwirkungen (z. B. zwischen Renten und Aktien) berücksichtigt. Ein Portfolio mit der Jahresultimo-Zusammensetzung der Stiftung „Geld und Währung“ hätte zum Zeitpunkt der Lehman-Insolvenz im September 2008 einen Marktwertrückgang um 0,43 % verzeichnet. Die Terroranschläge vom 11.09.2001 hätten zu einer Abnahme des Marktwertes um 0,07 % geführt, während ein massiver Zinsanstieg wie zuletzt 1999 den Gesamtportfoliomarktwert um 1,16 % vermindert hätte.

In Bezug auf die mit dem Halten von Wertpapieren verbundenen Kreditrisiken sind in den für die Stiftung „Geld und Währung“ maßgeblichen Anlagerichtlinien zur Operationalisierung des Ziels der Anlagesicherheit Mindestratinganforderungen festgelegt, die vom Risiko-Controlling überwacht werden. Aufgeschlüsselt nach dem jeweils niedrigsten Rating der drei maßgeblichen Agenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch stellt sich die Portfoliozusammensetzung per 31.12.2014 im Vergleich zum Jahresultimo 2013 wie folgt dar:



Gut die Hälfte der im Portfolio befindlichen Schuldverschreibungen waren per 31.12.2014 mit AAA/Aaa (53,0 %) bewertet. 39,3 % der Schuldverschreibungen verfügte über das Rating AA/ Aa2. Die dazwischen liegende Beurteilung erreichten die restlichen 7,7 % der Schuldverschreibungen. Im Vergleich zum Vorjahr haben sich die prozentualen Anteile der Schuldverschreibungen deutlich verschoben. Die Verschiebungen gehen im Wesentlichen auf die teilweise geänderten Bonitätseinschätzungen der drei Ratingagenturen zurück. Dabei wirkt sich eine Ratingänderung allerdings nur dann aus, wenn sie das bisherige niedrigste Rating unterschreitet oder anhebt. Daneben spielen die Umschichtungen im Portfolio durch Zukäufe und Tilgungen eine Rolle.

Zu Ratingänderungen kam es insbesondere bei französischen Anleihen, von denen ein Großteil seitens der Agentur Fitch von AA+ auf nunmehr AA herabgestuft wurde. Die Schuldverschreibungen der Hypothekenbank Frankfurt, die per 31.12.2013 von Moodys noch mit Aa3 bewertet wurden, wurden im Laufe des Jahres 2014 auf A1 herabgestuft und in der Folge vollständig veräußert (siehe auch Teil 5. Einhaltung der Anlagerichtlinien).



## 5. Einhaltung der Anlagerestriktionen

Das Risiko-Controlling der Bundesbank prüft die Einhaltung der Anlagerestriktionen gemäß den Anlagerichtlinien für die Verwaltung des Vermögens der Stiftung „Geld und Währung“. Bei der Prüfung der in den Richtlinien formulierten Anlagerestriktionen ist zu unterscheiden zwischen kontrollfähigen Bestimmungen, bei denen eine eindeutige Aussage zwischen richtig und falsch möglich ist bzw. bei denen eine quantitative Konkretisierung besteht, und denjenigen Vorgaben, die als Soll-Bestimmungen formuliert wurden oder die nur qualitativ formuliert sind. Die Überwachung umfasst dabei die in der Tabelle „Einhaltung der Anlagerichtlinien“ beschriebenen Restriktionen (siehe Seite 29).

Alle im Berichtsjahr erworbenen Instrumente waren zulässige Anlageinstrumente im Sinne des § 3 der Anlagerichtlinien. Am 21.05.2014 hat die Ratingagentur Moody's Hypothekendarlehen der Hypothekendarlehenbank Frankfurt von Aa3 auf A1 herabgestuft. Im Portfolio der Stiftung „Geld und Währung“ befanden sich zu diesem Zeitpunkt Engagements im Nominalvolumen von 2.650.000 €, die somit nicht mehr die Mindestrating-Vorgabe von AA- bzw. Aa3 erfüllten. Die betroffenen Schuldverschreibungen wurden am 23.05.2014 veräußert (siehe auch Bericht über das 2. Quartal 2014).

Die durch § 4 der Anlagerichtlinien vorgegebenen Begrenzungen bezüglich Gesamtengagements bei den verschiedenen Adressen und Höchstengagements in einzelnen Emissionen wurden im Berichtsjahr überarbeitet und gesenkt (Adresse von 25 % auf 10 %; Emission von 15 % auf 5 % des Stiftungsvermögens). Die Restriktionen gelten bei Neuanlagen. Die seit 26.06.2014 geltenden niedrigeren Limite wurden zum Umstellungszeitpunkt von zwei Emissionen (BayernLB und Caisse de Refinancement de l'Habitat) und einem Emittenten (Compagnie de Financement Foncier – CFF) überschritten. Bei Neuanlagen wurde die jeweils gültige Vorgabe eingehalten. Das maximale Engagement in einem Wertpapier entfiel im Berichtszeitraum auf eine Emission der BayernLB (7,05 %, siehe Tabelle auf der folgenden Seite). Das größte auf einen Emittenten entfallende Exposure betrug im Berichtszeitraum 11,81 % und betraf die zur BPCE gehörende CFF.

Bis zu 3 % des Vermögens dürfen nach § 3 der Anlagerichtlinien als Sicht- oder Termineinlagen gehalten werden. Diese Grenze darf bis zu 2 Wochen überschritten werden. Im Berichtsjahr kam es kurzfristig zu Überschreitungen der Grenze – jedoch jeweils nur für wenige Tage. Der größte Kassenbestand des Berichtsjahres lag bei 3,71 % des Gesamtportfoliomarktwertes. Der maximale Kassenbestand in einer Wochenperiode erreichte 3,03 %.

Die Zielaktienquote beläuft sich seit der Überarbeitung der Anlagerichtlinien im Jahr 2012 auf 20 %. Das Engagement in Aktien und ETFs schwankte im Berichtsjahr zwischen 21,38 % und 23,96 %.

Ausgewählte Portfolioanteile für die Periode 31.12.2013 bis 31.12.2014

Stiftung "Geld und Währung"

	<b>Anteil am Portfolio- marktwert</b>
<b>Größte Engagements bei einzelnen Emissionen</b>	
BayernLB 3,375 2017/09/04	7,05%
Hypothekebank Frankfurt 4,75 2018/06/04	5,91%
Csse De Ref 3,6 2021/09/13	5,19%
<b>Größte Engagements bei Emittenten</b>	
Compagnie de Financement Foncier	11,81%
Deutsche Pfandbriefbank AG	9,22%
Hypothekebank Frankfurt AG	7,56%
<b>Größte Engagements bei Konzernen</b>	
BPCE SA	11,81%
Deutsche Bank AG	9,88%
Hypo Real Estate Holding AG	9,22%
<b>Aktienanteil</b>	
Maximaler Aktienanteil im Berichtszeitraum	23,96%
Minimaler Aktienanteil im Berichtszeitraum	21,38%
<b>Maximaler Kassenbestand (1 Wochenperiode)</b>	
(25.09.2014-01.10.2014)	3,03%



## Einhaltung der Anlagerichtlinien<sup>8</sup>

Portfolio:	Sondervermögen der „Stiftung Geld und Währung“	
Zeitraum:	Gesamtjahr 2014	
Beschreibung	Quelle	Einhaltung/ Prüfung
<b>Zulässigkeit der Anlageinstrumente</b>		
Zulässige Instrumente sind: a) Euro-denominierte deutsche Pfandbriefe und europäische Covered Bonds, die den Vorgaben des Artikels 52 IV der OGAW-Richtlinie 2009/65/EG entsprechen b) Euro-denominierte festverzinsliche Anleihen von Gebietskörperschaften c) Euro-denominierte festverzinsliche Anleihen von supranationalen Institutionen d) Aktien, die im Euro-Stoxx-50-Index, im MSCI ACWI Index (bzw. den darunter liegenden Teilindizes MSCI World und MSCI EM) oder im DAX enthalten sind e) Anteile von börsengehandelten Investmentfonds die in unter a) - d) aufgeführte Instrumente investieren f) Euro-denominierte inflationsindexierte Staatsanleihen	Anlagerichtlinien § 3 Abs. 1, 2	JA
Bis zu 3 % des Stiftungsvermögens dürfen als Sicht- oder Termineinlagen bei der Bundesbank oder bei Banken im Euro-Raum mit einem Mindestrating von Aa3 gehalten werden. Diese Grenze darf bis zu 2 Wochen überschritten werden.	Anlagerichtlinien § 3 Abs. 3	JA Maximaler Kassenbestand: 3,71%
<b>Bonitätserfordernis der Anlageinstrumente</b>		
Mindestrating AA- (Fitch / Standard & Poor's) bzw. Aa3 (Moody's) für Rentenpapiere; maßgeblich ist das jeweils niedrigste Rating der drei Agenturen.	Anlagerichtlinien § 3 Abs.2	siehe Text
<b>Diversifizierung der Anlagen</b>		
Das Höchstengagement in einer einzelnen Emission der zulässigen Anlageinstrumente a) - e) ist auf 15 % des Stiftungsvermögens begrenzt <b>(Ab 26.06.2014:</b> Das Höchstengagement in einer einzelnen Emission der zulässigen Anlageinstrumente a) bis d) und f) ist auf 5 % des Stiftungsvermögens begrenzt (nur bei Neuanlagen))	Anlagerichtlinien § 4	JA, siehe Text Anteil der größten Emission: 7,05 % (Bayern LB)
Das Gesamtengagement bei einer Adresse soll 25 % des Stiftungsvermögens nicht übersteigen. <b>(Ab 26.06.2014:</b> Das Gesamtengagement bei einem Emittenten der unter a) bis c) und f) aufgeführten Instrumente soll 10 % des Stiftungsvermögens nicht übersteigen (nur bei Neuanlagen))	Anlagerichtlinien § 4	JA, siehe Text Anteil des größten Emittenten: 11,81 % (Compagnie de Financement Foncier/ BPCE SA)
Sollte die Aktienquote mehr als 10 Prozentpunkte von der vom Stiftungsrat festgelegten Aktienquote (20 %) abweichen, unterrichtet der Vorstand den Stiftungsrat und schlägt Konsequenzen zur Ab-	Anlagerichtlinien § 2 Abs. 3 i. V. m. Stiftungsratsprotokoll vom 26.09.2012	Schwankungsbreite der Aktienquote im Berichtszeitraum: 21,38 % - 23,96 %

<sup>8</sup> Sonstige Weisungen des Mandatsgebers, die nicht in den Anlagerichtlinien aufgeführt sind, können erst ab dem Zeitpunkt des Zugangs im Risiko-Controlling überwacht werden.

stimmung vor.		
---------------	--	--



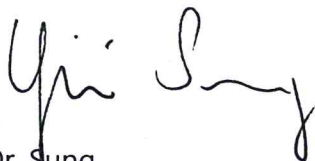
Frankfurt am Main, den 25. Februar 2015

DEUTSCHE BUNDESBANK



Bartholomae

(Zentralbereich Märkte)



Dr. Sung

(Risiko-Controlling)

Alle Angaben nach aktuellem Datenstand; spätere Revisionen aufgrund geänderter Sach- und Datenlage möglich. Die vorstehenden Ausführungen dienen ausschließlich zu Informationszwecken und ersetzen nicht eine eigene Urteilsbildung des Lesers. Die Bundesbank übernimmt keine Gewähr für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit von Börsen- und Wirtschaftsinformationen, Kursen, Indizes, Preisen, allgemeinen Marktdaten sowie für Aussagen über einzelne Schuldner und sonstige vorstehende Inhalte.

## Glossar

### Portfoliomarktwert

Berücksichtigt wird der valutarische Bestand inkl. Stückzinsen. Der Kassenbestand berücksichtigt die Verzinsung der bei der Bundesbank gehaltenen Girokonten, sofern eine Verzinsung stattfindet. Ggf. anfallende Entgelte auf Guthaben werden am Monatsultimo belastet. Schwebende Transaktionen (Handelstag liegt vor und Valutatag liegt nach dem Berichtsstichtag) werden mit dem vollständigen Nominalbetrag und in Bezug auf den Marktwert in Höhe der Wertänderung während der Valutierungsperiode erfasst.

### Rendite

Bei der zeitgewichteten Rendite handelt es sich um ein Renditemaß, das um die Einflüsse externer Mittelzu- und -abflüsse bereinigt ist. Diese externen Mittelzu- und -abflüsse werden als vom Portfoliomanager nicht kontrollierbar betrachtet. Berücksichtigt werden Steuern und gewisse Gebühren. Unterjährige Renditen werden periodenbezogen, überjährige auch annualisiert (s. Annualisierte Rendite) ausgewiesen.

### Annualisierte Rendite

Die annualisierte Rendite berechnet sich aus dem Zeitraum, in dem eine gewisse Rendite erzielt wurde und der Rendite selbst. Sie gibt dann die durchschnittliche Rendite auf Jahresbasis an. Sie wird nur für überjährige Renditen berechnet. Der Ausweis einer annualisierten Rendite für unterjährige Perioden würde eine Prognose für einen zukünftigen Zeitraum implizieren.

### Modifizierte Duration

Sensitivitätskennziffer für das Zinsänderungsrisiko. Die modifizierte Duration gibt näherungsweise den prozentualen Marktwertverlust des Portfolios bei einem unmittelbaren Anstieg des Marktzinsniveaus um einen Prozentpunkt an (Annahme: Parallelverschiebung der Zinskurve). So würde bei einer modifizierten Duration von 2,5 ein Zinsanstieg um einen Prozentpunkt einen Marktwertverlust von etwa 2,5 % implizieren; umgekehrt resultiert ein Rückgang um einen Prozentpunkt in einem Gewinn von etwa 2,5 %.

Eng damit verwandt ist das Konzept der Macaulay Duration, die sich in der Regel nicht stark von der modifizierten Duration unterscheidet. Sie gibt die barwertgewichtete durchschnittliche Kapitalbindungsdauer an. Gleichzeitig misst sie, wann sich nach einer Zinsveränderung die gegenläufigen Effekte auf den Portfoliowert und auf die Erträge bei Wiederanlage ausgeglichen haben. Insofern ist z. B. ein Portfolio mit einer Macaulay Duration von 4 bei einem Anlagehorizont von 4 Jahren gegenüber spontanen Zinsänderungen „immunisiert“.



## **VaR**

Der Value-at-Risk (VaR) dient zur quantitativen Bestimmung von Marktpreisrisiken. Er gibt den prognostizierten maximalen Verlust eines Portfolios an, der mit einer festgelegten Wahrscheinlichkeit (Konfidenzniveau) in einem vorgegebenen Zeitraum (Haltedauer) eintreten kann. Bei einem Konfidenzniveau von 99 % ist im Mittel in einer von 100 Beobachtungsperioden ein höherer Verlust als durch den VaR prognostiziert zu erwarten. Der VaR ist in erster Linie ein Ergebnis der Portfoliozusammensetzung und der aktuellen Marktvolatilitäten. Den Berechnungen liegen statistische Annahmen über die Schwankungen der für die Wertentwicklung des Portfolios maßgeblichen Risikofaktoren zugrunde. Der VaR eignet sich damit zur Bemessung der Marktpreisrisiken unter der Annahme normaler Marktbedingungen. Aufgrund der Kalibrierung des zugrundeliegenden Modells mit in der Vergangenheit beobachteten Marktbewegungen ist der VaR jedoch weniger geeignet, unerwartete Krisenszenarien angemessen zu prognostizieren. Der VaR macht keine Aussage über die Schwere möglicher über den VaR hinausgehender Verluste.

## **ES**

Der Expected Shortfall (ES) prognostiziert den durchschnittlichen Verlust für ein Portfolio bei Überschreitung des Konfidenzniveaus in dem vorgegebenen Zeitraum. Zum Beispiel gibt er bei einem Konfidenzniveau von 99 % für den Zeitraum eines Jahres an, wie hoch der durchschnittliche Verlust an den Tagen ist, an denen die 1 % höchsten Verluste auftreten. Wie der Value-at-Risk wird das zugrunde liegende Modell mit Daten aus der Vergangenheit kalibriert, weswegen auch der ES weniger geeignet ist, unerwartete Krisenszenarien angemessen zu prognostizieren. Im Gegensatz zum VaR quantifiziert er jedoch die Schwere möglicher großer Verluste.

## **Relativer VaR/ES**

Der relative VaR/ES quantifiziert potenzielle Verluste des tatsächlichen Portfolios im Vergleich zur Benchmark (sofern ein solches Musterportfolio definiert ist). Er ist definiert als der VaR/ES der Differenz zwischen dem Portfolio und dem Benchmarkportfolio.

## **Stresstests**

Bei einem Stresstest wird berechnet, wie sich ein definiertes Szenario aus Änderungen von Risikofaktoren (z. B. Zinsen, Aktienkurse, Wechselkurse usw.) auf den Marktwert des Portfolios auswirkt. Deswegen sind Stresstests eine wichtige Ergänzung zu vergangenheitsbasierten Kennzahlen wie dem VaR und dem ES. In der Regel sollen damit außergewöhnliche, aber plausibel mögliche Ereignisse abgebildet werden. Dabei sind geeignete historische und hypothetische Szenarien darzustellen. Für die genaue Festlegung solcher Ereignisse gibt es keinen festen Algorithmus und es fließt in jedem Fall ein gewisses Maß an Expertenschätzung mit ein.

Die Veränderungen von Risikofaktoren können direkt gewählt werden (z. B. Einbruch des Aktienmarktes um 20 %) oder ein historisches Szenario abbilden. Dabei werden alle Risikofaktoren so verändert, wie sie es während des Szenarios getan hätten. So werden auch mögliche Diversifizierungseffekte (z. B. zwischen Aktien- und Rentenanlagen) berücksichtigt.

Für die Berichterstattung wurden die folgenden Stressszenarien gewählt:

- 1) Verschiebung der Zinskurve um 1 %, 2 % und 3 %

Bei allen renten-dominierten Portfolien sind die Zinsen der Risikofaktor, der auf den größten Portfolioanteil wirkt. Deswegen wurde untersucht, welche Zinssteigerungen in den letzten Jahren aufgetreten sind. Der größte beobachtete Anstieg im Zeitraum von einem Jahr lag bei ca. 2,5 % ab Mitte 1999 in gewissen Laufzeitbereichen. Eine Verschiebung der gesamten Zinskurve um 3 % wird somit als sehr unwahrscheinlich, aber möglich erachtet.

- 2) Einbruch des Aktienmarkts um 20 %, 40 % und 60 %

Analog zur Entwicklung der Zinsen wurden die Verluste innerhalb eines Jahres an den Aktienmärkten untersucht. Der größte Einbruch lag bei etwa 60 % in den Jahren 2000 und 2008. Diese Stress-tests werden nur durchgeführt, wenn Aktien im Portfolio vorhanden sind.

- 3) Historische Szenarien

- a) Lehman-Default als ein dem Finanzmarkt endogenes Szenario
- b) Die Terroranschläge vom 11.09.2001 als ein exogenes Szenario
- c) Der starke Zinsanstieg im Jahr 1999 als das Szenario, welches die Zinsen bisher am stärksten beeinflusst hat.