



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

Jahr 2017

INHALT

| | |
|---|-----------|
| A INSTITUTIONELLER RAHMEN | 3 |
| 1. GESETZLICHER AUFTRAG | 3 |
| 2. RICHTLINIEN FÜR DIE MITTELANLAGE | 3 |
| 3. ORGANISATION DES ANLAGEPROZESSES | 4 |
| B MARKTENTWICKLUNG | 5 |
| 1. INTERNATIONALE FINANZMÄRKTE | 5 |
| 2. ANLEIHEN DER BUNDESREPUBLIK DEUTSCHLAND UND ANDERER STAATEN DES EURO-GEBIETS | 5 |
| 3. ANLEIHEN VON STAATLICH DOMINIERTEN EMITTENTEN | 8 |
| 4. PFANDBRIEFE UND ANDERE COVERED BONDS | 9 |
| 5. AKTIENMÄRKTE | 10 |
| C BERICHT DES ANLAGEMANAGEMENTS | 12 |
| 1. KONTOBEWEGUNGEN | 12 |
| 2. STRUKTUR DES PORTFOLIOS | 13 |
| 3. FÜHRUNG DES RENTENTEILPORTFOLIOS | 14 |
| D BERICHT DES RISIKO-CONTROLLING | 17 |
| 1. VERMÖGENSBESTAND | 17 |
| 2. VERMÖGENSENTWICKLUNG | 18 |
| 3. PORTFOLIORENDITE | 19 |
| 4. RISIKOLAGE | 22 |
| 5. EINHALTUNG DER ANLAGERESTRIKTIONEN | 25 |
| GLOSSAR | 29 |
| ANLAGE: VERMÖGENSAUFSTELLUNG | 32 |

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 April 2013 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 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 Bundesbank bildet bei ihrem Anlagemanagement grundsätzlich die in den Anlagerichtlinien vorgegebene Benchmark (Musterportfolio) nach. Die Benchmark setzt sich aus einer Komponente mit verzinslichen Wertpapieren (Rentenanteil) und einer Aktienkomponente zusammen.

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 All Country World Index (MSCI ACWI) sowie dem Deutschen Aktienindex (DAX). Beide Indizes wurden in der Benchmark zunächst hälftig gewichtet. Der MSCI ACWI darf gemäß den Anlagerichtlinien passiv über den Erwerb von replizierenden Exchange Traded Funds (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.

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. Alle Käufe und Verkäufe werden 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).

Anlagemanagement und Handel sind im Zentralbereich Märkte angesiedelt und personell und organisatorisch von der unabhängigen Abteilung Risiko-Controlling und von der im Zentralbereich Zahlungsverkehr angesiedelten Wertpapierabwicklung getrennt. Alle drei Bereiche sind verschiedenen Vorstandsmitgliedern unterstellt.

B Marktentwicklung¹

1. Internationale Finanzmärkte

An den Finanzmärkten herrschte 2017, getragen von einem robusten globalen Konjunkturausblick, recht hoher Risikoneigung und einer behutsamen Rücknahme der geldpolitischen Stimuli, eine positive Grundstimmung. Während europafreundliche Wahlausgänge in der ersten Jahreshälfte die politischen Unsicherheiten verringern konnten, sorgten Spannungen um Nordkorea im Sommer für zunehmende Wahrnehmung geopolitischer Risiken. Insgesamt zeigten sich die Finanzmärkte von diversen Unwägbarkeiten jedoch nur wenig beeindruckt und die Volatilität ging im Jahresverlauf auf historisch niedrige Niveaus zurück.

Markante Marktbewegungen gab es zur Jahresmitte und zum Jahresende. Ende Juni sorgten Aussagen von EZB-Präsident Draghi zu einem möglichen Ende der Anleihenkaufprogramme des Eurosystems (Asset Purchase Programme, APP), die einen kurzzeitigen Anstieg der Erwartungen einer strafferen Geldpolitik zur Folge hatten, für markante Marktbewegungen. Die Verlängerung des APP bis September 2018 bei geringerem monatlichen Ankaufvolumen (30 Mrd € ab Januar 2018) sorgte dagegen letztlich für keine größeren Marktreaktionen. Die Fed folgte ihrem angekündigten Zinsanhebungspfad und begann ab Oktober mit dem passiven Bilanzabbau. Beflügelt wurden die Finanzmärkte insbesondere zum Jahresende, nachdem der US-Kongress eine lange erwartete Steuerreform verabschiedete. In Europa wurde mit der Einigung über die zentralen Austrittsfragen zwischen EU und Großbritannien im Dezember ein wichtiger Fortschritt bei den Brexit-Verhandlungen erreicht, was auch an den Finanzmärkten wohlwollend aufgenommen wurde.

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

Im Vergleich zum Jahresanfang hat sich die Zinsstrukturkurve der Bundesanleihen im Jahresverlauf 2017 nach oben bewegt.

Renditestruktur deutscher Staatsanleihen

Schaubild 1



Quelle: Bloomberg,
Deutsche Bundesbank

¹ 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.

Dabei handelt es sich um eine Parallelverschiebung, bei der kein Bereich besonders deutlich hervorsteicht, und die als Ausdruck der guten Wirtschaftsaussichten und der Erwartungen an die Geldpolitik verstanden werden kann.

Ungeachtet des stichtagsbezogenen Anstiegs war die Entwicklung bei Bundesanleihen im Jahresverlauf allerdings überwiegend von einer Seitwärtsbewegung geprägt. Innerhalb einer recht engen Bandbreite waren die Bewegungen von Erwartungen über die zukünftige Geldpolitik im Euroraum und politischer Unsicherheit getrieben. Dabei ließen Konjunkturoptimismus und gestiegene Inflationserwartungen die Renditen im Januar und März steigen. Nach verhaltenen Äußerungen aus dem EZB-Umfeld und rückläufigen Inflationzahlen bildeten sich diese Anstiege aber jeweils wieder zurück. Im März führten Sorgen im Vorfeld der französischen Präsidentschaftswahlen bezüglich eines Erfolgs der Europa-Skeptiker und eine damit einhergehende erhöhte Risikoaversion zu erhöhter Nachfrage nach Bundesanleihen. Mit dem sich abzeichnenden Erfolg des europafreundlichen Kandidaten Macron stiegen die Renditen dann entsprechend wieder an. Auswirkungen durch das ab April um 20 Mrd € pro Monat auf 60 Mrd € pro Monat reduzierte APP waren nicht erkennbar.

Aufwärtsimpulse für die Anleiherenditen gingen Ende Juni von der Rede von EZB-Präsident Draghi im portugiesischen Sintra aus, welche an den Märkten Spekulationen über ein baldiges Ende des APP auslösten. Bis Anfang September bildeten sich die gestiegenen Erwartungen an eine geldpolitische Straffung im Eurosystem allerdings wieder zurück. In Verbindung mit steigender Risikoaversion vor dem Hintergrund zunehmender geopolitischer Spannungen um Nordkorea gaben die Renditen über alle Laufzeiten hinweg wieder nach.

Die Entscheidung des Eurosystems Ende Oktober, die Anleihekäufe zu einem um die Hälfte reduzierten Ankaufsvolumen von 30 Mrd € von Januar bis September 2018 fortzusetzen, entsprach zu diesem Zeitpunkt den Markterwartungen und ließ die Renditen nur noch leicht sinken. Auch die Entscheidung der amerikanischen Notenbank, ab Oktober durch nicht mehr vollständige Reinvestition fälliger Anleihen mit dem passiven Bilanzabbau zu beginnen, überraschte die Märkte nicht und hatte dementsprechend keine größeren Auswirkungen.

Renditen deutscher Staatsanleihen

Schaubild 2



Quelle: Bloomberg.
 Deutsche Bundesbank

Zum Jahresende bekamen die Anleiherenditen durch Fortschritt bei der Brexit-Verhandlung und die Verabschiedung der US-Steuerreform Auftrieb.

Die Renditedifferenzen von Anleihen Frankreichs, Irlands und insbesondere Portugals gegenüber Bundesanleihen verringerten sich im Jahresverlauf. Ungefähr auf dem gleichen Niveau verblieben die Renditedifferenzen für Spanien, Italien und die Niederlande. Wie auch für Bundesanleihen kann in diesem Jahr, mit Ausnahme von Portugal, eine Seitwärtsbewegung der Renditen in diesen Ländern beobachtet werden. Für abwechselnd moderate Einengungen und Ausweitungen der Renditedifferenzen sorgten Erwartungen über die zukünftige Geldpolitik im Eurosystem.

Länderspezifische Entwicklungen wurden in Frankreich und den Niederlanden durch Wahlen ausgelöst. Dabei folgte in beiden Ländern auf einen Renditeanstieg in Folge der Befürchtungen über einen Erfolg europaskeptischer Parteien im Vorfeld der Wahlen ein Renditerückgang als Reaktion auf den Wahlsieg europafreundlicher Parteien. Trotz des Katalonien-Konflikts in Spanien und der in Italien anhaltenden schwierigen politischen Lage, in Verbindung mit andauernden Problemen im italienischen Bankensystem durch hohe Bestände an ausfallgefährdeten Krediten, sind am Jahresende keine Anstiege der Renditedifferenz bei beiden Ländern zu verzeichnen. Hier dürfte die Verlängerung des Ankaufsprogramms des Eurosystems bis September 2018 eine entscheidende Rolle spielen.

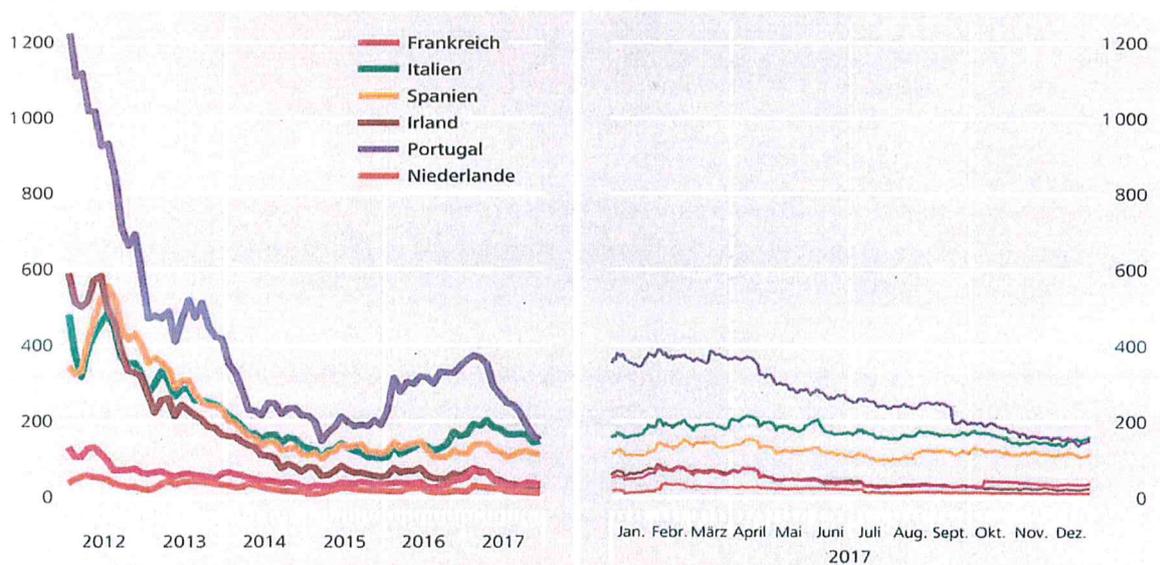
Auffallend ist die deutliche Verringerung des Renditeaufschlags von portugiesischen Anleihen, der gegen Jahresende sogar unter dem von Italien lag. Die Erholung der portugiesischen Wirtschaft hält bei einem überraschend starken BIP-Wachstum, das auf einem ansteigenden privaten Konsum basiert, an. Auch die fiskalische Lage des Landes verbessert sich weiter und das Budgetdefizit soll für 2017 unter 1,3 % liegen. Die portugiesischen Staatsanleihen profitierten insbesondere im September von der Anhebung ihres Ratings durch die Ratingagentur S&P in den Investment Grade Bereich (BBB-), gefolgt von dem gleichen Schritt durch die Ratingagentur Fitch (BBB) im Dezember.

Renditedifferenzen zehnjähriger Staatsanleihen gegenüber Deutschland

Schaubild 3

Basispunkte, Monatsdurchschnitte

Tageswerte



Quelle: Bloomberg.
 Deutsche Bundesbank

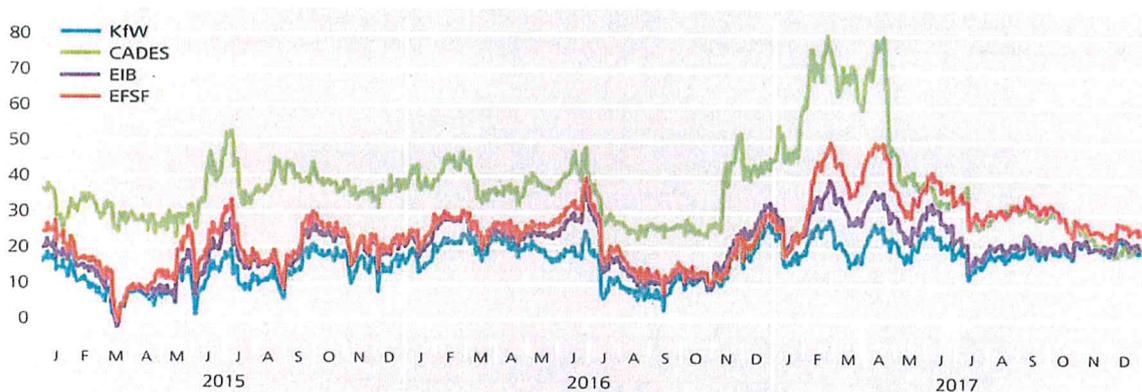
3. Anleihen von staatlich dominierten Emittenten

Bei der Volatilität und Höhe der Renditeaufschläge staatlich dominierter Emittenten – wie der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW), der französischen Sozialversicherungs-Agentur CADES, der Europäischen Investitionsbank (EIB) sowie der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) – gegenüber Bundesanleihen kam es insbesondere im ersten Quartal 2017 zu großen Ausschlägen (Schaubild 4).

Renditedifferenzen von Anleihen staatlich dominierter Emittenten gegenüber Bundesanleihen

Schaubild 4

Basispunkte, Laufzeit 10 Jahre



Quelle: Bloomberg.
Deutsche Bundesbank

Die Anleihen der hier betrachteten Emittenten werden im Rahmen des APP angekauft, was sich grundsätzlich stabilisierend auf die Höhe der Renditedifferenzen gegenüber Bundesanleihen auswirkte. Die massive Nachfrage der EZB nach Anleihen öffentlicher Emittenten führt dazu, dass die Renditen der entsprechenden Anleihen sinken.

Im ersten Quartal 2017 sticht der große Abstand der Rendite der CADES mit 67 BP über Bundesanleihen im Vergleich mit der Entwicklung bei der KfW mit einer Differenz von 20 BP ins Auge, der u.a. durch die Unsicherheiten und Ängste der Investoren vor einem politischen Rechtsruck im Vorfeld der französischen Präsidentschaftswahl am 7. Mai 2017 ausgelöst wurde. Der Grund für die höhere Renditedifferenz der CADES und des EFSF gegenüber Bundesanleihen ist auch in der jeweiligen Sonderform der Haftung der Garantiegeber zu finden.

Die CADES ist als Gesellschaft zur Finanzierung und Tilgung der Schulden der französischen Sozialversicherung die größte französische Agency und regelmäßig am Primärmarkt aktiv. Sie besitzt zwar keine explizite Garantie des Staates, jedoch wird ihre Bonität aufgrund ihres Status als „Etablissement Public National Administratif“ (EPA) von den Ratingagenturen mit der des französischen Staates gleichgestellt. Ursprünglich bis 2014 befristet, besteht die CADES solange, bis sämtliche auf sie transferierte Schulden beglichen sind.

Als supranationale Emittenten im EU-Kontext wird hier neben der EIB die 2013 im ESM aufgegangene EFSF betrachtet. 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. Das gewichtete Median-Rating der Garantiegeber mit AA/Aa2 spiegelt sich im Rating des EFSF wider. Der Garantierahmen ähnelt dabei einer expliziten Garantie, da hier ein direkter Anspruch eines Investors gegenüber den Garantiegebern besteht.

Die KfW und die EIB werden von führenden Ratingagenturen mit der bestmöglichen Einstufung von AAA bewertet. Die Bankengruppe gehört zu 80 % dem Bund und zu 20 % den Bundesländern. Die Schulden der KfW werden von den Eigentümern garantiert. Das AAA-Rating der Europäische Investitionsbank (EIB) wird u. a. durch die gesamtschuldnerische Haftung der Anteilseigner bzw. 28 Mitgliedstaaten der Europäischen Union (EU) begründet.

Die Renditedifferenzen der hier betrachteten Emittenten gegenüber Bundesanleihen verringerten sich im Jahresverlauf. Auffallend ist wieder der starke Rückgang der Renditen der CADES-Anleihen im Jahresverlauf, die klar vom Wahlsieg Emmanuel Macrons und der Umsetzung erster Wahlversprechen im Bereich der sozialen Sicherung Frankreichs profitierten.

4. Pfandbriefe und andere Covered Bonds

Die Renditedifferenzen der Covered Bonds in den Kernmärkten gegenüber Bundesanleihen fielen zu Jahresbeginn (Schaubild 5). Parallel zu den Entwicklungen in den Märkten für Staatsanleihen und Anleihen staatlich dominierter Emittenten kam es im Vorfeld der Wahlen in den Niederlanden und in Frankreich auch bei den Covered Bonds zu Renditeanstiegen aufgrund der Verunsicherung der Investoren, die sich erst durch den Wahlsieg europafreundlicher Parteien im zweiten Quartal auflöste. Die Spreadeinengung erreichte zur Jahresmitte ihren Tiefpunkt, als EZB Präsident Draghi in einer Rede Spekulationen über ein Ende der Covered Bond Käufe durch die EZB auslöste. Erst Ende Oktober beschloss das Eurosystem, ab Januar 2018 die monatliche Ankaufsumme von Anleihen auf 30 Mrd € zu halbieren und zunächst bis September 2018 fortzusetzen. Die zwischenzeitlich gestiegenen Erwartungen einer Rückkehr zu liquideren Covered Bond-Märkten wurden damit weiter aufgeschoben.

Renditedifferenzen ausgewählter Covered Bonds zu Bundesanleihen

Schaubild 5

Basispunkte, Laufzeit 5 Jahre



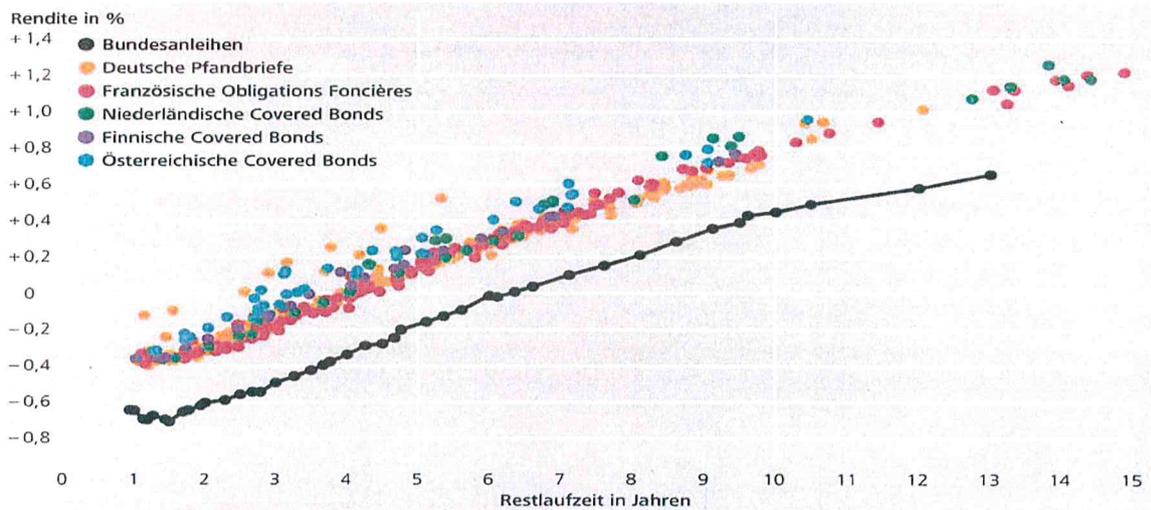
Die Liquidität an den Sekundärmärkten litt zunehmend unter dem Sog der EZB-Käufe. Die im Juni 2016 gestarteten und im März 2017 letztmals durchgeführten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTRO II) ermöglichten den Emittenten weiterhin eine im Vergleich zur Emission von Covered Bonds günstigere Refinanzierung und wirkten sich negativ auf das Volumen von Neuemissionen aus.

Gegenüber den hohen Renditedifferenzen im März – hier wiesen deutsche Jumbos einen Renditeaufschlag von 41 BP, niederländische von 45 BP, finnische von 46, österreichische von 54 BP und französische Covered Bonds von 58 BP über Bundesanleihen auf – engten sich zum Jahresende alle Aufschläge der hier betrachteten Emissionsländer bis auf Österreich auf ein Niveau unter 40 BP ein. Im Restlaufzeitbereich bis zu 4 Jahren waren die Renditen der meisten Emissionen negativ oder nahe Null (Schaubild 6).

Renditestrukturen von Bundesanleihen und Covered Bonds

Schaubild 6

Stand: Schlusskurse vom 31.12.2017



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

5. Aktienmärkte

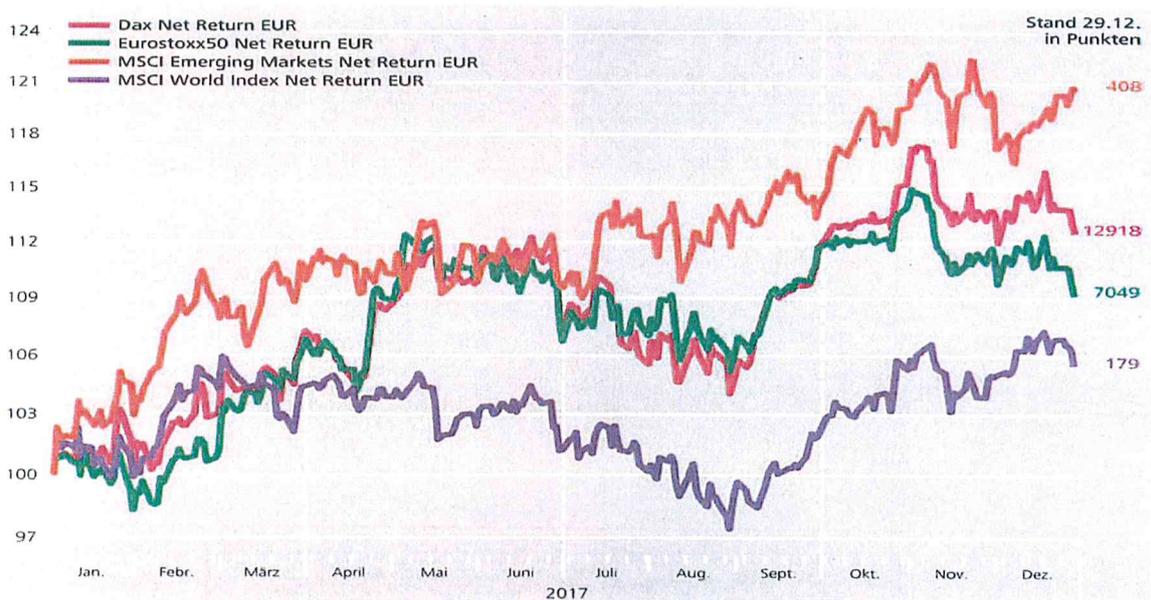
Weltweit verzeichneten Aktienindizes im Jahr 2017 neue Rekordstände, getragen von einem robusten globalen Wirtschaftsaufschwung. Zu Jahresbeginn setzte sich die durch die Aussicht auf eine wirtschaftsfreundliche Politik unter US-Präsident Trump ausgelöste Jahresendrally aus 2016 fort. Im Sommer dämpften politische Risiken aus dem Nordkorea-Konflikt und eine nachlassende Trump-Euphorie die Stimmung an den Märkten. Als ab September die Sorgen um den Nordkorea-Konflikt in den Hintergrund rückten und Erwartungen einer geldpolitischen Straffung im Euroraum zurückgingen, stieg die Risikofreude an den Märkten wieder an. Dieser Trend wurde zwischenzeitlich gestützt durch gute Quartalsberichte der Unternehmen. Enttäuschung angesichts von Schwierigkeiten bei der Einigung zur US-Steuerreform lösten im November einen Kursrückgang aus, wobei auch Gewinnmitnahmen eine Rolle gespielt haben dürften. Von der endgültigen Einigung über die US-Steuerreform ging dann zum Jahresende nochmals ein Aufwärtsimpuls aus.

Mit dem Ergebnis des ersten Wahlgangs in Frankreich, aus welchem der europafreundliche Präsidentschaftskandidat Macron als Sieger und Favorit für die Stichwahl hervorging, konnten die europäischen Aktienmärkte Ende April deutliche Gewinne verzeichnen. Kursrückgänge durch eine gestiegene Risikoaversion im Sommer wurden in Europa durch den Ausblick auf eine weniger expansive Geldpolitik des Eurosystems verstärkt. Europäische Bankaktien konnten bereits vom europafreundlichen Wahlausgang in Frankreich stärker profitieren als der Gesamtmarkt und verzeichneten zudem angesichts der Erwartung steigender Zinsniveaus Gewinne. Der spanische Aktienmarkt erlitt im Rahmen des Katalonien-Konflikts moderate Verluste, konnte diese aber bis Jahresende wieder ausgleichen. Einen nachhaltigen Effekt auf die europäischen Aktienmärkte hatte der Konflikt ebenso wenig wie Schwierigkeiten bei der Regierungsbildung in Deutschland.

Ausgewählte Aktienindizes

Schaubild 7

indexierte Darstellung, 31.12.2016 = 100, Tageswerte, log. Maßstab



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Stärkere Kursgewinne waren im Spätsommer und Herbstanfang auch in Japan und den USA zu verzeichnen. In beiden Ländern sorgten eine starke Berichtssaison und nachlassende geopolitische Risiken für steigende Kurse. Zusätzliche Unterstützung erfuhren die Märkte in Japan durch die Wiederwahl von Premierminister Abe und in den USA von der Steuerreform und der Aussicht auf Deregulierungsmaßnahmen.

Die Aktienmärkte in Schwellenländern konnten, unter anderem dank gestiegener Rohstoffpreise, ebenfalls solide Kursgewinne verbuchen. Dabei profitierten die Schwellenländer, trotz der steigenden Leitzinsen in den USA, auch von einer Dollar-Schwäche.

C Bericht des Anlagemanagements

1. Kontobewegungen

Die Auszahlungen der Stiftung Geld und Währung vom Girokonto „Stiftung Geld und Währung - Vermögensverwaltung“ beliefen sich im Jahr 2016 auf 1.200.000 € (siehe nachfolgende Kassenflussrechnung). Die Gesamtsumme setzt sich zusammen aus drei Ausschüttungen in Höhe von 300.000 € (April 2017), 700.000 € (Mai 2017) und 200.000 € (September 2017).

Einzahlungen aus Kapitalerträgen beliefen sich auf 1.398.300 €. Im Vergleich zum Vorjahr verringerten sich die Kuponzahlungen erneut leicht auf 1.091.555 €. Die kontowirksamen Netto-Bardividenden stiegen hingegen auf eine Höhe von 306.746 €.

Finanzrechnung (Kassenflussrechnung)

Stiftung „Geld und Währung“

| | 31.12.16 - 31.12.17 |
|-------------------------------------|----------------------------|
| Anfangsbestand Kontoguthaben | 124.804,66 € |
| (+) Wertpapierverkäufe | 8.939.208,69 € |
| (+) Tilgungen | 1.300.000,00 € |
| (+) Kuponzahlungen | 1.091.554,60 € |
| (+) Dividendenzahlungen (netto) | 306.746,10 € |
| Summe Einzahlungen (Mittelzuflüsse) | 11.637.509,39 € |
| (-) Wertpapierkäufe | -10.482.042,01 € |
| (-) Fremdgebühren | -2.840,76 € |
| (-) Entgelte auf Girokontoguthaben | -1.134,24 € |
| (-) Auszahlungen | -1.200.000,00 € |
| Summe Auszahlungen (Mittelabflüsse) | -11.686.017,01 € |
| Endbestand Kontoguthaben | 76.297,04 € |

Im Jahr 2017 kam es zu Tilgungszahlungen eines fälligen Wertpapiers in Höhe von 1.300.000 €, und es wurden Wertpapierverkäufe im Wert von 8.939.209 € getätigt. Demgegenüber standen Auszahlungen für Wertpapierkäufe in Höhe von 10.482.042 €.

Ferner betragen die auf dem Girokonto zahlungswirksamen Fremdgebühren 2.841 € für das vergangene Jahr.² Hiervon entfielen 2.756 € auf Depotgebühren für den Zentralverwahrer Clearstream, 19 € auf Gebühren für Renten- und 66 € für Aktientransaktionen. Des Weiteren wurde das Girokonto mit rund 1.134 € durch Entgelte auf Guthaben belastet. Die Lizenzgebühren für den DAX wurden erst im Januar 2018 belastet und werden somit erst im folgenden Kalenderjahr ausgewiesen.

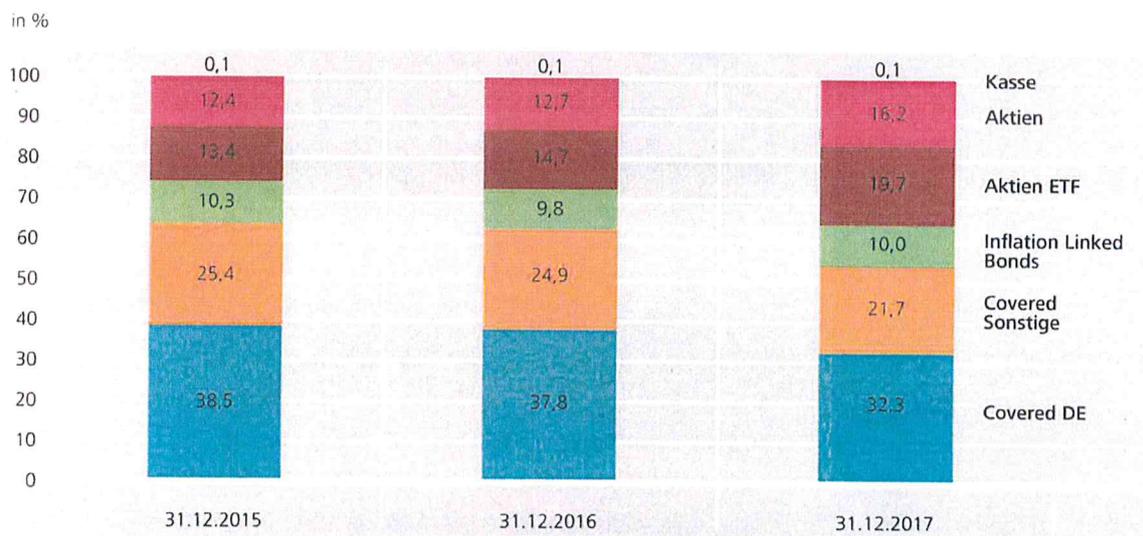
² Die Eigen- und Fremdgebühren der ETF-Provider werden direkt dem Fonds entnommen.

2. Struktur des Portfolios

Die Portfoliostruktur der Stiftung im Zeitverlauf über die letzten 3 Jahre zeigt Schaubild 8. Links wird die Zusammensetzung im Dezember 2015 aufgezeigt, in der Mitte sieht man die Portfoliogewichte zum 31.12.2016 und auf der rechten Seite wird das Portfolio zum Jahresende 2017 dargestellt. Der relative Anteil der Aktienkomponenten (Einzeltitel DAX & ETF) im Portfolio nahm wie in den Vorjahren weiter zu. Dies ist damit zu erklären, dass die Aktienkurse im Laufe des Kalenderjahres weiterhin anstiegen. Zudem wurde der im November 2016 gefasste Beschluss umgesetzt, der vorsah, die kumulierte Aktienquote sukzessive auf 35 % zu erhöhen. Die Umsetzung erfolgte in zwei Schritten zu den Indeksumstellungsterminen im März und im Juni 2017.

Portfoliostruktur

Schaubild 8



Deutsche Bundesbank

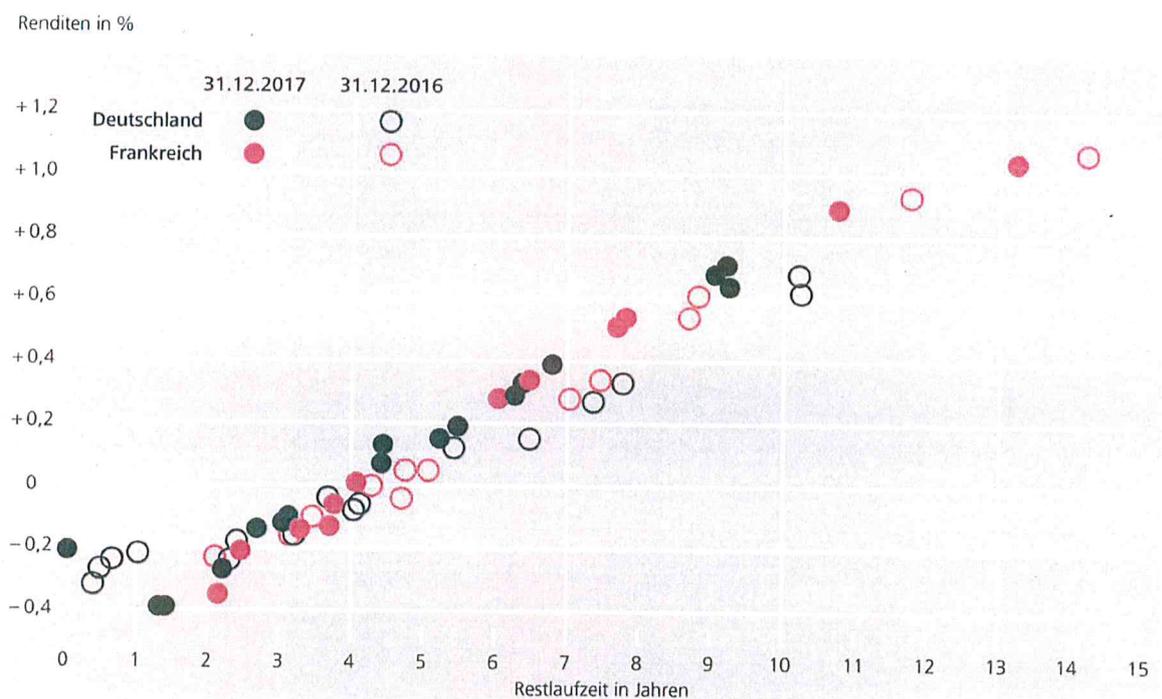
Die Aktienbenchmark besteht weiterhin aus dem DAX und dem MSCI ACWI. Die Gewichte der Aktienkomponenten wurden im Rahmen der Aktienerhöhung im ersten Halbjahr 2017 auf ein Verhältnis von ca. 55 % MSCI ACWI, der über ETF abgebildet wird, und ca. 45 % DAX adjustiert. Dies entspricht in etwa dem relativen Verhältnis von DAX und MSCI ACWI vor der Anpassung im Jahresverlauf 2016.

3. 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 2017 enthielt das Portfolio 29 Covered Bonds von deutschen und französischen Emittenten, deren Marktrenditen zwischen -0,21 % für eine Restlaufzeit von weniger als einem Vierteljahr und 1,04 % für eine Restlaufzeit von 13 Jahren betragen. Beides liegt leicht über den Marktrenditen des Vorjahres (Siehe Schaubild 9).

Marktrenditen der Emissionen

Schaubild 9



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. Im Jahr 2017 wurde eine Neuemission in die Benchmark aufgenommen. Dies wurde im Rahmen der Portfolioführung entsprechend berücksichtigt.

Die Umsätze zu den Benchmarkanpassungen 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, die Anzahl der Transaktionen und damit die Transaktionskosten gering zu halten.

Im Jahr 2017 erfolgten 13 Rentenkäufe zu rund 4,9 Mio € und 13 Verkäufe zu rund 8,4 Mio €. Zusätzlich konnte eine Fälligkeit in Höhe von 1,3 Mio € zur Reinvestition genutzt werden. Die Differenz umfasst den Betrag, welcher im ersten Halbjahr 2017 für die Erhöhung der Aktienquote verwendet wurde.

Hierbei wurden insbesondere Anleihen mit einer negativen Endfälligkeitsrendite veräußert. Die gesamten Transaktionen wurden zeitnah ausgeführt, so dass der Girokontobestand möglichst niedrig gehalten wurde.

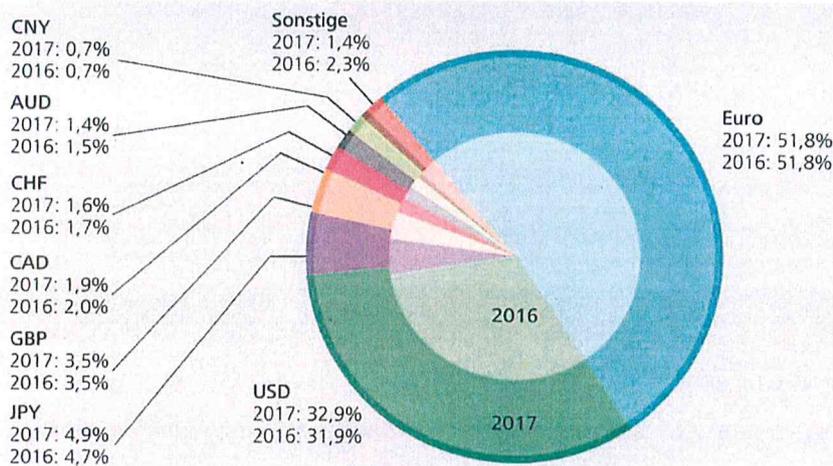
Die in der Berichtsperiode angefallenen Kuponzahlungen (insgesamt 1,1 Mio €) wurden entsprechend der Benchmark zeitnah reinvestiert, sofern sie nicht zur Finanzierung der Entnahmen dienen. Reinvestitionen erfolgten in der Regel zu den Anpassungsterminen, um auch hier die Transaktionskosten gering zu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

4. Führung des Aktienteilportfolios

Der MSCI ACWI wird durch ETF abgebildet. Dazu wurden bisher in etwa zu gleichen Anteilen ETF der Anbieter iShares/Blackrock und SPDR/State Street erworben. Informationen über die genaue Zusammensetzung der ETF-Vermögen und deren Geschäftstätigkeiten sowie Verkaufsprospekte werden im Internet auf den entsprechenden Anbieterseiten veröffentlicht.³ Der MSCI ACWI beinhaltet 2.495 Aktien aus 23 entwickelten Märkten und 24 Schwellenländern. Hierbei handelt es sich sowohl um Unternehmen mit großer als auch mittlerer Marktkapitalisierung, die rund 85 % des global investierbaren Aktienuniversums abbilden.⁴ Die ETF notieren in Euro. Die weltweite Vermögensallokation führt dennoch zu Fremdwährungseffekten (siehe Schaubild 10). Hierbei hat sich im Laufe des Kalenderjahres der Anteil des Euros konstant bei 51,8 Prozent gehalten.

Zusammensetzung des Aktienteilportfolios (einschl. ETF) nach Währungen

Schaubild 10



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Die Abbildung des DAX erfolgt durch Einzelaktien. 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

³ Internet: www.ishares.com und www.statestreet.com

⁴ Quelle: MSCI Inc., Stand: 31. Dezember 2017

DAX-Komponente kam es im Zusammenhang mit den Indexanpassungsterminen zu Umsätzen, die jedoch den Gesamtbestandswert der DAX-Aktien nicht veränderten.

Außerdem schied die Linde AG im Rahmen des vierteljährlichen Anpassungstermins im Dezember 2017 gemäß den Vorgaben des Indexanbieters aus dem DAX aus. Diese Aktien wurden in neue Linde Aktien getauscht, welche vor einer Fusion mit dem US-Unternehmen Praxair Inc. steht und hierfür eine neue Gesellschaft gegründet hat. Das neue Gewicht beträgt ca. 3,0 % innerhalb des Index. Die Änderungen wurden für das Portfolio der Stiftung nachvollzogen.

Die zugeflossenen Dividendenerträge des Aktien-Teilportfolios, insgesamt rund 306 Tsd €, wurden im Rahmen der jeweils folgenden Indexanpassungen gemäß den Vorgaben der Anlagerichtlinien reinvestiert. Die Zahlungseingänge aus Dividenden lagen schon höher als im Jahr 2017 und sind die Folge der Erhöhung der Aktienquote im ersten Halbjahr 2017. Die deutsche Abgeltungssteuer kommt bei den im Portfolio gehaltenen Einzelaktien nicht zur Anwendung, da die Stiftung in Deutschland durch eine Nichtveranlagungsbescheinigung steuerbefreit ist.

D Bericht des Risiko-Controlling⁵

1. Vermögensbestand

Zum Ende des Jahres 2017 betrug das Vermögen der Stiftung „Geld und Währung“ 78.235.395 €. Zum Vorjahr beträgt der Zuwachs damit insgesamt 1.290.792 €. Das Guthaben auf dem Konto „Projektverwaltung“, welches für die Abwicklung von Zahlungen im Rahmen der Stiftungstätigkeit bestimmt ist, betrug zum Stichtag 188.038 €. Die Anlagerichtlinien geben in § 1 vor, die reale Substanz des Stiftungsvermögens grundsätzlich zu erhalten. Der Wert für das inflationsadjustierte Anfangsvermögen von 2002 belief sich per Ultimo 2017 auf 64.333.200 €. Der Portfoliomarktwert zum Jahresende war damit deutlich höher als das an die Inflation angepasste Anfangsvermögen.

Die Portfolioanteile an Aktien und börsengehandelten Investmentfonds erhöhten sich sukzessive und betragen zum Jahresultimo marktwertgewichtet 35,9 %. Gemäß Beschluss vom 17.11.2016 beträgt der Zielwert 35 % bei einer Schwankungsbreite von +/- 10 Prozentpunkten. Weitere 32,3 % des Gesamtportfolios entfielen auf deutsche Pfandbriefe; französische Covered Bonds machten insgesamt rund ein Fünftel des Volumens aus. Das übrige Vermögen wurde in inflationsindexierte Anleihen aus Deutschland und Frankreich investiert.

Vermögensrechnung Stiftung "Geld und Währung"

| Instrumentengattung | 31.12.2016 | 30.09.2017 | 31.12.2017 | Anteil |
|--|--------------|--------------|--------------|--------|
| Jumbo-Pfandbriefe | 7.864.422 € | 5.264.134 € | 5.261.124 € | 6,7% |
| Pfandbriefe | 21.263.506 € | 18.389.516 € | 20.008.877 € | 25,6% |
| Obligations Foncières | 13.203.259 € | 11.021.671 € | 10.565.749 € | 13,5% |
| Obligations de Financement a l'Habitat | 2.248.819 € | 2.826.752 € | 2.850.353 € | 3,6% |
| Caisse de Refinancement de l'Habitat | 3.665.053 € | 3.559.549 € | 3.559.535 € | 4,5% |
| Inflationsindexierte Bundesanleihen | 2.373.765 € | 2.655.478 € | 2.184.992 € | 2,8% |
| Inflationsindexierte Bundesobligationen | 879.443 € | 870.502 € | 870.494 € | 1,1% |
| Obligation assimilable du Trésor (europ. HVPI) | 4.287.881 € | 4.110.833 € | 4.762.842 € | 6,1% |
| Aktien | 9.759.121 € | 12.639.532 € | 12.702.188 € | 16,2% |
| ETF | 11.274.526 € | 14.664.598 € | 15.392.942 € | 19,7% |
| Kasse | 124.805 € | 1.321.964 € | 76.297 € | 0,1% |
| Gesamtportfolio | 76.944.602 € | 77.324.529 € | 78.235.395 € | 100,0% |

Deutsche Bundesbank

⁵ Differenzen in den Summen durch Runden der Zahlen möglich.

-: nichts vorhanden

2. Vermögensentwicklung

Im Jahr 2017 belief sich das Nettoergebnis für das Portfolio der Stiftung „Geld und Währung“ auf 974.655 €. Hiervon entfielen 638.278 € auf Zinserträge und 339.218 € auf Dividenden und Erträge aus Kapitalmaßnahmen. Im Rahmen von Wertpapiertransaktionen anfallende Gebühren, Index- und Depotbankgebühren schmälerten den Gesamtportfoliomarktwert um 2.841 €.

Die in der nachfolgenden Tabelle „Ergebnisrechnung“ genannten Zinserträge beinhalten zunächst die auf täglicher Basis berechneten Stückzinsansprüche, die dem Berichtsjahr 2017 zuzuordnen sind - abzüglich angefallener Entgelte auf Guthaben. Da Zinsansprüche nicht direkt zahlungswirksam sind, sondern für verzinsliche Wertpapiere in der Regel einmal jährlich und zu einem anderen Zeitpunkt als dem Berichtsstichtag ausgezahlt werden, unterscheidet sich der Betrag von den im Teil C ausgewiesenen Kuponzahlungen. Ein weiterer Unterschied zu den Kuponzahlungen resultiert daraus, dass die Zinserträge um den Abbau von Agios bereinigt werden. Darunter ist der Effekt zu verstehen, dass Wertpapiere, die über Pari gekauft wurden, bis zur Fälligkeit auf den Nennwert, d. h. den Rückzahlungsbetrag, abzuschreiben sind. Dadurch verursachte Rückgänge im Marktwert, im Berichtsjahr -444.454 €, werden hier der Position Zinserträge zugeordnet, da sich so ein ökonomisch umfassenderes Bild der mit dem Halten verzinslicher Wertpapiere verbundenen Erträge ergibt. Vor dem Hintergrund der Bewegungen an den Kapitalmärkten entstanden per Saldo Bewertungsgewinne im Umfang von 1.516.137 € (zur Marktentwicklung siehe auch Teil B). Entnahmen wurden im Berichtsjahr in Höhe von 1.200.000 € getätigt.

Ergebnisrechnung (Wertentwicklung) Stiftung "Geld und Währung"

| | 31.12.16 - 31.12.17 | 30.09.17 - 31.12.17 |
|---|---------------------|---------------------|
| Marktwert Anfang | 76.944.602 € | 77.324.529 € |
| (+) Zinserträge | 638.278 € | 149.288 € |
| (+) Dividenden u. Erträge aus Kapitalmaßnahmen* | 339.218 € | - |
| (-) Gebühren | -2.841 € | -755 € |
| (=) Erträge abzgl. Aufwendungen | 974.655 € | 148.533 € |
| (+/-) Bewertungsergebnis | 1.516.137 € | 762.333 € |
| (-) Entnahmen | -1.200.000 € | - |
| (=) Änderung des Vermögensbestandes | 1.290.792 € | 910.866 € |
| Marktwert zum 31.12.2017 | 78.235.395 € | 78.235.395 € |

* ggf. inkl. ETF-Ausschüttungen
 Deutsche Bundesbank

3. Portfoliorendite

Im Berichtsjahr wurde für das Portfolio der Stiftung „Geld und Währung“ ein positives Gesamtergebnis von 3,26 % erzielt. Seit Auflage betrug die Rendite für das Gesamtportfolio annualisiert 4,48 %. Im Vergleich zur Benchmark schnitt das Portfolio im abgelaufenen Kalenderjahr 0,05 Prozentpunkte besser ab. Sowohl das Renten- als auch das Aktienteilportfolio lieferten im Berichtsjahr positive, wenngleich deutlich unterschiedliche Ergebnisse (auf Jahressicht 0,22 % bzw. 10,56 %).

Das Aktienportfolio setzt sich aus zwei unterschiedlichen Investments zusammen. Zum einen wird der MSCI ACWI mit Hilfe von ETF nachgebildet, außerdem wird der DAX direkt repliziert. Die zu Grunde liegenden Vergleichsindizes verzeichneten Renditen von 8,89 % (MSCI ACWI) bzw. 12,51 % (DAX). Die Aktienportfolios der Stiftung erreichten hingegen Renditen von 12,34 % (DAX) bzw. 9,04 % (MSCI ACWI).

Der große Unterschied in der Rendite der beiden Aktienportfolios lässt sich nicht zuletzt damit begründen, dass beim MSCI ACWI ein implizites Wechselkursrisiko besteht. Dieses Risiko liegt vor, da in dem MSCI ACWI auch Unternehmen geführt werden, die nicht an europäischen Börsen (also in Euro) gelistet sind. Der ETF selber ist jedoch in Euro denominiert, sodass es bei der Berechnung des Index zu einer Umrechnung in Euro kommen muss. Der Index selbst wies im Jahre 2017 einen Zuwachs von 17,48 %, gemessen in jeweiliger Landeswährung, auf. Hinweise auf systematische bzw. zukünftig zu erwartende Ertragsdifferenzen lassen sich aus der Renditedifferenz nicht ableiten. Einflussmöglichkeiten des Portfoliomanagements der Bundesbank auf die Wertentwicklung der Aktienfonds bestehen nicht.

Auch bei den festverzinslichen Wertpapieren lässt sich das Portfolio in zwei unterschiedlichen Anlageklassen differenzieren. Zum einen ist in gedeckte Schuldverschreibungen, wie Pfandbriefe, investiert, zum anderen in inflationsindexierte Papiere, deren Kupon sich mit der Inflation ändert. Während inflationsindexierte Anleihen eine Rendite von 0,63 % (Benchmark 0,53 %) abwarfen, erlöste das Teilportfolio mit gedeckten Schuldverschreibungen 0,13 % (Benchmark 0,08 %).

Die Rentenwerte sind per Saldo im Kurswert gesunken; dieser Effekt ist jedoch durch die Bewertungsgewinne der Aktientitel überkompensiert worden, sodass das aggregierte Bewertungsergebnis positiv ist. Im Hinblick auf die künftigen Erträge aus den Rentenwerten ist bei den im Bestand gehaltenen festverzinslichen Anleihen außerdem zu berücksichtigen, dass deren Marktkurse ganz überwiegend über Pari notieren. Das bedeutet, dass der derzeitige Kurs höher ist, als der Nennwert eines Papiers. Dieses Agio, das im Durchschnitt des Portfolios etwas mehr als 8 % beträgt, geht bis zur Fälligkeit der Papiere auf Null („Pull-to-Par“) zurück. Einen Eindruck von den bis zur Fälligkeit zu erwartenden Erträgen gibt die aktuelle Effektivverzinsung des Rentenportfolios (yield-to-maturity). Sie betrug für das Portfolio zum Jahresende 2017 -0,08 %. Anders ausgedrückt wäre dieser Wert die Einstandsrendite, wenn das Rentenportfolio in der aktuellen Zusammensetzung zum Berichtsstichtag gekauft worden wäre. Sollte es zu steigenden Marktzinsen kommen, wären damit Bewertungsverluste verbunden, wobei dadurch auch wiederum die Effektivverzinsung des Portfolios steigen würde. Außerdem würde sich die Möglichkeit ergeben, neue Anleihen mit höheren Renditen zu erwerben.

Zeitgewichtete Rendite Stiftung "Geld und Währung"

| Periode | Portfolio | Benchmark | Differenz |
|--|-----------|-----------|-----------|
| Gesamtportfolio | | | |
| Gesamtjahr 2016 | 3,71% | 3,64% | 0,07% |
| 1. Quartal 2017 | 1,39% | 1,39% | -0,01% |
| 2. Quartal 2017 | -0,53% | -0,47% | -0,06% |
| 3. Quartal 2017 | 1,20% | 1,18% | 0,02% |
| 4. Quartal 2017 | 1,18% | 1,08% | 0,10% |
| Gesamtjahr 2017 | 3,26% | 3,21% | 0,05% |
| seit Auflage (02.01.2002) | 101,64% | 98,78% | 2,86% |
| seit Auflage annualisiert (02.01.2002) | 4,48% | 4,39% | 0,09% |
| Renten | | | |
| Gesamtjahr 2016 | 1,77% | 1,83% | -0,05% |
| 1. Quartal 2017 | -0,40% | -0,42% | 0,02% |
| 2. Quartal 2017 | -0,06% | -0,09% | 0,03% |
| 3. Quartal 2017 | 0,43% | 0,39% | 0,03% |
| 4. Quartal 2017 | 0,25% | 0,29% | -0,04% |
| Gesamtjahr 2017 | 0,22% | 0,17% | 0,04% |
| Aktien und Aktienfonds | | | |
| Gesamtjahr 2016 | 9,36% | 8,93% | 0,43% |
| 1. Quartal 2017 | 6,02% | 6,27% | -0,25% |
| 2. Quartal 2017 | -1,25% | -1,18% | -0,08% |
| 3. Quartal 2017 | 2,65% | 2,67% | -0,02% |
| 4. Quartal 2017 | 2,89% | 2,52% | 0,37% |
| Gesamtjahr 2017 | 10,56% | 10,54% | 0,02% |

Rendite seit Jahresanfang



Deutsche Bundesbank

4. Risikolage

Bei den Kennzahlen zur Einschätzung des Risikos aus Marktpreisänderungen macht die modifizierte Duration eine Angabe zur Sensitivität der Bewertung des Rententeilportfolios gegenüber Zinsschwankungen. Sie gibt näherungsweise an, um wie viel Prozent sich der Marktwert der verzinslichen Wertpapiere vermindert, wenn das Marktzinsniveau um einen Prozentpunkt steigt. Am 31. Dezember 2017 betrug die modifizierte Duration des Vermögens der Stiftung „Geld und Währung“ für nominale und inflationsindexierte Anleihen zusammen 4,36 und lag 21 Stellen unter dem Wert der Benchmark (4,57). Die inflationsindexierten Anleihen hatten zum Stichtag eine modifizierte Duration von 4,25.

Risikokennziffern am 31.12.2017
 Stiftung "Geld und Währung"

| | Portfolio | Benchmark | Relativ |
|--|-----------|-----------|---------|
| Value-at-Risk (99%, 1 Jahr) | 7,78% | 7,81% | 0,30% |
| Expected Shortfall (99%, 1 Jahr) | 8,72% | 8,74% | 0,36% |
| Modifizierte Duration | 4,36 | 4,57 | -0,21 |
| Mod. Duration inflationsindexierter Anleihen | 4,25 | 4,27 | -0,02 |

Deutsche Bundesbank

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) nicht überschritten wird. Den Berechnungen liegen statistische Annahmen über die Schwankungen der für die Wertentwicklung des Portfolios maßgeblichen Risikofaktoren zugrunde.

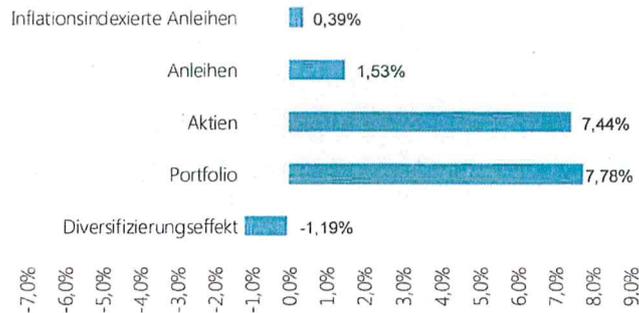
Der Value-at-Risk eignet sich damit zur Bemessung der Marktpreisrisiken und ist in erster Linie ein Ergebnis der strategischen Asset-Allokation und der jeweils aktuellen Marktvolatilitäten. Der Value-at-Risk (für den Horizont von einem Jahr bei einem Konfidenzniveau von 99 %) lag am Ende des Jahres bei 7,78 % des Portfoliomarktwertes; der Value-at-Risk der Benchmark betrug am Jahresultimo 7,81 %. Der relative Value-at-Risk, der die potenziellen Verluste des Portfolios im Vergleich zur Benchmark angibt, betrug 0,30 %. Im Vergleich zum Vorjahr haben sich die Werte damit nicht wesentlich geändert.

Die einzelnen Assetklassen (Renten und Aktien) tragen dabei in unterschiedlicher Höhe zum Gesamtmarktrisiko bei. Die unten stehende Abbildung zeigt die isolierten Values-at-Risk für das Aktienportfolio sowie die unterschiedlichen Rentenportfolios im Verhältnis zum Marktwert des Gesamtportfolios. Der Wert für das Aktienteilportfolio beträgt fast das Fünffache des Rententeilportfolios (ausgenommen inflationsindexierte Anleihen), obwohl das Aktienportfolio nur 35 % des Portfoliomarktwertes widerspiegelt. Das Gesamtrisiko des Portfolios ergibt sich allerdings nicht aus der Summe der Einzelrisiken, sondern fällt 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. Im Vergleich zu den Zahlen des Vorjahres ist anzumerken, dass der Gesamt-Value-

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

at-Risk nahezu unverändert geblieben ist, obwohl das risikoreichere Aktienportfolio einen um 10 Prozentpunkte größeren Anteil am Gesamtportfolio ausmacht. Hier macht sich die insgesamt sehr ruhige Marktlage bemerkbar.

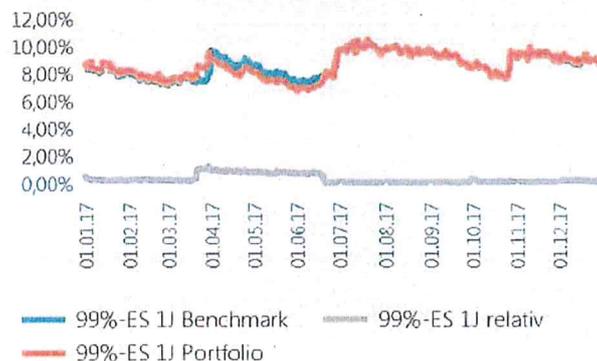
Risikobeiträge nach Assetklassen (VaR 99 %, 1 Jahr, in % des Portfoliowertes)



Deutsche Bundesbank

Der Expected Shortfall prognostiziert den durchschnittlichen Verlust für ein Portfolio, falls der vom Value-at-Risk vorgegebene maximale Verlust doch überschritten werden sollte. Er ist damit ein Maß für den Fall besonders großer Marktverschiebungen und Verlusten. Per 31. Dezember 2017 lag der Expected Shortfall bei einem Konfidenzniveau von 99 % für den Zeitraum eines Jahres bei 8,72 %⁷ des Gesamtportfoliomarktwertes; für die Benchmark belief sich derselbe Wert zum Berichtsstichtag auf 8,74 %. Als relativer Expected Shortfall ergab sich 0,36 %.

Expected Shortfall (in % des Marktwertes)



Deutsche Bundesbank

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

Ende Juni 2017 führte eine Rede von EZB-Präsident Mario Draghi zu höheren Marktvolatilitäten, was in der Grafik durch einen markanten Anstieg des Expected Shortfall ersichtlich ist (vgl. B Marktentwicklung auf Seite 5 ff).

Stresstests am 31.12.2017 Stiftung "Geld und Währung"

Hypothetischer Marktwertrückgang

Stresstests Rentenmarkt (Parallelverschiebung der Zinskurve)

| | |
|----------------|-------|
| Zinsanstieg 1% | 2,69% |
| Zinsanstieg 2% | 5,20% |
| Zinsanstieg 3% | 7,55% |

Stresstests Aktienmarkt

| | |
|------------------|--------|
| Kursrückgang 20% | 7,20% |
| Kursrückgang 40% | 14,41% |
| Kursrückgang 60% | 21,61% |

Historische Stresstests

| | |
|------------------------------------|--------|
| Lehman-Insolvenz (10 Tage) | 0,33% |
| Terroranschlag 11.09.2001 (5 Tage) | 0,14% |
| Zinsanstieg 1999 (1 Jahr) | -1,26% |

Deutsche Bundesbank

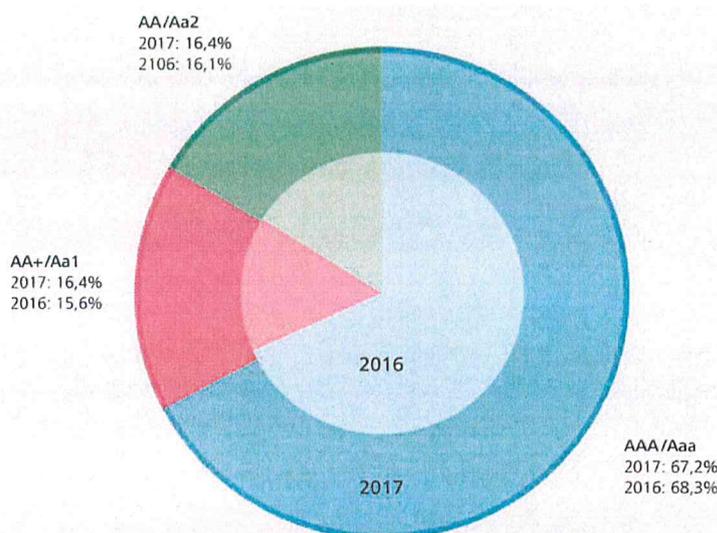
Die Stresstests geben an, wie sich ein definiertes Szenario aus Änderungen von Risikofaktoren (z. B. Zinsen, Aktienkurse, Wechselkurse usw.) auf den Marktwert des Portfolios auswirkt. Es werden außergewöhnliche, aber grundsätzlich mögliche Ereignisse dargestellt.

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 Prozentpunkte der hypothetische Marktwertrückgang des Portfolios 7,55 % (unter der Annahme, dass Werte, die keine Rentenpapiere sind (z. B. Aktien) unverändert bleiben). Käme es am Aktienmarkt zu einem Kursrückgang um 60 %, würde sich der Portfoliomarktwert um 21,61 % mindern – auch hier gilt die Annahme, dass von dem Marktereignis nur der Aktienmarkt betroffen ist, Renten hingegen nicht.

Bei den historischen Stresstests werden sämtliche Kursbewegungen der damaligen Finanzmärkte auf den Portfoliobestand per Ultimo 2017 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 0,33 % verzeichnet. Die Terroranschläge vom 11.09.2001 hätten zu einer Abnahme des Marktwertes um 0,14 % geführt.

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. Dezember 2017 im Vergleich zum Jahresultimo 2016 wie folgt dar:

Portfoliozusammensetzung nach Ratingklassen
Stiftung „Geld und Währung“



Deutsche Bundesbank

Der Großteil der im Portfolio befindlichen Schuldverschreibungen (67,2 %) war per 31. Dezember 2017 mit AAA/Aaa bewertet. Jeweils etwa ein Sechstel der Schuldverschreibungen verfügte über die Ratingstufen AA+/Aa1 (16,4 %) bzw. AA/Aa2 (16,4 %). Damit verbleiben die Ratinganteile auf einem ähnlichen Niveau wie im Vorjahr. Das Portfolio ist insgesamt konservativ ausgerichtet, was auch dem Kapitalerhaltungsgrundsatz geschuldet ist.

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“. Hierbei ist 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, zu unterscheiden. Die Überwachung umfasst dabei die in der Tabelle „Einhaltung der Anlagerichtlinien“ beschriebenen Restriktionen (siehe Seite 27).

Alle im Berichtsjahr erworbenen Instrumente waren zulässige Anlageinstrumente im Sinne des § 3 der Anlagerichtlinien.

Die durch § 4 der Anlagerichtlinien vorgegebenen Begrenzungen bezüglich Gesamtengagements bei den verschiedenen Adressen und Höchstengagements in einzelnen Emissionen wurden eingehalten.

Das maximale Engagement in einem Wertpapier entfiel im Berichtszeitraum auf eine Emission der CRH (4,82 %, siehe Tabelle auf der folgenden Seite; berichtet wird der jeweils maximale Anteil, der im Verlauf des Berichtsjahres aufgetreten ist). Das größte auf einen Emittenten entfallende Exposure betrug im Berichtszeitraum 7,93 % und betraf die Compagnie de Financement Foncier (CFF). Bei einer Betrachtung nach Zuordnung zum Anteilseigner oder Mehrheitsaktionär, ergibt sich das maximale Exposure bei der Deutschen Bank AG (9,26 %; für ein Konzern-Engagement liegt kein Limit vor).

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. Der größte Kassenbestand des Berichtsjahres lag bei 4,04 % des Gesamtportfoliomarktwertes. Da der Kassenbestand innerhalb der vorgesehenen 14-tägigen Frist unter die Grenze von 3 % zurückgeführt wurde, wurden die Anlagerichtlinien eingehalten. Der maximale Kassenbestand in einer Wochenperiode erreichte 1,80 %.

Ausgewählte Portfolioanteile für die Periode 31.12.2016 bis 31.12.2017 Stiftung "Geld und Währung"

| | Anteil am Portfoliomarktwert |
|---|------------------------------|
| Größte Engagements bei einzelnen Emissionen | |
| Csse De Ref 3,6 2021/09/13 | 4,82% |
| Deutsche Bank 1,75 2022/06/08 | 3,71% |
| CFF 4,375 2021/04/15 | 3,49% |
| Größte Engagements bei Emittenten | |
| Compagnie de Financement Foncier | 7,93% |
| Deutsche Pfandbriefbank AG | 7,53% |
| Deutsche Bank AG | 6,18% |
| Größte Engagements bei Konzernen | |
| Deutsche Bank AG | 9,26% |
| BPCE SA | 7,93% |
| Deutsche Pfandbriefbank AG | 7,53% |
| Aktienanteil | |
| Maximaler Aktienanteil im Berichtszeitraum | 36,30% |
| Minimaler Aktienanteil im Berichtszeitraum | 27,33% |
| Maximaler Kassenbestand (1 Wochenperiode) | |
| (04.09.2017-10.09.2017) | 1,80% |
| Deutsche Bundesbank | |

Die Zielaktienquote beläuft sich seit dem entsprechenden Beschluss des Stiftungsrates vom November 2016 auf 35 %. Das Engagement in Aktien und ETFs schwankte im Berichtsjahr zwischen 27,33 % und 36,30 %. Hierbei ist zu berücksichtigen, dass die Anhebung auf die neue Zielquote im Berichtsjahr erfolgte. Das Teilportfolio mit den DAX-Aktien hat den Index so nachgebildet, dass die Abweichungen für die einzelnen Anteile bezogen auf das Aktienteilportfolio zum Zeitpunkt des Erwerbs allgemein in einem Bereich von bis zu +/- 0,1 Prozentpunkten gegenüber den Anteilen am Index lagen.

Einhaltung der Anlagerichtlinien für die Periode 31.12.2016 bis 31.12.2017 Stiftung "Geld und Währung"

| Beschreibung | Quelle | Einhaltung / Prüfung |
|--|---|---|
| Zulässigkeit der Anlageinstrumente | | |
| 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 | Anlagerichtlinien § 3 Abs. 1, 2 | JA |
| 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 | | |
| 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: 4,04 %; Rückführung in vorgesehener Zeitspanne |
| Bonitätserfordernis der Anlageinstrumente | | |
| 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 | JA |
| Diversifizierung der Anlagen | | |
| 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, Anteil der größten Emission: 4,82 % (Compagnie de Financement Fonciér) |
| 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, Anteil des größten Emittenten: 7,93 % (Compagnie de Financement Foncier) |
| Sollte die Aktienquote mehr als 10 Prozentpunkte von der vom Stiftungsrat festgelegten Aktienquote (35 %) abweichen, unterrichtet der Vorstand den Stiftungsrat und schlägt Konsequenzen zur Abstimmung vor. | Anlagerichtlinien § 2 Abs. 3 i. V. m. Stiftungsratsprotokoll vom 17.11.2016 | Schwankungsbreite der Aktienquote im Berichtszeitraum: 27,33 % - 36,30 % |

Frankfurt am Main, den 22.02.2018

DEUTSCHE BUNDESBANK



Griep

(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. Nicht in Euro gezahlte Dividenden und Fremdwährungs-Ausschüttungen aus Indextfonds werden - sofern vorhanden - ab dem Zeitpunkt der Zahlung berücksichtigt.

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 bzw. 3 Prozentpunkte

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 Prozentpunkten ab Mitte 1999 in gewissen Laufzeitbereichen. Eine Verschiebung der gesamten Zinskurve um 3 Prozentpunkte 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. September 2001 als ein exogenes Szenario
- c) Der starke Zinsanstieg im Jahr 1999 als das Szenario, welches die Zinsen bisher am stärksten beeinflusst hat.