

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte
im Zeichen
expansiver
Geldpolitik*

Das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten wurde im dritten Quartal 2013 stark von geldpolitischen und konjunkturellen Faktoren beeinflusst. Dabei standen die Finanzmärkte ganz im Zeichen einer geänderten Erwartungshaltung über den künftigen geldpolitischen Kurs der US-Notenbank Federal Reserve. Nachdem die Marktteilnehmer überwiegend von einer baldigen schrittweisen Drosselung der Anleihekäufe der amerikanischen Zentralbank und steigenden Renditen ausgegangen waren und ihre Kapitalbereitstellung an Schwellenländer reduziert hatten, kehrte sich der Zinstrend im September beiderseits des Atlantiks um. Ausschlaggebend war, dass die amerikanische Zentralbank vor dem Hintergrund schwacher Arbeitsmarktzahlen und des bis dahin ungelösten Fiskalstreites eine weiterhin akkommodierende Geldpolitik und die Fortsetzung ihrer Wertpapierkäufe in voller Höhe bekräftigt hatte. Die Beibehaltung der geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen fand auch in Kursgewinnen an den Aktienmärkten ihren Widerhall, die in verschiedenen Ländern zudem von überwiegend positiven Wirtschaftsdaten gestützt wurden. An den Devisenmärkten haben die wechselnden Erwartungen über die US-Geldpolitik die Währungen einiger Schwellenländer mit schwachen Fundamentaldaten zeitweilig stark unter Druck gesetzt. Dagegen hat der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 21 wichtiger Handelspartner per saldo leicht zugelegt.

■ Wechselkurse

*Euro notiert per
saldo fester
gegenüber
US-Dollar*

Gegenüber dem US-Dollar wertete der Euro im Vergleich zu Ende Juni per saldo um etwa 2½% auf. Zwischenzeitlich erreichte er mit rund 1,38 US-\$ sogar den höchsten Stand seit etwa zwei Jahren. Die Wechselkursentwicklung wurde dabei maßgeblich von wechselnden

konjunkturellen Einschätzungen und damit einhergehenden Anpassungen der Erwartungen der Marktteilnehmer bezüglich des künftigen geldpolitischen Kurses dies- und jenseits des Atlantiks geprägt. Zudem spiegelte sich der Verlauf des US-Haushaltsstreites in der Wechselkursbewegung wider.

Zu Beginn des Berichtszeitraums geriet die Gemeinschaftswährung zunächst unter Abwertungsdruck, als der EZB-Rat die Absicht bekräftigte, den Leitzins im Euro-Raum über einen längeren Zeitraum hinweg niedrig zu halten. Eine deutliche Gegenbewegung lösten in der Folge Aussagen der US-Notenbank aus, die US-Wirtschaft benötige auf absehbare Zeit eine stark unterstützende Geldpolitik. Auch eine erfolgreich verlaufene Auktion spanischer Geldmarktpapiere stützte die Gemeinschaftswährung. Mitte August ließen dann aber positiver als erwartet ausgefallene US-Konjunkturdaten Spekulationen aufkommen, die US-Notenbank würde ihre Anleihekäufe früher drosseln, was die Gemeinschaftswährung vorübergehend schwächte. Als die US-Notenbank aber Mitte September – für viele Marktteilnehmer überraschend – keine Rückführung der Anleihekäufe in Aussicht stellte, wertete der Euro wieder spürbar auf.

Im Oktober war die Entwicklung des Euro-Dollar-Kurses geprägt vom Verlauf des US-Haushaltsstreites. Spekulationen über eine möglicherweise bevorstehende Einigung setzten den Euro tendenziell unter Abwertungsdruck, während die steigende Skepsis der Marktteilnehmer, ob überhaupt eine Einigung erzielt werden könne, den gegenteiligen Effekt hatte. Dass die letztlich erzielte Einigung dennoch zu einer spürbaren Aufwertung des Euro führte, steht damit im Zusammenhang, dass lediglich ein Aufschub vereinbart werden konnte. Zuletzt büßte die Gemeinschaftswährung einen Teil ihrer bis dahin akkumulierten Gewinne wieder ein, als für den Euro-Raum Ende Oktober

*Kursentwicklung
maßgeblich von
sich ändernden
Erwartungen
bezüglich des
geldpolitischen
Kurses dies- und
jenseits des
Atlantiks
geprägt*

*Aufschub einer
Lösung im US-
Haushaltsstreit
stützt Euro, ...*

... belastet wird er dagegen durch eine niedrigere Inflationsrate und die Leitzinssenkung im Euro-Raum

eine niedriger als erwartet ausgefallene Inflationsrate gemeldet wurde. Dies ließ Spekulationen bei den Marktteilnehmern über eine bevorstehende Zinssenkung aufkommen, die der EZB-Rat Anfang November dann auch vorgenommen hat. Zuletzt notierte die Gemeinschaftswährung bei 1,34 US- $\text{\$}$.

Euro legt auch gegenüber Yen zu, ...

Auch gegenüber dem Yen konnte der Euro an Wert zulegen. Er profitierte insbesondere von Diskussionen über eine von der japanischen Regierung erwogene Verschiebung der vorgesehenen Mehrwertsteuererhöhung. Dies ließ in den Augen der Marktteilnehmer Zweifel an der Entschlossenheit zur Haushaltskonsolidierung in Japan aufkommen. Die dann doch Anfang Oktober von Ministerpräsident Abe für April 2014 angekündigte Mehrwertsteuererhöhung hatte hingegen kaum Auswirkungen auf den Euro-Yen-Kurs, weil gleichzeitig ein neues Konjunkturprogramm vorgestellt wurde. Zuletzt profitierte der Euro von schwächeren Wachstumszahlen Japans für das dritte Quartal. Am Ende des Berichtszeitraums notierte er bei 134 Yen, und damit knapp 4% stärker als Ende Juni.

... verzeichnet aber leichte Einbußen gegenüber dem Pfund Sterling

Leichte Einbußen verzeichnete die Gemeinschaftswährung hingegen gegenüber dem Pfund Sterling. Diese sind in erster Linie auf besser als erwartet ausgefallene Stimmungskennzeichen und Wachstumszahlen für das Vereinigte Königreich zurückzuführen. Dadurch kam unter den Marktteilnehmern die Erwartung auf, dass die britische Notenbank früher als gedacht von ihrem expansiven Kurs abrücken könnte. Zuletzt stand der Euro bei 0,84 Pfund Sterling. Er notierte damit rund 2½% schwächer als Ende Juni.

Auch effektiver Wechselkurs des Euro notiert etwas fester

Gegenüber den Währungen der 21 wichtigsten Handelspartner hat der Euro im Vergleich zum Ende des zweiten Quartals etwas aufgewertet. Zuletzt notierte die Gemeinschaftswährung etwa 3½% über ihrem Stand zum Jahreswechsel und rund ½% unter dem Stand zu Beginn der Währungsunion. Auch real betrachtet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen



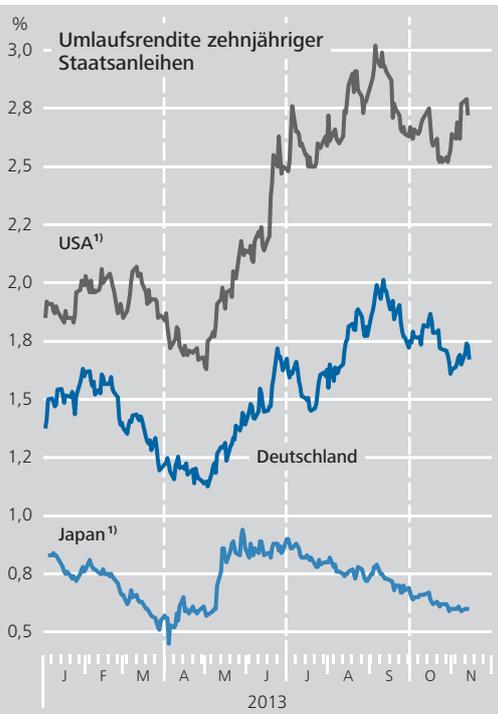
dem Euro-Währungsgebiet und den wichtigen Handelspartnern – hat sich der effektive Euro im Berichtszeitraum per saldo etwas verteuert. Hierdurch hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem Euro-Raum – wenngleich nur marginal – verschlechtert. Sie ist deutlich ungünstiger einzuschätzen als im langfristigen Durchschnitt.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Die internationalen Rentenmärkte entwickelten sich im dritten Quartal uneinheitlich. Während

Anleiherenditen in Deutschland, Japan und in den USA

Tageswerte



1 Quelle: Thomson Reuters.
 Deutsche Bundesbank

*Internationale
 Rentenmärkte
 uneinheitlich*

in der EWU die langfristigen Renditen ungeachtet leicht aufgehellter Konjunkturaussichten sanken, rentierten zehnjährige US-Treasuries zum Ende des Berichtszeitraums im Ergebnis etwas höher gegenüber dem Ende des zweiten Quartals bei rund 2,7%. Die US-Renditen entwickelten sich dabei allerdings nicht stetig, sondern standen unter dem Einfluss sich ändernder geld- und fiskalpolitischer Faktoren. So hatte sich bis September der seit Mai zu beobachtende Renditeanstieg zunächst auf 3,0% fortgesetzt, weil von den Marktteilnehmern eine unmittelbar bevorstehende Drosselung der Anleihekäufe der Federal Reserve erwartet worden war. Die amerikanische Zentralbank kündigte im September jedoch an, ihre Wertpapierkäufe in Höhe von monatlich 85 Mrd US-\$ bis auf Weiteres fortzusetzen, weil die Arbeitsmarktdaten noch kein eindeutiges Bild einer klaren Erholung zeichnen. Das zu diesem Zeitpunkt unerwartete Ausbleiben des „Tapering“, der schrittweisen Kürzung der Wertpapierkäufe, hat die Aufwärtsentwicklung

der US-Renditen zunächst beendet und zu tendenziell nachgebenden Renditen geführt. Die Ende September entflammte US-Haushaltsdebatte und die vorübergehende Schließung von Teilen der öffentlichen Verwaltung ließen Anfang Oktober die US-Renditen nur vorübergehend steigen. Die mit dem „Government Shutdown“ verbundenen Unwägbarkeiten für die Rentenmärkte kamen allerdings in zeitweilig gestiegenen CDS-Prämien zum Ausdruck. Zuletzt zogen die langfristigen Treasury-Renditen angesichts besser als erwarteter US-Arbeitsmarktdaten dann aber doch wieder etwas stärker an.

Die geld- und fiskalpolitischen Diskussionen in den USA hatten indirekt auch einen maßgeblichen Einfluss auf die Entwicklung der Renditen langfristiger Staatsanleihen in der EWU und in Deutschland. So setzten auch die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen ihre Aufwärtsbewegung bis in den September hinein fort und erreichten zum ersten Mal seit März 2012 wieder kurzzeitig die 2%-Marke. Der seit Mitte September beobachtbare Renditerückgang in den USA ließ aber auch die deutschen Renditen wieder sinken, sodass sie zuletzt bei 1,7% lagen. Gegenüber dem Ende des zweiten Quartals bedeutet dies nichtsdestoweniger einen leichten Anstieg um 11 Basispunkte.

Damit ist die Zinsstrukturkurve der Bundeswertpapiere im Laufzeitbereich von zwei bis zehn Jahren weiterhin recht steil. Die starke Steigung deutet darauf hin, dass Marktteilnehmer in den nächsten Jahren mit höheren Kurzfristzinsen rechnen. Ein Teil der Zinsdifferenz zwischen langen und kurzen Laufzeiten entgelten langfristige Investoren aber auch für die Übernahme von Zinsänderungs- und Inflationsänderungsrisiken. Die impliziten Inflationserwartungen (Break-even-Inflationsraten) im zehnjährigen Bereich, die sich aus der Differenz von Nominal- und Realrenditen von Bundesanleihen ergeben, gingen seit Ende Juni um 27 Basispunkte auf 1,2% zurück.

Deutsche Zinsstrukturkurve weiter steil

Renditen im
 übrigen Euro-
 Raum gefallen

Die BIP-gewichteten langfristigen Renditen der anderen EWU-Staaten sanken über den Berichtszeitraum von 3,6% auf zuletzt 3,3%. Dazu beigetragen haben vor allem deutlich sinkende Renditen in den Peripherieländern. Makroökonomische Daten haben im dritten Quartal bestätigt, dass sich in den Programmländern teilweise eine ökonomische Stabilisierung andeutet. In der Folge haben zusammen mit gesunkenen Risikoaufschlägen für die Peripherieländer auch die CDS-Prämien nachgegeben.

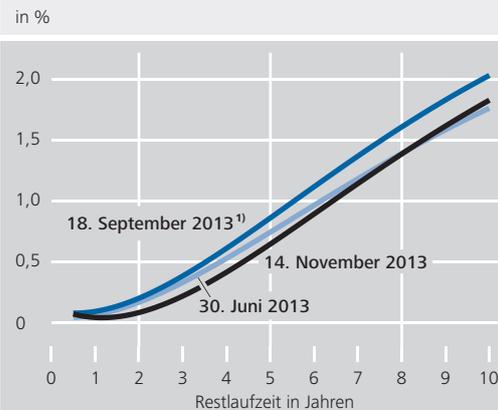
Finanzmärkte in
 Schwellenländer
 im Zeichen des
 „Tapering“

Die wechselnden Erwartungen hinsichtlich der US-Geldpolitik haben die Finanzmärkte von Schwellenländern besonders stark beeinflusst. Nachdem die Federal Reserve im Mai eine Drosselung ihrer Wertpapierkäufe angekündigt hatte, sind vor allem Währungen und Aktienmärkte von Schwellenländern mit Leistungsbilanzdefiziten unter Druck geraten. Während in den letzten Jahren die quantitative Lockerung der großen Notenbanken für Kapitalzuflüsse in Schwellenländer sorgte, zeigten Mittelabzüge aus Schwellenländer-Investmentfonds Kapitalrückflüsse aus diesen Ländern an. Einige Länder reagierten darauf mit einer Straffung der Geldpolitik beziehungsweise mit Devisenmarktinterventionen. Das überraschende Ausbleiben der Drosselung der Wertpapierankäufe der Federal Reserve im September kehrte zunächst diese Trends um: Aktien-, Anleihe- und Devisenkurse zogen zum Teil wieder an; das Mittelaufkommen der auf Schwellenländer spezialisierten Investmentfonds stieg wieder. Entscheidend für die Länder wird sein, dass sie die Zeit nutzen, um ihre außenwirtschaftliche Anfälligkeit zu reduzieren.

Sinkende
 Renditen
 in Japan

Der Verlauf der langfristigen Renditen japanischer Staatsanleihen hat sich größtenteils von den Entwicklungen in anderen Ländern gelöst. Er ist weiterhin entscheidend von den im Januar und April dieses Jahres angekündigten fiskalischen und geldpolitischen Maßnahmen geprägt. Diese Maßnahmen, die der Überwindung der Deflation und der Stützung des Wirtschaftswachstums dienen und massive

Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt^{*)}

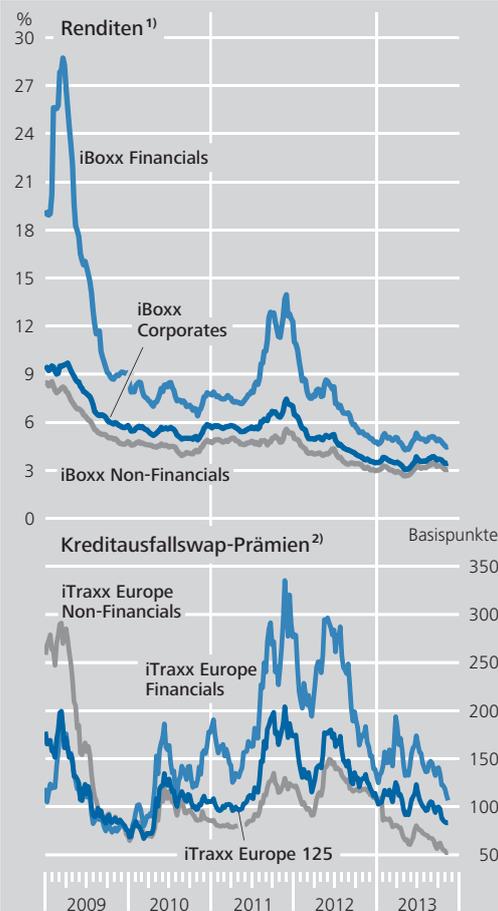


* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren. **1** Vor der Sitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve.

Deutsche Bundesbank

Finanzierungsbedingungen für Unternehmen im Euro-Raum

Wochendurchschnitte



1 Euro denominated BBB-Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren, zusammengefasst in den Rentenmarktindizes (iBovx) der International Index Company. Quelle: Thomson Reuters. **2** Prämien für fünfjährige Kreditausfallswap (CDS)-Kontrakte, abgebildet in den Indizes (iTraxx) der International Index Company. Quelle: Bloomberg.

Deutsche Bundesbank

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2012	2013	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	10,4	24,9	- 7,1
Kreditinstitute	- 4,9	- 2,5	- 7,7
darunter:			
ausländische			
Schuldverschreibungen	- 5,7	8,9	- 0,1
Deutsche Bundesbank	- 0,6	- 3,7	- 2,7
Übrige Sektoren	15,9	31,2	3,3
darunter:			
inländische			
Schuldverschreibungen	- 9,4	7,5	- 20,2
Ausländer	1,9	- 14,8	- 12,1
Aktien			
Inländer	5,0	11,3	6,1
Kreditinstitute	7,9	- 1,1	6,9
darunter:			
inländische Aktien	4,7	- 1,3	3,2
Nichtbanken	- 2,9	12,4	- 0,8
darunter:			
inländische Aktien	- 4,0	6,7	- 6,6
Ausländer	0,9	1,8	3,9
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	21,1	13,0	15,6
Anlage in Publikumsfonds	0,0	1,5	3,2
darunter:			
Aktienfonds	- 0,5	- 1,0	0,6

Deutsche Bundesbank

bis zehn Jahren und einem BBB-Rating seit der Jahresmitte von 5,1% auf zuletzt 4,5%, für europäische realwirtschaftliche Unternehmen von 3,3% auf 3,0%.¹⁾ Damit rentierten Unternehmensanleihen deutlich niedriger als im fünfjährigen Durchschnitt. Zudem lagen sie weiterhin unterhalb des Renditeniveaus vor dem Lehman-Zusammenbruch im September 2008. Auch die Renditeaufschläge europäischer BBB-Unternehmensanleihen auf Bundesanleihen gleicher Laufzeit engten sich für finanzielle und nichtfinanzielle Unternehmen während der Sommermonate um 70 Basispunkte beziehungsweise 33 Basispunkte auf zuletzt 2,8 Prozentpunkte beziehungsweise 1,4 Prozentpunkte ein. Dieser Rückgang der Spreads spiegelt eine erneut gesunkene Risikoaversion der Marktteilnehmer wider. Er steht zugleich im Einklang mit ebenfalls rückläufigen Kreditausfallrisikoprämien (iTraxx) und einer gesunkenen Unsicherheit am Aktienmarkt. Vor dem Hintergrund des fortbestehenden globalen Niedrigzinsumfelds dürften die niedrigen Spreads auch Reflex einer anhaltenden Suche der Investoren nach Rendite sein.

Rückläufige Risikoaversion und Ausfallprämien

Anleihekäufe der japanischen Notenbank umfassen, trugen dazu bei, dass die langfristigen Anleiherenditen in Japan seit Ende des zweiten Quartals um 25 Basispunkte auf 0,6% zurückgegangen sind. Gleichzeitig sind die mit Break-even-Inflationsraten gemessenen fünfjährigen Inflationserwartungen für Japan seit Ende des zweiten Quartals deutlich um 44 Basispunkte angestiegen; sie lagen zuletzt bei 1,5%. Dies steht im Einklang mit im Oktober veröffentlichten Umfrageergebnissen zu den langfristigen Inflationserwartungen (Consensus Forecasts), die für Japan seit April auf 1,3% angestiegen sind. Nach beiden Maßen liegen die Inflationserwartungen jedoch immer noch deutlich unter dem im Januar auf 2% angehobenen Inflationsziel.

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen weiter verbessert

Die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen am Kapitalmarkt haben sich der Tendenz nach weiter verbessert. Für europäische Finanzunternehmen verringerten sich die Renditen von Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im dritten Quartal 2013 auf 380½ Mrd €; es lag somit unter dem Wert des Vorquartals. Nach Abzug der gestiegenen Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis Schuldverschreibungen für 39½ Mrd € getilgt. Weiterhin emittierten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 20½ Mrd € am deutschen Markt. Der Umlauf von Schuldverschreibungen am deutschen Rentenmarkt sank im Berichtszeitraum somit um 19 Mrd €.

Gesunkener Umlauf von Schuldtiteln am deutschen Rentenmarkt

Die öffentliche Hand tilgte im dritten Quartal 2013 Schuldverschreibungen für 9 Mrd €, im Vergleich zu Nettoemissionen von 8 Mrd € im Quartal zuvor. Der Bund tilgte vor allem zehn-

Nettotilgungen der öffentlichen Hand, ...

¹⁾ Hierbei werden Renditen von Anleihen der Unternehmen aus den nach Ratingklassen unterschiedenen Anleiheindizes von iBoxx zugrunde gelegt.

jährige Anleihen (16½ Mrd €), in geringerem Umfang aber auch zweijährige Schatzanweisungen (3½ Mrd €) sowie unverzinsliche Bubills (2 Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von Bundesobligationen (11½ Mrd €) und 30-jährigen Anleihen (2 Mrd €) gegenüber. Die Länder nahmen den Kapitalmarkt im Berichtsquartal im Ergebnis nur marginal in Anspruch.

... der Kreditinstitute ...

Die inländischen Kreditinstitute führten im dritten Quartal 2013 ihre Kapitalmarktverschuldung angesichts ihrer günstigen Finanzlage und attraktiver anderer Finanzierungsformen weiter zurück, und zwar um 26½ Mrd €. Dabei tilgten sie vor allem Sonstige Bankschuldverschreibungen (17 Mrd €), aber auch Öffentliche Pfandbriefe und Hypothekendarlehen (je 4½ Mrd €).

... und der Unternehmen am Rentenmarkt

Während die Bruttoemissionen nichtfinanzieller Unternehmen in Deutschland im dritten Quartal annähernd so hoch wie im zweiten Quartal waren, fielen die Tilgungen zuletzt deutlich höher aus. Zwischen Juli und September reduzierten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften ihre Kapitalmarktverschuldung trotz der verbesserten Finanzierungsbedingungen somit im Ergebnis um knapp ½ Mrd €. Versicherungsunternehmen und sonstige hiesige Finanzinstitute tilgten im Berichtsquartal eigene Anleihen per saldo sogar für knapp 4 Mrd €. Dabei handelte es sich im Ergebnis überwiegend um Titel mit Laufzeiten über einem Jahr.

Erwerb von Schuldverschreibungen

Als Erwerber traten im dritten Quartal 2013 nur inländische Nichtbanken in Erscheinung, die Rentenwerte für 3½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um ausländische Titel. Hingegen trennten sich ausländische Investoren sowie heimische Kreditinstitute von Schuldverschreibungen im Umfang von 12 Mrd € beziehungsweise 8 Mrd €.

Die Aktienkurse an den wichtigsten internationalen Finanzplätzen sind seit der Jahresmitte insgesamt weiter gestiegen. Dazu haben sowohl stabilere Konjunkturaussichten vor allem

Kurse und Gewinnerwartungen für deutsche, europäische und amerikanische Aktiengesellschaften

Ende 2012 = 100, log. Maßstab



Quellen: Deutsche Börse AG und Thomson Reuters. ¹ Für die nächsten 12 Monate auf der Grundlage von Analystenschätzungen nach I/B/E/S. Jeweils Stand der letzten Woche im Monat.

Deutsche Bundesbank

im Euro-Raum, verbesserte Quartalszahlen von Unternehmen als auch die unerwartete Aufrechterhaltung der Anleihekäufe durch die Federal Reserve beigetragen. Dagegen führte der Haushaltsstreit in den USA in der ersten Oktoberhälfte zu einer gewissen Beunruhigung der Märkte. Trotz der im Kern ungelösten US-Haushaltsfrage hat sich jedoch die Unsicherheit über die weitere Aktienkursentwicklung Mitte Oktober beiderseits des Atlantiks wieder reduziert, nachdem es zu einer vorläufigen Einigung auf eine Anhebung der Schuldengrenze gekommen war.

Aktienkurse beflügelt durch stabilere Konjunktur und Aufrechterhaltung der Anleihekäufe der Federal Reserve

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2012		2013	
	3. Vj.	2. Vj.	2. Vj.	3. Vj.
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 45,4	+ 45,9	+ 44,0	
Außenhandel 1) 3)	+ 50,8	+ 48,6	+ 49,9	
Dienstleistungen 1)	- 7,2	+ 0,4	- 6,9	
Erwerbs- und Vermögens-einkommen 1)	+ 19,0	+ 8,3	+ 18,3	
Laufende Übertragungen 1)	- 9,4	- 7,6	- 10,3	
II. Vermögensübertragungen 1) 4)	+ 0,1	+ 0,3	+ 0,1	
III. Kapitalbilanz 1)				
(Netto-Kapitalexport: -)	- 62,1	- 65,2	- 70,1	
1. Direktinvestitionen	- 15,8	- 12,0	- 3,5	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 9,7	- 5,0	- 8,1	
Ausländische Anlagen im Inland	- 6,1	- 7,1	+ 4,7	
2. Wertpapiere	- 26,7	- 49,6	- 43,8	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 28,0	- 36,8	- 36,8	
Aktien	- 2,4	- 3,3	- 8,8	
Investmentzertifikate	- 6,5	- 4,1	- 7,7	
Schuldverschreibungen	- 19,2	- 29,5	- 20,4	
Anleihen 5)	- 17,7	- 30,1	- 19,9	
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 15,7	- 23,1	- 10,9	
Geldmarktpapiere	- 1,5	+ 0,6	- 0,4	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 1,3	- 12,8	- 7,0	
Aktien	+ 0,5	+ 2,8	+ 3,9	
Investmentzertifikate	- 1,1	- 0,8	+ 1,2	
Schuldverschreibungen	+ 1,9	- 14,8	- 12,1	
Anleihen 5)	+ 16,3	- 20,7	- 5,5	
darunter: öffentliche Anleihen	+ 12,4	+ 2,7	+ 4,2	
Geldmarktpapiere	- 14,4	+ 5,9	- 6,6	
3. Finanzderivate 6)	- 3,8	- 6,1	- 2,3	
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	- 15,7	+ 2,6	- 21,3	
Monetäre Finanzinstitute 8)	- 36,4	- 13,7	- 15,5	
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privatpersonen	- 43,2	- 24,5	- 25,9	
darunter: kurzfristig Staat	- 11,1	+ 4,4	+ 4,3	
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 4,9	+ 7,5	+ 10,5	
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 12,2	+ 9,8	- 12,2	
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 14,1	+ 8,3	- 10,4	
Bundesbank	+ 44,0	+ 2,1	+ 2,0	
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 9)	- 0,1	- 0,1	+ 0,8	
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)	+ 16,6	+ 19,0	+ 26,1	

1 Saldo. 2 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. 3 Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). 4 Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. 5 Ursprungslaufzeit über ein Jahr. 6 Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. 7 Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. 8 Ohne Bundesbank. 9 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

Vor dem Hintergrund des anhaltenden Niedrigzinsumfelds und der „Suche nach Rendite“ hielten die von den Analysten erwarteten Unternehmensgewinne nicht mit den Kursentwicklungen der marktbreiten Indizes Schritt (siehe Schaubild auf S. 45). Dies kommt in den beiderseits des Atlantiks gestiegenen Kurs-Gewinn-Verhältnissen zum Ausdruck. So standen Kursanstiegen seit Jahresmitte von 11,5% für den S&P 500, 17,2% für den Euro Stoxx, und 15,8% für den deutschen Prime-All-Share-Index jeweils nur marginale Steigerungen der erwarteten Unternehmensgewinne gegenüber. Im Ergebnis lagen die an den Gewinnerwartungen gemessenen Kurs-Gewinn-Verhältnisse beiderseits des Atlantiks damit erkennbar über den entsprechenden Fünfjahresmitteln. Diese Entwicklung spiegelt sich auch in rückläufigen Risikoprämien wider, welche die Investoren für Aktienanlagen verlangen. Für die genannten Indizes lagen diese Risikoprämien Ende Oktober mehr als ½ Prozentpunkt niedriger als zur Jahresmitte; auch sie unterschritten ihre Fünfjahresdurchschnitte. Obwohl sowohl der Euro Stoxx als auch der deutsche Prime-All-Share-Index gemessen am Kursindex²⁾ ihre bisherigen Allzeithochs zuletzt noch nicht erreicht haben, deutet diese Entwicklung auf eine verringerte Risikoaversion der Anleger hin. Stärker noch als der Gesamtmarkt sind die Aktienkurse europäischer Banken – besonders in den Peripherieländern des Euro-Raums – gestiegen. Europäische Banken im Euro Stoxx gewannen seit der Jahresmitte um 34,1% an Wert, während die Kurse US-amerikanischer Bankaktien lediglich 5,1% höher als Ende Juni notierten und damit schwächer als der amerikanische Gesamtmarkt zulegten.

Ungeachtet des positiven Kurstrends am heimischen Aktienmarkt blieb die Emissionstätigkeit im dritten Vierteljahr vergleichsweise erhalten. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für ½ Mrd €; dabei handelte es

Bewertungs-niveau bei niedriger Kursunsicherheit gestiegen

Geforderter Ertrag auf Aktien gesunken

Besonders starker Kursanstieg bei europäischen Banken

Geringe Mittelaufnahme am Aktienmarkt

2 Im Unterschied zu Performanceindizes berücksichtigen Kursindizes keine Wiederanlage von Gewinnausschüttungen der im Index enthaltenen Unternehmen.

sich überwiegend um börsennotierte Dividentitel. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg im gleichen Zeitraum um 9½ Mrd €. Erworben wurden Dividentpapiere vor allem von heimischen Kreditinstituten (7 Mrd €), die im Ergebnis sowohl ausländische als auch inländische Titel in ihre Bestände nahmen. Ausländische Investoren erwarben deutsche Aktien für 4 Mrd €. Hingegen trennten sich inländische Nichtbanken von Dividentiteln in Höhe von (1 Mrd €).

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 19 Mrd €, nach einem Aufkommen von 14½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis weit überwiegend den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (15½ Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Fonds (7 Mrd €) und Gemischte Wertpapierfonds (6½ Mrd €) neue Anteilscheine absetzen, in geringerem Umfang auch Aktienfonds und Rentenfonds (je 2 Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene ausländische Fonds verzeichneten Mittelzuflüsse in Höhe von 7½ Mrd €. Auf der Erwerberseite traten im Ergebnis vor allem inländische Nichtbanken in Erscheinung, welche Investmentzertifikate für 26½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Ausländische Investoren erwarben Fondsanteile für per saldo 1 Mrd €. Heimische Kreditinstitute trennten sich hingegen von Anteilscheinen in Höhe von 1½ Mrd €.

■ Direktinvestitionen

Wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der Abflüsse im Umfang von netto 44 Mrd € verzeichnete, ergaben sich auch im Bereich der Direktinvestitionen im dritten Quartal 2013 Netto-Kapitalexporte. Im Ergebnis lagen diese mit 3½ Mrd € jedoch deutlich unter denen des vorangegangenen Dreimonatsabschnitts (12 Mrd €).

*Kapitalexporte
im Bereich
der Direkt-
investitionen*

Ausschlaggebend war im Berichtszeitraum die Mittelbereitstellung gebietsansässiger Eigner an deren Niederlassungen im Ausland (8 Mrd €). Der Kapitalaufbau erfolgte dabei vorwiegend über reinvestierte Gewinne (10 Mrd €). Daneben wurden zwar auch die direkten Kapitalbeteiligungen aufgestockt (1½ Mrd €). Dem standen aber eingehende Zahlungsströme aus dem konzerninternen Kreditverkehr gegenüber (3 Mrd €). Mit Abstand bedeutendste Ziele deutscher Direktinvestitionen waren in den Sommermonaten Malta und die Vereinigten Staaten (je 3½ Mrd €).

*Deutsche Direkt-
investitionen im
Ausland*

Ausländische Investoren statteten ihre Töchter in Deutschland im dritten Jahresviertel mit Mitteln im Umfang von 4½ Mrd € aus. Sie nutzten dafür ebenfalls Reinvestitionen der bei den Niederlassungen erwirtschafteten Gewinne sowie darüber hinaus konzerninterne Kredite. Die Investoren stammten im Wesentlichen aus den Ländern des Euro-Raums, vor allem aus Belgien (2 Mrd €) und Frankreich (1 Mrd €).

*Ausländische
Direkt-
investitionen in
Deutschland*