

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte  
im Zeichen  
sinkender  
Renditen*

Geopolitische Spannungen und die Anpassung der globalen Wachstumserwartungen bestimmten in den letzten Monaten die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten. Beispielsweise verringerte der Internationale Währungsfonds seine Projektion für das Wachstum der Weltwirtschaft im aktuellen und im kommenden Jahr. Negative Konjunkturdaten kamen unter anderem aus dem Euro-Raum und zeitweilig auch aus Japan, während für die USA die Wirtschaftslage und -aussichten überwiegend günstiger eingeschätzt werden. Dies spiegelte sich auch in unterschiedlichen geldpolitischen Maßnahmen wider. So hat der EZB-Rat im September weitere expansive geldpolitische Maßnahmen beschlossen. Gleiches gilt für die Bank von Japan, die im Oktober ankündigte, die Ausweitung der Geldbasis nochmals zu beschleunigen. Dagegen hat die Federal Reserve ihr Anleiheankaufprogramm (QE) Ende Oktober – wie von den Marktteilnehmern überwiegend erwartet – auslaufen lassen. Im Ergebnis kam es an den wichtigen Rentenmärkten seit Ende Juni zu deutlichen Renditerückgängen bei Benchmarkanleihen. Die internationalen Aktienmärkte entwickelten sich dagegen bei zeitweilig erhöhter Volatilität unterschiedlich, wobei insbesondere europäische Aktien Kursverluste zu verzeichnen hatten. An den Devisenmärkten haben sich die Wechselkursrelationen zugunsten des US-Dollar verschoben. Der Euro hat dagegen – verglichen mit Ende Juni – handelsgewichtet rund 3 ½% an Wert verloren.

### ■ Wechselkurse

*Euro verliert per  
saldo deutlich  
gegenüber  
US-Dollar ...*

An den Devisenmärkten stand der Euro-Dollar-Kurs im Fokus des Interesses der Marktteilnehmer. Gegenläufige Konjunktüreinschätzungen für den Euro-Raum und die Vereinigten Staaten sowie die weitere geldpolitische Lockerung durch das Eurosystem haben den Kurs des Euro

spürbar belastet. Hinzu kamen Erwartungen hinsichtlich einer möglicherweise früheren Zinswende in den Vereinigten Staaten, die für eine positive Marktstimmung zugunsten des US-Dollar sorgten. Im Vergleich zu Ende Juni hat der Euro gegenüber dem US-Dollar per saldo rund 9% an Wert verloren. Damit setzte sich der bereits im Frühjahr eingeschlagene Abwärtstrend fort. Zwischenzeitlich fiel der Wert des Euro unter 1,24 US-\$ und damit auf den niedrigsten Stand seit August 2012.

*... und fällt  
zwischenzeitlich  
auf tiefsten  
Stand seit  
August 2012*

Geschwächt wurde der Euro insbesondere durch die im September vom EZB-Rat beschlossene und für die Marktteilnehmer überraschende Leitzinssenkung auf ein neues Rekordtief von 0,05%, die Ankündigung von Programmen zum Ankauf von Asset Backed Securities und gedeckten Schuldverschreibungen sowie Spekulationen über mögliche weitere geldpolitische Lockerungsmaßnahmen im Euro-Raum angesichts der niedrigen Inflationsrate und enttäuschender Konjunkturdaten. Zusätzliche Nahrung erhielten die Spekulationen der Marktteilnehmer über weitere geldpolitische Lockerungsmaßnahmen durch Aussagen von EZB-Präsident Draghi, der zu erkennen gab, den Risiken einer zu lange andauernden Phase niedriger Inflation notfalls mit weiteren unkonventionellen Maßnahmen begegnen zu wollen.

*Euro belastet  
durch geld-  
politische  
Lockerung und  
Konjunktur-  
sorgen im  
Euro-Raum ...*

Dagegen hat die US-Notenbank die Kaufsummen im Rahmen ihres Anleiheankaufprogramms auch im Sommer schrittweise weiter zurückgeführt und Ende Oktober beschlossen, das Programm ganz zu beenden. Das war zwar von einem Großteil der Marktteilnehmer erwartet worden; allerdings stieg infolge besser als erwartet ausgefallener Konjunkturindikatoren und der positiven Beurteilung der Wirtschaftslage durch die US-Notenbank in den Augen der Marktteilnehmer auch die Wahrscheinlichkeit einer früheren Zinswende in den Vereinigten Staaten. Dies kam dem US-Dollar zugute und verstärkte den Abwärtsdruck auf die Gemein-

*... und sich  
verfestigende  
Erwartungen der  
Marktteilnehmer  
hinsichtlich einer  
früheren Zins-  
wende in den  
Vereinigten  
Staaten*



schaftswährung. Zuletzt notierte der Euro mit knapp 1,25 US-\$ nahe des Jahrestiefs.

*Gemeinschaftswährung gewinnt gegenüber Yen, ...*

Gegenüber dem Yen konnte der Euro seit der Jahresmitte per saldo zulegen. Nachdem die Gemeinschaftswährung zunächst infolge der geldpolitischen Lockerung im Euro-Raum an Wert verloren hatte, sorgte Ende Oktober die für die Marktteilnehmer überraschende Ankündigung der Bank von Japan, die jährliche Ausweitung der Geldbasis zu beschleunigen und den geldpolitischen Kurs auf diese Weise weiter zu lockern, für einen spürbaren Kurssprung des Euro gegenüber der japanischen Währung. Zu-

letzt notierte der Euro bei 144 Yen und damit etwa 4% fester als Ende Juni.

Einbußen verzeichnete die Gemeinschaftswährung dagegen gegenüber dem Pfund Sterling. Auch hier lasteten die genannten Gründe auf dem Kurs der Gemeinschaftswährung. Geschwächt wurde der Euro gegenüber dem Pfund Sterling zudem durch Andeutungen der Bank von England bezüglich einer möglichen Zinsanhebung für Anfang 2015. Zwischenzeitlich konnte sich der Euro etwas erholen, als eine Mehrheit für die Unabhängigkeit Schottlands im Referendum möglich schien, wozu es aber schließlich nicht gekommen ist. Zuletzt notierte der Euro bei 0,79 Pfund Sterling und damit rund 1½% schwächer als am Ende des zweiten Quartals.

*... verliert etwas gegenüber Pfund Sterling ...*

Deutliche Gewinne verzeichnete die Gemeinschaftswährung gegenüber dem Rubel, obwohl die russische Zentralbank ihre Leitzinsen kräftig erhöht und am Devisenmarkt interveniert hat. Verglichen mit Ende Juni konnte der Euro rund 25% an Wert zulegen. Auf dem Rubel lasteten die geopolitische Lage in der Ostukraine, die gegen Russland verhängten Sanktionen, ein gesunkenes Investorenvertrauen und ein spürbarer Rückgang der Preise fossiler Brennstoffe. Mitte November gab die russische Notenbank bekannt, das bisherige Wechselkursband, an dessen Rändern zur Kursstabilisierung interveniert wurde, aufzugeben. Sie behält sich aber weiterhin Interventionen zur Finanzstabilisierung vor.

*... und gewinnt kräftig gegenüber dem Rubel*

Gegenüber den Währungen der 20 wichtigsten Handelspartner hat der Euro im Vergleich zu Ende Juni 3½% an Wert verloren. Damit notierte er zuletzt 3½% 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 der effektive Euro im Berichtszeitraum etwas an Wert verloren. Hierdurch hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem Euro-Raum ent-

*Effektiver Wechselkurs des Euro notiert schwächer*

sprechend verbessert. Sie ist unter Berücksichtigung der Schätzunsicherheit mehr oder weniger als neutral einzuschätzen.

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

*Rückläufige Zinsen auch in den USA*

An den Anleihemärkten sorgten die Unsicherheit über die weitere Entwicklung der Weltkonjunktur und die immer wieder aufflackernden geopolitischen Spannungen zeitweilig für „Safe Haven“-Flüsse in US-Treasuries. In der Folge gaben die Renditen von zehnjährigen US-Staatsanleihen seit Ende Juni um 20 Basispunkte auf ein Niveau von 2,4% nach. Das weitestgehend erwartete Auslaufen des Ankaufprogramms von Treasuries und Hypothekenanleihen durch die US-Notenbank blieb ohne spürbare Auswirkungen auf die Renditen. Renditesenkend auf japanische Staatsanleihen wirkte die Entscheidung der dortigen Zentralbank von Ende Oktober, die Geldbasis künftig noch rascher als bisher auszuweiten.

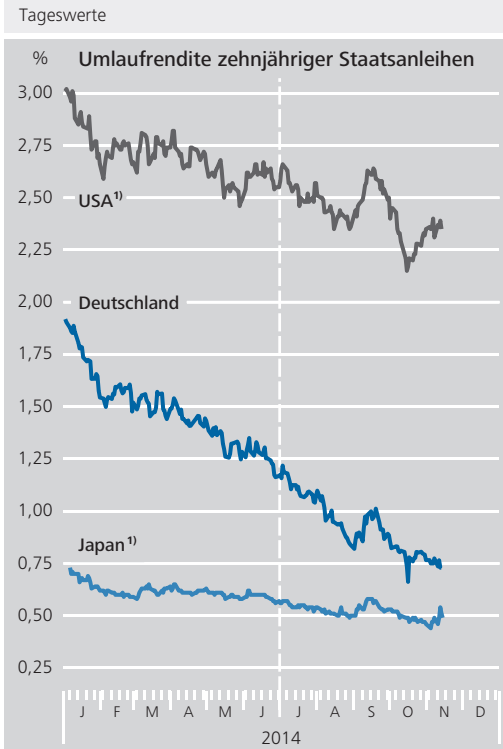
*Geopolitische Risiken und konjunkturelle Eintrübung dominieren am europäischen Rentenmarkt*

Angesichts zurückgenommener Wachstumserwartungen und überraschend niedriger Inflationsraten blieb auch im Euro-Raum die Nachfrage der Finanzinvestoren nach Staatsanleihen hoch und drückte die Renditen. Anfang September senkte das Eurosystem ferner den Leitzins und kündigte Kaufprogramme für Asset Backed Securities sowie Covered Bonds an. Im Ergebnis gab die mit dem Bruttoinlandsprodukt gewichtete Rendite zehnjähriger Anleihen von EWU-Staaten (ohne Deutschland) seit Ende Juni um 45 Basispunkte von 2,3% auf 1,8% nach; zwischenzeitlich hatten die Renditen der meisten europäischen Staatsanleihen abermals neue Tiefststände erreicht. Zehnjährige Bundesanleihen rentierten zuletzt mit einem Niveau von 0,7% um 44 Basispunkte niedriger als Ende Juni, nachdem ihre Rendite Mitte Oktober vorübergehend sogar auf 0,66% gesunken war.

*Renditeentwicklung in der EWU uneinheitlich*

Eine Sonderentwicklung innerhalb des Euro-Raums verzeichneten die Renditen griechischer Staatsanleihen. Diskussionen um einen frühzei-

### Anleiherenditen in Deutschland, Japan und in den USA



<sup>1</sup> Quelle: Thomson Reuters.  
 Deutsche Bundesbank

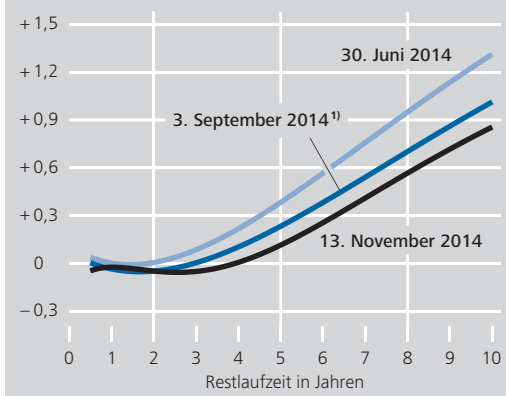
tigen Ausstieg aus den internationalen Hilfsprogrammen und um Neuwahlen des griechischen Parlaments übten in der ersten Oktoberhälfte erheblichen Aufwärtsdruck auf die Renditen griechischer Staatsanleihen aus. Innerhalb weniger Tage zogen die Renditen zehnjähriger Titel um über 250 Basispunkte an, gaben aber in den darauffolgenden Tagen wieder etwas nach. Gleichwohl lag das Renditeniveau mit zuletzt 8,2% um 219 Basispunkte höher als noch Ende Juni. Die Entwicklung in Griechenland hat lediglich stark abgeschwächt auf die restlichen EWU-Peripherieländer ausgestrahlt. Im Vergleich zu Ende Juni haben sich die Renditeaufschläge lang laufender Staatsanleihen gegenüber laufzeitgleichen Bundestiteln in der EWU-Peripherie mehrheitlich eingengt.

Die deutsche Zinsstrukturkurve, die aus den Renditen von Bundeswertpapieren ermittelt wird, hat sich seit Ende Juni – gemessen am Renditeabstand von zehnjährigen gegenüber zweijährigen Anleihen – um 40 Basispunkte auf 91

*Zinsstrukturkurve aus Bundeswertpapieren erneut verflacht*

### Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt<sup>\*)</sup>

in %



\* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren. 1 Tag vor der jüngsten Zinssenkung durch den EZB-Rat.  
 Deutsche Bundesbank

### Fünffährige Termininflationrate in fünf Jahren<sup>\*)</sup>

% p. a.



Quelle: Euro MTS und eigene Berechnungen. \* Abgeleitet aus getrennt geschätzten und anschließend mit BIP-Gewichten aggregierten Zinsstrukturkurven aus deutschen und französischen inflationsindexierten und laufzeitgleichen Nominalanleihen.  
 Deutsche Bundesbank

Basispunkte weiter abgeflacht. Auch im aktuellen Berichtszeitraum setzte sich damit die Einengung des Zinsgefälles fort (siehe oben stehendes Schaubild), was auf die Erwartung eines für längere Zeit niedrigen Kurzfristzinses hindeutet.

Die marktbasieren längerfristigen Inflationserwartungen sind im Lichte der schleppenden wirtschaftlichen Erholung und geringer aktueller Inflationsraten im Euro-Raum gesunken. Die fünfjährige Termininflationrate in fünf Jahren auf Basis von deutschen und französischen Anleihen verringerte sich seit Jahresmitte von 2,0% auf 1,9% (siehe oben stehendes Schaubild). Mitte Oktober kam es vorübergehend zu

*Inflationserwartungen gesunken*

einem starken Rückgang der Termininflationen, welcher durch ein erhebliches Absinken der Renditen nominaler Staatsanleihen wegen „Safe Haven“-Flüssen ausgelöst wurde. Dies erwies sich jedoch als kurzfristiges Phänomen.

Die bereits sehr günstigen Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen am Kapitalmarkt haben sich abermals verbessert. So gaben die Renditen von Anleihen europäischer Unternehmen des nichtfinanziellen Sektors mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren und mit einem BBB-Rating seit Ende Juni um 39 Basispunkte auf ein Niveau von 1,8% nach; zugleich fielen die Renditen entsprechender Anleihen des finanziellen Sektors ebenfalls um 39 Basispunkte auf ein Niveau von 3,0%.<sup>1)</sup> Trotz des Renditerückgangs von Bundesanleihen nahmen die jeweiligen Renditedifferenzen zu laufzeitäquivalenten Titeln des Bundes leicht ab. So wurden jüngst die Tiefstände des vorherigen Quartals bei den absoluten Finanzierungskosten europäischer Unternehmen am Kapitalmarkt abermals unterschritten. Die Suche der Investoren nach Rendite im Niedrigzinsumfeld dürfte weiterhin der entscheidende Faktor hierfür gewesen sein.<sup>2)</sup>

*Finanzierungsbedingungen von Unternehmen weiter verbessert*

Ähnlich den Unternehmensanleihen haben auch die Renditen von Covered Bonds stark nachgegeben, vor allem bei längeren Laufzeiten (siehe Schaubild auf S. 53).<sup>3)</sup> Die Renditen von Covered Bonds mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren verringerten sich seit Ende Juni um 62 Basispunkte und erreichten zuletzt ein Niveau von rund 0,9%.<sup>4)</sup> Der Rendite-

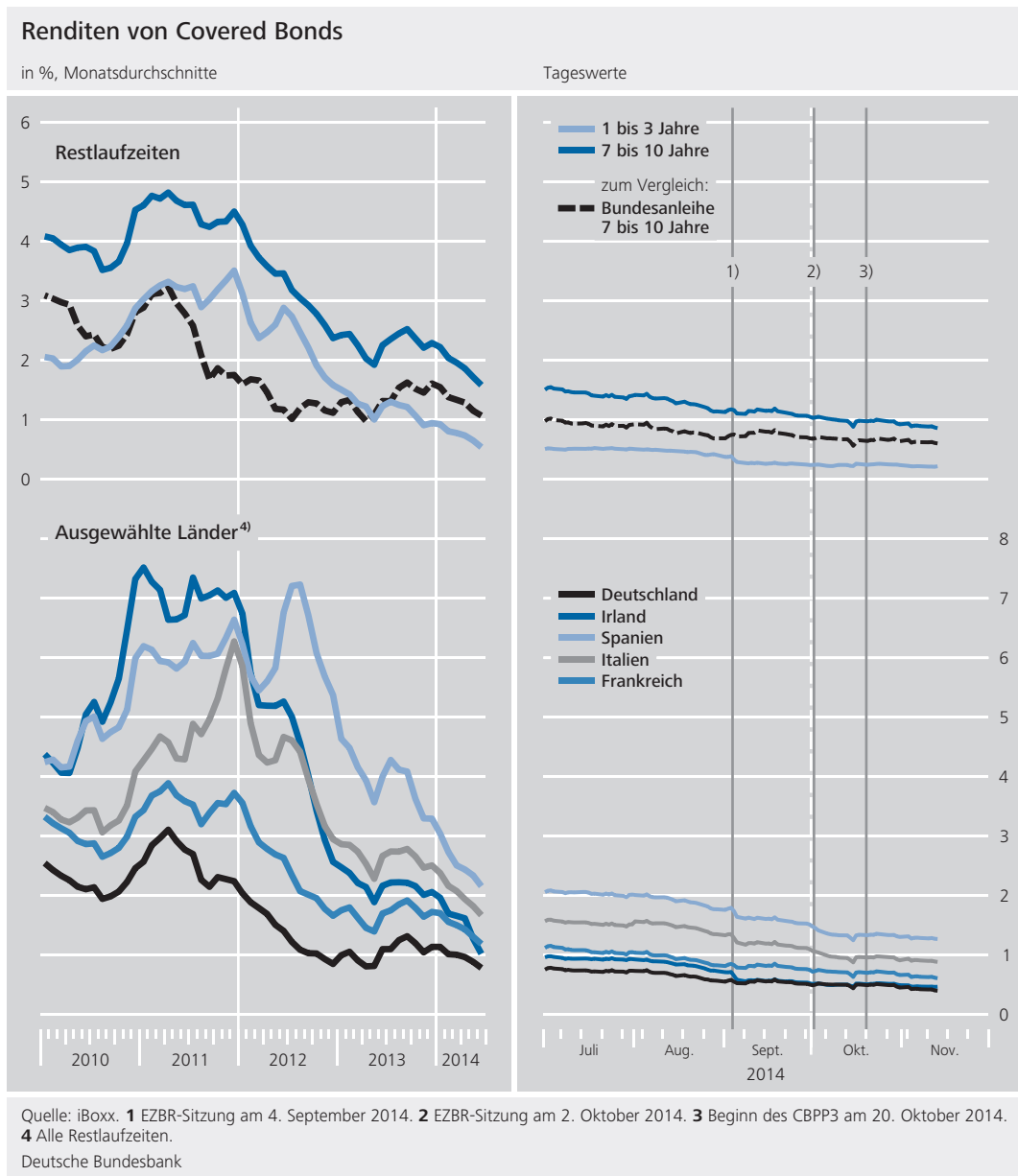
*Renditen von Covered Bonds rückläufig*

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

2 Der Internationale Währungsfonds diskutiert im jüngsten Global Financial Stability Report, inwiefern das Bewertungsniveau auf den Märkten für Unternehmensanleihen noch das Ausfall- und Liquiditätsrisiko ausreichend reflektiert. Vgl.: Internationaler Währungsfonds, Global Financial Stability Report, October 2014, S. 1ff.

3 Gemessen über den „iBoxx Covered Bonds“-Gesamtindex für den Euro-Raum, welcher auch deutsche Pfandbriefe enthält.

4 Ein starker Rückgang fand bereits in der ersten Jahreshälfte statt. Zu Beginn des Jahres lag das Renditeniveau von Covered Bonds der angesprochenen Laufzeiten bei 2,4%.



abstand zu laufzeitäquivalenten Bundesanleihen belief sich auf 26 Basispunkte; er hat sich in dem genannten Zeitraum mit einem Rückgang von 25 Basispunkten mehr als halbiert. Einen renditesenkenden Effekt scheint die Ankündigung des Aufkaufs von Covered Bonds durch das Eurosystem nach der Sitzung des EZB-Rats Anfang September gehabt zu haben. Im Vergleich zum Vortag sanken die Renditen von Covered Bonds nach der Ankündigung des Kaufprogramms um rund 10 Basispunkte, wobei der Effekt bei längeren Laufzeiten abzunehmen scheint und auch bei Covered Bonds aus Peripherieländern stärker ausgeprägt ist als bei deutschen oder französischen Papieren.

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im dritten Quartal 2014 auf 331½ Mrd €; es lag damit unter dem Wert des Vorquartals (358½ Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis netto 4½ Mrd € emittiert. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 14 Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 18 Mrd €.

*Nettoabsatz am Rentenmarkt*

Die öffentliche Hand nahm im dritten Quartal den Rentenmarkt mit 2½ Mrd € in Anspruch,

## Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2013	2014	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	- 12,4	16,6	16,5
Kreditinstitute	- 7,7	1,2	4,9
darunter:			
ausländische			
Schuldverschreibungen	- 0,1	2,3	3,4
Deutsche Bundesbank	- 2,7	- 4,4	- 3,7
Übrige Sektoren	- 1,9	19,8	15,3
darunter:			
inländische			
Schuldverschreibungen	- 21,4	- 9,8	1,7
Ausländer	- 10,9	10,3	1,7
<b>Aktien</b>			
Inländer	6,5	15,7	1,0
Kreditinstitute	6,9	2,8	2,3
darunter:			
inländische Aktien	3,2	0,5	0,7
Nichtbanken	- 0,4	12,9	- 1,3
darunter:			
inländische Aktien	- 6,6	1,8	0,0
Ausländer	3,9	7,7	5,6
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	15,6	11,7	20,7
Anlage in Publikumsfonds	3,2	2,5	0,4
darunter:			
Aktienfonds	0,6	0,4	- 3,2

Deutsche Bundesbank

*Mittelaufnahme öffentlicher Stellen moderat*

verglichen mit 14½ Mrd € im Quartal zuvor. In diesen Zahlen sind auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zuzurechnen sind. Der Bund selbst emittierte vor allem Bundesobligationen (10½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von zehnjährigen Anleihen (12½ Mrd €) sowie von zweijährigen Schatzanweisungen (2½ Mrd €) gegenüber. Die Länder begaben im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 13½ Mrd €.

*Emissionen von Unternehmensanleihen vor allem im längerfristigen Bereich*

Inländische Unternehmen nutzten die günstigen Finanzmarktbedingungen und emittierten von Juli bis September Schuldverschreibungen für per saldo 3½ Mrd €. Dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um Titel mit Laufzeiten von über einem Jahr. Der Großteil der Emissionen ist auf nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen.

Die inländischen Kreditinstitute führten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung

– der Tendenz des Vorquartals folgend – weiter zurück, und zwar um 1½ Mrd €, verglichen mit 10 Mrd € im zweiten Quartal. Ausschlaggebend hierfür dürfte der begrenzte Mittelbedarf der Banken sein, den diese zudem primär über Einlagen günstig decken können. Dabei tilgten sie vor allem Hypothekendarlehen und Öffentliche Pfandbriefe (2½ Mrd € bzw. 1½ Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (2 Mrd €) sowie von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von ½ Mrd € gegenüber.

*Anhaltende Nettotilgungen der Kreditinstitute*

Als Erwerber am heimischen Anleihemarkt traten im dritten Quartal vor allem inländische Nichtbanken in Erscheinung, die Rentenwerte für 15½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Dabei dürfte es sich überwiegend um institutionelle Investoren gehandelt haben. Auch die heimischen Kreditinstitute kauften zinstragende Papiere, und zwar für 5 Mrd €. Bei beiden Käufergruppen standen ausländische Titel stark im Fokus des Anlageinteresses (13½ Mrd € bzw. 3½ Mrd €). Ausländische Investoren erwarben deutsche Schuldverschreibungen für 1½ Mrd €; dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um Titel privater Emittenten.

*Erwerb von Schuldverschreibungen vor allem durch inländische Nichtbanken*

Die europäischen Aktienmärkte verzeichneten seit der Jahresmitte Kursverluste (vgl. Schaubild auf S. 55). Zunächst erreichten einige Indizes im Lichte der unterstützenden Geldpolitik und positiver Konjunkturdaten im Laufe des Juli zwar neue Höchststände. Mit der folgenden überraschenden Eintrübung des Konjunkturbildes, sich zeitweilig verschärfender geopolitischer Risiken und einer gestiegenen Risikoeinschätzung sanken die Aktienkurse seither aber der Tendenz nach. Trotz der expansiven geldpolitischen Maßnahmen verloren vor diesem Hintergrund der europäische Euro Stoxx seit Ende Juni per saldo 5% und der deutsche CDAX-Kursindex 5,9%.

*Aktienmärkte in Europa mit Kursverlusten*

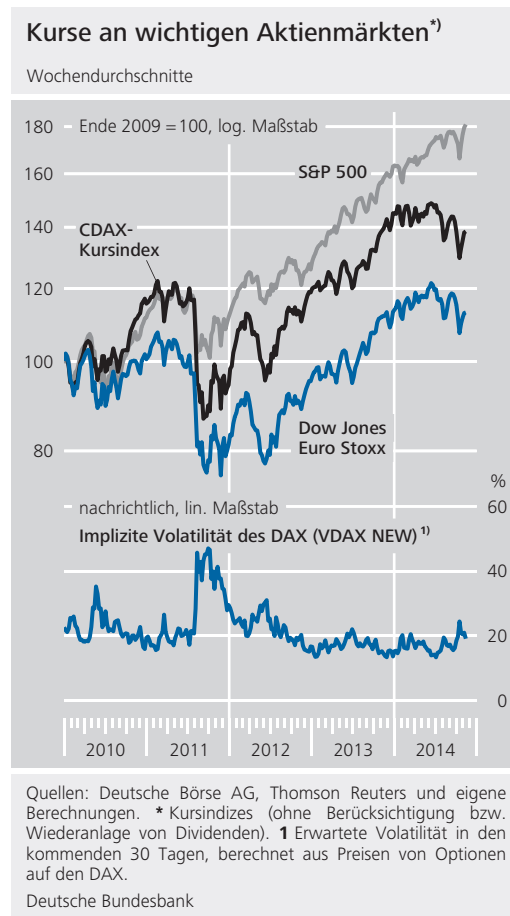
Die Kursentwicklung europäischer Bankaktien wurde im Berichtszeitraum von Anfang Juli bis Mitte November stark von den Erwartungen der

*Kursentwicklung von Bankaktien durch Einstieg in Bankenunion beeinflusst*

Marktteilnehmer hinsichtlich des Abschneidens der bedeutenden Banken bei dem Asset Quality Review und dem Stresstest im Vorfeld der Einführung des einheitlichen Aufsichtsmechanismus bestimmt.<sup>5)</sup> In der Woche vor der Veröffentlichung der Ergebnisse am 26. Oktober verzeichneten Bankaktien Kursgewinne von nahezu 6% (im Vergleich zu 2,6% im Gesamtmarkt), die durch Kursabschläge von gut 2% als unmittelbare Reaktion auf die Veröffentlichung nicht aufgezehrt wurden. Auch wenn einzelne Institute per saldo erhebliche Kursverluste hinnehmen mussten, nachdem sich ein hoher Kapitalbedarf gezeigt hat, brachte die Veröffentlichung der Ergebnisse des Bankenstresstests für die Branche insgesamt keine größeren negativen Überraschungen. Speziell im November drückten jedoch Diskussionen um eine verschärfte Regulierung und Strafzahlungen wegen Zins- und Währungsmanipulationen die Kurse europäischer Bankaktien. Alles in allem schnitten diese mit Verlusten von 10% seit Ende Juni deutlich schlechter als der Gesamtmarkt ab.

*Gewinnerwartungen und Risikoprämien*

Das eingetrübte Konjunkturbild im Euro-Raum spiegelte sich nur verzögert in den Analystenerwartungen künftiger Unternehmensgewinne. Bis Anfang Oktober stiegen die über einen Horizont von 12 Monaten erwarteten Gewinne noch leicht an; danach wurden sie allerdings nach unten angepasst, wodurch sie sich nun wieder auf dem Ausgangsniveau von Ende Juni befinden. Die langfristigen Gewinnerwartungen lagen dagegen bei Abschluss dieses Berichts unterhalb ihres Wertes zur Jahresmitte. Das Kurs-Gewinn-Verhältnis europäischer Aktien sank seit Juni von 14,2 auf 12,9; es nähert sich damit dem langfristigen Mittel von 11,3. Die mittels eines Dividendenbarwert-Modells errechneten impliziten Aktienrisikoprämien für den Euro Stoxx erhöhten sich im Berichtszeitraum um einen knappen Prozentpunkt auf 9,5%.<sup>6)</sup> Ein Anstieg der impliziten Aktienmarktvolatilität und der Uneinigkeit unter den Analysten (die sog. Dispersion) deuten wie die gestiegene Risikoprämie auf eine Neubewertung des Risikos hin: Die Kursunsicherheit im Euro-Raum war im Sommer auf ausgesprochen niedrigem



Niveau und bewegte sich zuletzt aufwärts in Richtung ihres langfristigen Mittelwerts. Es spricht demnach einiges dafür, dass die Risikowahrnehmung der Investoren im Euro-Raum im Laufe des Berichtszeitraums tendenziell gestiegen ist.

In den USA verlief die Entwicklung der Aktienkurse vorteilhafter als im Euro-Raum. Gemessen am S&P 500 lag der US-Aktienmarkt bei Abschluss dieses Berichts 4% über dem Stand zur Jahresmitte. Gestützt durch einen robusteren

*Aktienmärkte in den USA und Japan mit Gewinnen*

**5** Zum einheitlichen Aufsichtsmechanismus vgl.: Deutsche Bundesbank, Der Start in die Bankenaufsicht – Der einheitliche Aufsichtsmechanismus in Europa, Monatsbericht, Oktober 2014, S. 45–67.

**6** Der Anstieg der Aktienrisikoprämie seit Juni ergibt sich daraus, dass bei sinkenden Kursen die Gewinnerwartungen nicht in vergleichbarem Maß zurückgegangen sind und zudem die Rendite der risikofreien Alternativenlage gefallen ist. Das im Vergleich zum historischen Mittel und anderen Märkten hohe Niveau der Aktienrisikoprämie im Euro-Raum erklärt sich aus einer Kombination von hoher Dividendenrendite, hohem mittelfristig erwarteten Gewinnwachstum und aus einer derzeit außergewöhnlich niedrigen Rendite der risikofreien Alternativenlage.

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2014		
	3. Vj. <sup>1)</sup>	2. Vj. <sup>1)</sup>	3. Vj. <sup>1)</sup>
I. Leistungsbilanz	+ 38,9	+ 46,3	+ 52,6
1. Warenhandel <sup>1)</sup>	+ 49,1	+ 55,4	+ 61,0
2. Dienstleistungen <sup>2)</sup>	- 17,9	- 8,7	- 18,2
3. Primäreinkommen	+ 17,2	+ 6,6	+ 17,9
4. Sekundäreinkommen	- 9,6	- 6,9	- 8,2
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,4	+ 0,6	+ 0,9
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 62,2	+ 64,2	+ 78,7
1. Direktinvestition	+ 3,6	+ 15,8	+ 26,8
Inländische Anlagen im Ausland	+ 8,6	+ 23,2	+ 19,3
Ausländische Anlagen im Inland	+ 4,9	+ 7,4	- 7,4
2. Wertpapieranlagen	+ 38,4	+ 22,7	+ 22,6
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 32,6	+ 41,3	+ 26,6
Aktien <sup>3)</sup>	+ 8,7	+ 4,9	- 0,1
Investmentfondsanteile <sup>4)</sup>	+ 7,7	+ 8,6	+ 12,8
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 0,7	- 2,0	+ 2,5
langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 16,6	+ 27,6	+ 15,6
darunter:			
denominiert in Euro <sup>6)</sup>	+ 7,8	+ 23,9	+ 11,5
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	- 0,3	+ 0,2	- 1,6
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 5,7	+ 18,6	+ 4,1
Aktien <sup>3)</sup>	+ 4,0	+ 7,7	+ 5,5
Investmentfondsanteile	+ 1,2	+ 0,7	- 3,2
langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	- 5,3	+ 11,0	- 6,9
darunter: öffentliche Emittenten <sup>8)</sup>	+ 4,3	+ 9,7	- 6,4
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	- 5,6	- 0,6	+ 8,6
3. Finanzderivate <sup>9)</sup>	+ 1,6	+ 9,0	+ 6,9
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>10)</sup>	+ 19,4	+ 17,3	+ 22,1
Monetäre Finanzinstitute	+ 15,4	+ 41,8	- 27,1
Unternehmen und Privatpersonen <sup>11)</sup>	- 5,3	- 4,0	- 2,4
Staat	+ 11,2	- 3,5	+ 8,2
Bundesbank	- 2,0	- 17,1	+ 43,4
5. Währungsreserven <sup>12)</sup>	- 0,8	- 0,6	+ 0,3
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>13)</sup>	+ 23,0	+ 17,2	+ 25,3

**1** Ohne Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. **2** Einschl. Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. **3** Einschl. Genussscheine. **4** Einschl. reinvestierter Erträge. **5** Bis einschl. 2012 bereinigt um Stückzinsen. Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. **6** Einschl. noch ausstehender DM-Auslandsanleihen. **7** Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit bis zu einem Jahr. **8** Einschl. Anleihen der früheren Bundesbahn, der früheren Bundespost und der früheren Treuhandanstalt. **9** Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktienoptionen. **10** Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. **11** Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck. **12** Ohne Zuteilung von Sonderziehungsrechten und bewertungsbedingten Änderungen. **13** Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

Deutsche Bundesbank

Konjunkturausblick, positiven Überraschungen am Arbeitsmarkt und geldpolitischer Unterstützung gab es Rekordstände im Juli und September. Nach kurzzeitigen Kursrückgängen im August oder Oktober setzte in den USA im Vergleich zum Euro-Raum jeweils eine stärkere Erholung ein. Japanische Aktien verzeichneten seit der Jahresmitte per saldo Kursgewinne (Nikkei +14,7%), die aber letztlich vorwiegend auf die überraschende Ankündigung der dortigen Zentralbank zurückzuführen sind, ihre quantitative Lockerung auszuweiten. Diese hatte einen großen Kurssprung nach oben zur Folge gehabt.

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt hat sich im dritten Vierteljahr etwas belebt. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für 6½ Mrd €; dabei handelte es sich überwiegend um börsennotierte Dividendentitel. Dem Betrag nach von größerer Bedeutung war unter anderem die Kapitalerhöhung eines Telekommunikationsunternehmens. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg um ½ Mrd €. Erworben wurden Dividendentitel in erster Linie von ausländischen Investoren (5½ Mrd €) und heimischen Kreditinstituten (2½ Mrd €). Inländische Nichtbanken veräußerten indes Dividendenwerte in Höhe von 1½ Mrd €.<sup>7)</sup>

*Mittelaufnahme am Aktienmarkt und Aktien-erwerb etwas belebt*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtsquartal einen Mittelzufluss in Höhe von 21 Mrd €, nach einem Aufkommen von 14 Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (20½ Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds und Rentenfonds (10½ Mrd € bzw. 8 Mrd €) neue Anteile unterbringen. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften haben im dritten Quartal 2014 im Ergebnis neue Mittel für 13 Mrd € akquiriert. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine

*Absatz und Erwerb von Investment-zertifikaten*

<sup>7</sup> Zu den Direktinvestitionen siehe S. 60.



## Struktur und Tätigkeit der Auslandstöchter deutscher Investoren: Ergebnisse von Outward FATS<sup>\*)</sup>

### Erhebungsziele und Methodik

Für die Analyse der Globalisierung und der grenzüberschreitenden Wertschöpfungsketten sind die Aktivitäten und Beziehungen international aufgestellter Konzerne mit den von ihnen kontrollierten Auslandsunternehmen von großem Interesse. Damit politische Entscheidungsträger auf die Herausforderungen dieses Globalisierungsphänomens angemessen reagieren können, benötigen sie eine gesicherte statistische Datenbasis. Zur Erreichung dieses Zieles wurde eine EU-Verordnung<sup>1)</sup> erlassen, die alle Mitgliedstaaten zur jährlichen Übermittlung von Kenngrößen der grenzüberschreitend kontrollierten Unternehmen an das statistische Amt der Europäischen Union (EU) auf harmonisierter Basis verpflichtet. Diese Daten bilden zugleich einen wichtigen Baustein für die Analyse des europäischen Binnenmarkts und der Verflechtung der Volkswirtschaften im Rahmen der europäischen Integration.

FATS unterscheidet zwischen Kenngrößen der Unternehmen in Deutschland, die von ausländischen Investoren kontrolliert werden (Inward FATS), und Kenngrößen der Unternehmen im Ausland, die letztendlich von deutschen Investoren kontrolliert werden (Outward FATS). Die Verantwortung für diese Statistik teilen sich in Deutschland das Statistische Bundesamt für Inward FATS und die Deutsche Bundesbank für Outward FATS.<sup>2)</sup>

Für die Outward FATS werden gegenwärtig die drei Kenngrößen Anzahl der Auslandstöchter, Anzahl der Beschäftigten sowie Jahresumsatz dieser Unternehmen ermittelt. Als Datenbasis dient die Bestandserhebung über Direktinvestitionen, die auf der Grundlage der Außenwirtschaftsverordnung von der Bundesbank jährlich erhoben wird. Zur Berechnung von FATS werden zur Vermeidung von Doppelzählungen in den EU-

Aggregaten nur die unmittelbaren und mittelbaren Mehrheitsbeteiligungen der deutschen Investoren einbezogen, deren Konzernspitze ebenfalls in Deutschland ansässig ist. Da es für die Bestandserhebung über Direktinvestitionen eine Meldefreigrenze in Bezug auf die Bilanzsumme der Direktinvestitionsunternehmen gibt, bleiben auch bei Outward FATS Auslandstöchter mit einer Bilanzsumme bis einschließlich (umgerechnet) 3 Mio € unberücksichtigt.

### Empirische Befunde

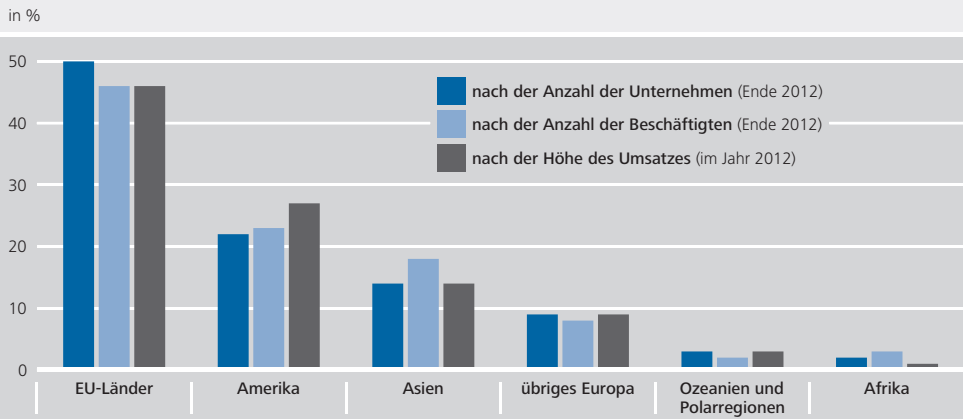
Die neuesten verfügbaren Ergebnisse beziehen sich auf das Berichtsjahr 2012. Danach wurden zum Jahresende 27 000 Unternehmen im Ausland letztendlich von deutschen Investoren kontrolliert. Davon entfiel die Hälfte auf Auslandstöchter in Ländern der EU; hierin kommt auch zum Ausdruck, dass die räumliche Nähe zu den Absatzmärkten für viele Investoren ein wichtiges Entscheidungskriterium ist (siehe Schaubild auf S. 58). Etwa 22% der Auslandstöchter hatten ihren Sitz in Amerika, darunter fast 3 900 Unternehmen – beinahe zwei Drittel – in den Vereinigten Staaten. Von zunehmender Bedeutung sind von deutschen Investoren kontrollierte Auslandsniederlassungen in Asien, darunter vor allem in der Volksrepublik China mit knapp 1 400 Unternehmen zum Jahresende 2012. Auslandstöchter in Ozeanien und

\* Auslandstöchter einschl. Zweigniederlassungen und auf Dauer angelegte Betriebsstätten im Ausland. FATS: Foreign Affiliates Statistics; Statistik über die Struktur und Tätigkeit von Auslandsunternehmenseinheiten.

<sup>1</sup> Verordnung (EG) Nr. 716/2007 des Europäischen Parlaments und des Rates vom 20. Juni 2007 zu gemeinschaftlichen Statistiken über die Struktur und Tätigkeit von Auslandsunternehmenseinheiten.

<sup>2</sup> Vgl. hierzu: P. Schmidt, B. Waldmüller und B. Stejskal-Passler (2009), Die künftige Statistik über ausländisch beherrschte Unternehmen in Deutschland (Inward FATS) und Tochterunternehmen deutscher Investoren im Ausland (Outward FATS), in: AStA Wirtschafts- und Sozialstatistisches Archiv, Jahrgang 3, Band 3, S. 169 ff.

### Regionale Aufteilung der Auslandstöchter deutscher Investoren<sup>3)</sup>



Quelle: Eigene Berechnungen auf Basis der Statistik über die Struktur und Tätigkeit von Auslandsunternehmenseinheiten deutscher Investoren (Outward FATS).  
 Deutsche Bundesbank

den Polarregionen sowie in Afrika spielen für deutsche Investoren – gemessen am Kriterium „Mehrheitsbesitz“ – nur eine untergeordnete Rolle.

Eine etwas andere regionale Aufteilung ergibt sich bei Betrachtung der Anzahl der Beschäftigten in den Auslandstöchtern. Von den insgesamt 5,1 Millionen Beschäftigten ist zwar auch eine Konzentration in den Ländern der EU beziehungsweise in Europa insgesamt mit einem Anteil von 54% gegeben, dieser fällt jedoch im Vergleich zur Anzahl der Unternehmen um 5 Prozentpunkte geringer aus. Eine relativ größere Bedeutung, verglichen mit der Anzahl der Unternehmen, hatten Ende 2012 die asiatischen Länder, die sich aufgrund des niedrigeren Lohnniveaus für lohnintensive Produktionen oder Local-Content-Erfordernisse anbieten. Von den insgesamt 900 000 Beschäftigten in Asien entfiel dabei deutlich mehr als die Hälfte allein auf deutsche Auslandstöchter in der Volksrepublik China und Indien. Das zunehmende Interesse deutscher Investoren an asiatischen Ländern wird auch deutlich durch eine Verringerung des Anteils der Beschäftigten in den Auslandstöchtern in den Ländern der EU um 3 Prozentpunkte von 49% auf 46% im Zeitraum von 2009 bis 2012 zugunsten dieser sehr dynamischen Region.

Im Jahr 2012 wurde von den deutschen Auslandstöchtern insgesamt ein Umsatz in Höhe von 1,9 Billionen € erwirtschaftet. Mehr als 1 Billion € entfiel auf Niederlassungen in europäischen Ländern. Mit einem Anteil von 27% waren jedoch auch die Auslandstöchter in amerikanischen Ländern von relativ großer Bedeutung, darunter vor allem in den Vereinigten Staaten, Brasilien, Kanada und Mexiko. Der Anteil der asiatischen Länder am Umsatz betrug 14%, wobei mehr als die Hälfte des Umsatzes auf die Volksrepublik China und Japan entfiel. Hier zeigt sich zwischen 2009 und 2012 sogar annähernd eine Verdopplung des Umsatzes der deutschen Auslandstöchter, wohingegen die Umsatzsteigerung in den Ländern der EU nur 14% betrug.

Informationen über die Tätigkeit der Auslandstöchter liegen auch in sektoraler Aufgliederung vor. Diese folgt der international harmonisierten Wirtschaftszweiggliederung NACE<sup>3)</sup>, Rev. 2. Knapp 30% der deutschen Auslandstöchter waren Ende 2012 dem Abschnitt „G. Groß- und Einzelhandel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen

<sup>3</sup> Nomenclature générale des activités économiques dans les Communautés européennes; Statistische Systematik der Wirtschaftszweige in der Europäischen Gemeinschaft.

und Motorrädern“ zuzuordnen (siehe nebenstehende Tabelle). Im Verarbeitenden Gewerbe im Ausland waren deutsche Investoren ebenfalls in großem Ausmaß in 7 200 Auslandstöchtern Ende 2012 engagiert. Die Anzahl der deutschen Auslandstöchter zur Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen blieb – wohl auch vor dem Hintergrund der Finanzkrise – im Zeitraum von 2009 bis 2012 mit 2 400 Auslandsniederlassungen annähernd konstant.

Fast 2,4 Millionen Personen waren Ende 2012 in deutschen Auslandstöchtern im Verarbeitenden Gewerbe beschäftigt, darunter vor allem in der Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen sowie in der Herstellung von Metallerzeugnissen und im Maschinenbau. Knapp ein Viertel der Beschäftigten (1,2 Millionen Personen) entfiel auf Auslandstöchter im Groß- und Einzelhandel. Während im Verarbeitenden Gewerbe in erster Linie Personen in Auslandstöchtern in Ländern außerhalb der EU beschäftigt waren (62%), fiel der Anteil der Beschäftigten im Groß- und Einzelhandel in Auslandstöchtern in der EU deutlich höher aus (59%).

Jeweils 35% des Jahresumsatzes 2012 konnten in ausländischen Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes sowie des Groß- und Einzelhandels, die von deutschen Investoren kontrolliert wurden, erzielt werden. Diese Branchen wiesen von 2009 bis 2012 auch ein überdurchschnittliches Umsatzwachstum auf. Knapp 210 Mrd € Umsatz erbrachten die Auslandstöchter zur Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen im Jahr 2012, was einem Anteil in Höhe von 11% am Gesamtumsatz aller Auslandstöchter entsprach.<sup>4)</sup>

<sup>4</sup> Detaillierte Ergebnisse nach Ländern und Wirtschaftszweigen für den Zeitraum 2009 bis 2012 finden sich auf [www.bundesbank.de](http://www.bundesbank.de) in der Internetpublikation „Statistik über Struktur und Tätigkeit von Auslandsunternehmenseinheiten deutscher Investoren (Outward FATS)“ unter Statistiken, Außenwirtschaft, Auslandsunternehmenseinheiten (FATS).

### Struktur und Tätigkeit von Auslandsunternehmenseinheiten deutscher Investoren nach Wirtschaftszweigen der Auslandstöchter

Wirtschaftszweige der Auslandsunternehmenseinheiten	Anzahl der		Umsätze (in Mrd €)
	Unternehmen	Beschäftigten (in Tsd)	
	am Jahresende 2012		im Jahr 2012
Alle Wirtschaftszweige <sup>1)</sup>	26 997	5 055	1 896
darunter:			
C. Verarbeitendes Gewerbe	7 174	2 373	670
darunter:			
Mineralölverarbeitung, Herstellung von chemischen und pharmazeutischen Erzeugnissen, Herstellung von Gummi- und Kunststoffwaren	1 690	433	183
Herstellung von Metallerzeugnissen und Maschinenbau	2 456	622	145
darunter:			
Metallerzeugung und -bearbeitung, Herstellung von Metallerzeugnissen	777	144	32
Maschinenbau	1 174	293	71
Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen und sonstiger Fahrzeugbau	1 265	740	236
darunter:			
Herstellung von Kraftwagen und Kraftwagenteilen	1 151	710	230
G. Groß- und Einzelhandel; Instandhaltung und Reparatur von Kraftfahrzeugen und Motorrädern	7 877	1 207	671
darunter:			
Großhandel (ohne Handel mit Kraftfahrzeugen)	6 305	622	340
Einzelhandel (ohne Handel mit Kraftfahrzeugen)	800	485	118
H. Verkehr und Lagerei	1 273	397	97
J. Information und Kommunikation	645	205	60
K. Erbringung von Finanz- und Versicherungsdienstleistungen	2 398	244	207
L. Grundstücks- und Wohnungswesen	1 262	5	5
M. Erbringung von freiberuflichen, wissenschaftlichen und technischen Dienstleistungen, Veterinärwesen	3 122	91	16
Q. Gesundheits- und Sozialwesen	1 143	73	9

<sup>1</sup> Ohne Abschnitte „A. Land- und Forstwirtschaft, Fischerei“ und „O. Öffentliche Verwaltung, Verteidigung; Sozialversicherung“.

für 35½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich in erster Linie heimische Papiere. Inländische Kreditinstitute erwarben Investmentzertifikate für 1½ Mrd €, während ausländische Investoren Anteilscheine in Höhe von 3 Mrd € veräußerten.

## ■ Direktinvestitionen

*Kapitalexporte  
im Bereich  
der Direkt-  
investitionen*

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, welcher Mittelabflüsse im Umfang von netto 22½ Mrd € verzeichnete, ergaben sich im Bereich der Direktinvestitionen im dritten Quartal 2014 Netto-Kapitalexporte in Höhe von 27 Mrd €.

*Deutsche Direkt-  
investitionen im  
Ausland*

Ausschlaggebend war die vergleichsweise hohe Mittelbereitstellung gebietsansässiger Unternehmen an das Ausland, die im dritten Quartal bei 19½ Mrd € lag. Dabei haben die hiesigen Unternehmen überwiegend den Bestand an Beteiligungskapital (12 Mrd €) – insbesondere durch reinvestierte Gewinne – aufgestockt. Zu-

gleich nahmen die Forderungen bei den konzerninternen Krediten ebenfalls zu (7½ Mrd €). Hierbei stand einer Ausweitung von Finanzkrediten die Rückführung von Handelskrediten gegenüber. Die deutschen Direktinvestitionen erfolgten insbesondere in den Niederlanden (5½ Mrd €), dem Vereinigten Königreich (5½ Mrd €) und Frankreich (4 Mrd €). In Russland war dagegen ein Abbau von Beteiligungskapital zu verzeichnen (1 Mrd €).

Ausländische Investoren verringerten im dritten Quartal 2014 ihre Direktinvestitionen in Deutschland (7½ Mrd €). Einem Aufbau von Beteiligungskapital (2½ Mrd €), der hauptsächlich in Form von reinvestierten Gewinnen erfolgte, stand die Rückführung von konzerninternen Krediten (10 Mrd €) gegenüber. Ausschlaggebend waren die Finanzbeziehungen zu den Niederlanden; hier haben hauptsächlich inländische Niederlassungen im dritten Quartal 2014 zuvor gewährte Direktinvestitionskredite an ihre ausländischen Muttergesellschaften (8½ Mrd €) zurückgezahlt.

*Ausländische  
Direktinvesti-  
tionen im Inland*