

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte durch die Geldpolitik stark beeinflusst*

Die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten wurde im zweiten Quartal 2015 stark von den Notenbanken geprägt. Seit März 2015 wird der Beschluss zum erweiterten Ankaufprogramm des EZB-Rats von Mitte Januar umgesetzt, monatlich auf dem Sekundärmarkt Wertpapiere des öffentlichen und privaten Sektors in Höhe von durchschnittlich 60 Mrd € zu kaufen. An den Anleihemärkten in der EWU fielen in der Folge die Zinsen zunächst zum Teil bis auf Rekordtiefs. Aber auch die Renditen von US-Staatsanleihen haben zeitweilig unter dem Eindruck einer Reihe von überraschend negativen Wirtschaftszahlen nachgegeben. Ende April kam es dann aber zu einem Stimmungsumschwung an den Anleihemärkten. Bei den Anlegern setzte sich weltweit die Meinung durch, dass die Renditen auf ein nicht nachhaltig niedriges Niveau gefallen waren, was zu einer deutlichen Gegenbewegung führte. Auch der Euro verzeichnete in dieser Phase gegenüber dem US-Dollar, dem Pfund Sterling und dem Yen spürbare Kursgewinne. In der Folgezeit gerieten die Finanzmärkte zeitweise unter den Einfluss gestiegener Unsicherheiten bezüglich des Verhandlungsverlaufs der griechischen Regierung mit ihren Gläubigern und hinsichtlich der Börsenentwicklung in China, wo es zu einem drastischen Einbruch der Aktienkurse kam. Für Bewegung an den Märkten sorgte Mitte August auch, dass die chinesische Zentralbank den Mechanismus änderte, mit dem der Referenzkurs des Renminbi gegenüber dem US-Dollar festgestellt wird. Dies führte dazu, dass der Kurs des Renminbi in den Tagen nach der Entscheidung deutlich nachgab. Vor diesem Hintergrund wurde es aus Sicht der Marktteilnehmer weniger wahrscheinlich, dass sich der Offenmarktausschuss der US-Notenbank für eine frühe erste Zinsanhebung aussprechen könnte – trotz der wieder stärker als zuvor eingeschätzten Wachstumsdynamik in den USA. Im Ergebnis sind die Renditen beiderseits des

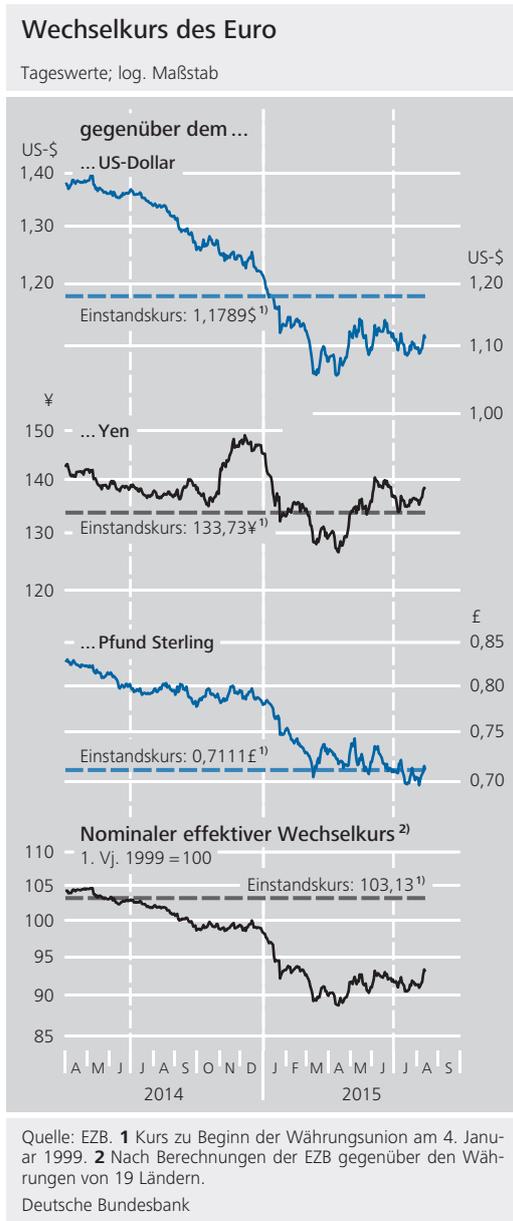
Atlantiks über den Berichtszeitraum angestiegen. Die Aktienmärkte in den USA und vor allem in Japan schlossen trotz der anziehenden Renditen und der zeitweilig erhöhten Unsicherheit mit Kursgewinnen, während im Euro-Raum im Vergleich zum Ende des ersten Quartals Kursverluste zu verzeichnen waren. Der Euro hat in nominal effektiver Rechnung insgesamt deutlich an Boden gut gemacht, vor allem wegen der erwähnten Abwertung des Renminbi.

### ■ Wechselkurse

Der Euro-Dollar-Kurs fiel bis Mitte April zunächst bis auf 1,06 US-\$ zurück, nachdem mit der Veröffentlichung der Sitzungsprotokolle des Offenmarktausschusses der US-Notenbank Anfang April die Marktteilnehmer von einer möglichen schnelleren Leitzinserhöhung in den USA ausgegangen waren. In der Folgezeit konnte der Euro sich dann aber wieder rasch befestigen. Er gewann bis Mitte Mai 8 Cent und stieg auf einen Wert von 1,14 US-\$. Beigetragen hierzu haben zum einen eine Reihe schwächer als erwartet ausgefallener Wirtschaftszahlen jenseits des Atlantiks, zum anderen günstigere Konjunkturdaten aus dem Euro-Raum, unter deren Eindruck die EWU-Anleiherenditen kräftig anstiegen. Zwischenzeitlich belastet wurde der Euro durch die Nachricht, dass das Eurosystem einen Teil der für Sommer geplanten Anleihekäufe vorziehen würde. Mitte Juni 2016 notierte er aber wieder bei 1,14 US-\$.

*Euro gewinnt per saldo gegenüber dem US-Dollar ...*

Ab der zweiten Junihälfte bröckelten dann aber die Kursgewinne des Euro wieder ab. Beigetragen hat hierzu eine Reihe von überraschend guten Konjunkturdaten in den USA, in deren Folge auch wieder eine Zinserhöhung durch die US-Notenbank aus Sicht der Marktteilnehmer wahrscheinlicher wurde. Zudem lastete der Zinsvorsprung von US-Anlagen gegenüber EWU-Anlagen auf dem Euro. Die wechselnde Nachrichtenlage zum Verhandlungsstand zwi-



schen den Gläubigerstaaten und der griechischen Regierung strahlten über den Berichtszeitraum insgesamt nur gedämpft auf den Devisenmarkt aus. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 1,11 US-\$ und damit etwas über dem Niveau von Ende März 2015.

Auch im Verhältnis zum Yen wurde der Euro bis in die erste Junihälfte von den gestiegenen Anleiherenditen gestützt. Zudem profitierte der Euro davon, dass sich der Konjunkturausblick für den Euro-Raum verbesserte, während in Japan die Notenbank ihre Inflations- und Wachstumsprognose nach unten anpasste. Die Gemeinschaftswährung wertete vor diesem

... und dem Yen, ...

Hintergrund bis zu einem Kurs von etwa 140 Yen auf. Nach der Veröffentlichung überraschend starker Wachstumswahlen des Bruttoinlandsprodukts (BIP) für das erste Quartal und der Einschätzung des japanischen Notenbankpräsidenten, dass er eine weitere Abwertung des Yen für unwahrscheinlich halte, begann der Yen in der zweiten Junihälfte aber wieder aufzuwerten. Zuvor hatte die japanische Zentralbank zudem klargestellt, dass sie zurzeit nicht die Notwendigkeit für weitere geldpolitische Maßnahmen sähe und war damit Spekulationen über weitere akkommodierende Schritte entgegengetreten. In Marktkreisen wird seit einiger Zeit hierüber spekuliert. Zuletzt gewann der Euro gegenüber dem Yen wieder an Wert, weil Marktteilnehmer wieder stärker daran zweifelten, dass das von der japanischen Zentralbank mittelfristig angestrebte Inflationsziel von 2% erreicht werden kann. Zum Ende der Berichtsperiode notierte der Euro bei 138 Yen und damit rund 7% stärker als am Ende des ersten Quartals.

Nachdem mit der Wahl zum britischen Unterhaus die politische Unsicherheit gewichen war, die zuvor auf dem Pfund gelastet hatte, konnte das Pfund Sterling weiter an Wert gewinnen. Unterstützt wurde diese Bewegung durch überraschend positive Konjunkturdaten, die auf eine insgesamt schwungvolle wirtschaftliche Entwicklung deuten, sowie den sich festigenden Erwartungen der Marktakteure hinsichtlich einer Zinswende auch im Vereinigten Königreich. Der Aufwertungstrend des Pfund Sterling über die Berichtsperiode wurde nur zwischenzeitlich in der Periode von Ende April bis Anfang Juni unterbrochen, als eine Reihe von Indikatoren zur Wirtschaftslage negativ überraschten. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 0,71 Pfund Sterling; er lag damit etwa 2 1/2% niedriger als Ende März 2015.

... verliert jedoch gegenüber dem Pfund Sterling

Dagegen gewann der Euro relativ stark gegenüber dem Renminbi. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die chinesische Zentralbank den Mechanismus geändert hat, mit dem der Referenzkurs der chinesischen Währung gegenüber

Kursgewinne gegenüber dem Renminbi

dem US-Dollar festgelegt wird. Die People's Bank of China setzt täglich einen Referenzkurs für den Renminbi gegenüber dem US-Dollar fest, um den der eigentliche Wechselkurs innerhalb eines Bandes von  $\pm 2\%$  schwanken darf. Der neue Mechanismus orientiert sich nun stärker an Meldungen sogenannter „market maker“, die an das China Foreign Exchange Trade System & National Interbank Funding Center, eine Unterbehörde der chinesischen Zentralbank, Schlusskurse des Vortages am Interbankenmarkt melden. In der Folge hat der Renminbi gegenüber dem US-Dollar binnen der letzten Tage um insgesamt etwa  $4\frac{1}{2}\%$  abgewertet. Er notiert nun gegenüber dem US-Dollar auf dem tiefsten Stand seit 2011. Gleichsam wertete der Euro binnen dieser Tage um knapp  $4\frac{1}{2}\%$  gegenüber dem Renminbi auf. Das neue Verfahren, mit dem der Referenzkurs festgesetzt wird, ist zunächst einmal ein Schritt in Richtung größerer Marktnähe. Gleichwohl fällt der Zeitpunkt der Einführung in eine Phase, in der Marktteilnehmer befürchten, dass sich die chinesische Konjunktur abschwächen könnte und die Maßnahme vonseiten der Zentralbank deshalb gezielt eingesetzt wurde, um de facto den Renminbi zu schwächen.

*Effektiver Wechselkurs des Euro notiert stärker*

In effektiver Rechnung hat die Gemeinschaftswährung gegenüber 19 Handelspartnern seit Beginn des zweiten Quartals etwa 3,5% an Wert gewonnen. Dazu beigetragen haben insbesondere die oben genannten Kursgewinne gegenüber dem Renminbi, dessen Anteil am effektiven Euro durch die Neuberechnung der Gewichte (siehe Erläuterungen auf S. 42 ff.) weiter angestiegen ist. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem Euro-Raum hat sich dadurch leicht verschlechtert, weicht jedoch nicht wesentlich von ihrem langfristigen Durchschnitt ab. Sie ist somit als neutral einzuschätzen.

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Die Rentenmärkte des Euro-Raums standen weiter unter dem Einfluss des im September 2014 beschlossenen und im Januar 2015 erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten. Seit März 2015 werden vom Eurosystem auch Anleihen von im Euro-Raum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen gekauft. In diesem Marktumfeld sanken die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen zu Beginn des zweiten Quartals auf ein Rekordtief von unter 0,04%. Neben dem erweiterten Ankaufprogramm haben aber auch der Zinsverbund zu den USA, wo die Zinsen zwischenzeitlich ebenfalls deutlich gesunken waren, und eine rückläufige Unsicherheit, wie sie sich in den impliziten Volatilitäten von Optionen auf den Bund-Future spiegelte, zu den Renditerückgängen von Bundesanleihen beigetragen. Ende April löste sich die Rendite von Bundesanleihen in mehreren Schüben von ihren Tiefständen und stieg im Juni auf fast 1,0%, was zu einem großen Teil eine Korrekturbewegung einer vorangegangenen Übertreibung gewesen sein dürfte. Außerdem stabilisierten sich die konjunkturellen Aussichten für den Euro-Raum und die USA. In der Folgezeit kam es zu Kursbewegungen der Bundesanleihen, die zum Teil von dem Verhandlungsverlauf der Gläubigergruppe mit der griechischen Regierung bestimmt waren. Es traten aber auch vermehrt liquiditätsbedingte Schwankungen auf, die sich zum Beispiel an ausgeweiteten Bid-Ask-Spreads festmachen lassen. Sie sind in großen und tiefen Märkten eher ungewöhnlich. Mit der Abwertung des Renminbi Mitte August gaben die Zinsen dann noch einmal deutlich nach. Im Ergebnis stieg die Rendite der zehnjährigen Bundesanleihe im Berichtszeitraum aber um 40 Basispunkte.

*Europäischer Rentenmarkt unter dem Einfluss der Geldpolitik*

Die Renditen von Anleihen anderer EWU-Staaten haben sich im Großen und Ganzen im Einklang mit denjenigen von Bundesanleihen entwickelt. Im Ergebnis haben sich die Renditedifferenzen zu Bundesanleihen seit Ende des

*Renditedifferenzen zu Bundesanleihen mehrheitlich stabil*

## Neuberechnung der Gewichte für die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft

Die Bundesbank berechnet und veröffentlicht regelmäßig Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft, welche die relative Preis- beziehungsweise Kostenentwicklung in Deutschland im Vergleich zu einem gewichteten Durchschnitt der deutschen Handelspartner wiedergeben. Diese Indikatoren entsprechen konzeptionell realen effektiven Wechselkursen, wie sie beispielsweise von der Europäischen Zentralbank für den Euro berechnet werden.<sup>1)</sup> Bei der Berechnung der Indikatoren gehen die einzelnen Partnerländer mit Handelsgewichten ein, die im Zeitablauf an die sich ändernden unmittelbaren und mittelbaren Handelsströme angepasst werden.<sup>2)</sup> Ziel der regelmäßigen Anpassungen ist es, den aktuellen Entwicklungen im Außenhandel Rechnung zu tragen. Dies gilt auch für die jüngste Neuberechnung. Bis zu dieser Umstellung basierten die Handelsgewichte für alle Indikatorenreihen von 2007 an auf den Daten aus den Jahren 2007 bis 2009.<sup>3)</sup> Die neu berechneten Indikatoren verwenden nun im Unterschied dazu ab 2010 Gewichte, die sich aus den Handelsverflechtungen der Jahre 2010 bis 2012 ergeben.

Die Tabelle auf Seite 43 gibt die neu berechneten Gewichte wieder, mithilfe derer der

Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber einem weiten Länderkreis von 56 Handelspartnern ermittelt wird. Die Gewichte für den engen und für den mittleren Länderkreis lassen sich durch einfache Reskalierung der für den weiten Länderkreis berechneten Gewichte ermitteln.<sup>4)</sup> Die Veränderung der Handelsbeziehungen Deutschlands spiegelt sich in teils merklichen Abweichungen der aktuellen Gewichte von denen der Vorperiode (Basis 2007 bis 2009). So hat sich das Gewicht der Handelsbeziehungen Deutschlands mit China weiter auf nunmehr 11% erhöht. China hat bei den Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands gegenüber dem mittleren beziehungsweise weiten Länderkreis mittlerweile das höchste Handelsgewicht aller Partnerländer inne. In den vorangehenden Dreijahreszeiträumen war noch Frankreich der bedeutendste Handelspartner. Dessen Anteil verringerte sich bei der aktuellen Neuberechnung etwas (auf knapp 8½% im weiten Länderkreis).<sup>5)</sup> Auch südeuropäische Mitgliedstaaten der EWU haben leicht an

### Preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft

1. Vj. 1999 = 100, monatlich, log. Maßstab<sup>1)</sup>



1 Skala invertiert: Anstieg der Kurve (Rückgang der Werte) kennzeichnet Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit.  
Deutsche Bundesbank

1 Das Berechnungsverfahren wird im Einzelnen beschrieben in: M. Schmitz, M. de Clercq, M. Fidora, B. Lauro und C. Pinheiro, 2012, Revisiting the effective exchange rates of the euro, ECB Occasional Paper No. 134. Jüngste Anpassungen der Methodik sind nachzulesen in: Deutsche Bundesbank, Anpassung der Berechnung von effektiven Wechselkursen und Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im August 2013, Monatsbericht, August 2013, S. 51–53.

2 Unmittelbare Handelsströme betreffen den direkten bilateralen Handel zwischen zwei Ländern, während mittelbare Handelsströme darauf abstellen, dass Länder nicht nur auf den Märkten dieser beiden Länder, sondern weltweit miteinander konkurrieren.

3 Eine Zusammenstellung dieser letzten turnusmäßigen Anpassung der Gewichte findet sich in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Februar 2012, S. 36.

4 Die Reskalierung erfolgt dadurch, dass die Gewichte der dem betrachteten Länderkreis nicht angehörenden Länder proportional auf die Gewichte der verbleibenden Länder verteilt werden.

5 Das höhere Gewicht Chinas im Vergleich zu dem Frankreichs ist darauf zurückzuführen, dass – bei gewerblichen Gütern – deutsche Exporteure in den Zielländern stärker mit chinesischen als mit französischen Händlern konkurrieren. Ohne die Berücksichtigung dieses sog. Drittmarkteffekts belief sich das Gewicht Frankreichs auf 9,7% und das Chinas auf 8,2%.

### Wägungsschema des Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber einem weiten Länderkreis von 56 Handelspartnern

in Promille

Ländergruppe/Land	bis 1997 1)	1998 bis 2000	2001 bis 2003	2004 bis 2006	2007 bis 2009	ab 2010 2)
<b>Enger Länderkreis</b>	780,1	772,0	746,9	711,9	678,9	636,2
Belgien	55,8	48,1	52,2	56,4	56,3	49,5
Estland	0,5	0,7	0,9	1,0	1,0	1,0
Finnland	10,6	11,3	11,2	11,0	10,6	8,0
Frankreich	112,8	107,2	100,3	93,2	89,1	83,7
Griechenland	4,7	4,5	4,3	4,5	4,5	3,0
Irland	9,8	15,7	16,0	12,4	10,7	9,4
Italien	86,5	79,6	75,2	72,1	70,0	62,9
Lettland	0,6	0,7	0,9	0,8	0,9	0,9
Litauen	1,0	1,1	1,5	1,6	1,9	1,9
Luxemburg	3,7	3,1	3,7	4,1	4,2	3,3
Malta	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5	0,4
Niederlande	64,9	65,0	63,6	67,1	69,7	69,0
Österreich	43,9	42,4	41,3	42,0	42,1	41,0
Portugal	10,7	10,6	9,7	7,9	7,1	6,5
Slowenien	5,1	4,7	4,5	4,5	5,1	5,0
Spanien	35,7	37,2	38,0	39,4	38,1	32,7
Zypern	0,3	0,3	0,3	0,5	0,5	0,3
Dänemark	15,5	13,9	14,3	13,4	13,3	11,1
Schweden	22,6	21,2	19,5	20,8	20,0	19,1
Vereinigtes Königreich	82,0	80,9	76,4	70,2	60,0	54,7
Norwegen	7,0	6,0	5,7	5,3	5,7	5,1
Schweiz	43,5	38,3	38,2	35,9	36,2	37,4
Slowakei	5,4	6,9	9,0	10,3	11,6	13,1
Japan	59,2	54,5	44,7	39,1	34,3	34,1
Kanada	7,9	8,7	8,9	8,3	7,5	7,5
USA	89,9	108,9	106,1	89,7	78,0	75,6
<b>Mittlerer Länderkreis</b>	121,3	134,4	160,6	189,7	217,3	249,7
Bulgarien	1,1	1,3	1,6	2,1	2,4	2,5
Kroatien	2,5	2,0	2,1	2,1	2,1	1,6
Polen	18,5	21,8	25,0	26,9	33,3	35,3
Rumänien	3,9	4,3	5,3	7,0	8,7	9,8
Tschechische Republik	16,9	20,8	26,3	25,9	30,3	31,8
Ungarn	10,9	16,6	18,9	19,4	18,6	17,4
China	26,4	31,4	44,8	64,5	84,4	110,2
Hongkong, SVR	11,4	10,1	10,0	10,3	9,2	10,3
Korea, Republik	16,1	13,9	14,7	19,3	18,0	19,3
Singapur	9,4	8,5	8,2	8,4	6,4	7,1
Australien	4,2	3,7	3,7	3,8	3,9	4,4
<b>Zusätzlich einbezogene Länder des weiten Länderkreises</b>	98,6	93,6	92,5	98,4	103,8	114,1
Island	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6	0,5
Israel	4,2	4,3	3,9	3,1	3,0	3,3
Russland	12,2	9,7	11,7	15,8	19,4	20,4
Türkei	14,0	13,4	13,3	16,0	15,9	17,4
Algerien	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6	0,6
Marokko	1,3	1,4	1,3	1,2	1,3	1,4
Südafrika	5,7	5,6	6,1	6,5	6,0	6,4
Argentinien	2,1	1,9	1,2	1,2	1,5	2,1
Brasilien	8,0	7,3	6,3	7,0	8,1	8,7
Chile	1,4	1,2	1,2	1,9	2,0	2,2
Mexiko	4,9	7,5	7,8	7,5	7,9	8,5
Venezuela	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,5
Indien	7,4	6,1	6,6	8,3	10,8	12,9
Indonesien	5,6	4,2	4,0	3,4	3,3	4,0
Malaysia	7,2	6,7	6,5	6,1	5,8	6,7
Philippinen	2,6	3,2	3,5	2,9	2,1	2,1
Taiwan	13,3	13,8	11,5	10,0	8,8	9,6
Thailand	6,5	5,2	5,3	5,1	5,5	6,2
Neuseeland	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6	0,6
<b>Insgesamt</b>	<b>1 000,0</b>					

1 Basis 1995 bis 1997. 2 Basis 2010 bis 2012.

Deutsche Bundesbank

Gewicht eingebüßt. Ebenfalls weiter rückläufig sind die relativen Anteile der USA und des Vereinigten Königreichs. Das Gewicht Japans und der Philippinen ist im Rahmen der Aktualisierung nahezu unverändert geblieben. Leichte relative Zuwächse konnten auch die übrigen asiatischen Länder verbuchen. Zusammengefasst lässt sich festhalten, dass sich eine Gewichtsverlagerung der relativen Handelsströme Deutschlands von den traditionellen Handelspartnern in der EU und den Vereinigten Staaten in den asiatischen Raum vollzogen hat.

Die Indikatoren auf Basis der neu berechneten Gewichte zeigen für die weiter gefassten Länderkreise im Vergleich zum alten Gewichtungsschema eine etwas stärkere Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft als zuvor ausgewiesen wurde (vgl. Schaubild auf S. 42). Dazu hat die Gewichtsverschiebung zugunsten der asiatischen Länder beigetragen, deren Währungen – mit Ausnahme des

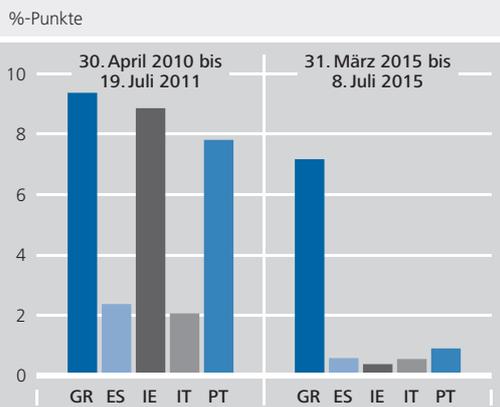
Yen – allesamt gegenüber dem Euro seit 2010 per saldo aufgewertet haben. Besonders stark fällt dabei die größere Bedeutung Chinas als Handelspartner in Verbindung mit der spürbaren Aufwertung des Renminbi gegenüber dem Euro von Ende 2009 bis Juli 2015 ins Gewicht.

Der neu berechnete Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber 56 Ländern (37 Ländern) weist nun für diesen Zeitraum eine Verbesserung um 12 ½% (12%) aus, während sich anhand der alten Gewichte ein etwas geringerer Anstieg um 11% (11%) ergeben hätte. Dieser Effekt ist darauf zurückzuführen, dass die Preisentwicklung in den nun stärker gewichteten Ländern insgesamt ungünstiger verlaufen ist als im Durchschnitt der Partnerländer. Auf den Verlauf des eng gefassten Indikators hat die Gewichtsaktualisierung dagegen keinen spürbaren Einfluss.

ersten Quartals kaum ausgeweitet. Bezogen auf die mit dem BIP gewichtete Rendite zehnjähriger Anleihen der EWU-Staaten lag der Spread zuletzt bei 95 Basispunkten. In der Renditeentwicklung kommen vor allem die oben genannten geldpolitischen und globalen Fak-

toren zum Tragen. Länderspezifische Einflüsse traten insgesamt etwas in den Hintergrund. Ausnahme hiervon sind allerdings die griechischen Staatsanleihen. Im Zuge zunehmender Befürchtungen der Marktteilnehmer, dass die griechische Regierung möglicherweise die Zahlungen von Zins- und Tilgungsleistungen einstellen könnte, stiegen die Renditen griechischer Staatsanleihen zeitweise auf ein Niveau, das zuletzt Mitte 2012 erreicht wurde. Dieses von den Marktteilnehmern wahrgenommene Ausfallrisiko griechischer Staatsanleihen hat im Berichtszeitraum auf die Finanzierungsbedingungen anderer Peripherieländer – anders als zum Höhepunkt der EWU-Staatsschuldenkrise 2010 – aber nur gering ausgestrahlt (vgl. nebenstehendes Schaubild).

### Veränderungen der Spreads von EWU-Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit zu vergleichbaren Bundesanleihen



Quelle: Thomson Reuters.  
 Deutsche Bundesbank

Am US-amerikanischen Anleihemarkt zogen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Ergebnis ebenfalls an, wenngleich weniger stark als im Euro-Raum. Die Entwicklung war wesentlich geprägt durch die Unsicherheit der Investoren

*Renditen auf internationalen Anleihemärkten uneinheitlich*

bezüglich eines ersten geldpolitischen Zinsschritts seitens der US-Notenbank Fed. Zuletzt war die von den Marktteilnehmern beigemessene Wahrscheinlichkeit für eine frühe Zinserhöhung vor dem Hintergrund einiger überraschend guter Konjunkturdaten zunächst gestiegen. Mit der Entscheidung der chinesischen Währungsbehörde, den Referenzkurs des Renminbi zum US-Dollar durch ein neues Verfahren festzulegen und de facto abzuwerten, nahm diese Wahrscheinlichkeit aber wieder deutlich ab. In der Folge gaben die US-Renditen etwas nach. Im Ergebnis hat sich der Abstand zwischen zehnjährigen US-Anleihen und laufzeitgleichen Bundesanleihen auf 160 Basispunkte verringert. Auch in Japan haben die Zinsen von zehnjährigen Staatspapieren die weltweiten Bewegungen nachvollzogen, wenngleich in einem recht engen Korridor. Im Ergebnis notierten die Anleiherenditen in Japan kaum verändert. Der japanische Rentenmarkt ist seit geraumer Zeit durch Ankäufe der japanischen Notenbank dominiert.

*Zinsstrukturkurve aus Bundeswertpapieren steiler*

Die deutsche Zinsstrukturkurve, die aus den Renditen von Bundeswertpapieren ermittelt wird, hat sich seit Ende März 2015 versteilt, weist allerdings weiterhin bis in den fünfjährigen Bereich negative Renditen auf. Ende März rentierten sogar noch Bundesanleihen mit knapp sieben Jahren Restlaufzeit negativ. Der Renditeabstand von zehnjährigen gegenüber zweijährigen Anleihen lag zuletzt bei 90 Basispunkten und damit 45 Basispunkte oberhalb des Niveaus von Ende März (vgl. nebenstehendes Schaubild). Vor allem am kurzen Ende sind die Renditen auf ihrem niedrigen Niveau geblieben, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer für längere Zeit eine akkommodierende Geldpolitik erwarten.

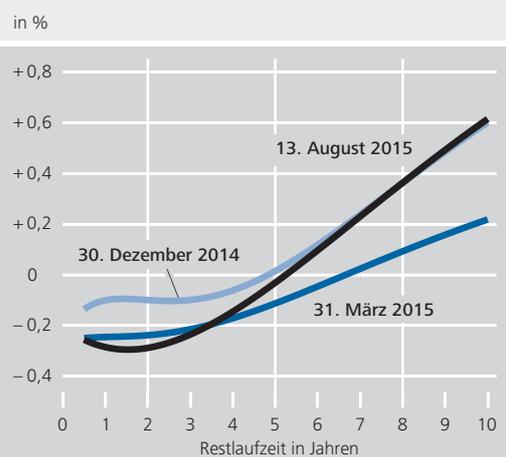
*Termininflationsrate in der EWU leicht gestiegen*

Die marktbasierende fünfjährige Termininflationsrate in fünf Jahren im Euro-Raum auf der Basis von Inflationswaps ist im Vergleich zu Ende März leicht auf 1,7% gestiegen. Die Termininflationsrate in den USA ist leicht gesunken, und zwar auf 2,2%. Der Einfluss globaler Faktoren auf die erwartete Inflationsrate manifestiert sich

### Anleiherenditen in Deutschland und in den USA



### Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt\*)

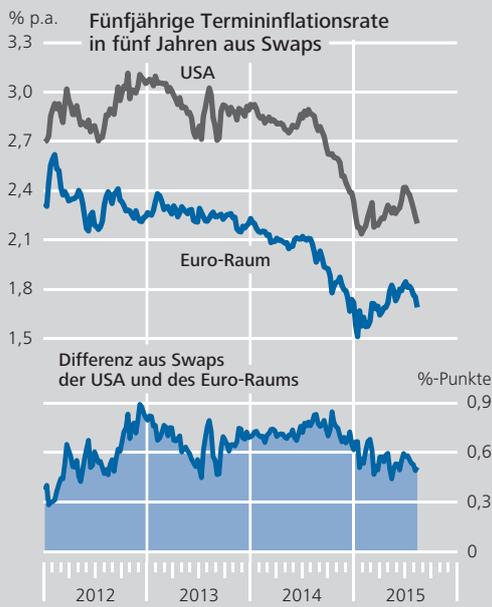


\* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren. Deutsche Bundesbank

in einem weitgehend parallelen Verlauf der marktbasierten Inflationserwartungen in den verschiedenen Währungsräumen. Zuletzt sind die Inflationserwartungen zusammen mit rückläufigen Ölpreisen und dann noch einmal verstärkt mit der Abwertung des Renminbi gesunken. Im Euro-Raum liegen die umfragebasierten

### Termininflationen<sup>\*)</sup> im Euro-Raum und in den USA

Wochendurchschnitte



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters und eigene Berechnungen. \* Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten (HVPI ohne Tabakwaren für den Euro-Raum sowie CPI Urban Consumers für die USA) der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird.

Deutsche Bundesbank

### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2014	2015	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	13,4	53,7	12,9
Kreditinstitute	1,2	9,7	- 39,4
darunter:			
ausländische			
Schuldverschreibungen	2,3	3,0	- 5,5
Deutsche Bundesbank	- 4,4	12,5	36,1
Übrige Sektoren	16,6	31,4	16,2
darunter:			
inländische			
Schuldverschreibungen	- 13,2	- 3,6	2,2
Ausländer	13,7	0,2	- 27,6
<b>Aktien</b>			
Inländer	17,5	- 1,5	10,4
Kreditinstitute	2,8	10,5	- 2,8
darunter:			
inländische Aktien	0,5	11,8	- 6,8
Nichtbanken	14,7	- 11,9	13,2
darunter:			
inländische Aktien	1,6	- 17,5	1,4
Ausländer	7,9	6,0	8,6
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	11,7	45,9	24,6
Anlage in Publikumsfonds	2,5	9,6	2,6
darunter:			
Aktienfonds	0,4	3,0	- 2,6

Deutsche Bundesbank

Inflationserwartungen weiterhin über den marktbasieren Break-even-Raten, was auf eine negative Inflationsrisikoprämie in den marktbasieren Indikatoren hindeutet.

Die Kurse am Markt für europäische Unternehmensanleihen wurden maßgeblich durch die Renditeentwicklung der Staatsanleihen bestimmt. Nachdem BBB-Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren im ersten Quartal historische Tiefstände erreicht hatten, rentierten sie zuletzt mit 2,3% knapp 70 Basispunkte höher als Ende März. Im gleichen Zeitraum vergrößerte sich der Renditeabstand zu Staatsanleihen um 35 Basispunkte auf 190 Basispunkte. Die Kurskorrektur bei Bundeswertpapieren kam auch bei Unternehmensanleihen zum Tragen. Mit den höheren Renditen für sichere Anlagen könnte sich auch das Motiv der „Suche nach Rendite“ abgeschwächt haben, in deren Folge sich die Spreads leicht ausweiteten. Der Renditeanstieg bei finanziellen Unternehmen war dabei ausgeprägter als bei nichtfinanziellen Unternehmen. Die Werte liegen jedoch weiterhin deutlich unterhalb ihres langfristigen Mittels, sodass die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen weiterhin sehr günstig sind.

*Finanzierungsbedingungen von Unternehmen weiter günstig*

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im zweiten Quartal 2015 auf 307½ Mrd €; es lag somit deutlich unter dem Wert des Vorquartals (405½ Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurde im Ergebnis 22 Mrd € getilgt. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 7½ Mrd € am deutschen Markt unter. Am deutschen Rentenmarkt wurden im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 14½ Mrd € getilgt.

*Nettotilgungen am deutschen Rentenmarkt*

Die inländischen Kreditinstitute setzten die Tendenz des Vorquartals fort und führten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 18 Mrd € zurück (gegenüber Nettoemissionen in Höhe von 10 Mrd € im ersten Quartal). Dabei tilgten sie vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute (8 Mrd €), in geringe-

*Gesunkene Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute*

rem Umfang auch flexibel gestaltbare sonstige Bankschuldverschreibungen sowie Öffentliche Pfandbriefe (je 5 ½ Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von Hypothekendarlehen in Höhe von 1 ½ Mrd € gegenüber.

*Nettotilgungen öffentlicher Stellen*

Die öffentliche Hand tilgte im zweiten Quartal Anleihen für netto 4 ½ Mrd €, verglichen mit 5 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 zehn- und 30-jährige Anleihen (8 Mrd € bzw. 5 ½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von Bundesobligationen in Höhe von 7 ½ Mrd € gegenüber. Die Länder tilgten im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 8 Mrd €.

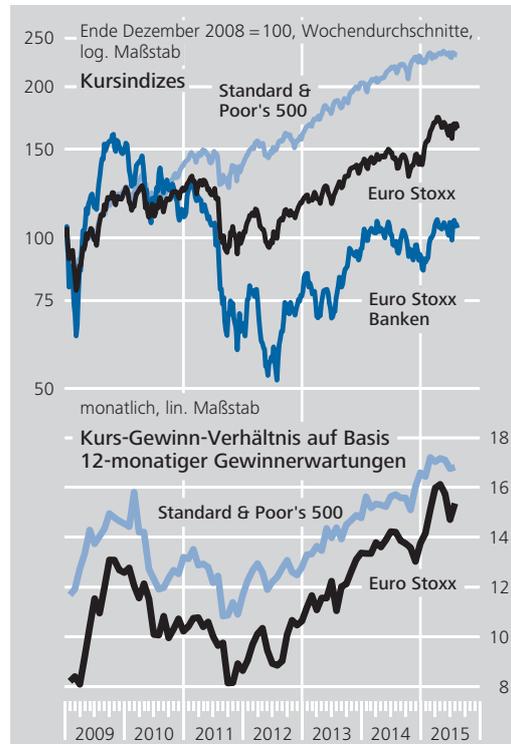
*Nettoemissionen von Unternehmensanleihen*

Inländische Unternehmen begaben im zweiten Quartal Schuldverschreibungen für per saldo ½ Mrd €. Dabei handelte es sich im Ergebnis überwiegend um Titel mit Laufzeiten von unter einem Jahr. Die Emissionen sind im Ergebnis ausschließlich auf nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen, während die sonstigen Finanzinstitute netto Anleihen tilgten.

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt trat im zweiten Quartal vor allem die Bundesbank in Erscheinung, die im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems Rentenwerte für 36 Mrd € erwarb, und zwar – programmgemäß – zum überwiegenden Teil Bundeswertpapiere. Auf der Verkäuferseite von Titeln der öffentlichen Hand standen netto betrachtet vor allem ausländische Investoren, die sich für 23 ½ Mrd € von solchen Anlagen trennten. Daneben veräußerten sie in geringem Umfang auch Papiere privater Emittenten. Inländische Nichtbanken erwarben Schuldverschreibungen für 16 Mrd €. Bei ihnen standen ausländische Titel stark im Fokus des Anlageinteresses (14 Mrd €). Heimische Kreditinstitute sowie ausländische Investoren trennten sich hingegen von Rentenwerten (39 ½ Mrd € bzw. 27 ½ Mrd €). Die Kreditinstitute veräußerten vor allem Werte privater Emittenten.

## Aktienmärkte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

Die weltweiten Aktienmärkte entwickelten sich seit Ende März uneinheitlich. Während in Japan der Nikkei 225 deutlich um 7,2% zulegen konnte und in den USA der breit gefasste S&P 500 mit 0,7% leicht im Plus stand, verzeichneten der Euro Stoxx (-3,8%) größere, der deutsche CDAX (-8,6%) aber merkliche Verluste. In China schloss der Shanghai Composite zwar im Vergleich zu seinem Stand von Ende März im Plus (5%). Gerechnet von seinem Höchstwert Mitte Juni brach der Kurs aber um gut 23% ein und hat sich erst nach massiven Eingriffen der chinesischen Behörden in das Börsengeschehen stabilisiert. Der Kurseinbruch in Fernost ging mit einer Abwärtsrevision der Gewinn- und Dividendenenerwartungen in China einher, die zuvor – gemessen an der fundamentalen Entwicklung der Unternehmen – wohl übertrieben optimistisch gewesen waren.

*Aktienmärkte weltweit uneinheitlich ...*

Ein wichtiger Grund für die divergierende Entwicklung der Aktienkurse in den Währungsräumen lag in den unterschiedlich stark aus-

*... und im Zeichen des Zinsanstiegs*

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2014		2015	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj. p)	
I. Leistungsbilanz	+ 45,5	+ 57,2	+ 57,3	
1. Warenhandel <sup>1)</sup>	+ 54,8	+ 60,4	+ 69,7	
2. Dienstleistungen <sup>2)</sup>	- 8,2	- 6,6	- 8,4	
3. Primäreinkommen	+ 5,7	+ 18,9	+ 3,5	
4. Sekundäreinkommen	- 6,8	- 15,6	- 7,4	
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,5	+ 0,2	+ 1,2	
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 57,2	+ 54,5	+ 73,8	
1. Direktinvestition	+ 22,7	+ 24,7	+ 3,2	
Inländische Anlagen im Ausland	+ 28,6	+ 39,4	+ 21,5	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 5,9	+ 14,7	+ 18,2	
2. Wertpapieranlagen	+ 18,5	+ 50,2	+ 48,9	
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten Aktien <sup>3)</sup>	+ 41,3	+ 56,6	+ 26,2	
Investmentfondsanteile <sup>4)</sup>	+ 4,8	+ 0,3	+ 10,7	
darunter:				
Geldmarktfondsanteile	+ 8,6	+ 17,4	+ 8,1	
langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	- 2,1	- 1,7	- 1,6	
darunter:				
denominiert in Euro <sup>6)</sup>	+ 26,8	+ 32,8	+ 10,4	
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	+ 22,8	+ 21,7	+ 2,0	
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten Aktien <sup>3)</sup>	+ 1,0	+ 6,1	- 2,9	
Investmentfondsanteile langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 22,8	+ 6,5	- 22,7	
darunter: öffentliche Emittenten <sup>8)</sup>	+ 8,3	+ 1,6	+ 8,5	
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	+ 0,8	+ 4,7	- 3,6	
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten Aktien <sup>3)</sup>	+ 13,6	- 13,8	- 26,2	
Investmentfondsanteile langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 10,3	- 18,7	- 18,3	
darunter: öffentliche Emittenten <sup>8)</sup>	+ 0,1	+ 14,0	- 1,4	
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	+ 10,1	+ 11,7	+ 8,2	
3. Finanzderivate <sup>9)</sup>	+ 6,6	- 32,1	+ 13,9	
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>10)</sup>				
Monetäre				
Finanzinstitute <sup>11)</sup>	+ 41,8	- 66,5	+ 9,7	
Unternehmen und Privatpersonen <sup>12)</sup>	- 5,4	+ 8,2	+ 5,7	
Staat	- 3,6	- 6,4	+ 5,0	
Bundesbank	- 26,2	+ 32,7	- 6,6	
5. Währungsreserven <sup>13)</sup>	- 0,6	0,0	- 0,5	
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>14)</sup>	+ 11,2	- 3,0	+ 15,3	

1 Ohne Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. 2 Einschl. Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. 3 Einschl. Genussscheine. 4 Einschl. reinvestierter Erträge. 5 Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. 6 Einschl. noch ausstehender DM-Auslandsanleihen. 7 Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit bis zu einem Jahr. 8 Einschl. Anleihen der früheren Bundesbahn, der früheren Bundespost und der früheren Treuhandanstalt. 9 Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktioptionen. 10 Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. 11 Ohne Bundesbank. 12 Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbzzweck. 13 Ohne Zuteilung von Sonderziehungsrechten und bewertungsbedingte Änderungen. 14 Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

Deutsche Bundesbank

geprägten Zinsveränderungen, die für sich genommen den Barwert zukünftiger Unternehmensgewinne über den Diskontfaktor beeinflussen. So blieben die Renditen in Japan im Berichtszeitraum nahezu unverändert, während sie in den USA und vor allem im Euro-Raum anzogen. Besonders deutlich wird der Einfluss des Diskontfaktoreffekts im Euro-Raum, wo die Kursrückgänge des Euro Stoxx und des CDAX mit den Renditeanstiegen europäischer Staatsanleihen zusammenfielen. Im Euro-Raum belasteten zudem die Kursverluste in China und der gegenüber wichtigen Handelspartnern anziehende Euro-Kurs die Notierungen. Vor allem der oben erwähnte Beschluss der chinesischen Notenbank hat zu einer nominal effektiven Aufwertung beigetragen, wovon vor allem exportorientierte Unternehmen betroffen waren. Besonders stark dürfte sich das am deutschen Markt niedergeschlagen haben. Bei der Beurteilung der Kursrückgänge im Euro-Raum und in Deutschland ist aber auch mit in den Blick zu nehmen, dass die Abschlüge von einem Mehrjahreshoch beziehungsweise einem Allzeithoch erfolgten und die Kurszuwächse seit Jahresbeginn weiterhin im zweistelligen Bereich liegen. Bei den Ausstrahleffekten von China spielte wohl weniger der weltweite Kursverbund eine Rolle als die Sorge der Anleger, dass sich hierin eine unerwartet deutliche Wachstumsschwäche Chinas widerspiegeln könnte. Außerdem dämpfte die Entwicklung in Griechenland die Stimmung an den europäischen Märkten, was sich auch in einem vorübergehenden starken Anstieg der impliziten Volatilität aus Optionen auf den Euro Stoxx zeigte. Die starken Kursverluste an der Athener Börse nach Wiedereröffnung des für fünf Wochen geschlossenen Finanzplatzes strahlten hingegen nicht auf andere Aktienmärkte aus. In Japan profitierten die Kurse darüber hinaus von den seit einiger Zeit wachsenden Gewinnmargen der Unternehmen und der in Marktkreisen weit verbreiteten Ansicht, dass mögliche weitere geldpolitische Interventionen auch den Aktienmärkten zugutekämen. Die heterogene Konjunktur-entwicklung in den einzelnen Ländern trat im

Berichtszeitraum bei den Aktienmarktteilnehmern etwas in den Hintergrund.

*Gewinnererwartungen der Unternehmen gestiegen, Kurs-Gewinn-Verhältnis gesunken*

Mit den Kursrückgängen des Euro Stoxx ging – gemessen an dem Wert von Ende März – das Kurs-Gewinn-Verhältnis (KGV) um einen guten Punkt auf 15,0 zurück. Gemessen an historischen Werten ist das aber ein weiterhin sehr hohes Niveau. Der Fünfjahresdurchschnitt dieser Kennziffer liegt bei 11,7. Klammert man die Entwicklung seit Ende April aus, ist es der höchste Wert seit dem Jahr 2004. Der Kursanstieg des amerikanischen S&P 500 ging mit einem Anstieg der Gewinnerwartungen einher, sodass das KGV auf der Grundlage 12-monatiger Gewinnerwartungen unverändert bei 16,8 und damit auf einem im historischen Vergleich hohen Niveau liegt.

Mithilfe eines Dividendenbarwert-Modells lassen sich zudem implizit geforderte Eigenkapitalkosten ermitteln.<sup>1)</sup> Diese berücksichtigen neben dem Kursniveau das mittelfristig erwartete Gewinnwachstum und das Dividendenniveau. Für europäische Unternehmen sind die Eigenkapitalkosten – ausgehend von einem Niveau unterhalb des Fünfjahresdurchschnitts – weiter gefallen, und zwar um 15 Basispunkte auf nun 7,5%. Vor dem Hintergrund der gestiegenen Realzinsen – die in die Berechnung der Eigenkapitalkosten eingehen – zeigt sich hierin eine gesunkene Aktienrisikoprämie, was auf einen moderat gestiegenen Risikoappetit der Akteure am Aktienmarkt hindeutet. Für US-amerikanische Unternehmen blieben die realen Eigenkapitalkosten indes nahezu unverändert. Berücksichtigt man, dass in den USA ebenfalls der Realzins gestiegen ist, so ergibt sich auch für die USA ein Rückgang der Aktienrisikoprämie, der allerdings weniger stark ausgeprägt war als im Euro-Raum. Diese Beobachtung steht im Einklang mit einer insgesamt rückläufigen impliziten Aktienmarktvolatilität in den USA, die sich aus Aktienoptionen berechnen lässt.

*Mittelaufnahme am Aktienmarkt und Aktien-erwerb*

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im zweiten Vierteljahr etwas belebter als zu Jahresbeginn. Inländische Unterneh-

men emittierten neue Aktien für 3 Mrd €; dabei handelte es sich überwiegend um börsennotierte Dividententitel. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg deutlich an, und zwar um 16 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere in erster Linie von heimischen Nichtbanken (13 Mrd €), aber auch von ausländischen Investoren (8½ Mrd €). Inländische Kreditinstitute trennten sich von Dividendenwerten in Höhe von 3 Mrd €.

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtsquartal einen Mittelzufluss in Höhe von 27 Mrd €, nach einem Aufkommen von 55½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (24½ Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds (24 Mrd €), aber auch Dachfonds (3½ Mrd €) und Offene Immobilienfonds (3 Mrd €) neue Anteile unterbringen. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften konnten im zweiten Quartal 2015 im Ergebnis neue Mittel in Höhe von 8 Mrd € akquirieren. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 35 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich in erster Linie heimische Papiere. Inländische Kreditinstitute erwarben Investmentzertifikate für 4 Mrd €, während ausländische Investoren Anteilscheine für 3½ Mrd € veräußerten.

*Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten*

## ■ Direktinvestitionen

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im zweiten Quartal 2015 per saldo Mittelabflüsse im Umfang von 49 Mrd € verzeichnete, ergaben sich auch im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 3 Mrd €.

*Kapitalexporte im Bereich der Direktinvestitionen*

<sup>1)</sup> Das Dividendenbarwert-Modell basiert auf Monatsendwerten und berücksichtigt die Entwicklung bis Ende Juli 2015.

*Heimische  
Direkt-  
investitionen  
im Ausland*

Ausschlaggebend war die vergleichsweise hohe Mittelbereitstellung gebietsansässiger Eigner an verbundene Unternehmen im Ausland, die im zweiten Quartal 2015 21½ Mrd € betrug. Heimische Investoren haben vor allem das Beteiligungskapital aufgestockt (13½ Mrd €), und zwar ausschließlich über gebietsüberschreitend getätigte Neuanlagen (18½ Mrd €). Direktinvestitionskredite spielten per saldo ebenfalls eine gewisse Rolle (8 Mrd €). So standen dem Ausbau von Finanzkrediten (10 Mrd €), die neu an das Ausland vergeben wurden, ein leichter Rückgang von Handelskrediten (1½ Mrd €) gegenüber. Aufgeschlüsselt nach Regionen zeigt sich, dass im Berichtszeitraum ungefähr ein Drittel der Direktinvestitionen aus Deutschland auf dem amerikanischen Kontinent getätigt wurden, vorwiegend in den Vereinigten Staaten (4½ Mrd €). Weitere wichtige Zielländer waren

außerdem Luxemburg (3 Mrd €), die Niederlande (2 Mrd €) und Belgien (1½ Mrd €).

Das Direktinvestitionsengagement gebietsfremder Anleger in Deutschland betrug im zweiten Quartal 2015 knapp 18 Mrd €. Durch konzerninterne Kreditdispositionen nahmen die Forderungen ausländischer Investoren gegenüber den Inländern per saldo um 12½ Mrd € zu. Dies erfolgte nahezu ausschließlich über die Ausweitung von Finanzkrediten (11 Mrd €). Der Saldo ausländischer Handelskredite an deutsche Unternehmen erhöhte sich lediglich um 1 Mrd €. Ausländische Anleger stockten außerdem ihr Beteiligungskapital um 6 Mrd € auf. Der Löwenanteil entfiel dabei ebenfalls auf Neuanlagen (5 Mrd €). Daneben reinvestierten ausländische Unternehmen aber auch ihre Gewinne im Inland (2½ Mrd €).

*Ausländische  
Direkt-  
investitionen  
in Deutschland*