

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte
im Zeichen
konjunktureller
Unsicherheiten
in Schwellen-
ländern*

Die internationalen Finanzmärkte standen im Sommer 2015 vor allem unter dem Einfluss der Wachstumsmoderation in einigen großen Schwellenländern. Zudem spielten geldpolitische Entscheidungen von Notenbanken und wechselnde Erwartungen über die künftige Geldpolitik in den Industrieländern eine wesentliche Rolle. Im Ergebnis sind die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den großen Währungsräumen seit Ende Juni – unter Schwankungen – der Tendenz nach gesunken, wengleich in unterschiedlichem Ausmaß. Rückläufige langfristige Inflationserwartungen, die sich an impliziten Termininflationraten ablesen lassen, trugen zu den niedrigeren Nominalrenditen bei. An den internationalen Aktienmärkten hielten sich die Einflüsse der moderateren globalen Konjunkturperspektiven einerseits und der kursstützenden Erwartungen auf eine weiterhin akkommodierende Geldpolitik in vielen Ländern andererseits im Ergebnis überwiegend die Waage. Dabei stabilisierten die sinkenden Renditen die Aktienkurse, weil ein niedrigerer Diskontfaktor den Barwert zukünftiger Unternehmensgewinne erhöht. Allerdings lassen die geringeren globalen Wachstumserwartungen auch niedrigere zukünftige Unternehmensgewinne erwarten. Die eingetrübten Geschäftsaussichten wirkten sich zudem auf die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen am Kapitalmarkt aus. Diese sind zwar weiterhin günstig, die Renditen von Unternehmensanleihen haben aber nicht in vollem Umfang den Rückgang der Staatsanleiherenditen nachvollzogen, da die Risikoprämien für die Unternehmen gestiegen sind. An den Devisenmärkten führten zunächst Sorgen um die konjunkturellen Aussichten einiger Schwellenländer zu einer verstärkten Nachfrage nach Euro. Später geriet die Gemeinschaftswährung aufgrund von Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich einer möglichen weiteren Divergenz der geldpolitischen Ausrichtung dies-

und jenseits des Atlantiks unter Druck. Insgesamt verlor der Euro in effektiver Rechnung seit der Jahresmitte leicht an Wert.

■ Wechselkurse

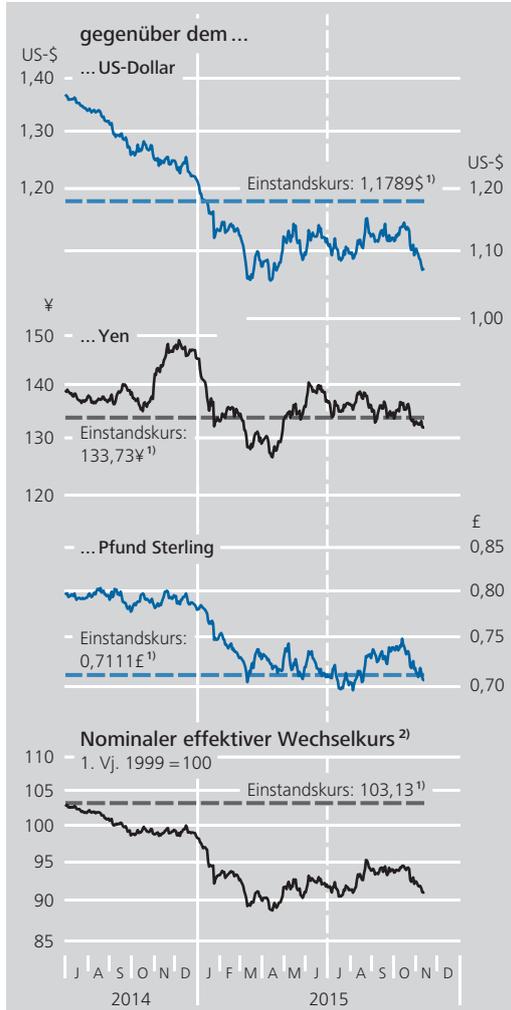
Der Euro gewann in der zweiten Augushälfte gegenüber dem US-Dollar zunächst relativ stark an Wert und erreichte mit rund 1,15 US-\$ den höchsten Stand seit Januar 2015. Dafür war insbesondere eine gestiegene Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der weltwirtschaftlichen Entwicklung verantwortlich, welche durch die flexiblere Wechselkursfestlegung des Renminbi und nachgebende Aktienkurse noch verstärkt wurde. Diese Unsicherheit stützte Marktteilnehmern zufolge den Euro einerseits durch Rückabwicklungen von in Euro als Niedrigzinswährung finanzierten Carry-Trades. Andererseits ließ sie in Marktkreisen Zweifel an einer frühen Zinsanhebung in den Vereinigten Staaten aufkommen.

*Euro verliert per
saldo gegenüber
dem US-
Dollar, ...*

In der Folgezeit schwankte der Euro-Dollar-Kurs in einer Spanne von etwa 1,11 US-\$ und 1,15 US-\$. Gründe dafür waren neben wechselnden Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich einer frühen Zinswende in den Vereinigten Staaten und der Entscheidung der Federal Reserve, die Leitzinsen zunächst unverändert zu lassen, auch Spekulationen über eine Ausweitung des Anleihekaufprogramms im Euro-Raum. Diese Seitwärtsbewegung wurde gebrochen, als Stimmen aus dem EZB-Rat Mitte Oktober mehrmals die Erwartung der Marktteilnehmer über eine weitere Lockerung der Geldpolitik stützten und die Federal Reserve auch deutliche Signale für eine Zinsanhebung im Dezember aussandte. In der Folge gab der Euro gegenüber dem US-Dollar nach. Er notierte zuletzt bei etwa 1,07 US-\$ und damit etwa 4,1% schwächer als am Ende des zweiten Quartals.

Wechselkurs des Euro

Tageswerte; log. Maßstab



Quelle: EZB. **1** Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999. **2** Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 19 Ländern.

Deutsche Bundesbank

... dem Yen ...

Auch gegenüber dem Yen gewann der Euro während der ersten Augusthälfte an Wert. Trotz der Befürchtungen von Marktteilnehmern, die Unsicherheit über die weitere Wirtschaftsentwicklung in China könne sich negativ auf Japan auswirken, wertete der Euro in der Folgezeit gegenüber dem Yen ab. Nur vorübergehend gaben enttäuschende Konjunkturdaten aus Japan dem Euro Unterstützung, zumal diese durch optimistische Aussagen der japanischen Notenbank abgeschwächt wurden. Der Euro verlor erst in der zweiten Oktoberhälfte wieder an Wert, als Spekulationen auf eine weitere Lockerung der Geldpolitik im Euro-Raum aufkamen. Verglichen mit Ende Juni wertete er gegenüber

dem Yen um 3,7% ab und notierte zuletzt bei etwa 132 Yen.

Die Gemeinschaftswährung erzielte zunächst leichte Kursgewinne gegenüber dem Pfund Sterling. Grund für die anfängliche Stärke des Euro waren Marktteilnehmern zufolge neben den Rückführungen von Carry-Trades auch die sich immer weiter in die Zukunft verlagernde Erwartung einer Zinswende im Vereinigten Königreich. Während dieser Aufwertungsphase setzten überraschend positive Konjunkturdaten aus dem Vereinigten Königreich den Euro zwar zeitweise unter Druck, konnten die Bewegung jedoch nicht brechen. Erst zuletzt gab der Euro gegenüber dem Pfund wieder nach. Bei Abschluss dieses Berichts stand er bei etwa 0,71 Pfund Sterling. Er notierte damit 0,7% unter dem Niveau von Ende Juni 2015.

... und dem Pfund Sterling

Der Renminbi, der durch die methodische Änderung bei der Festlegung des Referenzkurses durch die People's Bank of China Mitte August große Aufmerksamkeit auf sich gezogen und im Wert gegenüber dem US-Dollar zunächst um 3,2% abgewertet hatte, gewann in der Folgezeit wieder leicht an Wert. Alles in allem belief sich der Kursverlust seit der Änderung des Mechanismus auf 2,5% gegenüber dem US-Dollar und auf 0,4% gegenüber dem Euro.

Renminbi mit Kursverlusten gegenüber Euro und US-Dollar

Gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner gab der Euro im Vergleich zu Ende Juni um 1,1% nach. Zuletzt notierte die Gemeinschaftswährung damit 11,7% unter dem Stand zu Beginn der Währungsunion. Real betrachtet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und wichtigen Handelspartnern – hat der effektive Euro im Berichtszeitraum etwa 2% an Wert verloren.

Effektiver Wechselkurs des Euro notiert schwächer

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Renditen auf internationalen Anleihemärkten gesunken

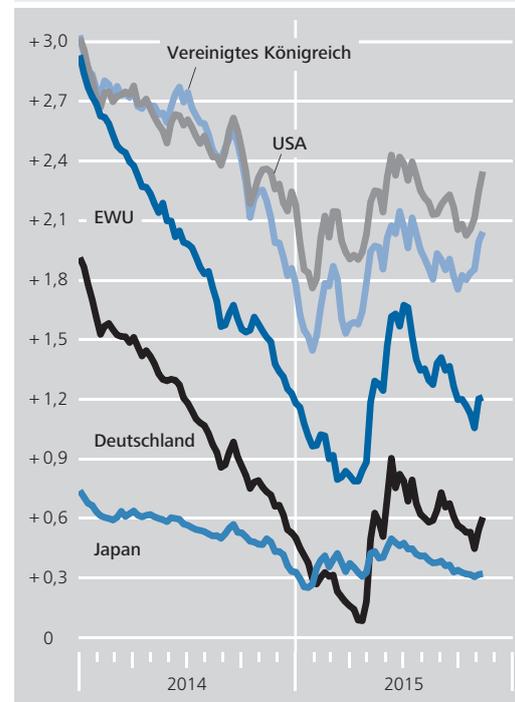
Angesichts der Unsicherheiten über die konjunkturelle Entwicklung in wichtigen Schwellenländern sind die langfristigen Renditen an den Rentenmärkten weltweit zurückgegangen. Die Entwicklung am US-Anleihemarkt ist allerdings weiterhin auch von der Frage geprägt, zu welchem Zeitpunkt die US-Notenbank ihren Leitzins anheben wird. Anfang August hatte noch eine Mehrheit der Marktteilnehmer einen ersten Zinsschritt für September erwartet. Die Federal Reserve hatte diesen jedoch mit Verweis auf die von der wirtschaftlichen Lage in den Schwellenländern ausgehenden Risiken für die US-Konjunktur nicht vorgenommen. Nach der letzten Sitzung des Offenmarktausschusses wird am Markt nun mehrheitlich ein Zinsschritt im Dezember 2015 erwartet. Im Ergebnis hat die Rendite zehnjähriger US-amerikanischer Staatsanleihen – trotz des jüngsten Anstiegs – seit Ende Juni um 5 Basispunkte auf 2,3% nachgegeben. In Japan spekulierten Marktteilnehmer vor dem Hintergrund schwächer als erwartet ausgefallener Konjunkturdaten über weitere geldpolitische Maßnahmen der Bank von Japan. Dementsprechend rentierten die zehnjährigen japanischen Staatsanleihen deutlich niedriger bei zuletzt 0,3%.

Renditen der Bundesanleihen gesunken

Auch im Euro-Raum und in Deutschland ist es seit der Jahresmitte zu rückläufigen Renditen gekommen. Im Juli hatten noch die Verhandlungen über ein drittes Hilfspaket für Griechenland Einfluss auf den Verlauf insbesondere von Bundesanleiherenditen genommen, weil Anleger zeitweise die als besonders sicher geltenden Bundeswertpapiere verstärkt nachgefragt haben. Auch die höhere Unsicherheit bezüglich der konjunkturellen Entwicklung in den Schwellenländern und die damit verbundenen Kursrückgänge an den Aktienmärkten trugen dazu bei, dass Bundesanleihen von den Marktteilnehmern als sichere Anlagen gesucht waren. Außerdem erwirbt das Eurosystem im Rahmen des erweiterten Wertpapierankaufprogramms in nennenswertem Umfang deutsche Schuld-

Renditen*) der EWU und ausgewählter Länder

% p.a., Wochendurchschnitte



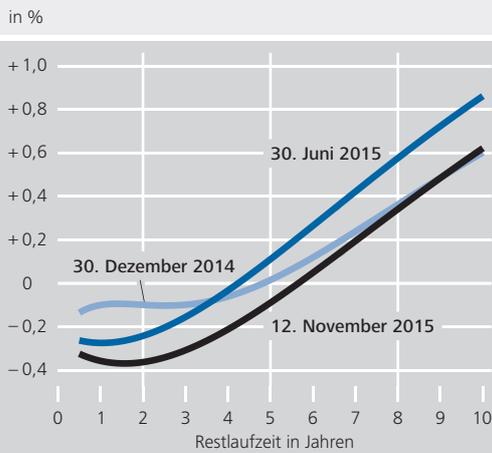
Quelle: Thomson Reuters. * Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren.
 Deutsche Bundesbank

verschreibungen, vor allem Bundesanleihen (PSPF insgesamt 92,3 Mrd € bis Ende Oktober). Im Ergebnis sanken die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen daher seit Ende Juni um 19 Basispunkte; sie lagen bei Abschluss dieses Berichts bei 0,57%. Die Unsicherheit über die Entwicklung der Renditen – gemessen anhand der impliziten Volatilität von Optionen auf den Bund-Future – ist im Ergebnis ebenfalls gesunken; sie bewegte sich zuletzt wieder unterhalb ihres Fünfjahresmittels.

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete deutsche Zinsstrukturkurve hat sich seit Ende Juni verflacht. Dies ergab sich insbesondere aus den niedrigeren Renditen im mittleren und langfristigen Laufzeitbereich. Die kurzfristigen Renditen verharrten mit bis zu –0,36% deutlich im negativen Bereich und auch unterhalb des Satzes der Einlagenfazilität. Negative Renditen waren zeitweilig wieder bis in den sechsjährigen Laufzeitbereich hinein zu beobachten. Die Marktteilnehmer scheinen also

Zinsstrukturkurve der Bundesanleihen flacher

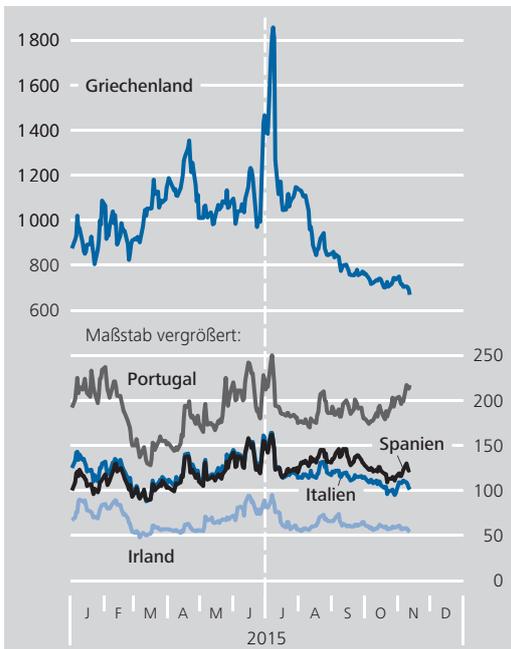
Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt*)



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

Renditedifferenzen von Staatsanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit im Euro-Raum zu vergleichbaren Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen
 Deutsche Bundesbank

noch auf längere Frist mit niedrigen Zinsen zu rechnen.

Renditedifferenzen im Euro-Gebiet gesunken

Die Renditen von Anleihen anderer EWU-Staaten haben sich ähnlich denen der Bundesanleihen entwickelt. So rentieren die mit dem Bruttoinlandsprodukt gewichteten zehnjährigen EWU-

Staatsanleihen mit 1,4% deutlich unterhalb des Wertes von Ende Juni. Zudem ist die Renditedifferenz zu Bundesanleihen seit dem Ende des zweiten Quartals um 43 Basispunkte auf 84 Basispunkte gesunken. Ein maßgeblicher Teil dieses Rückgangs erfolgte allerdings bereits Mitte Juli durch den Rückgang der griechischen Renditen nach der Einigung auf ein drittes Hilfspaket für Griechenland. Die Debatte um das Hilfspaket hat sich dabei – anders als in der Vergangenheit – nur geringfügig auf die Renditen anderer Peripherieländer ausgewirkt. Eine länderspezifische Entwicklung haben außerdem die spanischen Renditen genommen. Seitdem politische Unsicherheiten im Zusammenhang mit den vorgezogenen Parlamentswahlen in Katalonien und den landesweiten Parlamentswahlen im Dezember wieder auf die Tagesordnung traten, liegen die Renditen spanischer Anleihen höher als die italienischer Papiere.

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen bewegten sich zuletzt weiterhin nahe dem Niveau von Ende Juni: BBB-Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren rentierten bei 2,5%. Damit hat sich die Renditedifferenz zu Bundesanleihen um 15 Basispunkte ausgeweitet. Sie ist bei nichtfinanziellen Unternehmen etwas stärker gestiegen als bei finanziellen Unternehmen. In den höheren Risikoaufschlägen spiegelt sich auch, dass die konjunkturellen Aussichten in großen Schwellenländern auch für europäische Unternehmen mit Unsicherheiten verbunden sind. Ihre Finanzierungsbedingungen stellten sich aber weiterhin deutlich günstiger dar als im fünfjährigen Mittel.

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen weiter günstig

Die aus Inflationsswaps abgeleitete fünfjährige Termininflationssrate in fünf Jahren im Euro-Gebiet ist seit Ende Juni auf 1,8% gesunken (–6 Basispunkte). Auch in anderen großen Währungsräumen hat diese marktbasiertere Kennzahl für Inflationserwartungen nachgegeben. In den USA ging die Termininflationssrate um 23 Basispunkte auf 2,2% zurück, in Japan um 52 Basispunkte auf 0,8%. Somit liegt der Schluss nahe, dass eher globale als länderspezifische Faktoren ausschlaggebend für die sinken-

Termininflationssraten in großen Währungsräumen gesunken

den marktbasierter Inflationsmaße sind. Die aus Marktdaten abgeleiteten Inflationsrisikoprämien sind seit Juni weiter gesunken und verlaufen seit einiger Zeit – abhängig von der Modellspezifikation – zum Teil im negativen Bereich.

Nettoabsatz am Rentenmarkt

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im dritten Quartal 2015 auf 358½ Mrd €; es lag damit über dem Wert des Vorquartals (307½ Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis netto 32½ Mrd € begeben. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 21½ Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 54 Mrd €.

Emissionen von Unternehmensanleihen vor allem im längerfristigen Bereich

Inländische Unternehmen nutzten die günstigen Finanzmarktbedingungen und emittierten im dritten Quartal Schuldverschreibungen für per saldo 23 Mrd €. Dabei handelte es sich im Ergebnis weit überwiegend um Titel mit Laufzeiten von über einem Jahr. Das bemerkenswert hohe Emissionsvolumen ist vor allem auf eine größere Verbriefungstransaktion im September zurückzuführen, die im Unternehmenssektor verbucht wurde.

Gestiegene Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute

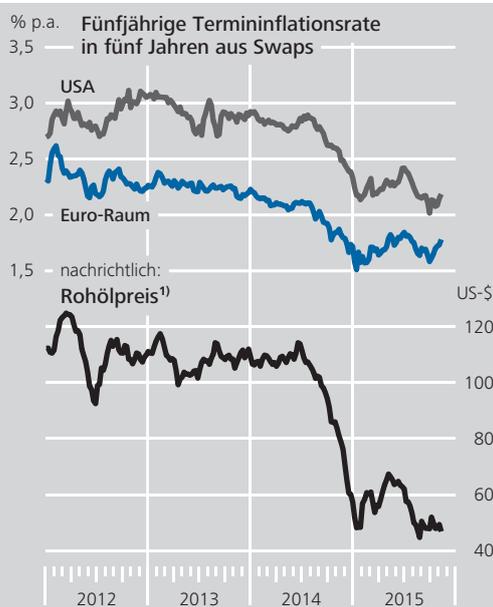
Die inländischen Kreditinstitute erhöhten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 5½ Mrd €, verglichen mit Nettotilgungen in Höhe von 18 Mrd € im zweiten Quartal. Dabei emittierten sie vor allem Hypothekendarlehen (5 Mrd €) und Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute (4½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von Öffentlichen Pfandbriefen (2½ Mrd €) sowie von flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (1 Mrd €) gegenüber.

Mittelaufnahme öffentlicher Stellen moderat

Die öffentliche Hand nahm von Juli bis September den Rentenmarkt mit 3½ Mrd € in Anspruch, verglichen mit Nettotilgungen in Höhe von 4½ Mrd € im Dreimonatsabschnitt zuvor. In diesen Zahlen sind jeweils auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthal-

Termininflationen¹⁾ im Euro-Raum und in den USA

Wochendurchschnitte



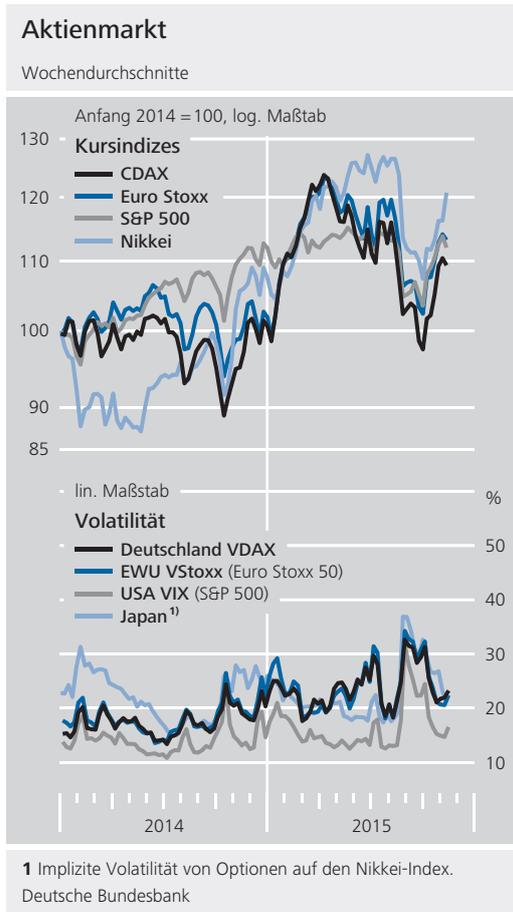
Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters und eigene Berechnungen. * Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflations-swaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten (HVPI ohne Tabakwaren für den Euro-Raum sowie CPI Urban Consumers für die USA) der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird. ¹ Barrel Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat). Deutsche Bundesbank

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2014	2015	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	19,8	16,7	72,5
Kreditinstitute	4,9	- 39,4	12,4
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	3,4	- 5,5	3,8
Deutsche Bundesbank	- 3,7	36,2	35,8
Übrige Sektoren	18,7	19,9	24,3
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	1,9	5,0	5,7
Ausländer	1,5	- 30,4	- 18,4
Aktien			
Inländer	0,2	10,2	7,0
Kreditinstitute	2,3	- 2,8	- 14,5
darunter:			
inländische Aktien	0,7	- 6,8	- 7,0
Nichtbanken	- 2,0	13,1	21,4
darunter:			
inländische Aktien	- 0,3	1,2	13,7
Ausländer	5,9	8,8	- 5,1
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	20,7	24,6	14,7
Anlage in Publikumsfonds	0,4	2,6	7,3
darunter:			
Aktienfonds	- 3,2	- 2,6	2,9

Deutsche Bundesbank



lag der Fokus bei Titeln inländischer Unternehmen. Ausländische Investoren trennten sich dagegen von deutschen Schuldverschreibungen für 18½ Mrd €; dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um Titel öffentlicher Emittenten. Offenbar geben im Ergebnis vor allem ausländische Halter Bundesanleihen ab, die dann primär von der Bundesbank erworben werden.

Im bisherigen Verlauf des zweiten Halbjahres entwickelten sich die globalen Aktienmärkte zunächst seitwärts, bevor mit der Moderation des chinesischen Wirtschaftswachstums und der durch die flexiblere Wechselkursfestlegung sichtbaren Abwertung des Renminbi eine Korrekturphase einsetzte. Deutliche Kursverluste an allen wichtigen Aktienmärkten waren mit der Sorge um geringere Wachstumsraten der großen Schwellenländer gepaart. Aber auch die Auswirkungen einer möglichen Zinserhöhung in den USA dämpften bis Mitte September die Kurserwartungen für Dividendentitel. Zeitgleich stiegen die aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten der Aktienindizes auf Werte bis in die Nähe des Krisenjahres 2011 an. Im Euro-Raum belasteten die Verhandlungen mit Griechenland die Kursentwicklung, bevor am 12. Juli eine Einigung über ein drittes Hilfspaket erzielt wurde. Nachdem auf der Septembersitzung der amerikanischen Notenbank, die von den Marktteilnehmern zu einem guten Teil eingepreiste Leitzinserhöhung ausgeblieben war und moderat ausgefallene Inflationsraten im Euro-Raum und in Japan die Spekulationen über eine weitere geldpolitische Lockerung in beiden Währungsräumen nährten, kam es allerdings wieder zu einer Aufwärtsbewegung der Aktienkurse weltweit. Zu den Kursgewinnen haben fallende Staatsanleiherenditen beigetragen, die über einen niedrigeren Diskontfaktor den Barwert zukünftiger Unternehmensgewinne erhöhten und ein Aktienengagement attraktiver machten.

Aktienmärkte weltweit erst nachgebend, dann wieder ansteigend

ten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zuzurechnen sind. Der Bund selbst emittierte vor allem Bundesobligationen (13½ Mrd €), in geringerem Umfang auch 30-jährige Anleihen (2½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von zehnjährigen Anleihen (10½ Mrd €) sowie von zweijährigen Schatzanweisungen und unverzinslichen Bubills (je 3 Mrd €) gegenüber. Die Länder begaben im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 8 Mrd €.

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt traten im dritten Quartal ausschließlich inländische Investorengruppen in Erscheinung, die Rentenwerte für 72½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Die Bundesbank erwarb – hauptsächlich im Rahmen der Ankaufprogramme – deutsche Anleihen für netto 36½ Mrd €. Inländische Nichtbanken vergrößerten ihr Rentenportfolio um 24½ Mrd €; hierbei standen ausländische Titel im Vordergrund des Kaufinteresses. Auch die heimischen Kreditinstitute kauften zinstragende Papiere, und zwar für 12½ Mrd €. Hier

Erwerb von Schuldverschreibungen vor allem durch die Bundesbank und inländische Nichtbanken

Insgesamt notierten europäische und US-amerikanische Aktien, gemessen an den marktbreiten Indizes Euro Stoxx und S&P 500, bei Ab-

Zwischenzeitliche Kursverluste im Euro-Raum mit zukünftig geringeren Dividenden und höherer Unsicherheit erklärbar

schluss dieses Berichts nahe an den Werten von Ende Juni. Japanische Dividentitel (Nikkei) verloren im gleichen Zeitraum 2,7%, auch aufgrund zuletzt verhaltener Konjunkturdaten. Im Euro-Raum waren insbesondere in Griechenland und Spanien Kursrückgänge zu beobachten. Dazu dürften die Schließung der Aktienbörse in Athen über den gesamten Juli sowie der Wahlverlust der spanischen Regierungspartei bei der Regionalwahl in Katalonien beigetragen haben. Bankaktien verzeichneten insbesondere in Griechenland, Portugal und Spanien höhere Verluste als der Gesamtmarkt. In Deutschland blieben die Kursverluste im Zuge des Abgasskandals von VW in den Auswirkungen auf den Gesamtindex begrenzt.

Sogenannte Dividenden-Futures, die zur Messung des Barwerts zukünftiger Dividenden verwendet werden können, zeigen, dass die zwischenzeitlich rückläufige Entwicklung der europäischen Aktienkurse im Einklang mit Erwartungen zurückgehender zukünftiger Dividenden und einer höheren Kursunsicherheit steht. Damit dürfte es sich bei den Kursverlusten nicht um eine spezifische Übertreibung der Marktteilnehmer gehandelt haben. Vielmehr sorgten die sich abschwächenden Wachstumsraten der großen Schwellenländer für eine erhöhte Unsicherheit über die zukünftigen Gewinne und damit auch über die Dividenden der Unternehmen.

Aktienrisikoprämie etwas gesunken

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf der Grundlage 12-monatiger Gewinnerwartungen bewegte sich zuletzt für den Euro Stoxx und für den S&P 500 mit 14,0 beziehungsweise 16,7 etwa auf dem Niveau von Ende Juni. Es lag damit beiderseits des Atlantiks noch deutlich über den jeweiligen Fünfjahresdurchschnitten, was für sich genommen auf eine relativ hohe Bewertung an den Aktienmärkten hindeutet. Bei der Beurteilung des Bewertungsniveaus müssen aber auch Veränderungen der mittelfristigen Dividendenerwartungen und des risikofreien Zinssatzes als Diskontfaktor beziehungsweise als Rendite einer Alternativanlage berücksichtigt werden. Im dritten Quartal haben die Analysten

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2014 ¹⁾		2015 ¹⁾	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj. ²⁾	
I. Leistungsbilanz	+ 53,8	+ 56,9	+ 63,2	
1. Warenhandel ¹⁾	+ 59,9	+ 69,1	+ 67,5	
2. Dienstleistungen ²⁾	- 17,1	- 8,5	- 16,2	
3. Primäreinkommen	+ 18,7	+ 3,6	+ 18,6	
4. Sekundäreinkommen	- 7,8	- 7,3	- 6,8	
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,8	+ 1,1	+ 0,7	
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 68,2	+ 76,3	+ 58,8	
1. Direktinvestition	+ 22,5	+ 3,9	+ 6,2	
Inländische Anlagen				
im Ausland	+ 19,9	+ 22,8	+ 17,1	
Ausländische Anlagen				
im Inland	- 2,6	+ 18,9	+ 10,8	
2. Wertpapieranlagen	+ 28,1	+ 52,7	+ 47,6	
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten				
Aktien ³⁾	+ 29,4	+ 27,3	+ 27,7	
Investmentfondsanteile ⁴⁾	- 0,6	+ 10,7	+ 1,4	
darunter:				
Geldmarktfondsanteile	+ 12,9	+ 8,1	+ 4,7	
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 2,5	- 1,3	+ 0,4	
darunter:				
denominiert in Euro ⁶⁾	+ 19,5	+ 11,1	+ 28,5	
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 14,9	+ 2,0	+ 22,6	
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten				
Aktien ³⁾	- 2,4	- 2,7	- 6,8	
Investmentfondsanteile	+ 1,3	- 25,4	- 19,9	
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 2,7	+ 8,7	- 5,1	
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	- 3,0	- 3,8	+ 3,7	
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 5,6	- 28,5	- 23,3	
3. Finanzderivate ⁹⁾	- 6,5	- 18,3	- 23,0	
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	+ 7,1	- 1,9	+ 4,9	
Monetäre	+ 9,5	+ 5,9	+ 2,6	
Finanzinstitute ¹¹⁾	+ 7,7	+ 14,3	+ 3,8	
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	- 28,1	+ 9,7	+ 18,1	
Staat	- 5,8	+ 6,4	- 14,5	
Bundesbank	+ 8,5	+ 4,8	+ 3,4	
5. Währungsreserven ¹³⁾	+ 33,0	- 6,6	- 3,2	
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹⁴⁾	+ 0,3	- 0,5	- 1,5	
	+ 13,6	+ 18,2	- 5,0	

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 Mitarbeiteraktienoptionen. 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 Erwerbszweck. 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.

die Dividendenerwartungen für die nächsten Jahre für den Euro Stoxx etwas nach unten angepasst, und der als Diskontfaktor verwendete risikolose Zinssatz ist gesunken. Gemäß einem Dividendenbarwertmodell, das diese Variablen berücksichtigt, lag die Aktienrisikoprämie für den Euro Stoxx zuletzt bei 8,6% und damit über dem Wert von Ende Juni. Verglichen mit dem Fünfjahresdurchschnitt (8,7%) deutet dies nicht auf eine übermäßig geringe Risikoaversion der Akteure am Aktienmarkt hin.

*Aktienemissionen und
Aktienwerb*

Inländische Unternehmen emittierten im dritten Quartal 2015 neue Aktien für 1½ Mrd €; dabei handelte es sich überwiegend um nicht börsennotierte Dividentitel. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg im Ergebnis nur geringfügig. Erworben wurden Dividendenpapiere im Ergebnis ausschließlich von inländischen Nichtbanken (21½ Mrd €), zu denen auch Kapitalanlagegesellschaften rechnen, während heimische Kreditinstitute sowie ausländische Investoren ihre Aktienportfolios um 14½ Mrd € beziehungsweise 5 Mrd € verringerten.

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtsquartal einen Mittelzufluss in Höhe von 22 Mrd €, nach einem Aufkommen von 27 Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (14½ Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds und Aktienfonds (8½ Mrd € bzw. 5½ Mrd €) neue Anteile unterbringen. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften haben im dritten Quartal 2015 im Ergebnis neue Mittel für 4½ Mrd € akquiriert. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 24 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich in erster Linie heimische Papiere. Ausländische Investoren erwarben Investmentzertifikate für 3½ Mrd €, während inländische Kreditinstitute Anteilscheine in Höhe von 1 Mrd € veräußerten.

■ Direktinvestitionen

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, welcher Mittelabflüsse im Umfang von netto 47½ Mrd € verzeichnete, ergaben sich im Bereich der Direktinvestitionen im dritten Quartal 2015 Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 6 Mrd €.

*Kapitalexporte
im Bereich
der Direkt-
investitionen*

Ausschlaggebend war die Mittelbereitstellung gebietsansässiger Unternehmen an das Ausland, die im dritten Quartal bei 17 Mrd € lag. Dabei haben die Unternehmen insbesondere ihren Bestand an Beteiligungskapital (12½ Mrd €) aufgestockt. Darüber hinaus nahmen im gleichen Zeitraum die Forderungen bei den konzerninternen Krediten um 4½ Mrd € zu; dies ist nahezu vollständig auf die Ausweitung von Finanzkrediten zurückzuführen. Alles in allem wurde fast ein Drittel der Direktinvestitionen aus Deutschland in den Niederlanden (5½ Mrd €) getätigt. Weitere wichtige Zielländer waren die Vereinigten Staaten (4 Mrd €), Luxemburg (3 Mrd €) und Österreich (2 Mrd €).

*Deutsche Direkt-
investitionen
im Ausland*

Ausländische Investoren stockten ihrerseits in den Monaten Juli bis September die Direktinvestitionsmittel in Deutschland auf (11 Mrd €). Eine wichtige Rolle spielte hierbei die Gewährung von konzerninternen Krediten (8 Mrd €), die hauptsächlich in Form von Finanzkrediten erfolgte. Zudem wurde das Beteiligungskapital in deutschen Niederlassungen um 3 Mrd € erhöht. Besonders groß war der Mittelzufluss aus Schweden (6 Mrd €); dabei haben hauptsächlich inländische Muttergesellschaften im dritten Quartal 2015 Direktinvestitionskredite von ihren schwedischen Niederlassungen erhalten. Eine gegenläufige Entwicklung war in den Transaktionen mit den Niederlanden zu verzeichnen, da inländische Direktinvestoren zuvor gewährte Direktinvestitionskredite aus dem Ausland in größerem Umfang wieder zurückgezahlt haben (5½ Mrd €).

*Ausländische
Direkt-
investitionen
im Inland*