

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte
im Zeichen des
Referendums
im Vereinigten
Königreich*

Die Unsicherheiten angesichts des Referendums im Vereinigten Königreich zum Verbleib in oder Austritt aus der Europäischen Union (EU) prägten im zweiten Quartal 2016 auch stark die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten. Zudem spielte die Geldpolitik in den Industrieländern eine wichtige Rolle, die – nicht zuletzt wegen des Votums für den Austritt und den befürchteten Abwärtsrisiken für die globale Konjunktur, die damit einhergehen könnten – weiter expansiv ausgerichtet blieb. Viele Marktteilnehmer waren von diesem Votum zwar überrascht und schichteten Portfoliomittel in sichere Anlagen um („Safe haven“-Zuflüsse). Die bei einem solchen Ausgang befürchteten Verwerfungen an den internationalen Finanzmärkten blieben aber aus. Die Renditen langfristiger Staatsanleihen in den großen Währungsräumen gaben zwar weiter nach und fielen zeitweilig auf ein historisch niedriges Niveau, so beispielsweise in Deutschland, Japan und dem Vereinigten Königreich. Spiegelbildlich hierzu reagierten überdies die Aktienmärkte zunächst mit starken Kursverlusten auf den Ausgang des Referendums. Mit der nachlassenden Unsicherheit setzte dann aber an den Renten- und vor allem an den Aktienmärkten recht zügig eine Gegenbewegung ein. Im Ergebnis notierte der Euro Stoxx zuletzt oberhalb seines Standes von Ende März 2016, und die US-Märkte konnten sogar neue Rekordstände verbuchen. Deutlich schlechter als der Gesamtmarkt entwickelten sich die europäischen Bankaktien. Hier belasteten einerseits sich verschlechternde Gewinnerwartungen, andererseits der nach wie vor hohe Bestand an notleidenden Krediten, vor allem in Italien. Die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen in der EWU verbesserten sich deutlich. Der Euro blieb in effektiver Rechnung gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner im Vergleich zum Stand Ende März 2016 nahezu unverändert. Während der Euro deutliche Kursverluste gegenüber dem Yen hin-

nehmen musste, legte er insbesondere gegenüber dem Pfund Sterling kräftig an Wert zu.

■ Wechselkurse

Der Euro büßte gegenüber dem US-Dollar seit Ende März etwas an Wert ein und fiel bis zum Ende des Berichtszeitraums auf 1,12 US-\$. Anfang Mai hatte er mit knapp 1,16 US-\$ noch auf dem höchsten Stand seit Januar 2015 notiert. Die Kursentwicklung war maßgeblich geprägt von der Unsicherheit der Marktteilnehmer über den Ausgang des Referendums im Vereinigten Königreich und dem letztlich für viele überraschenden Votum für den Austritt. Daneben sorgten sich ändernde Erwartungen hinsichtlich des künftigen geldpolitischen Kurses der US-Notenbank für spürbare Schwankungen des Euro-Dollar-Kurses.

Unter dem Einfluss einer sich aufhellenden Wirtschaftsstimmung im Euro-Raum und ausgebliebener Hinweise der US-Notenbank, die Zinsen wie von Marktteilnehmern erwartet im Juni heraufzusetzen, konnte der Euro bis Anfang Mai zunächst spürbar an Wert zulegen. In der Folgezeit wurde der Euro-Dollar-Kurs maßgeblich geprägt von wechselnden Umfrageergebnissen zum Referendum. Dabei stützten Mehrheitsverschiebungen zugunsten eines Verbleibstendenziell den Kurs des Euro, so auch unmittelbar vor dem Tag der Abstimmung am 23. Juni. Als sich am 24. Juni dann überraschend eine Mehrheit für den EU-Austritt abzeichnete, verlor die Gemeinschaftswährung stark an Wert und gab binnen eines Tages knapp 3% gegenüber dem US-Dollar nach. Offenbar werteten die Marktteilnehmer das Abstimmungsergebnis auch als eine mögliche Belastung für die Wirtschaft des Euro-Raums oder befürchteten nachteilige politische Ausstrahleffekte des Votums.

Zuletzt rückte wieder die US-Geldpolitik stärker in den Fokus der Marktteilnehmer. Nach der

*Euro nach
Votum des
Vereinigten
Königreichs für
den EU-Austritt
unter Druck, ...*

... nach US-Zinsentscheid zuletzt aber stabilisiert

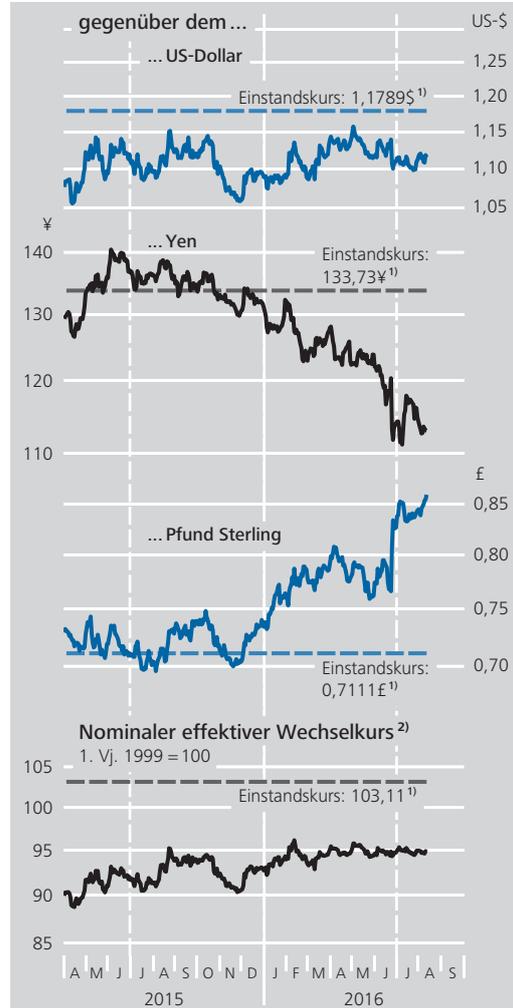
Veröffentlichung einer Reihe über den Erwartungen liegender Frühindikatoren und Konjunkturdaten für die US-Wirtschaft sowie eines überraschend guten, im August veröffentlichten Arbeitsmarktberichts für Juli stieg in den Augen der Marktteilnehmer, trotz der Unsicherheit über die Folgen eines Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU, die Wahrscheinlichkeit einer baldigen Leitzinserhöhung in den Vereinigten Staaten wieder an. Einer per saldo stärkeren Abwertung des Euro wirkte entgegen, dass die US-Notenbank Ende Juli darauf verzichtete, einen konkreten Termin für eine Leitzinserhöhung in Aussicht zu stellen und US-Produktivitätsdaten zuletzt schlechter als erwartet ausfielen. Per saldo wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar – verglichen mit dem Ende des ersten Quartals – um rund 2,0% ab.

Deutliche Verluste gegenüber Yen infolge gestiegener Unsicherheit, ...

Deutliche Verluste in Höhe von 11,6% verzeichnete die Gemeinschaftswährung gegenüber dem Yen. Ausschlaggebend hierfür war die gestiegene Unsicherheit an den Finanzmärkten, unter deren Einfluss Marktteilnehmer häufig Carry Trades auf Yen-Basis rückabwickeln, die sie zuvor in der Niedrigzinswährung eingegangen sind.¹⁾ Einer per saldo noch stärkeren Aufwertung des Yen wirkte zwischenzeitlich die mit den Wahlen zum japanischen Oberhaus aufkommende Aussicht entgegen, dass die mit Zweidrittelmehrheit bestätigte Regierung von Ministerpräsident Abe ihr Mandat nutzen könnte, um eine noch expansivere Fiskal- und Geldpolitik durchzusetzen. Das dann Ende Juli mit einem Gesamtvolumen von mehr als 28 Billionen Yen (über 248 Mrd €) vorgestellte, noch wuchtiger als erwartet ausfallende Fiskalpaket stützte darüber hinaus den Euro. Nach der Bekanntgabe der Bank von Japan, das jährliche Kaufvolumen von börsengehandelten Indexfonds auf rund 6 Billionen Yen (rd. 53 Mrd €) annähernd zu verdoppeln, wertete der Euro gegenüber dem Yen jedoch wieder ab. Offenbar blieb der Umfang dieser Maßnahmen hinter den Erwartungen der Marktteilnehmer zurück. Zuletzt notierte der Euro bei 113 Yen.

Wechselkurs des Euro

Tageswerte; log. Maßstab



Nominaler effektiver Wechselkurs²⁾

1. Vj. 1999 = 100

Einstandskurs: 103,11¹⁾



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

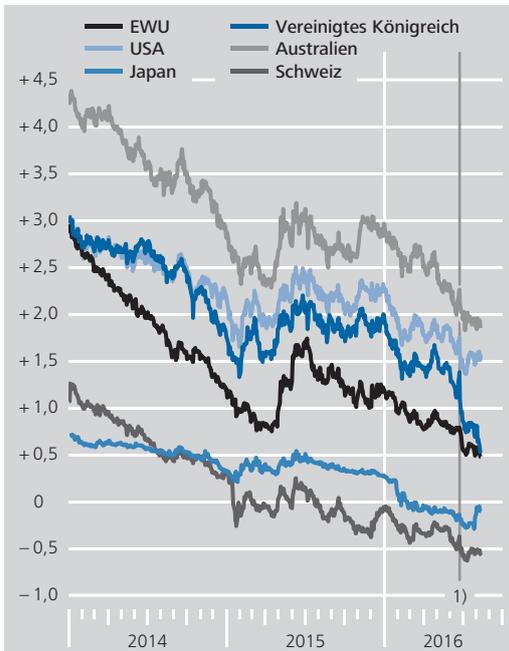
Gegenüber dem Pfund Sterling konnte der Euro dagegen deutliche Gewinne in Höhe von im Ergebnis knapp 8,7% verbuchen, nach einem Anstieg um rund 5% unmittelbar nach dem Referendum. Die britische Währung wurde noch stärker als der Euro durch das Votum für den Austritt belastet. Darin spiegelten sich auch Sorgen um den weiteren Verlauf der bis zur Mitte des zweiten Quartals robusten Konjunktur des Vereinigten Königreichs wider, für welche die Wachstumsaussichten nun eingetrübter wahr-

... dagegen spürbare Kursgewinne gegenüber dem Pfund Sterling

1 Zum Einfluss hoher Unsicherheit an den Finanzmärkten auf die Wechselkursentwicklung u. a. des Yen vgl.: Deutsche Bundesbank, Wechselkurse und Finanzstress, Monatsbericht, Juli 2014, S. 15–29.

Renditen*) der EWU und ausgewählter Länder

% p.a., Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters. * Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren. 1) Bekanntgabe der Ergebnisse des Referendums im Vereinigten Königreich zum Verbleib in oder Austritt aus der EU.

Deutsche Bundesbank

genommen wurden.²⁾ Anfang August beschloss dann die Bank of England geldpolitisch zu reagieren. Sie senkte – wie erwartet – den Leitzins um 25 Basispunkte, beschloss aber darüber hinaus überraschend, die Ankaufvolumina bei Staats- und Unternehmensanleihen über die nächsten sechs beziehungsweise 18 Monate zu erhöhen, und zwar um 60 Mrd Pfund Sterling (ca. 70 Mrd €) beziehungsweise 10 Mrd Pfund Sterling (knapp 12 Mrd €). Zudem werden Geschäftsbanken 100 Mrd Pfund Sterling (ca. 116 Mrd €) in langfristigen Refinanzierungsgeschäften zur Verfügung gestellt. Das Maßnahmenbündel sorgte für weitere Kursgewinne des Euro. Zuletzt notierte die Gemeinschaftswährung bei 0,86 Pfund Sterling.

Trotz der Verluste des Euro gegenüber dem US-Dollar und dem Yen notierte der Euro in effektiver Rechnung gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner im Vergleich zum Stand Ende März nahezu unverändert (– 0,3%). Dies ist auf spürbare Kursgewinne des

Effektiver Wechselkurs des Euro nahezu unverändert

Euro gegenüber der schwedischen Krone und vor allem dem Pfund Sterling zurückzuführen, deren gemeinsames Gewicht bei der Berechnung des effektiven Wechselkurses bei knapp 18% liegt. Der Schweizer Franken legte in seiner Funktion als „Safe haven“-Währung unmittelbar nach dem Entscheid für den Austritt kräftig zu. Gebremst wurde der Anstieg von der Schweizer Notenbank, die mitteilte, am Devisenmarkt interveniert zu haben und auch weiter aktiv zu bleiben. Per saldo notierte der Euro schließlich gegenüber dem Schweizer Franken rund 0,7% schwächer.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

An den internationalen Rentenmärkten hielt im Berichtszeitraum der Trend rückläufiger Renditen im Ergebnis weltweit an. So blieb der Renditeabstand zehnjähriger Bundesanleihen zu laufzeitgleichen US-Treasuries im Vergleich zu Ende März im Ergebnis nahezu unverändert und betrug zuletzt 1,7 Prozentpunkte zugunsten der Renditen von US-Treasuries. Zu dieser Entwicklung trug das aus Sicht der Marktteilnehmer überraschende Votum für einen Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU bei, in dessen Folge Anleger kurzfristig zugunsten internationaler Benchmark-Anleihen umdisponierten. Zudem schätzten internationale Finanzinvestoren unmittelbar nach dem Referendum die globale Konjunkturlage etwas skeptischer ein, was die Notenbanken in den großen Währungsräumen darin bestärkte, vorsichtig zu agieren und die expansive Ausrichtung der Geldpolitik beizubehalten.³⁾ Zuletzt lagen die Renditen zehnjähriger US-Treasuries mit 1,6% um 21 Basispunkte unterhalb ihres Standes von Ende März 2016. Die Zinsen zehnjähriger japanischer Staatsanleihen fielen von niedrigem Niveau aus zeitweise mit – 0,29% auf neue historische Tiefstände und schlossen zum Ende

Trend rückläufiger Anleiherenditen setzt sich fort

2 Zur konjunkturellen Entwicklung im Vereinigten Königreich siehe S. 21.

3 Zu den Maßnahmen der Bank von Japan siehe auch S. 41.

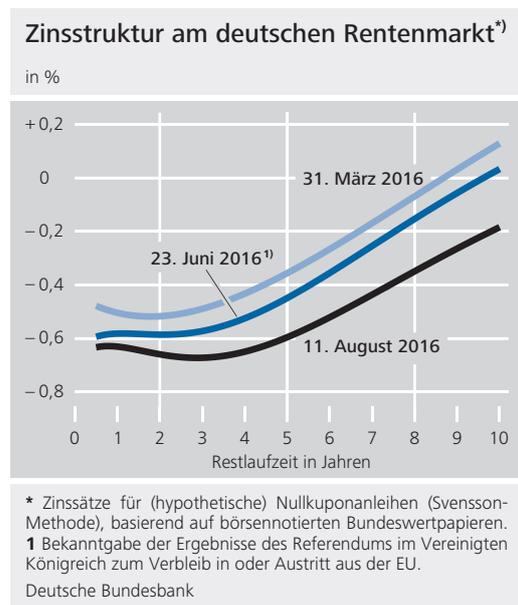
des Berichtszeitraums bei $-0,1\%$. Die Anleihen der Zentralregierung des Vereinigten Königreichs verzeichneten einen drastischen Renditerückgang von 88 Basispunkten. Zuletzt ermäßigten sie sich im Nachgang zu der geldpolitischen Entscheidung der Bank of England weiter und notierten bei $0,5\%$ auf ihrem historischen Tief.

Rendite von zehnjährigen Bundesanleihen im negativen Bereich

Die zehnjährigen Bundesanleihen rentierten im Vergleich zu Ende März 2016 29 Basispunkte niedriger und standen zuletzt bei $-0,2\%$. Mitte Juni fiel die Rendite dabei erstmalig in den negativen Bereich und erreichte zwischenzeitlich einen historischen Tiefstand von $-0,24\%$. Die Bundesanleihe zählt damit zu den wenigen Staatsanleihen unterschiedlicher Länder und Währungsräume, die aktuell in diesem Laufzeitbereich negative Renditen aufweisen. Neben dem zehnjährigen Papier des japanischen Zentralstaats, dessen Rendite erstmalig Ende Februar 2016 bis in den negativen Bereich fiel, rentieren beispielsweise auch laufzeitgleiche Staatsanleihen der Schweiz unterhalb der Nulllinie. Ihre Rendite erreichte Anfang Juli einen historischen Tiefstand von $-0,63\%$ und lag zuletzt bei $-0,6\%$. In der Währungsunion lagen zudem zehnjährige Anleihen der Niederlande zeitweise geringfügig im negativen Bereich. Die implizite Volatilität von Optionen auf den Bund-Future, die um den Referendumstermin deutlich gestiegen war, sank im Vergleich zu Ende März und lag zum Ende des Berichtszeitraums unter dem fünfjährigen Mittel. In dem Rücklauf der Volatilität kommt die aus Sicht der Marktteilnehmer nachlassende Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Anleiherenditen zum Ausdruck.

Zinsstrukturkurve der Bundesanleihen flacher

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete deutsche Zinsstrukturkurve verschob sich unter dem Einfluss der genannten Faktoren seit Ende März nach unten und verflachte im Ergebnis etwas. Bundeswertpapiere mit Restlaufzeiten von bis zu 13 Jahren lagen am aktuellen Rand im negativen Bereich, nachdem Ende März der Übergang zu negativen Renditen noch im achtjährigen Laufzeitsegment



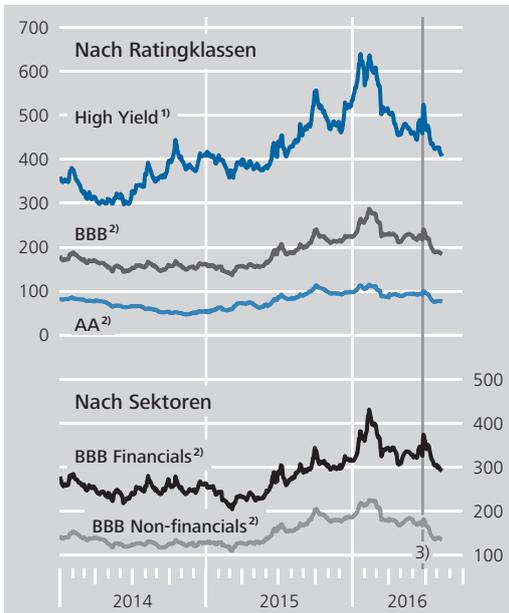
gelegten hatte. Die Renditen zweijähriger Bundeswertpapiere fielen auf $-0,7\%$. Hierin könnten sich zum Teil Markterwartungen über eine weitere Absenkung des Einlagesatzes widerspiegeln, der aktuell bei -40 Basispunkten liegt. Ein weiterer Faktor dürfte sein, dass Marktteilnehmer, die keinen Zugang zu der Einlagefazilität haben, liquide Mittel in Form kurzlaufender Papiere halten und dafür bereit sind, eine Prämie zu zahlen. Anleihen bis zu einer Laufzeit von sieben Jahren rentierten zuletzt unterhalb der durch die Einlagefazilität gezogenen Schwelle und können deshalb nach den Vorgaben des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPP) zurzeit nicht erworben werden.

Die Renditen von Anleihen anderer EWU-Staaten folgten dem breiten Markttrend und gaben überwiegend ebenfalls nach. Die vorübergehend gestiegene Unsicherheit im Umfeld des Austrittsvotums ließ zwar die Renditeabstände zur deutschen Anleihe temporär steigen. Die mit dem Bruttoinlandsprodukt gewichtete Rendite zehnjähriger EWU-Anleihen (ohne Deutschland) sank im Ergebnis aber um 33 Basispunkte und damit sogar etwas stärker als die der Benchmark-Anleihe des Bundes. Zuletzt erreichten sie einen historischen Tiefstand von $0,72\%$. Weniger stark vom allgemeinen Trend profitier-

Renditedifferenzen im Euro-Gebiet gesunken

Renditespreads von Unternehmensanleihen in der EWU³⁾

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. * Im Vergleich zu Bundeswertpapieren mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit. **1** Merrill Lynch-Index über alle Laufzeiten. **2** Jeweils iBoxx-Indizes mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit. **3** Bekanntgabe der Ergebnisse des Referendums im Vereinigten Königreich zum Verbleib in oder Austritt aus der EU.

Deutsche Bundesbank

ten die Anleihen von Italien und Portugal. Hier preisten Finanzmarktakteure länderspezifische Risiken ein. Die Renditen portugiesischer Staatsanleihen sanken zwar im zehnjährigen Bereich. Der Renditeabstand zu laufzeitäquivalenten Bundesanleihen nahm aber leicht zu. Anleiheinvestoren beurteilen offenbar die von der neuen portugiesischen Regierung beschlossenen Maßnahmen, wie die Reduzierung der Wochenarbeitszeit, die Rücknahme von Lohnkürzungen im öffentlichen Sektor sowie das Aussetzen von Privatisierungen, mit Blick auf die Schuldentragfähigkeit kritisch. Der Umgang mit dem Defizitverfahren seitens Europäischer Kommission und ECOFIN blieb hingegen ohne sichtbare Auswirkungen. Obwohl feststeht, dass die Regierungen von Portugal und Spanien gegen die europäischen Haushaltsregeln verstoßen, wurden keinen Sanktionen verhängt und die Korrekturfristen weiter verlängert. Die nicht zuletzt in der mangelhaften Umsetzung begründete unzureichende Disziplinierungswirkung des Stabilitäts- und Wachstumspakts

könnte bereits im Vorfeld eingepreist worden sein. Die Renditen italienischer Anleihen mit zehnjähriger Laufzeit fielen im Ergebnis geringfügig auf ein Niveau von 1,1%. Ausstrahleffekte von den italienischen Banken, die zum Teil Kapitalerhöhungen benötigen, auf die Finanzierungsbedingungen des Zentralstaats waren somit begrenzt. Im Ergebnis blieb die Zinsdispersion im Euro-Raum nahezu unverändert und befand sich somit weiterhin unterhalb ihres fünfjährigen Mittels. Die rückläufigen Renditen im Euro-Raum sowie der sich einengende Renditeabstand zu Bundesanleihen wurden dabei nicht durch den Rückgang von Kreditausfallrisiken getrieben. Die CDS-Prämien blieben im Vergleich zu Ende März überwiegend unverändert.

Der Markt für Unternehmensanleihen steht stark unter dem Einfluss des Anfang April 2016 beschlossenen und seit 8. Juni 2016 umgesetzten Ankaufprogramms für Wertpapiere aus dem Unternehmenssektor (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP), welches das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) erweitert. Erworben werden Schuldtitel von Unternehmen, welche die Zulassungsvoraussetzungen für notenbankfähige Sicherheiten des Eurosystems erfüllen, also Unternehmensanleihen, die nach dem Rahmenwerk des Eurosystems für Bonitätsbeurteilungen (Eurosystem Credit Assessment Framework: ECAF) mindestens ein Rating der „Investment Grade“-Güte aufweisen.⁴⁾ Nicht zugelassen sind Schuldverschreibungen von Emittenten, die der Aufsicht durch den Einheitlichen Aufsichtsmechanismus (Single Supervisory Mechanism: SSM) unterliegen, sowie deren Töchter, das heißt insbesondere Bankanleihen. Unter dem Einfluss des Ankaufprogramms verbesserten sich die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen des Realsektors seit Ende März deutlich. So sanken die Renditen nichtfinanzieller europäischer Unternehmen der Ratingklasse BBB (gemäß

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen sehr günstig

⁴ Die Notenbankfähigkeit von Sicherheiten ist im Rahmenwerk für Bonitätsbeurteilungen, dem sog. ECAF geregelt. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Das Common Credit Assessment System zur Prüfung der Notenbankfähigkeit von Wirtschaftsunternehmen, Januar 2015, S. 35–48.

dem Durchschnittsrating der Agenturen Fitch, Moody's and Standard & Poor's) mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren um 70 Basispunkte auf ein rekordtiefes Niveau von gut 1,0%.⁵⁾ Das Fünfjahresmittel liegt mit 2,8% deutlich darüber. Die Zinsaufschläge zu laufzeitäquivalenten Bundesanleihen engten sich ebenfalls ein, und zwar um 42 Basispunkte auf 136 Basispunkte. Hier wurde das Fünfjahresmittel um über 50 Basispunkte unterschritten. Die Kurse von Unternehmensanleihen entwickelten sich damit seit März besser als die von Aktien und Bundesanleihen. Zudem ging der Rückgang der Renditen von Unternehmensanleihen nicht mit gesunkenen Kreditausfallrisiken einher. Diese fielen – gemessen an den Prämien europäischer Kreditausfall-Swaps (itraxx-Index) für den nichtfinanziellen Sektor – nur geringfügig. Zusammengefasst spricht das für ein hohes Bewertungsniveau in diesem Marktsegment. Außerdem gibt es Anzeichen dafür, dass sich die Liquiditätssituation am Markt für Unternehmensanleihen – gemessen an den Transaktionskosten – verschlechterte. Bei finanziellen Unternehmen der EWU verbesserten sich die Finanzierungsbedingungen ebenfalls: Die Renditen finanzieller europäischer Unternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren sanken im Berichtszeitraum um 79 Basispunkte auf zuletzt 2,6%.⁶⁾ Der Zinsaufschlag zu laufzeitäquivalenten Bundesanleihen engte sich im Ergebnis um 51 Basispunkte ein. Der Kursverfall von Aktien von Unternehmen des Finanzsektors der EWU übertrug sich somit nicht auf den Markt für Bankanleihen. Lediglich im Umfeld des Referendums weitete sich der Renditeabstand um gut 40 Basispunkte aus. Inzwischen hat sich der Spread aber wieder zurückgebildet.

Termininflationen im Euro-Raum gesunken

Die aus Inflationsswaps abgeleitete fünfjährige Termininflationenrate in fünf Jahren im Euro-Gebiet ist seit Ende März 2016 im Ergebnis um 9 Basispunkte zurückgegangen und liegt derzeit bei gut 1,3%. Anfang Juni waren die markt-basierten Inflationserwartungen zunächst leicht angestiegen, bevor sie dann unmittelbar nach dem Votum für den Austritt zwischenzeitlich

Termininflationen^{*)} und Inflationserwartungen im Euro-Raum

in %, Wochendurchschnitte



Quellen: Thomson Reuters, Consensus Economics und eigene Berechnungen. * Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationenraten (HVPI ohne Tabakwaren) der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird.

Deutsche Bundesbank

auf 1,25% nachgaben. Auffällig ist dabei, dass die umfragebasierten Inflationserwartungen, die den Jahresdurchschnitt in sechs bis zehn Jahren erfassen, während des gleichen Zeitraums nahezu unverändert blieben.⁷⁾ In der Differenz zwischen den markt-basierten und den umfragebasierten Werten kommt dabei – neben beispielsweise möglichen Liquiditätsprämien oder Verzerrungen aufgrund von Marktsegmentierungen – auch die Inflationrisikoprämie zum Ausdruck, die seit einiger Zeit negativ ist. Ein Grund für das zuletzt beobachtete Sinken des Indikators liegt in dem starken Renditerückgang der zehnjährigen Benchmark-Anleihe des Bundes, die besonders stark von „Safe haven“-Zuflüssen betroffen ist. Gleichzeitig sind fünfjährige Anleihen wegen ihrer zu geringen Rendite gegenwärtig nicht für Ankäufe

5 Quelle: Jeweils iBoxx-Indices („financials“, „non financials“) mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit.

6 Siehe Fußnote 4 auf S. 44.

7 Quelle: Consensus Economics, Consensus Forecasts, Jahresdurchschnitt in sechs bis zehn Jahren.

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2015		2016	
	2. Vj.	1. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
Schuldverschreibungen				
Inländer	16,5	54,6	64,7	
Kreditinstitute	- 39,4	5,5	- 19,7	
darunter:				
ausländische Schuldverschreibungen	- 5,5	9,3	- 5,8	
Deutsche Bundesbank	36,2	38,3	50,8	
Übrige Sektoren	19,7	10,8	33,6	
darunter:				
inländische Schuldverschreibungen	5,5	- 16,1	5,8	
Ausländer	- 30,9	11,9	- 24,3	
Aktien				
Inländer	10,5	7,8	12,0	
Kreditinstitute	- 2,8	- 9,4	1,9	
darunter:				
inländische Aktien	- 6,8	- 6,9	0,8	
Nichtbanken	13,3	17,3	10,1	
darunter:				
inländische Aktien	1,1	8,6	5,1	
Ausländer	8,9	- 1,5	- 5,2	
Investmentzertifikate				
Anlage in Spezialfonds	24,6	27,1	19,8	
Anlage in Publikumsfonds	2,6	5,7	6,1	
darunter:				
Aktienfonds	- 2,6	- 0,9	0,8	

Deutsche Bundesbank

deutschen Markt unter. Am deutschen Rentenmarkt stieg der Umlauf im Berichtszeitraum somit im Ergebnis um 40½ Mrd €.

Die inländischen Kreditinstitute erhöhten im zweiten Quartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 14 Mrd € (nach 23½ Mrd € im ersten Quartal). Emittiert wurden vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute (17 Mrd €), in geringerem Umfang aber auch flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen (6½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von Öffentlichen Pfandbriefen sowie von Hypothekendarlehen in Höhe von 6½ Mrd € beziehungsweise 3 Mrd € gegenüber.

Gestiegene Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute

Die öffentliche Hand emittierte im Berichtsquartal Anleihen für netto 3½ Mrd €, verglichen mit Nettotilgungen in Höhe von 2 Mrd € im Quartal zuvor; diese Zahlen beinhalten auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken, die statistisch dem öffentlichen Sektor zuzurechnen sind. Der Bund selbst emittierte vor allem unverzinsliche Bubiills (8 Mrd €), in geringerem Umfang auch 30-jährige Anleihen (2 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von Bundesobligationen sowie von zehnjährigen Anleihen in Höhe von 6 Mrd € beziehungsweise 3 Mrd € gegenüber. Die Länder und Gemeinden tilgten im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für ½ Mrd €.

Nettoemissionen der öffentlichen Hand

des Eurosystems zugelassen, wodurch der Renditerückgang bei fünfjährigen Anleihen im Vergleich zu zehnjährigen Anleiherenditen gedämpft ausfällt. Im Ergebnis könnten die Terminzinsen im Laufzeitbereich zwischen fünf und zehn Jahren und damit mittelbar die Termininflationserwartungen verzerrt sein. Für diese These spricht zumindest der Verlauf der Termininflation, die mit dem Votum des Vereinigten Königreichs für den EU-Austritt zunächst stark sank, bevor sie sich mit dem Abflauen der Unsicherheit wieder leicht erhob.

Inländische Unternehmen begaben im zweiten Quartal Schuldverschreibungen für per saldo 1½ Mrd €. Dabei handelte es sich im Ergebnis weit überwiegend um Titel mit Laufzeiten von über einem Jahr. Die Nettoemissionen waren im Ergebnis ausschließlich auf nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen (4½ Mrd €), während Sonstige Finanzinstitute Anleihen netto tilgten (- 3 Mrd €). Eine Belebung der Emissionstätigkeit nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften am deutschen Markt, deren Anleihen im Rahmen des nun angelaufenen CSPP vom Eurosystem angekauft werden können, zeigt sich in den Zahlen bisher nicht.

Gestiegene Kapitalmarktverschuldung der Unternehmen

Nettoemissionen am deutschen Rentenmarkt

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im zweiten Quartal 2016 auf 332½ Mrd €; es lag somit etwas unter dem Wert des Vorquartals (367 Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis 18½ Mrd € emittiert. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 21½ Mrd € am

*Erwerb von
 Schuldver-
 schreibungen*

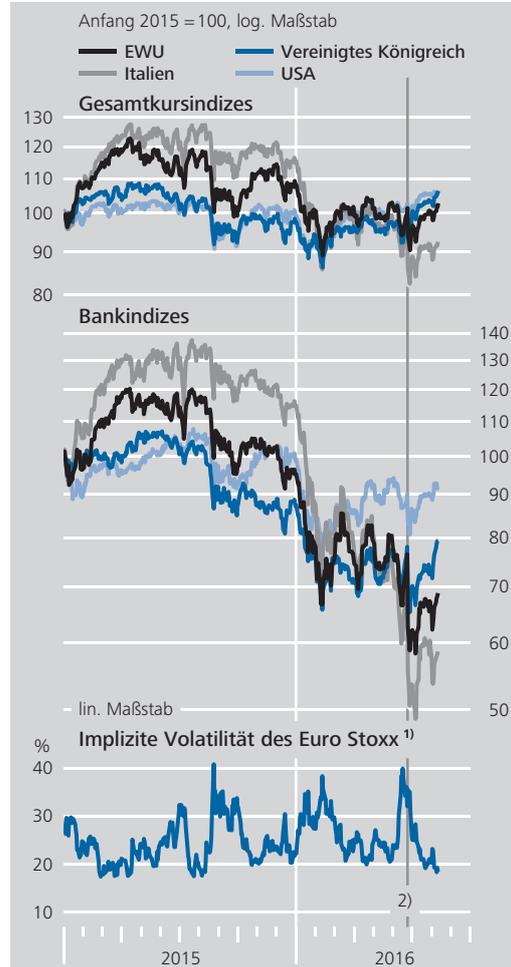
Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt trat im zweiten Quartal vor allem die Bundesbank in Erscheinung, die im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems Rentenwerte für 51 Mrd € erwarb, zum überwiegenden Teil Titel inländischer öffentlicher Emittenten (49½ Mrd €). Heimische Nichtbanken erwarben Schuldverschreibungen für 33½ Mrd €. Dabei standen ausländische Titel stark im Fokus des Anlageinteresses (28 Mrd €). Hingegen trennten sich ausländische Investoren sowie heimische Kreditinstitute von Rentenwerten für per saldo 24½ Mrd € beziehungsweise 19½ Mrd €.

*Internationale
 Aktienmärkte
 unter dem
 Einfluss des
 Referendums
 im Vereinigten
 Königreich*

Die internationalen Aktienmärkte entwickelten sich unter starken Schwankungen insgesamt gesehen positiv. Der marktbreite britische Aktienindex FTSE 350 und der S&P500 in den USA legten seit Ende März deutlich zu (FTSE 350: +10,8% bzw. S&P500: +6,1%) und notierten zuletzt nahe bei beziehungsweise auf historischen Höchstständen. Weniger deutlich stiegen zwar der deutsche CDAX und der breit gefasste Euro Stoxx Index an, mit 5,3% beziehungsweise 2,2% erreichten sie aber gegen Ende des Berichtszeitraums ein Jahreshoch beziehungsweise notierten nur knapp darunter. Lediglich der weitgefaste Aktienindex in Japan (Nikkei 225) blieb im Ergebnis nahezu unverändert. Stark beeinflusst wurde der Verlauf der Aktienkurse im zweiten Quartal vom Referendum im Vereinigten Königreich. Die Ungewissheit über dessen Ausgang und die Folgen eines etwaigen Austritts für die globale Konjunktur führten schon im Vorfeld der Abstimmung zu starken Marktschwankungen. Schließlich setzte sich aber die Erwartung durch, dass sich eine Mehrheit für einen Verbleib in der EU aussprechen werde. Entsprechend deutlich fielen die unmittelbaren Kursverluste nach dem Entscheid für einen Austritt aus der EU aus. Zu den befürchteten Marktverwerfungen kam es indes nicht. Nach den ersten, kräftigen Kursabschlägen in einem sehr volatilen Marktumfeld setzte bei rückläufiger Unsicherheit recht zügig eine Gegenbewegung ein. Bei Abschluss dieses Berichts haben alle großen Indizes ihre nach dem Referendum erlittenen Verluste wieder auf-

Aktienmarkt

Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. **1** Erwartete zukünftige Volatilität, berechnet aus Preisen von Optionen auf den Euro Stoxx. **2** Bekanntgabe der Ergebnisse des Referendums im Vereinigten Königreich zum Verbleib in oder Austritt aus der EU.
 Deutsche Bundesbank

geholt. Selbst der breite britische Aktienindex FTSE 350 stieg seit seinem Einbruch nach der Volksabstimmung um 12,3%, was allerdings für einen in Euro kalkulierenden Investor angesichts der spürbaren Euro-Aufwertung von +8,7% deutlich geringere Gewinne bedeutet. Gestützt wurden die Kurse von der Aussicht auf eine weiterhin expansive Geldpolitik und einer Reihe guter Fundamentalfaktoren, wie beispielsweise einer bislang besser als von den Analysten erwartet verlaufenden Unternehmensberichtsaison in den USA. In Japan trugen zudem die zuletzt angekündigten wirtschaftspolitischen Maßnahmen dazu bei, den dortigen breiten Aktienindex wieder zu festigen.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2015	2016	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj. p)
I. Leistungsbilanz	+ 58,5	+ 64,7	+ 73,1
1. Warenhandel ¹⁾	+ 69,4	+ 64,4	+ 78,2
2. Dienstleistungen ²⁾	- 5,9	- 5,7	- 5,2
3. Primäreinkommen	+ 2,1	+ 19,4	+ 4,5
4. Sekundäreinkommen	- 7,1	- 13,5	- 4,4
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 1,1	- 0,4	+ 1,6
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 72,8	+ 22,7	+ 58,3
1. Direktinvestition	+ 3,1	+ 3,8	- 16,1
Inländische Anlagen im Ausland	+ 18,5	+ 30,7	+ 12,2
Ausländische Anlagen im Inland	+ 15,5	+ 26,9	+ 28,3
2. Wertpapieranlagen	+ 52,7	+ 41,1	+ 65,8
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 26,9	+ 47,2	+ 34,2
Aktien ³⁾	+ 10,7	+ 1,3	+ 4,6
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 8,5	+ 9,7	+ 7,8
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	- 1,3	+ 6,2	- 1,3
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 11,0	+ 31,2	+ 26,5
darunter:			
denominiert in Euro ⁶⁾	+ 1,4	+ 24,7	+ 17,7
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 3,4	+ 5,0	- 4,8
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 25,8	+ 6,1	- 31,6
Aktien ³⁾	+ 8,8	- 3,0	- 5,5
Investmentfondsanteile	- 3,6	- 2,8	- 1,8
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 28,6	- 6,4	- 31,9
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	- 18,7	- 10,2	- 39,3
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 2,3	+ 18,3	+ 7,6
3. Finanzderivate ⁹⁾	+ 5,9	+ 4,9	+ 4,0
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	+ 11,6	- 28,4	+ 3,9
Monetäre			
Finanzinstitute ¹¹⁾	+ 9,7	- 29,8	- 29,9
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	+ 3,3	- 8,9	- 3,6
Staat	+ 4,5	- 0,6	- 4,4
Bundesbank	- 5,9	+ 10,9	+ 41,9
5. Währungsreserven ¹³⁾	- 0,5	+ 1,2	+ 0,8
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹⁴⁾	+ 13,2	- 41,5	- 16,3

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 nicht-finanzielle 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.

Deutsche Bundesbank

Der Kursverlauf europäischer Bankaktien blieb über den gesamten Berichtszeitraum hinter der Entwicklung des Gesamtmarkts zurück. Darin spiegeln sich die gesunkenen Gewinnaussichten wider, die sich für Banken seit Ende März – also auch schon deutlich vor dem Referendum – unterdurchschnittlich entwickelten: So revidierten die Analysten Umfragen zufolge (IBES) das für das Jahr 2017 erwartete Dividendenwachstum europäischer Banken zwischen März und August um 10,6% nach unten, während die Erwartungen über das Dividendenwachstum aller im Euro Stoxx enthaltenen Unternehmen nur um 3,3% gesenkt wurden. Vor der Veröffentlichung des EBA-Stresstests standen die Bewertungen der europäischen Banken auch im Zeichen der Unsicherheit über möglichen weiteren Kapitalbedarf. Hinzu kam mit Blick auf einige Banken aus Staaten der EWU-Peripherie die Sorge über den Bestand notleidender Kredite. Nach der Bekanntgabe der Stresstestergebnisse gerieten Finanztitel weiter unter Druck. Zwar zeigte sich, dass im simulierten EBA-Stressszenario die Banken überwiegend ausreichend mit Kapital versorgt sind. In den Fokus der Aufmerksamkeit rückten aber nun wieder strukturelle Faktoren, wie die Ertragslage der Banken, die Anleger auch vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds insgesamt als schwach einschätzen, künftige Geschäftsmodelle oder der Bestand an bilanziellen Altlasten. In Italien machten sich zudem Befürchtungen breit, dass die notwendige Kapitalerhöhung für eine italienische Großbank, die von einem Bankenkonsortium organisiert werden soll, Belastungen für andere italienische Institute mit sich bringen könnte. Im Ergebnis notierten europäische Banken bei Berichtsschluss 8,8% niedriger als Ende des ersten Quartals, verglichen mit Kursgewinnen in Höhe von 7,2% für die US-Banken.

Bankaktien besonders belastet

Im Vorfeld des Referendums stieg die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Kursentwicklung deutlich an und erreichte gemessen an den aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten der Aktienindizes Mitte Juni in Deutschland und der EWU neue Jahreshöchst-

Kursunsicherheit zunächst gestiegen, danach jedoch zurückgebildet

stände, die sich dann aber wieder recht zügig zurückbildeten. Die Risikoprämien des europäischen und deutschen Aktienindex veränderten sich indes im Ergebnis über den gesamten Berichtszeitraum kaum.

*Mittelaufnahme
am Aktienmarkt
und Aktien-
erwerb*

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im zweiten Vierteljahr weiterhin verhalten. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für ½ Mrd €. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg im gleichen Zeitraum um 6 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere in erster Linie von heimischen Nichtbanken (10 Mrd €), aber auch von inländischen Kreditinstituten (2 Mrd €). Hingegen trennten sich ausländische Investoren von heimischen Dividendenwerten in Höhe von 5 Mrd €.

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtsquartal einen Mittelzufluss in Höhe von 26 Mrd €, nach einem Aufkommen von 33 Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (20 Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds (9½ Mrd €), aber auch Rentenfonds (5 Mrd €), Offene Immobilienfonds (4 Mrd €) und Dachfonds (3½ Mrd €) neue Anteile unterbringen. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften konnten im zweiten Quartal 2016 im Ergebnis neue Mittel für 8 Mrd € akquirieren. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 33½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich in erster Linie heimische Papiere. Inländische Kreditinstitute erwarben Investmentzertifikate für 2 Mrd €, während ausländische Investoren Anteilscheine für 2 Mrd € veräußerten.

■ Direktinvestitionen

Im Unterschied zum grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im zweiten Quartal

2016 per saldo Mittelabflüsse im Umfang von 66 Mrd € verzeichnete, ergaben sich im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalimporte, und zwar in Höhe von 16 Mrd €.

*Kapitalimporte
im Bereich
der Direkt-
investitionen*

Das Direktinvestitionsengagement in Deutschland ansässiger Unternehmen im Ausland lag im zweiten Quartal 2016 bei 12 Mrd €. Heimische Investoren stockten vor allem das Beteiligungskapital auf (11½ Mrd €). Hierbei dominierten die grenzüberschreitend getätigten Neuanlagen (9½ Mrd €). Die Forderungen im Kreditverkehr nahmen per saldo hingegen nur leicht zu (½ Mrd €). Der Gewährung von Handelskrediten (3 Mrd €) standen Rückzahlungen bei den Finanzkrediten (2½ Mrd €) gegenüber. Aufgeschlüsselt nach Regionen zeigt sich, dass im Berichtszeitraum hiesige Unternehmen dem Betrag nach größere Investitionen in Luxemburg (3 Mrd €), in der Schweiz (2 Mrd €) und in Belgien (1½ Mrd €) tätigten.

*Heimische
Direkt-
investitionen
im Ausland*

Ausschlaggebend für die Gesamtentwicklung der Direktinvestitionen im zweiten Quartal 2016 war die relativ kräftige Mittelbereitstellung gebietsfremder Eigner an verbundene Unternehmen in Deutschland, in der Höhe von 28½ Mrd €. Durch konzerninterne Kreditdispositionen nahmen die Forderungen ausländischer Investoren gegenüber den verbundenen Unternehmen in Deutschland per saldo um 23½ Mrd € zu. Dies erfolgte fast ausschließlich über die Gewährung von Finanzkrediten an inländische Gesellschaften (23 Mrd €). Ausländische Anleger stockten außerdem ihr Beteiligungskapital um 5 Mrd € auf. Der Löwenanteil entfiel dabei auf Neuanlagen (4½ Mrd €). Daneben reinvestierten ausländische Unternehmen ihre Gewinne im Inland (1 Mrd €). Größere Beträge flossen heimischen Unternehmen aus Luxemburg (9 Mrd €), den Niederlanden (6 Mrd €) und dem Vereinigten Königreich (3 Mrd €) zu. Dies erfolgte hauptsächlich über eine Ausweitung von Finanzkrediten an inländische Muttergesellschaften.

*Ausländische
Direkt-
investitionen
in Deutschland*