

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte nach Abklingen des „Brexit-Schocks“ im Zeichen der Geldpolitik und des Ausgangs der US-Präsidentschaftswahl*

Zur Jahresmitte 2016 standen die Finanzmärkte im Zeichen der Referendumsentscheidung für einen Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU. Die Sorge vor einem wirtschaftlichen Einbruch vor allem im Vereinigten Königreich selbst, der aber auch Auswirkungen auf andere Länder hätte, und die damit verbundene Erwartung einer langfristig lockeren Geldpolitik drückten die Aktienkurse und die Renditen von Staatsanleihen. Über den Sommer hinweg materialisierten sich diese anfänglichen Befürchtungen allerdings nicht, sodass sich die Märkte im Laufe des dritten Quartals erholten. Gegen Ende des Berichtszeitraums dominierten dann die Erwartungen über die künftige Geldpolitik beiderseits des Atlantiks die Entwicklung der Renditen; zudem beeinflusste der für viele Beobachter überraschende Ausgang der US-Präsidentschaftswahl die Finanzmärkte. Vor dem Hintergrund anziehender Inflationsraten und solider Wirtschaftszahlen kommt in dem Anstieg der Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen (+84 Basispunkte auf 2,3%) und laufzeitgleicher Bundeswertpapiere (+37 Basispunkte auf 0,2%) die gestiegene Erwartung einer Leitzinserhöhung in der Dezembersitzung des Offenmarktausschusses der amerikanischen Notenbank sowie einer expansiveren Fiskalpolitik in den USA zum Ausdruck. Die Entwicklung der Finanzmärkte in Japan wurde hingegen durch die im September beschlossene Strategieänderung der japanischen Zentralbank dominiert. So soll nicht nur ein zukünftiges temporäres Überschießen der Inflation über das ursprüngliche Ziel von 2% hinaus in Kauf genommen, sondern überdies fortan die Rendite zehnjähriger Anleihen um die Nulllinie stabilisiert werden. Ein deutlicher Renditeanstieg in Japan blieb deshalb seit Ende Juni aus. Der Wechselkurs des Euro blieb in effektiver Rechnung seit dem Beginn des zweiten Halbjahres per saldo unverändert. Der Aufwertung gegenüber dem Pfund Sterling, die im Zusammen-

hang mit dem Referendumsentscheid und den nachfolgenden geldpolitischen Maßnahmen der Bank von England stand, wirkten Kurseinbußen gegenüber anderen Währungen entgegen.

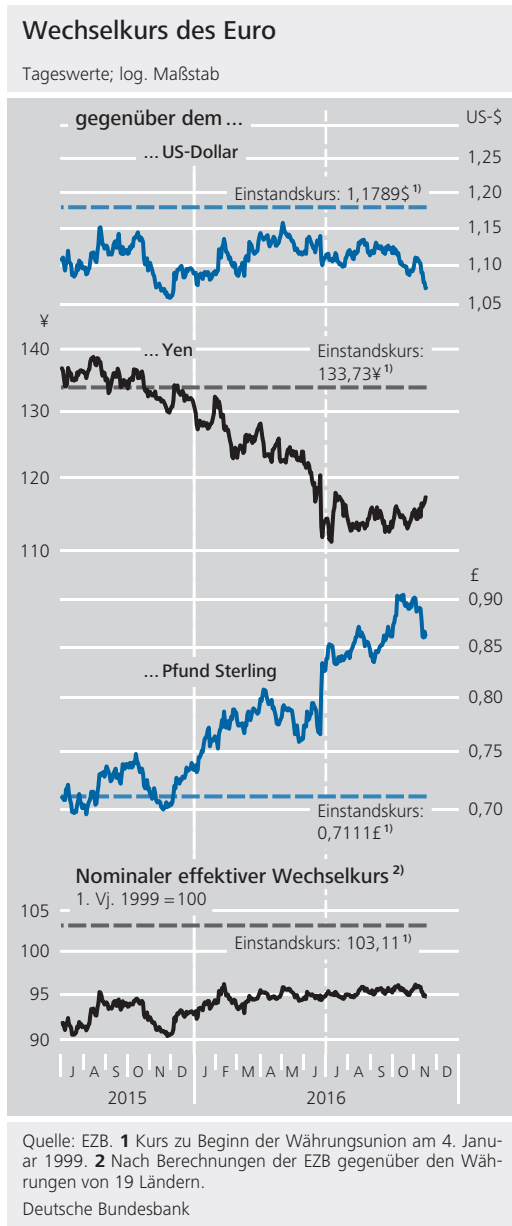
### ■ Wechselkurse

Der Euro verzeichnete gegenüber dem US-Dollar seit dem Beginn des dritten Quartals 2016 einen Kursverlust von 3,5%. Noch Mitte August stand er bei einem Kurs von 1,13 US-\$. Zu dieser Zeit erweckten verschiedene Aussagen von Mitgliedern des Offenmarktausschusses der Federal Reserve bei einigen Marktteilnehmern den Eindruck, es könne schon im September zu einer Leitzinsanhebung in den USA kommen. Dies brachte den Euro gegenüber dem US-Dollar etwas unter Druck. Anfang September verflüchtigten sich die Zinssteigerungserwartungen aber wieder, nachdem amerikanische Konjunkturindikatoren die Märkte enttäuscht hatten. Infolgedessen erholte sich der Euro wieder ein wenig.

*Euro verliert gegenüber US-Dollar per saldo an Wert*

Von Ende September an büßte der Euro allerdings erneut sukzessive an Wert ein, als der Wirtschaftsausblick in den USA sich zunehmend aufhellte. Dazu trugen neben der Aufwärtsrevision des Wirtschaftswachstums im zweiten Quartal ein überraschender Anstieg bei den Auftragseingängen in der Industrie sowie eine unerwartet kräftige Erholung bei den Einkaufsmangerindizes bei. In diesem Zusammenhang stieg auch die Wahrscheinlichkeit an, die der Markt einer Leitzinsanhebung der amerikanischen Zentralbank im Dezember zumisst. So nahm auch der Zinsvorsprung der USA gegenüber dem Euro-Raum sowohl im kurz- wie auch im langfristigen Laufzeitbereich zu, was die Euro-Abwertung unterstützte. Der amerikanische Zinsvorsprung bei der Umlaufrendite zehnjähriger Staatsanleihen engte sich Ende Oktober aber vorübergehend wieder ein, was

*Euro-US-Dollarkurs von Erwartungen über die US-Geld- und Fiskalpolitik bestimmt*



dem Euro erneut Auftrieb verlieh. Nach dem für viele Beobachter überraschenden Ausgang der US-Präsidentschaftswahl spekulierten Marktteilnehmer darauf, es könnten im kommenden Jahr umfangreiche schuldenfinanzierte Staatsausgabenprogramme beschlossen werden. Der daraufhin einsetzende kräftige Renditeanstieg in den USA setzte den Euro unter Abwertungsdruck. So notierte er gegenüber dem US-Dollar zuletzt bei 1,07 US-\$.  
 Der Kurs des Euro zum Yen tendierte im Berichtszeitraum uneinheitlich. Von Mitte Juli an war der Euro gegenüber dem Yen etwa einen Monat lang zunächst von einer Schwächephase

*Euro zum Yen  
 per saldo etwas  
 stärker*

gekennzeichnet. Diese Entwicklung kam zu einem Stillstand, als sie von Regierungsvertretern mit Worten kommentiert wurde, die vom Markt als Warnung vor Markteingriffen interpretiert wurden. Ende August wurde bekannt, dass die Inflationsrate Japans im Juli auf einem sehr geringen Niveau verblieben war. In der Folge betonte der japanische Notenbankgouverneur, es bestehe weiterhin ein großer Spielraum für zusätzliche geldpolitische Lockerungsmaßnahmen. Die daraus resultierende Euro-Aufwertung kam allerdings bald wieder zum Erliegen, als die Unsicherheit über die geldpolitischen Absichten der Bank von Japan nicht abebbte. In der Folge setzten sich, auch nach dem Beschluss der Zentralbank, die japanische Zinsstruktur steuern zu wollen, die Schwankungen des Euro-Yen-Kurses fort, ohne dass eine der beiden Währungen nachhaltig an Wert gewann. Gegen Ende des Berichtszeitraums notierte der Euro bei 117 Yen, 2,7% stärker als zu Beginn des dritten Quartals 2016.

Seit dem Referendumsvotum des Vereinigten Königreichs für einen Austritt aus der EU Ende Juni hat das Pfund Sterling – auch gegenüber dem Euro – zeitweise massiv an Wert verloren. Mitte Oktober wurde im gewichteten Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner – abgesehen von zwei Tagen Ende 2008 auf dem Höhepunkt der Finanzkrise – der niedrigste effektive Kurs seit dem Beginn entsprechender Berechnungen im Jahr 1972 festgestellt. Im Anschluss an einen ersten Aufwertungsschub unmittelbar nach dem Referendum notierte der Euro zu Beginn des zweiten Halbjahres bereits bei 0,83 Pfund. Nachdem die britische Notenbank Anfang August den Leitzins gesenkt und ihre Wertpapierkäufe wieder aufgenommen hatte, setzte der Euro die Aufwärtsbewegung fort. Bei einem Stand von 0,87 Pfund kam es jedoch Mitte August zu einer drei Wochen anhaltenden Kurskorrektur. Sie wurde von einer Reihe unerwartet günstig ausgefallener britischer Konjunkturdaten getragen, die am Markt den Eindruck verfestigten, die Austrittsentscheidung habe zumindest kurzfristig keine negativen realwirt-

*Zeitweise  
 massive Kurs-  
 gewinne des  
 Euro gegenüber  
 dem Pfund  
 Sterling*

schaftlichen Folgen. So überraschten Arbeitsmarkt- und Einzelhandelsdaten, Umfrageergebnisse zum Verbrauchervertrauen sowie Einkaufsmanagerindizes positiv.

*Kurssprung  
 des Pfund*

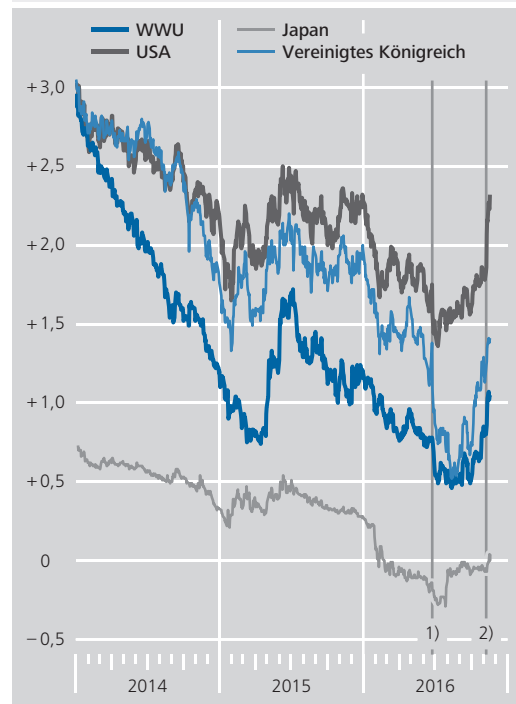
Der September war dann aber von einer weiteren Phase der Euro-Stärke gegenüber dem Pfund Sterling geprägt. Dies mag anfangs mit überraschend schwachen Zahlen zur Produktion im britischen Verarbeitenden Gewerbe im Zusammenhang gestanden haben. Später belasteten vor allem Befürchtungen das Pfund, der fortgesetzte uneingeschränkte Zugang zu den Märkten der EU könnte bei den Verhandlungen zum EU-Austritt bei den britischen Verhandlungsführern keine Priorität genießen. Als Anfang Oktober eine Rede der britischen Premierministerin, in der gleichzeitig erstmals auch ein Datum für den Beginn der Austrittsverhandlungen genannt wurde, diese Befürchtungen zu bestätigen schien, beschleunigte sich die Aufwertung des Euro. Am frühen Morgen des 7. Oktober 2016 sackte das Pfund Sterling im asiatischen Handel sogar innerhalb kürzester Zeit merklich ab. Eine Gegenbewegung korrigierte zwar in der Folge rasch den Kurssprung; der Euro-Referenzkurs des Pfund wurde dennoch 2,3% höher festgesetzt als am Vortag. Als Anfang November gerichtlich entschieden wurde, dass das britische Parlament der offiziellen Einleitung der Verhandlungen über einen Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU zustimmen müsse, entfachte dies am Markt Hoffnungen auf eine wirtschaftsfreundlichere Verhandlungsstrategie des Vereinigten Königreichs. Dies brachte den Euro-Pfund-Kurs merklich unter Druck. Daher stand die Gemeinschaftswährung zuletzt wieder bei 0,86 Pfund Sterling, was einer Aufwertung von 4,1% seit Ende Juni entspricht.

*Effektiver Euro  
 unverändert*

In effektiver Rechnung gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner blieb der Wert des Euro seit Beginn des zweiten Halbjahres per saldo unverändert ( $\pm 0,0\%$ ). Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund der starken Kursausschläge der letzten Jahre zu sehen. Im Ergebnis ist es dabei seit Beginn der Finanzkrise der Ten-

### Renditen von Staatsanleihen<sup>\*)</sup> der WWU und ausgewählter Länder

% p.a., Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters. \* Restlaufzeit von zehn Jahren. 1 Brexit-Referendum. 2 US-Präsidentenwahl.

Deutsche Bundesbank

denz nach zu einer nominalen Abwertung des Euro gekommen. Sie ist ein wichtiger Grund für die Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem Euro-Raum in dieser Zeit. Auch die von der Krise besonders betroffenen WWU-Länder haben ihre Wettbewerbsposition auf den Weltmärkten in den letzten Jahren – zum Teil deutlich – verbessert; neben der Wechselkursentwicklung kommt darin eine im internationalen Vergleich günstige Preis- und Lohnentwicklung zum Ausdruck (siehe Erläuterungen auf S. 44 ff.).

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

An den Anleihemärkten waren in den Sommer- und Herbstmonaten international überwiegend Renditesteigerungen zu verzeichnen. So stieg die Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen seit Ende Juni um 84 Basispunkte auf 2,3%. Die aus Termingeschäften berechnete Wahrscheinlich-

*Staatsanleiherenditen in WWU und USA angestiegen*

## Preisliche Wettbewerbsfähigkeit ausgewählter Länder des Euro-Raums

In den zehn ersten Jahren nach dem Beginn der Währungsunion verloren die Länder Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien nicht zuletzt aufgrund überdurchschnittlicher Lohn- und Preissteigerungsraten spürbar an preislicher Wettbewerbsfähigkeit. Erst nach dem Ausbruch der globalen Finanzkrise und den damit verbundenen Anpassungen verbesserte sich ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit wieder.<sup>1)</sup> Gemessen am Indikator auf der Basis von BIP-Deflatoren gegenüber 37 Handelspartnern beträgt das Plus seit dem zweiten Quartal 2008, in dem sich die US-Immobilienkrise zu einer globalen Finanzkrise ausweitete, zwischen 4½% (Portugal) und 21% (Irland). Im Ergebnis haben die hier betrachteten Länder ihre im Vorkrisenzeitraum erlittenen Wettbewerbsverluste mittlerweile in etwa wettgemacht; Griechenland gelang im

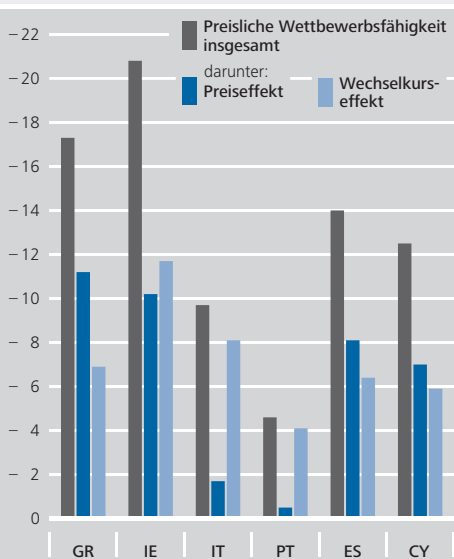
zweiten Quartal 2016 gegenüber dem ersten Quartal 1999 sogar eine deutliche Verbesserung der Wettbewerbsposition (+ 9½%), und auch für Irland sowie Italien zeigt der Indikator für diesen Zeitraum jeweils einen leichten Wettbewerbsgewinn an (+ 1% bzw. + 2½%).<sup>2)3)</sup>

Jüngste Berechnungen auf Basis des Produktivitätsansatzes zeichnen inzwischen ebenfalls ein recht günstiges Bild von der Wettbewerbsfähigkeit der von der Krise besonders betroffenen Länder.<sup>4)</sup> Danach ist die Wettbewerbsposition Griechenlands als neutral und die der irischen, spanischen und zyprischen Wirtschaft sogar als vorteilhaft einzustufen. Dagegen ist die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Italiens und Portugals – gemessen an der Produktivitätsentwicklung – tendenziell ungünstig.

Zu den Wettbewerbsgewinnen auf den Weltmärkten hat entscheidend beigetragen,

### Veränderung der preislichen Wettbewerbsposition seit dem Krisenbeginn<sup>1)</sup>

Veränderung 2. Vj. 2016 gegenüber 2. Vj. 2008 in %<sup>1)</sup>



\* Zugrunde gelegt wird der Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf der Basis von BIP-Deflatoren gegenüber 37 Handelspartnern. <sup>1</sup> Skala invertiert: Eine aufwärtsgerichtete Säule (ein negativer Wert) gibt eine Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit an.  
 Deutsche Bundesbank

<sup>1</sup> Zur Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit einzelner Länder des Euro-Raums nach dem Ausbruch der Finanzkrise vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Realwirtschaftliche Anpassungsprozesse und Reformmaßnahmen, Monatsbericht, Januar 2014, S. 30 f.

<sup>2</sup> Die übrigen Länder haben zwar in den letzten Jahren an Wettbewerbsfähigkeit gewonnen, ihre Wettbewerbsposition ist aber noch immer etwas ungünstiger als zu Beginn der Währungsunion (Portugal: - 5% und Spanien: - 2%).

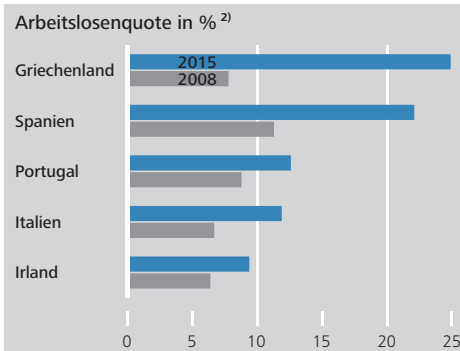
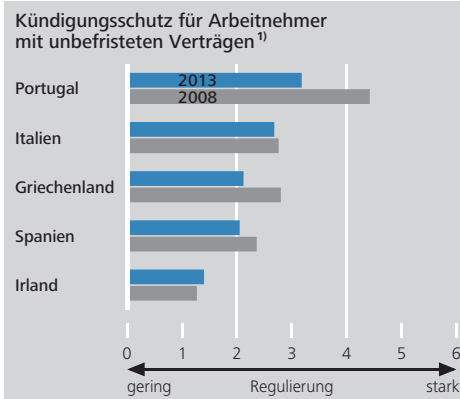
<sup>3</sup> Griechenland ist erst Anfang 2001 der Währungsunion beigetreten und hatte in den beiden Jahren zuvor spürbar an preislicher Wettbewerbsfähigkeit gewonnen. Der Zugewinn im 2. Quartal 2016 gegenüber dem Beitritt zur Währungsunion (1. Quartal 2001) fällt daher relativ gering aus (+2%).

<sup>4</sup> Dieser Ansatz berücksichtigt, dass nicht nur das Preisniveau, sondern auch die Produktivität eines wirtschaftlich aufgehenden Landes typischerweise relativ stark ansteigt. Ohne Verlust an preislicher Wettbewerbsfähigkeit kann das relative Preisniveau eines Landes umso stärker steigen, je stärker das relative Produktivitätsniveau dieses Landes gegenüber den Handelspartnern zunimmt. Zu den unterschiedlichen Möglichkeiten, einen Referenzwert für die Wettbewerbsfähigkeit abzuleiten, vgl.: Deutsche Bundesbank, Makroökonomische Ansätze zur Einschätzung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, Monatsbericht, Oktober 2013, S. 31–46.

dass sich der Euro gegenüber den Währungen wichtiger Partnerländer in den letzten Jahren, vor allem aber seit dem Frühjahr 2014, spürbar abgewertet hat. Zuletzt lag der nominale effektive Wechselkurs des Euro (gegenüber 19 Handelspartnern) rund 15,5% unter dem durchschnittlichen Wert des zweiten Quartals 2008. Insbesondere die irische Wirtschaft, für die der Außenhandel mit Ländern außerhalb des Euro-Raums – wie etwa den USA und dem Vereinigten Königreich – vergleichsweise bedeutsam ist, profitierte von der Wechselkursentwicklung des Euro.<sup>5)</sup> Dagegen fällt der Wechselkurseinfluss auf die preisliche Wettbewerbsposition Portugals relativ gering aus, da Portugal vor allem intensive Handelsbeziehungen zu anderen Ländern des Euro-Raums – insbesondere Spanien – unterhält und die Bedeutung des Extra-Handels entsprechend gering ist.

Innerhalb des Euro-Raums, in dem die Wettbewerbsposition nicht direkt von Wechselkursänderungen beeinflusst wird, verschlechterte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Portugals in den letzten Jahren. Sie war zuletzt per saldo etwas ungünstiger als zu Krisenbeginn, nachdem sie sich im Krisenzeitraum vorübergehend etwas verbessert hatte. Auch Italien konnte per saldo seine Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den anderen Euro-Ländern nicht steigern; hier ergab sich in den letzten Jahren allenfalls eine Stabilisierung der Wettbewerbsposition. Dagegen hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der irischen Wirtschaft seit dem Ausbruch der Finanzkrise gegenüber den EWWU-Handelspartnern (den offiziellen Zahlen zufolge) im Ergebnis spürbar verbessert (+ 8 ½%), obgleich sie in den letzten Jahren – gemessen an der relativen Preisentwicklung – erneut deutliche Wettbewerbsverluste zu verkraften hatte. Auch die übrigen hier betrachteten Länder haben ihre preisliche Wettbewerbsfähigkeit gegenüber den EWWU-Handelspartnern seit dem zweiten Quartal 2008

### Kündigungsschutz für Arbeitnehmer mit unbefristeten Verträgen und Arbeitslosenquote



<sup>1</sup> Der „Employment Protection-Indikator“ (Version 2) der OECD misst, wie streng Kündigungsschutz und befristete Arbeitsverträge geregelt sind. Er wird berechnet als gewichteter Durchschnitt des Schutzes unbefristet angestellter Arbeitnehmer vor (individueller) Kündigung und der besonderen Erfordernisse für Massenentlassungen. Die Skala reicht von 0 (geringe Regulierung) bis 6 (starke Regulierung). Daten für Zypern sind nicht und für die anderen Länder nur bis 2013 verfügbar. <sup>2</sup> Jahresdurchschnitt. Quelle: Eurostat.

Deutsche Bundesbank

steigern können. Die Spanne reicht von rund 5% (Zypern) bis 9% (Griechenland).

Ein durchweg günstigeres Bild von der Wettbewerbsposition als preisbasierte Indikatoren zeichnet der Indikator auf Basis von Lohnstückkosten der Gesamtwirtschaft. Hiernach haben alle von der Krise besonders betroffenen Länder seit dem Krisenbeginn innerhalb des Euro-Raums an preislicher Wettbewerbsfähigkeit gewonnen, wobei

<sup>5</sup> Insgesamt macht das summierte Außenhandelsgewicht der Nicht-EWWU-Länder des 37-Länderkreises bei der Berechnung der Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im Fall von Irland rd. 63% und im Fall von Portugal etwa 26% aus.

### Unternehmerisches Umfeld <sup>\*)</sup>

Rangfolge <sup>1)</sup>	Land
1	Singapur
2	Neuseeland
3	Dänemark
·	
15	Deutschland
·	
17	Irland
·	
23	Portugal
·	
33	Spanien
·	
45	Italien
·	
47	Zypern
·	
60	Griechenland

\* Zugrunde gelegt wird der „Doing Business“-Indikator der Weltbank. Dieser gibt den Rang an, mit dem die Länder mit Blick auf eine unternehmensfreundliche Regulierung eingestuft werden. <sup>1</sup> Insgesamt wurden 189 Länder berücksichtigt, wobei das Land mit der unternehmensfreundlichsten Regulierung den Rang 1 hat; Stand: Juni 2015.

Deutsche Bundesbank

die ausgewiesenen Wettbewerbsgewinne für Italien sehr gering (+ 1½%) und für Irland besonders hoch (35%) ausfielen.<sup>6)</sup> Der lohnkostenbasierte Indikator zeigt für die irische Wirtschaft in den letzten beiden Jahren eine besonders deutliche und abrupte Verbesserung an preislicher Wettbewerbsfähigkeit an. Hierbei ist allerdings zu berücksichtigen, dass bei den irischen BIP-Zahlen, die in die Berechnung der Lohnstückkosten als Nenner eingehen, nicht ausgeschüttete Gewinne multinationaler Unternehmen eine große Rolle spielen. Nach einer Mitteilung der nationalen Statistikbehörde Irlands (Central Statistics Office: CSO) im Juli 2016 wurde die irische reale BIP-Wachstumsrate für das Jahr 2015 außerordentlich stark nach oben revidiert (von 7,8% auf 26,3%). Das CSO und die Europäische Kommission führen dies vor allem auf unternehmerische Restrukturierungen und Standortverlagerungen weniger multinationaler Unternehmen zurück.<sup>7)</sup> Durch die starke Revision der BIP-Zahlen sind die Lohnstückkosten der irischen

Wirtschaft abrupt gefallen, wodurch der lohnkostenbasierte Indikator vermutlich eine zu starke Verbesserung der Wettbewerbsposition anzeigt.

Der erzielte Zuwachs an Wettbewerbsfähigkeit dürfte auch darauf zurückzuführen sein, dass die von der Krise besonders betroffenen Länder in den letzten Jahren eine Vielzahl von Reformen in Angriff genommen haben. Dem OECD-Indikator „Stärke des Kündigungsschutzes“ und dem von der Weltbank veröffentlichten „Doing Business“-Indikator zufolge erzielten Griechenland, Portugal und Spanien in den vergangenen Jahren spürbare Fortschritte bei der Reformierung ihrer Arbeits- und Produktmärkte. Während das unternehmerische Umfeld Irlands nach dem Doing Business Report der Weltbank immer schon deutlich günstiger eingeschätzt wurde, konnten die übrigen Länder in den letzten Jahren ihre Position merklich verbessern. Trotz der erzielten Fortschritte besteht in den meisten Ländern aber noch ein erheblicher Anpassungsbedarf, um im internationalen Standortwettbewerb mithalten und die Ansiedlung von wettbewerbsfähigen Unternehmen dauerhaft sichern zu können. Dies gilt insbesondere für Griechenland, Zypern und Italien, die in der Rangfolge des „Doing Business“-Indikators absolut (Platz 60, 47 bzw. 45 von 189 Ländern) und auch im Vergleich zu Irland (Platz 17) noch immer eine recht ungünstige Position einnehmen. Daneben deutet die hohe Arbeitslosigkeit in Griechenland und Spanien darauf hin, dass der Strukturwandel hier noch lange nicht abgeschlossen ist.

<sup>6</sup> Im Krisenzeitraum dürfte auch die Entlassung unproduktiver Arbeitskräfte zu der günstigen Produktivitätsentwicklung und zu dem Rückgang der Lohnstückkosten beigetragen haben.

<sup>7</sup> Vgl. die Pressemitteilung des CSO vom 12. Juli 2016 und die der Europäischen Kommission vom 21. Juli 2016.

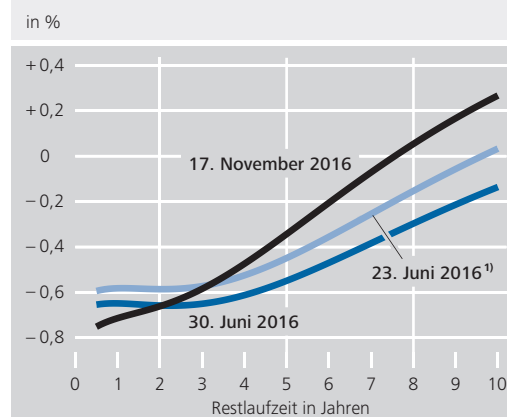
keit einer Zinserhöhung durch die amerikanische Notenbank im Dezember lag zuletzt bei 96%. Bis Anfang November waren die Renditerückgänge von Ende Juni als Folge der Brexit-Entscheidung ausgeglichen. Im Nachgang der US-Präsidentenwahl kam es zu einem weiteren Renditeanstieg, der die Erwartung einer expansiveren Fiskalpolitik reflektiert. Zehnjährige Bundeswertpapiere folgten der Entwicklung in den USA abgeschwächt und notierten mit 0,2% um 37 Basispunkte oberhalb des Standes zur Jahresmitte. Ähnliches gilt für die Rendite zehnjähriger Papiere im Vereinigten Königreich + 54 Basispunkte seit Ende Juni. Die expansiven geldpolitischen Maßnahmen der Bank von England von Anfang August dürften – zumindest vorübergehend – dämpfend auf den Renditeanstieg gewirkt haben. Die japanische Zentralbank hat im September beschlossen, eine Zinsstrukturkurvensteuerung zu verfolgen, bei der der Zinssatz zehnjähriger japanischer Staatsanleihen nahe 0% gehalten werden soll. Seither hat sich die japanische Renditeentwicklung vom Rest der Welt entkoppelt und bewegte sich um die Nullzinsgrenze, zuletzt bei 0,01%.

*Renditedifferenzen von WWU-Staaten kaum verändert*

Die Renditedifferenzen zwischen Staatsanleihen anderer Euro-Raum-Länder und Bundesanleihen haben sich seit der Jahresmitte per saldo geringfügig um 10 Basispunkte ausgeweitet; sie lagen zuletzt bei 1,1%. Hierzu trug bei, dass sich die Unsicherheit über die Regierungsbildung in Spanien Ende Oktober auflöste und sich die zwischenzeitliche Sorge über den Verlust der Notenbankfähigkeit portugiesischer Staatsanleihen durch eine Absenkung des Ratings letztlich als unbegründet herausstellte. Dem stand eine Ausweitung der Spreads von italienischen Staatspapieren verbunden mit einer Verschlechterung des Ratingausblicks gegenüber. Marktbestimmend war weiterhin die Sorge um den Ausgang des Verfassungsreferendums in Italien im Dezember und die angespannte Lage des dortigen Bankensektors.

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve drehte sich im Be-

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

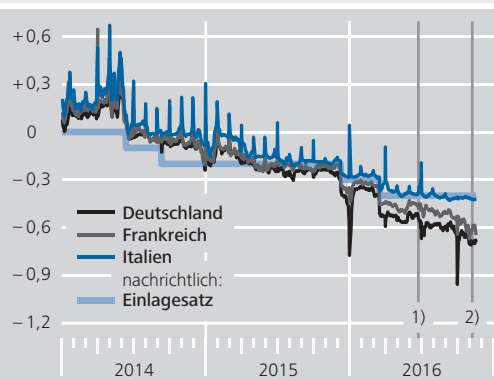


\* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren. **1** Letzter Datenpunkt vor Bekanntgabe des Ergebnisses des Brexit-Referendums.

Deutsche Bundesbank

### Reposätze<sup>\*)</sup>

% p.a., Tageswerte

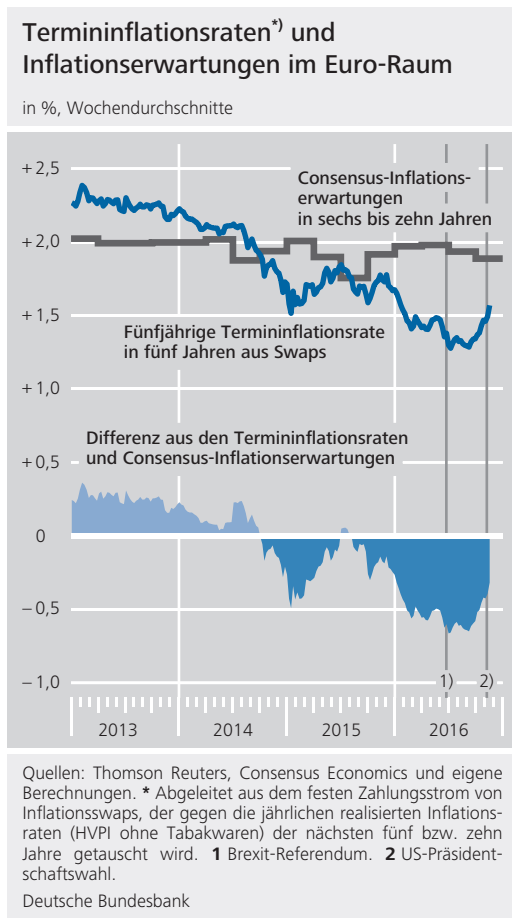


Quelle: repofundsrate.com \* Geldmarktsätze für mit deutschen, französischen oder italienischen Staatsanleihen besicherte Übernachtkredite. **1** Brexit-Referendum. **2** US-Präsidentenwahl.

Deutsche Bundesbank

richtszeitraum. Während die langen Laufzeiten im Zuge nachgebender Unsicherheit nach dem EU-Referendum im Vereinigten Königreich und der veränderten Erwartungen hinsichtlich der US-Geldpolitik stiegen, sanken die Renditen kurzer Laufzeiten weiter. Der Zinsrückgang bei kurzen Laufzeiten steht im Gegensatz zum Anstieg der Terminalsätze am Geldmarkt im Berichtszeitraum. Darin zeigen sich zunehmend Knappheitssignale im Markt für Bundeswertpapiere. Die Deutsche Finanzagentur hat wegen des geringeren Finanzierungsbedarfs des Bundes ihre Emissionsplanung für das vierte Quartal von 34 Mrd € auf 27 Mrd € gekürzt (ohne inflationsindexierte Wertpapiere). Daraufhin

*Knappheitssignale am Markt für Bundeswertpapiere*



wurde im Oktober ein sechsmonatiges Geldmarktpapier zu rekordniedrigen Zinsen von  $-0,72\%$  versteigert, trotz eines gleichzeitigen Anstiegs der langfristigen Renditen. Insgesamt ist die Nachfrage bei Primärmarktmissionen des Bundes im zweiten Halbjahr merklich angestiegen, nachdem von Januar bis Juni 2016 noch bei einem Viertel der Auktionen das geplante Emissionsvolumen oberhalb der Gesamtgebote gelegen hatte.<sup>1)</sup> Knappheitssignale zeigten sich auch auf dem Repomarkt. Die Reposätze für mit Bundesanleihen besicherte Geschäfte notierten unterhalb des Satzes der Einlagefazilität, wodurch eine spezielle Knappheitsprämie für Bundeswertpapiere zum Ausdruck kommt (siehe Schaubild auf S. 47).<sup>2)</sup> Abgeschwächt traten Knappheiten auch bei Wertpapieren der Französischen Republik auf. Besonders hohe Prämien bildeten sich für Bundeswertpapiere im Laufzeitbereich um die zehn Jahre. Diese besitzen für Termingeschäfte und die Bilanzierung traditionell besondere Bedeutung. Hinzu kommt zunehmend ein Effekt

des Ankaufprogramms, welches das für den Privatsektor verfügbare Volumen verringert. Im Sommer fiel die Rendite von bis zu achtjährigen Bundeswertpapieren vorübergehend unter den Satz der Einlagefazilität; diese Titel waren damit nicht mehr für Ankäufe zulässig. Als Folge konzentrierten sich die Käufe des Eurosystems in dieser Zeit auf längere Laufzeiten.

Marktbasierte Inflationserwartungen sind im Berichtszeitraum im Ergebnis angestiegen. Die aus Swapraten berechnete fünfjährige Termininflationsrate beginnend in fünf Jahren lag nach einem Allzeittief von  $1,25\%$  im Sommer bei Abschluss dieses Berichts bei  $1,6\%$ , und damit 25 Basispunkte höher als Ende Juni. Fünfjährige Kassaratensätze erreichten im November ein Jahreshoch; sie notierten nach einem Anstieg um 17 Basispunkte seit Ende Juni zuletzt bei  $0,9\%$ . Der auslaufende Basiseffekt aus dem Ölpreiserückgang im Vorjahr und die dadurch auf niedrigerem Niveau anziehenden Inflationsraten (im Vorjahresvergleich) dürften dazu entscheidend beigetragen haben. Allerdings besteht weiterhin eine Lücke zwischen marktbasierter und umfragebasierter Inflationserwartungen. Die oben beschriebenen Knappheitssignale am Markt für Staatsanleihen strahlten über Arbitragebeziehungen auch auf den Swapmarkt aus und verzerren die Inflationsswapraten ebenfalls tendenziell nach unten. Der zunehmende Einfluss von Liquiditätsverzerrungen mindert die ökonomische Aussagekraft von marktbasierter Inflationserwartungen bereits seit einiger Zeit.

*Termininflationsraten gestiegen*

Die Anleiherenditen europäischer Unternehmen sind nach einem zwischenzeitlichen Rückgang im Sommer zuletzt auf das Niveau zur Jahresmitte angestiegen. Im historischen Vergleich

<sup>1</sup> Unter Berücksichtigung der Marktpflegequote ergab sich jedoch nie eine Unterdeckung.

<sup>2</sup> Ein Repo ist ein Geldmarktkredit, bei dem ein Pfand übergeben wird. Ist das Ziel die Geldanlage, sollte der Repoersatz nicht unterhalb des Satzes der Einlagefazilität liegen, weil zu diesem Satz beim Eurosystem Geld sicher angelegt werden kann. Sätze unterhalb des Einlagesatzes stellen deshalb eine Prämie dar, um ein spezielles Pfand wie Bundeswertpapiere oder französische OAT zu erhalten. In der Differenz von Repoersatz und Satz der Einlagefazilität kommt also eine Prämie aufgrund der Pfänder zum Ausdruck.



*Finanzierungsbedingungen von Unternehmen trotz jüngstem Zinsanstieg weiterhin sehr günstig*

sind die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen somit weiterhin sehr günstig. Durch den Anstieg der Rendite auf Bundesanleihen fielen die Zinsaufschläge von Unternehmensanleihen seit Ende Juni teils deutlich. So lag der Zinsaufschlag von Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen zum Ende der Berichtsperiode bei 2,0 Prozentpunkten; er war damit 29 Basispunkte niedriger als Ende Juni. Zu dieser Entwicklung beigetragen hat nicht zuletzt das Ankaufprogramm des Eurosystems für Unternehmensanleihen (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP), das Anfang März 2016 beschlossen wurde und seit dem 8. Juni 2016 umgesetzt wird. Im Rahmen dieses Programms werden vom Eurosystem Schuldtitel nichtfinanzieller Unternehmen mit guter Kreditwürdigkeit angekauft.<sup>3)</sup> Die zinssenkende Wirkung übertrug sich durch Portfolio-Rebalancing-Effekte wie beabsichtigt auch auf nicht angekaufte Anleihen: Ausgehend von einem höheren Niveau fiel der Renditerückgang bei nicht ankauffähigen Anleihen von Finanzunternehmen und bei Hochzinsanleihen sogar stärker aus als bei Anleihen realwirtschaftlich orientierter Unternehmen hoher Bonität, die ankauffähig sind.

*Moderater Nettoabsatz am Rentenmarkt*

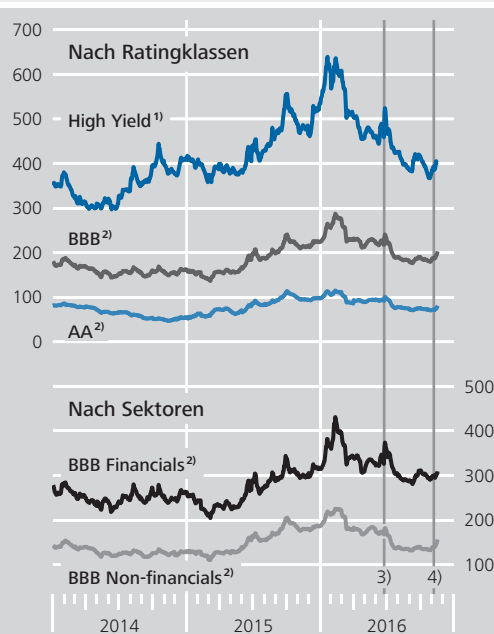
Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im dritten Quartal 2016 auf 310 Mrd €; es lag damit unter dem Wert des Vorquartals (332 ½ Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis netto 4 Mrd € emittiert. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 3 Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 7 Mrd €.

*Emissionen von Unternehmensanleihen vor allem im längerfristigen Bereich*

Inländische Unternehmen nutzten die günstigen Finanzmarktbedingungen und emittierten im dritten Quartal Schuldverschreibungen für per saldo 4 Mrd €. Dies ist vor allem auf nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen,

### Renditespreads von Unternehmensanleihen in der WWU<sup>1)</sup>

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** Brexit-Referendum. **4** US-Präsidentenwahl.

Deutsche Bundesbank

ren, welche überwiegend langfristige Papiere am Markt platzierten.

Die öffentliche Hand nahm von Juli bis September 2016 den Rentenmarkt mit 3 Mrd € in Anspruch. In diesen Zahlen sind auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zuzurechnen sind. Der Bund selbst emittierte vor allem Bundesobligationen (10 Mrd €), in geringerem Umfang auch 30-jährige Anleihen, zweijährige Schatzanweisungen (je 3 Mrd €) sowie unverzinsliche Bubills (2 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von zehnjährigen Anleihen (18 Mrd €) gegenüber. Die Länder gaben im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 1 ½ Mrd €.

*Mittelaufnahme öffentlicher Stellen moderat*

Die inländischen Kreditinstitute verringerten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung

<sup>3</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Finanzmärkte, Monatsbericht, August 2016, S. 40 ff.

## Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2015		2016	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	3. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>				
Inländer	70,9	65,1	34,7	
Kreditinstitute	12,4	- 19,7	- 24,2	
darunter:				
ausländische				
Schuldverschreibungen	3,8	- 5,8	- 14,1	
Deutsche Bundesbank	35,8	50,8	48,9	
Übrige Sektoren	22,7	34,0	10,1	
darunter:				
inländische				
Schuldverschreibungen	5,0	6,2	- 5,1	
Ausländer	- 17,7	- 24,8	- 27,9	
<b>Aktien</b>				
Inländer	6,8	11,0	10,1	
Kreditinstitute	- 14,5	1,9	0,6	
darunter:				
inländische Aktien	- 7,0	0,8	0,1	
Nichtbanken	21,3	9,1	9,5	
darunter:				
inländische Aktien	13,8	5,2	0,4	
Ausländer	- 5,2	- 5,3	1,2	
<b>Investmentzertifikate</b>				
Anlage in Spezialfonds	14,7	19,8	17,4	
Anlage in Publikumsfonds	7,3	5,8	3,8	
darunter:				
Aktienfonds	2,9	0,8	1,9	

Deutsche Bundesbank

*Gesunkene Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute*

um 3 Mrd €, nach Nettoemissionen in Höhe von 14 Mrd € im zweiten Quartal. Dabei tilgten vor allem Spezialkreditinstitute (5 Mrd €) sowie Pfandbriefbanken im Segment der Öffentlichen Pfandbriefe (2 Mrd €) Schuldverschreibungen. Dem standen Nettoemissionen von Hypothekendarlehen (5 Mrd €) gegenüber.

*Erwerb von Schuldverschreibungen vor allem durch die Bundesbank im Rahmen der Ankaufprogramme*

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt trat im dritten Quartal überwiegend die Bundesbank in Erscheinung, die im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems Rentenwerte für 49 Mrd € in ihr Portfolio aufnahm. Inländische Nichtbanken vergrößerten ihr Rentenportfolio um insgesamt 10 Mrd €, obwohl 5 Mrd € an inländischen Papieren verkauft wurden. Ausländische Investoren trennten sich dagegen von deutschen Schuldverschreibungen für 28 Mrd €; dabei handelte es sich im Ergebnis vor allem um Titel öffentlicher Emittenten. Auch die heimischen Kreditinstitute verkauften für 24 Mrd € zinstragende Papiere.

*Internationale Aktienmärkte mit deutlichen Kursanstiegen*

Die internationalen Aktienmärkte verbuchten seit Beginn der zweiten Jahreshälfte 2016 zunächst deutliche Kursgewinne, die die teils erheblichen Kursabschläge unmittelbar nach dem britischen Entscheid für einen Austritt aus der EU mehr als kompensierten. Der breit gefasste europäische Euro Stoxx Index glich seinen vorübergehend erlittenen Kursrückgang erstmals im August vollständig aus. Der amerikanische Index S&P 500 machte seine Verluste noch rascher wieder wett und erreichte Mitte August diesen Jahres ein neues Allzeithoch. Die insgesamt freundliche Kursentwicklung wurde vielerorts von günstigen Geschäftszahlen und leicht besser als zunächst erwarteten Konjunkturdaten begleitet. Insbesondere volkswirtschaftliche Daten aus Großbritannien fielen günstiger aus als nach dem Brexit-Votum zunächst befürchtet. Die Abwertung des Pfund Sterling erhöhte die Gewinnerwartungen vor allem der international aufgestellten britischen Großunternehmen. Zudem wirkt das Maßnahmenpaket der Bank von England expansiv, wobei weiterhin eine substantielle Unsicherheit über den konkreten Weg des Austritts aus der EU bestehen bleibt. Für ausländische Investoren werden die Kursgewinne am britischen Aktienmarkt allerdings durch die erhebliche Abwertung des britischen Pfund geschmälert.

Der Ausgang der US-Präsidentenwahl am 8. November 2016 führte lediglich zu kurzzeitigen Kursverlusten, auf die eine deutliche Erholung der Aktienkurse folgte. Im Ergebnis stiegen der marktweite Euro Stoxx Index seit Ende Juni 2016 um 6%, der britische FTSE All-Share Index um 5% und der amerikanische S&P 500 Index um 4%. Die Entwicklung der Gewinnerwartungen der Analysten blieb beiderseits des Atlantiks hinter der Kursentwicklung zurück, sodass die Gewinnrendite gemessen am Fünfjahresmittel jeweils ein hohes Bewertungsniveau an diesen Aktienmärkten anzeigt. Den insgesamt stärksten Kursanstieg aller großen Volkswirtschaften verzeichnete im Berichtszeitraum der japanische Aktienmarkt (+ 15%). Auf das Ende September 2016 angekündigte Maßnahmenpaket der Bank

von Japan folgten – mit leichter Verzögerung – starke Kursanstiege seit Anfang Oktober.

*Bankaktien trotz deutlicher Kurs-erholung weiterhin im Fokus*

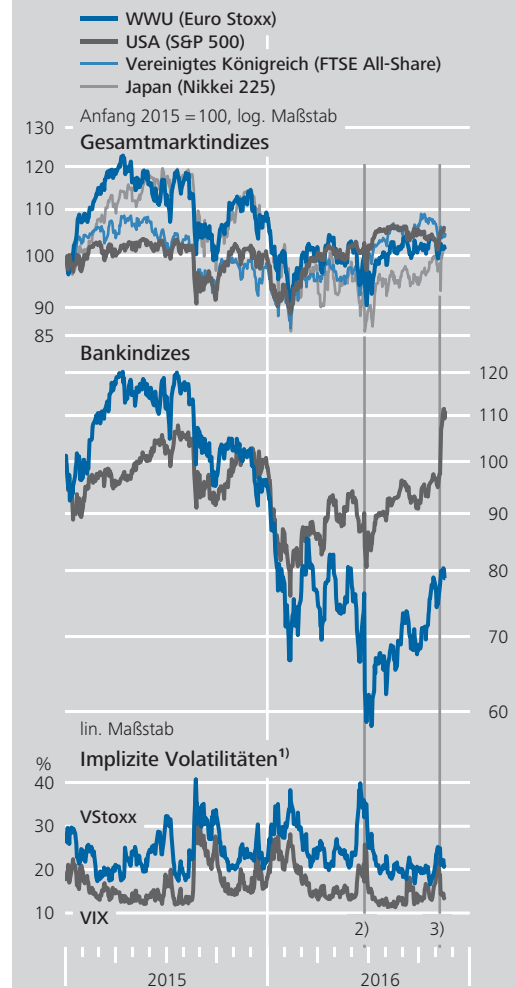
Während Bankaktien infolge der Brexit-Entscheidung Mitte des Jahres teils starke Kurseinbußen hinnehmen mussten, wiesen sie in den darauf folgenden Monaten einen klaren Aufwärtstrend auf. Über den gesamten Beobachtungszeitraum betrachtet entwickelten sich Bankaktien – sowohl im Euro-Raum (+ 27%) als auch in den USA (+ 28%) – deutlich besser als der Gesamtmarkt. Zu dem Kursanstieg haben die mehrheitlich positiven Überraschungen in den veröffentlichten Quartalsabschlüssen der europäischen und US-amerikanischen Banken beigetragen. Insgesamt notierten europäische Bankaktien jedoch deutlich niedriger als zu Jahresbeginn. Weiterhin belastet der Bestand notleidender Kredite die Bankinstitute in mehreren Ländern des Euro-Raums. Zwar konnte der Anteil notleidender Kredite in der EU – laut IWF – innerhalb von drei Jahren von 6,7% auf 5,6% gesenkt werden, Italien liegt diesbezüglich aber mit 18,0% deutlich über diesem Wert. Die laufenden Diskussionen über Kapitalerhöhungen, offene Rechtsstreitigkeiten in den USA bei einzelnen Instituten und das anhaltende Niedrigzinsumfeld trüben den Geschäftsausblick von Banken.

*Kursunsicherheit nach Präsidentschaftswahl in USA wieder rückläufig*

Die Kursschwankungen an den Aktienmärkten reflektierten auch immer wieder aufkommende Phasen der Unsicherheit von Marktteilnehmern. Insbesondere kurz vor dem britischen Referendum stiegen die aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten vieler Aktienindizes – sowohl in Europa als auch darüber hinaus – erheblich an und näherten sich ihren Jahreshöchstständen oder übertrafen diese gar. Die Unsicherheit erwies sich jedoch als wenig persistent und war bereits wenige Wochen nach Bekanntgabe des Referendum-Ergebnisses abgeklungen. Erst im Vorfeld der US-Präsidentschaftswahl vom 8. November 2016 stieg sie weltweit noch einmal erheblich an, normalisierte sich aber nach Vorliegen des Wahlergebnisses rasch wieder.

## Aktienmarkt

Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. **1** Berechnet aus Preisen von Indexoptionen. Für WWU berechnet aus Optionen auf Euro Stoxx 50. **2** Brexit-Referendum. **3** US-Präsidentschaftswahl.  
 Deutsche Bundesbank

Inländische Unternehmen emittierten im dritten Quartal 2016 neue Aktien für 2 Mrd €; dabei handelte es sich überwiegend um nicht börsennotierte Titel. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg um 9½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere im Ergebnis nahezu ausschließlich von inländischen Nichtbanken (9½ Mrd €). Ausländische Investoren sowie heimische Kreditinstitute erweiterten ihre Aktienportfolios um 1 Mrd € beziehungsweise ½ Mrd €.<sup>4)</sup>

*Aktienemissionen und Aktienerwerb*

<sup>4</sup> Zu den Direktinvestitionen siehe S. 52 f.

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2015 <sup>1)</sup>		2016 <sup>1)</sup>	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj. <sup>2)</sup>	
I. Leistungsbilanz	+ 65,0	+ 72,1	+ 61,6	
1. Warenhandel <sup>1)</sup>	+ 67,1	+ 77,1	+ 68,9	
2. Dienstleistungen <sup>2)</sup>	- 13,9	- 5,0	- 13,0	
3. Primäreinkommen	+ 18,4	+ 4,5	+ 16,4	
4. Sekundäreinkommen	- 6,6	- 4,5	- 10,7	
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,7	+ 1,6	+ 0,4	
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 64,1	+ 58,5	+ 58,4	
1. Direktinvestition	+ 5,1	- 16,9	+ 11,5	
Inländische Anlagen				
im Ausland	+ 14,1	+ 11,3	+ 19,6	
Ausländische Anlagen				
im Inland	+ 9,0	+ 28,2	+ 8,1	
2. Wertpapieranlagen	+ 45,8	+ 66,5	+ 48,7	
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten				
Aktien <sup>3)</sup>	+ 26,5	+ 34,3	+ 19,6	
Investmentfondsanteile <sup>4)</sup>	+ 1,1	+ 4,7	+ 8,1	
darunter:				
Geldmarktfondsanteile	+ 0,2	- 1,3	- 0,5	
langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 26,6	+ 26,4	+ 5,8	
darunter:				
denominiert in Euro <sup>6)</sup>	+ 20,5	+ 17,9	- 4,5	
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	- 5,9	- 4,7	- 2,9	
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten				
Aktien <sup>3)</sup>	- 19,4	- 32,3	- 29,1	
Investmentfondsanteile	- 5,2	- 5,7	+ 1,2	
langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 3,6	- 1,9	- 2,3	
darunter: öffentliche Emittenten <sup>8)</sup>				
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	- 23,0	- 32,3	- 24,0	
darunter: öffentliche Emittenten <sup>8)</sup>				
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	- 23,1	- 39,5	- 19,9	
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	+ 5,2	+ 7,5	- 4,0	
3. Finanzderivate <sup>9)</sup>	+ 2,7	+ 3,9	+ 9,8	
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>10)</sup>	+ 11,9	+ 4,1	- 11,4	
Monetäre				
Finanzinstitute <sup>11)</sup>	+ 18,9	- 30,0	- 30,0	
Unternehmen und Privatpersonen <sup>12)</sup>				
Staat	- 8,2	- 3,5	+ 14,2	
Bundesbank	+ 3,2	- 4,2	+ 7,6	
Bund	- 2,0	+ 41,9	- 3,2	
Währungsreserven <sup>13)</sup>	- 1,5	+ 0,8	- 0,3	
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>14)</sup>	- 1,6	- 15,2	- 3,6	

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 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

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtsquartal einen Mittelzufluss in Höhe von 21 Mrd €, nach einem Aufkommen von 25½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (17½ Mrd €). Unter den Anlageklassen verzeichneten hauptsächlich Rentenfonds ein hohes Mittelaufkommen (7 Mrd €). Auch Gemischte Wertpapierfonds und Aktienfonds konnten neue Anteile am Markt unterbringen (je 4 Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften haben im dritten Quartal 2016 im Ergebnis neue Mittel für 8½ Mrd € akquiriert. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 31½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich überwiegend heimische Papiere. Inländische Kreditinstitute erwarben Investmentzertifikate für 1 Mrd €, während ausländische Investoren Anteilscheine in Höhe von 2½ Mrd € veräußerten.

*Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten*

## ■ Direktinvestitionen

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im dritten Quartal 2016 per saldo Mittelabflüsse im Umfang von 48½ Mrd € verzeichnete, ergaben sich im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 11½ Mrd €.

*Kapitalexporte im Bereich der Direktinvestitionen*

Das Direktinvestitionsengagement hiesiger Unternehmen im Ausland betrug im Sommer 2016 per saldo 19½ Mrd €. Heimische Investoren stockten hierbei ihr Beteiligungskapital um 16½ Mrd € auf. Dies erfolgte vor allem in Form von grenzüberschreitend getätigten Neuanlagen (12½ Mrd €) und durch reinvestierte Gewinne (10 Mrd €). Darüber hinaus bauten deutsche Unternehmen im gleichen Zeitraum ihre Forderungen aus konzerninternen Krediten um 3½ Mrd € aus. Dabei standen der Gewährung von Finanzkrediten Tilgungen bei den Handelskrediten gegenüber. Wichtige Zielländer bei den Direktinvestitionen aus Deutschland waren dabei unter anderen die Niederlande (7 Mrd €),

*Heimische Direktinvestitionen im Ausland*

die Vereinigten Staaten von Amerika (4 Mrd €) und Schweden (3 Mrd €).

*Ausländische  
Direkt-  
investitionen  
in Deutschland*

Ausländische Investoren erhöhten in den Monaten Juli bis September 2016 ihr Engagement in Deutschland um 8 Mrd €. Dies erfolgte durch den Aufbau von Forderungen aus Direktinvestitionskrediten, welche um 4½ Mrd € stiegen. Vor allem wurden hierbei Finanzkredite ge-

währt. Auch stiegen im Berichtszeitraum die Forderungen aus Beteiligungskapital (3½ Mrd €), welche in erster Linie durch reinvestierte Gewinne getrieben wurden. Regional betrachtet erhöhten Investoren aus Malta (5 Mrd €), den Niederlanden (4½ Mrd €) und aus den Vereinigten Staaten von Amerika (2½ Mrd €) ihre Direktinvestitionen in Deutschland den Wert nach besonders stark.