

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Konjunktur-  
zuversicht und  
Geldpolitik  
bestimmen  
Finanzmärkte*

Die internationalen Finanzmärkte waren im dritten Quartal 2017 vor allem von günstigen Konjunkturaussichten und den Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Geldpolitik geprägt. Die Renditen von Staatsanleihen gerieten zunächst beiderseits des Atlantiks unter Druck, als die Anleger für den Euroraum ihre Erwartung einer weiterhin stark akkommodierenden Geldpolitik festigten und für die USA ihre Zinserhöhungserwartungen abschwächten. Im Euro-Währungsgebiet sorgten außerdem die vom Eurosystem beschlossene Weiterführung des Wertpapierankaufprogramms – bei reduziertem Volumen – bis mindestens September 2018 und niedrigere Risikoaufschläge auf Staatsanleihen von Peripherieländern für sinkende Renditen, die im BIP-gewichteten Durchschnitt im Ergebnis um 16 Basispunkte auf 1,0% nachgaben. In den USA wurden die Renditen hingegen in der zweiten Quartalshälfte zunehmend durch die Erwartungen bezüglich der geplanten Steuerreform gestützt. Auch gingen die Marktteilnehmer nach der Ankündigung der Fed, ihre Bilanz abzubauen, wieder stärker von einem weniger expansiven geldpolitischen Kurs aus. Per saldo stiegen die US-Renditen leicht auf 2,4%. An den internationalen Aktienmärkten schlugen sich die günstigen Konjunkturperspektiven in höheren Gewinnerwartungen nieder, wodurch die Kurse überwiegend zulegten und sowohl in Deutschland als auch in den USA vorübergehend neue Höchststände erreichten. An den Devisenmärkten wurde der Euro durch die guten Konjunkturdaten für den Euroraum gestützt. Im Durchschnitt stieg der Eurokurs gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern um 1,8% an.

### ■ Wechselkurse

Der Euro gewann im Berichtszeitraum gegenüber dem US-Dollar bis Anfang September an

Wert. Er setzte damit eine Kursentwicklung fort, die bereits im Juni infolge der an den Märkten als recht zuversichtlich wahrgenommenen Konjunktüreinschätzung von EZB-Präsident Draghi auf der Notenbankkonferenz in Sintra eingesetzt hatte. Günstige Wirtschaftsdaten aus dem Euroraum einerseits und nachlassende Hoffnungen auf wirtschaftspolitische Impulse durch die US-Regierung andererseits verliehen dem Euro Auftrieb. Zudem schwächten sich die Zinssteigerungserwartungen für die USA im August ab, nachdem das Protokoll der zurückliegenden Sitzung des Offenmarktausschusses der amerikanischen Notenbank veröffentlicht worden war. Zum Monatsende belastete die Unsicherheit über mögliche negative Folgen zweier Wirbelstürme für die US-Wirtschaft die amerikanische Währung zusätzlich. Nachdem in der Pressekonferenz anlässlich der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats Anfang September zudem die baldige Bekanntgabe von Entscheidungen über die zukünftige Ausgestaltung des Wertpapierankaufprogramms signalisiert wurde, stieg der Euro am 8. September kurzfristig auf 1,21 US-\$ und damit auf den höchsten Stand seit Anfang 2015.

In der Folgezeit kehrte sich die Stimmung zugunsten der amerikanischen Währung um, und der US-Dollar erholte sich auf breiter Basis, auch gegenüber dem Euro. Dazu trug der Umstand bei, dass die Märkte nun nur noch geringere Belastungen für die US-Wirtschaft infolge der Stürme erwarteten und zugleich einer Leitzinserhöhung im Dezember wieder eine höhere Wahrscheinlichkeit beimaßen. Von Ende September an nahm die Zuversicht der Anleger zu, dass die von der US-Regierung geplante Steuerreform umgesetzt werden könnte, als zunächst ein Reformentwurf vorgelegt und später das Haushaltsgesetz für das Jahr 2018 verabschiedet wurde. Dies setzte den Euro ebenso unter Abgabedruck wie der aufflammende Konflikt über die Unabhängigkeit Kataloniens und die damit verbundene Unsicherheit über die politi-

*Euro gegenüber  
US-Dollar  
Anfang  
September auf  
zweijährigem  
Höchststand, ...*

*... in der Folge  
aber wieder  
schwächer*



schen Entwicklungen in Spanien. Ende Oktober schwächte sich der Euro weiter ab, als auf der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats eine Weiterführung der Wertpapierkäufe – bei reduziertem Volumen – über 2017 hinaus beschlossen wurde, wobei der Zeitpunkt für die Beendigung des Ankaufprogramms offen blieb. Nach der Veröffentlichung eines unerwartet kräftigen deutschen BIP-Wachstums erholte sich der Euro zuletzt wieder und notierte bei 1,18 US-\$; er lag damit 3,1% über seinem Stand Ende Juni.

Der Euro-Yen-Kurs bewegte sich bis Anfang September ohne klar erkennbaren Trend zwischen 128 Yen und 131 Yen. Einerseits wurde

*Euro mit Aufwertung gegenüber dem Yen ...*

der Euro gestützt durch die erwähnten günstigen Konjunkturdaten aus dem Euroraum sowie die Aussicht auf eine anhaltend expansive Geldpolitik der Bank von Japan, die durch die erneute Verlängerung der Frist für das Erreichen des Inflationszieles genährt wurde. Andererseits dürfte die Nachfrage nach Yen als traditioneller Finanzierungswährung für Currency Carry Trades in dieser Zeit durch Rückabwicklungen wegen der Zuspitzung im Nordkorea-Konflikt gestiegen sein. In der Folgezeit setzte aber eine Gegenbewegung ein, als die Risikoaversion wieder nachließ. Zum Ende der Berichtsperiode lag der Euro bei einem Kurs von 133 Yen und damit 4,2% über dem Wert von Ende Juni.

Gegenüber dem Pfund Sterling wertete der Euro im Berichtszeitraum im Zusammenhang mit den schleppenden Verhandlungen zum angekündigten Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union zunächst spürbar auf; er erreichte Ende August den höchsten Stand seit acht Jahren. Die Stimmung kehrte sich dann aber zugunsten des britischen Pfund um, nachdem Äußerungen von Vertretern der Bank von England Spekulationen auf einen strafferen Kurs in der Geldpolitik aufkommen ließen. In der Folgezeit verstärkten sich die bestehenden Zinssteigerungserwartungen durch die Veröffentlichung des Protokolls zur geldpolitischen Sitzung der Bank von England und unerwartet günstiger Einzelhandelsumsätze im Vereinigten Königreich, wodurch das britische Pfund nicht nur gegenüber dem Euro, sondern gegenüber einer Vielzahl von Währungen an Wert gewann. Als dann die Bank von England Anfang November die Leitzinsen tatsächlich anhub, geriet das Pfund unter Abgabedruck, weil Erwartungen der Anleger auf Hinweise auf weitere Zinsschritte enttäuscht wurden. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 0,89 Pfund Sterling und somit 1,4% über seinem Stand von Ende Juni.

*... und dem Pfund Sterling*

Im Ergebnis wertete der Euro gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner im Vergleich zu Ende Juni um 1,8% auf. Die merklichen Kursgewinne des Euro gegenüber dem

*Effektiver Wechselkurs des Euro stärker*

Yen und dem US-Dollar wurden von den Wertsteigerungen gegenüber dem Schweizer Franken (+ 6,9%) noch übertroffen. Zwischenzeitlich notierte der Euro mit 1,17 Franken auf dem höchsten Stand seit Januar 2015. Kursverluste verzeichnete die Gemeinschaftswährung dagegen unter anderem gegenüber der tschechischen Krone (- 2,4%). Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euroraums verschlechterte sich durch die Euro-Aufwertung etwas; gemessen am langfristigen Durchschnitt ist die Wettbewerbsposition derzeit aber nach wie vor als neutral einzustufen.

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

*Anleihemärkte von Konjunkturzuvorsicht und Geldpolitik geprägt*

Die Anleihemärkte standen in den letzten Monaten vor allem unter dem Einfluss zuversichtlicher Konjunkturerwartungen und einer Neu-einschätzung der Geldpolitik. Bis Anfang September gaben die Renditen nach, als viele Marktteilnehmer die gegen Ende des zweiten Quartals vorübergehend aufgekommene Erwartung, dass im Euroraum eine frühere Abkehr von der sehr expansiven Geldpolitik bevorstehen könnte als zuvor erwartet, schrittweise revidierten. Zwar lösten die Anleger dann unter dem Eindruck der gewachsenen Konjunkturzuvorsicht und einer nachlassenden Risikoaversion zunehmend Safe-haven-Anlagen auf, was den Renditen zwischenzeitlich Auftrieb gab. Nach der Entscheidung des EZB-Rats am 26. Oktober, das Wertpapierankaufprogramm über das Jahresende hinaus fortzuführen und ab Beginn des nächsten Jahres bis mindestens September 2018 für monatlich 30 Mrd € Wertpapiere zu erwerben, gaben sie aber erneut merklich nach. Im Ergebnis lag die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen mit zuletzt 0,3% 6 Basispunkte niedriger als zum Ende des Vorquartals.

*Zinsstrukturkurve nach unten verschoben*

Zusammen mit den Renditen zehnjähriger Bundesanleihen verschob sich die gesamte, aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve nach unten. Da der Renditerückgang im kurzen Fristenspektrum stärker



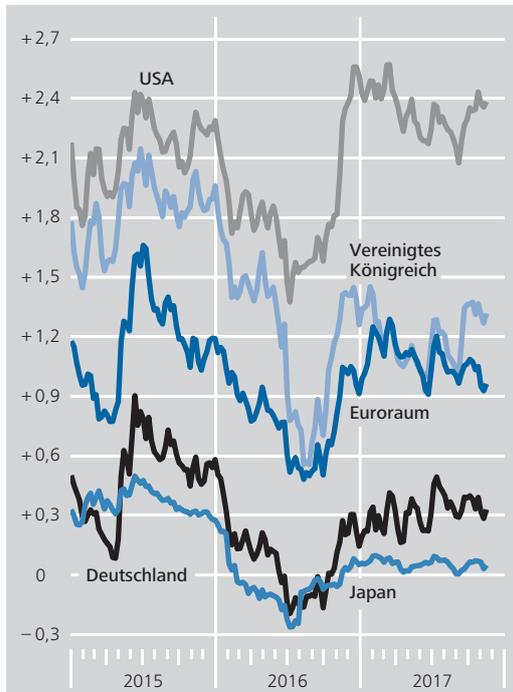
ausfiel als im langfristigen Bereich, nahm außerdem ihre Steigung etwas zu. Zuletzt waren die Renditen bis zu einer Restlaufzeit von knapp sieben Jahren negativ, und bis in den knapp fünfjährigen Laufzeitbereich lagen sie unter dem Satz der Einlagefazilität von - 0,4%. Die Renditen im kurzen Laufzeitbereich scheinen weiterhin merklich von Knappheitsprämien beeinflusst zu werden, in denen sich unter anderem Vorteile der Bundeswertpapiere hinsichtlich ihrer Liquidität und ihrer Verwendung für derivative Finanzinstrumente spiegeln dürften.

Die Renditeunterschiede zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums nahmen überwiegend ab. Im BIP-gewichteten Durchschnitt engte sich die Renditedifferenz gegenüber Bundesanleihen um 10 Basispunkte auf 81 Basispunkte ein. Die Renditeaufschläge portugiesischer Staatsanleihen gaben besonders stark nach, nachdem eine Ratingagentur Portugal Fortschritte beim Schuldenabbau und der Wirtschaftsentwicklung attestiert und das Rating um eine Bonitätsnote in den Investment-Grade-Bereich angehoben hatte. Auch die Zinsaufschläge italienischer Staatsanleihen, die ebenfalls deutlich zurückgingen, wurden von positiven Meldungen über das Wirtschaftswachstum sowie einem verbesserten Ratingurteil beeinflusst. Spanische Staatsanleiherenditen standen im Be-

*Renditedifferenzen im Euroraum eingengt*

### Renditen\*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Wochendurchschnitte



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

richtszeitraum stark unter dem Einfluss des Referendums über die Unabhängigkeit Kataloniens und einer gewachsenen Unsicherheit über den weiteren Verlauf dieses politischen Konflikts. In diesem Umfeld weiteten sich die Renditeaufschläge spanischer Staatsanleihen vorübergehend deutlich aus. Gegen Ende des Berichtszeitraums trat die politische Unsicherheit aus Sicht der Marktteilnehmer aber wieder etwas in den Hintergrund. Im Ergebnis weiteten sich die Renditespreads spanischer Staatsanleihen leicht aus.

*US-Renditen im Ergebnis leicht gestiegen*

Ähnlich wie europäische Staatsanleihen zeichneten sich auch US-Staatsanleihen bis Anfang September durch sinkende Renditen aus. Zum einen schwächten die Marktteilnehmer ihre Zinserhöhungserwartungen für die USA nach der Veröffentlichung eines Protokolls des Offenmarktausschusses der Fed, das die Diskussion über die Geldpolitik wiedergab, zunächst etwas ab; zum anderen erhöhten geopolitische Spannungen wie der Nordkorea-Konflikt die Nach-

frage nach sicheren Anlagen und setzten die Renditen von US-Treasuries damit ebenfalls unter Druck. Anschließend erhielten die Renditen dann aber sowohl durch positive Konjunkturmeldungen als auch durch die geplante US-Steuerreform zunehmend Auftrieb. Ausschlaggebend hierfür waren Erwartungen der Marktteilnehmer, dass die Steuerreform die US-Staatsverschuldung erhöhen und zugleich die Nachfrage nach US-Treasuries möglicherweise reduzieren könnte.<sup>1)</sup> Nachdem die Fed Ende September angekündigt hatte, ihre Bilanz schrittweise zu reduzieren, gingen die Marktteilnehmer außerdem wieder stärker von weiteren Leitzinserhöhungen aus. Vor diesem Hintergrund zogen die US-Renditen, die sich bis dahin weitgehend gleichgerichtet zu den langfristigen Renditen im Euroraum entwickelt hatten, vergleichsweise stark an. Im Ergebnis machten sie ihren Rückgang von Juli und August wieder wett und stiegen leicht auf 2,4% an.

Im Vereinigten Königreich dominierten Erwartungen der Marktteilnehmer über die Geldpolitik und eine anhaltende Unsicherheit über die britischen Handelsbeziehungen zur EU nach dem Brexit die Entwicklung der Renditen. Die Anfang November beschlossene Leitzinserhöhung der Bank von England um 25 Basispunkte, bei der es sich um die erste Zinsanhebung seit über zehn Jahren handelte, war von den Anlegern weitgehend erwartet worden und dürfte die Renditen bereits im Vorfeld gestützt haben. Gleichwohl gaben diese unmittelbar nach der Zinserhöhung leicht nach, was darauf hindeutet, dass die Marktteilnehmer ihre weiteren Zinserhöhungserwartungen etwas abschwächten. Außerdem übte die mit den Brexit-Verhandlungen verbundene Unsicherheit weiterhin Druck auf die Renditen aus, die sich seit Ende Juni per saldo kaum veränderten. In Japan lagen die Renditen zuletzt fast unverändert bei

*Renditen im Vereinigten Königreich und in Japan wenig verändert*

<sup>1</sup> Ein wichtiges Anliegen der geplanten Steuerreform ist es, im Ausland angelegte Unternehmensgewinne mit einer günstigen Einmalbesteuerung in die USA zu verlagern. Da diese Gewinne laut Marktbeobachtern teilweise in US-Treasuries angelegt wurden, könnte eine solche Gewinnverlagerung die Unternehmen veranlassen, ihr Engagement in US-Staatstiteln zu verringern.

0,1%. Die Renditen japanischer Staatsanleihen stehen nach wie vor im Zeichen der Zinsstrukturkurvensteuerung der Bank von Japan, die anstrebt, die Rendite zehnjähriger Staatstitel nahe bei 0% zu halten.

*Termininflationsraten gestiegen*

Die durchschnittlichen marktbasierten Inflationserwartungen für die nächsten Jahre im Euroraum setzten ihre leichte Aufwärtsbewegung über alle Laufzeiten hinweg fort, wobei sie insbesondere für kurze Zeithorizonte stiegen. Die aus Inflationsswaps hergeleiteten, in fünf Jahren beginnenden Termininflationsraten für fünf Jahre erhöhten sich vergleichsweise mäßig, und zwar um 9 Basispunkte auf 1,7%. Zugleich reduzierte sich die aus Optionsdaten ermittelbare Deflationswahrscheinlichkeit über die nächsten fünf Jahre, die derzeit nahe einem mehrjährigen Tiefstand liegt. Im Unterschied zu den marktbasierten Termininflationsraten blieben die von Consensus Economics aus Umfragen ermittelten Inflationserwartungen für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren mit zuletzt 1,9% fast konstant. Bei der Interpretation dieser Diskrepanz müssen mögliche Liquiditäts- und Inflationsrisikoprämien berücksichtigt werden, die sich auf die marktbasierten Maße auswirken und deren ökonomische Aussagekraft mindern.

*Anleiherenditen von Unternehmen gesunken*

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB mit sieben- bis zehnjähriger Laufzeit gaben seit Ende Juni weiter nach. Anleihen des nichtfinanziellen Sektors verzeichneten einen Renditerückgang von 21 Basispunkten und rentierten bei Berichtsschluss mit 1,4%. Die Anleiherenditen von Finanzunternehmen sanken um knapp ½ Prozentpunkt auf 1,9%. Ähnlich wie an den Staatsanleihemärkten dürfte hierbei eine Rolle gespielt haben, dass viele Marktteilnehmer im Laufe des Quartals ihre Erwartungen an eine weiterhin stark akkommodierende Geldpolitik festigten. Dies trug dazu bei, dass die Renditen beider Unternehmenssektoren sukzessive bis Anfang August auf die niedrigen Niveaus von Juni zurückfielen und nach der letzten EZB-Ratssitzung sogar noch weiter sanken. Trotz ebenfalls rückläufiger Staatsanleiherenditen engten sich im Berichts-

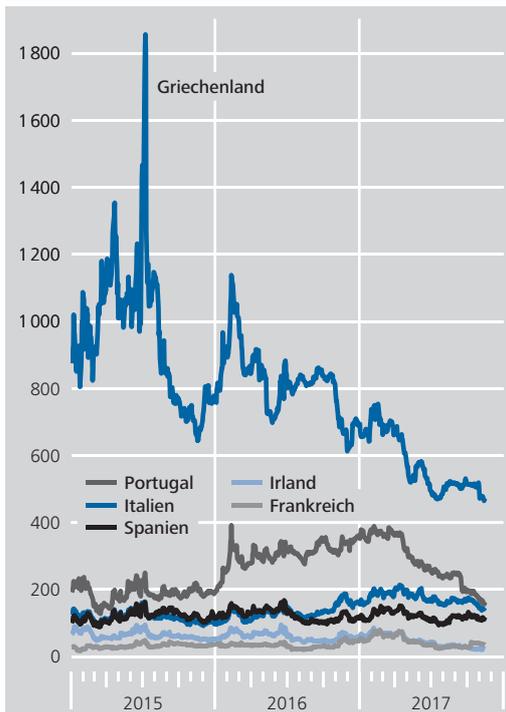
### Termininflationsraten und -erwartungen im Euroraum



Quellen: Thomson Reuters, Consensus Economics und eigene Berechnungen. **1** Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten (HVPI ohne Tabakwaren) der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird; Wochendurchschnitte.  
 Deutsche Bundesbank

### Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte

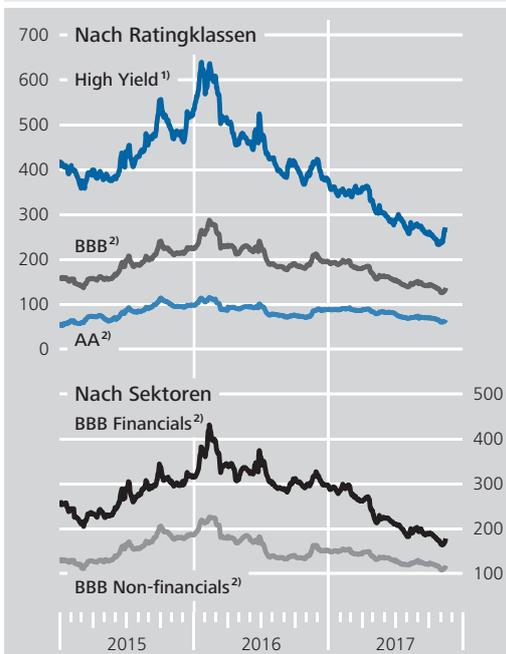


Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

zeitraum die Renditeaufschläge der Unternehmensanleihen gegenüber sicheren Bundespapieren ein, und zwar um 37 Basispunkte für finanzielle und um 11 Basispunkte für nichtfinanzielle Unternehmen. Verglichen mit ihren Fünfjahresmitteln sind die Finanzierungsbedin-

## Renditespreads von Unternehmensanleihen im Euroraum<sup>\*)</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.

Deutsche Bundesbank

## Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2016	2017	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	34,4	31,7	17,6
Kreditinstitute	- 24,2	- 13,6	- 23,6
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	- 8,9	0,9	- 5,7
Deutsche Bundesbank	48,9	38,4	34,3
Übrige Sektoren	9,8	6,9	6,8
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	- 5,0	- 11,3	- 14,1
Ausländer	- 28,1	- 1,0	- 27,4
<b>Aktien</b>			
Inländer	11,9	- 1,4	12,8
Kreditinstitute	0,6	3,1	- 3,0
darunter:			
inländische Aktien Nichtbanken	0,1	6,7	- 0,7
inländische Aktien	11,3	- 4,5	15,8
darunter:			
inländische Aktien	0,4	- 3,3	5,1
Ausländer	1,2	- 2,2	- 2,3
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	17,4	9,3	10,5
Anlage in Publikumsfonds	3,8	7,6	8,9
darunter:			
Aktienfonds	1,9	1,1	3,6

Deutsche Bundesbank

gungen von Unternehmen damit weiterhin sehr günstig.

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im dritten Quartal 2017 auf 257 ½ Mrd €; es lag damit leicht unter dem Wert des Vorquartals (265 Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis Titel für netto 22 ½ Mrd € getilgt. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 13 Mrd € am deutschen Markt unter. Der Umlauf am deutschen Rentenmarkt sank im Berichtszeitraum somit um 10 Mrd €.

*Nettotilgungen am Rentenmarkt*

Die inländischen Kreditinstitute verringerten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 17 ½ Mrd €, nach Nettoemissionen in Höhe von 8 Mrd € im zweiten Quartal. Dabei tilgten sie vor allem flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen (14 ½ Mrd €), in geringerem Umfang aber auch Hypothekendarlehen sowie Öffentliche Pfandbriefe (je 2 Mrd €).

*Gesunkene Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute*

Die öffentliche Hand tilgte im dritten Quartal Anleihen für netto 8 ½ Mrd €. In diesen Zahlen sind auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zuzurechnen sind. Der Bund selbst tilgte vor allem zehnjährige Anleihen (8 ½ Mrd €), aber auch zweijährige Schatzanweisungen (3 Mrd €) sowie unverzinsliche Bubills (2 ½ Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von fünfjährigen Bundesobligationen (9 Mrd €) sowie von 30-jährigen Anleihen (2 ½ Mrd €) gegenüber. Die Länder tilgten im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 1 ½ Mrd €.

*Nettotilgungen der öffentlichen Hand*

Inländische Unternehmen nutzten die günstigen Finanzmarktbedingungen und emittierten im dritten Quartal Schuldverschreibungen für per saldo 3 Mrd €. Im Ergebnis wurden hierbei ausschließlich Papiere mit einer Laufzeit von über einem Jahr emittiert.

*Emissionen von Unternehmensanleihen vor allem im längerfristigen Bereich*

*Erwerb von  
 Schuldver-  
 schreibungen  
 vor allem durch  
 die Bundesbank*

Als Erwerber am heimischen Anleihemarkt trat im dritten Quartal überwiegend die Bundesbank in Erscheinung, die vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems Rentenwerte für 34½ Mrd € in ihr Portfolio aufnahm. Inländische Nichtbanken vergrößerten ihre Anleiheportfolios um 7 Mrd €, wobei ausländische Titel im Vordergrund des Kaufinteresses standen. Ausländische Investoren trennten sich dagegen von deutschen Schuldverschreibungen für netto 27½ Mrd €, und zwar im Ergebnis vor allem von Titeln öffentlicher Emittenten. Auch die heimischen Kreditinstitute gaben zinstragende Papiere ab (23½ Mrd €). Hierbei handelte es sich im Ergebnis vor allem um inländische Bankschuldverschreibungen.

## ■ Aktienmarkt

*Deutliche Kurs-  
 gewinne an den  
 globalen Aktien-  
 märkten*

Die freundlichen Konjunkturperspektiven und die expansive geldpolitische Ausrichtung im Euroraum und in Japan führten an den internationalen Aktienmärkten zu teilweise deutlichen Kursgewinnen. Dabei spielten politische Unsicherheiten im Zusammenhang mit dem Nordkorea-Konflikt, den andauernden Brexit-Verhandlungen oder den Unabhängigkeitsbestrebungen Kataloniens für die Marktteilnehmer im Ergebnis nur eine untergeordnete und regional begrenzte Rolle. Der US-amerikanische S&P 500 stieg – gestützt von besser als erwartet ausgefallenen Quartalsergebnissen und angehobenen mittelfristigen Gewinnerwartungen – um insgesamt 6,7% und markierte im Berichtszeitraum mehrmals neue Allzeithochs. Der von den Marktteilnehmern erwartete weniger expansive geldpolitische Kurs der US-Notenbank Fed führte am Aktienmarkt zu keinen stärkeren Reaktionen. Noch deutlicher fiel der Kursanstieg des japanischen Nikkei 225 mit 11,6% aus. Neben den guten Konjunkturaussichten wirkten hier vermutlich die von den Anlegern überwiegend erwartete Bestätigung der japanischen Regierung bei der Parlamentswahl und die Aussicht auf eine weiterhin sehr expansiv ausgerichtete Geldpolitik kursstützend. Der marktweite Euro Stoxx schloss den Berichtszeit-



raum mit einem Plus von 4,1% ab, der CDAX stieg sogar um 6,9% und erklomm wie der S&P 500 vorübergehend neue Allzeithochs. Dabei verharrten die europäischen Märkte zu Beginn des Berichtszeitraums zunächst – ähnlich wie die anderen internationalen Indizes – in einer längeren Seitwärtsbewegung, bevor dann im September eine kontinuierliche Aufwärtsbewegung einsetzte, die zu den deutlichen Kurssteigerungen führte. Neben guten Unternehmenszahlen wirkte sich insbesondere die Aussicht auf eine Weiterführung des Wertpapierankaufprogramms im Euroraum positiv auf die Kurse aus. Trotz schleppender Brexit-Verhandlungen und der eingeleiteten geldpoli-

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2017		
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj. p)
I. Leistungsbilanz	+ 58,2	+ 55,2	+ 63,0
1. Warenhandel <sup>1)</sup>	+ 67,0	+ 67,4	+ 68,5
2. Dienstleistungen <sup>2)</sup>	- 11,7	- 4,0	- 11,1
3. Primäreinkommen	+ 13,5	+ 4,7	+ 16,4
4. Sekundäreinkommen	- 10,6	- 12,8	- 11,0
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,2	0,0	+ 0,4
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 61,5	+ 64,7	+ 52,5
1. Direktinvestition	+ 7,6	+ 16,8	- 0,8
Inländische Anlagen im Ausland	+ 14,7	+ 22,7	+ 21,4
Ausländische Anlagen im Inland	+ 7,1	+ 5,9	+ 22,2
2. Wertpapieranlagen	+ 48,4	+ 25,0	+ 58,2
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 19,3	+ 20,5	+ 29,2
Aktien <sup>3)</sup>	+ 8,0	- 2,4	+ 5,2
Investmentfondsanteile <sup>4)</sup>	+ 8,9	+ 4,4	+ 11,0
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	- 0,5	- 4,4	+ 0,6
langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 5,2	+ 19,5	+ 14,7
darunter:			
denominiert in Euro <sup>6)</sup>	- 4,4	+ 13,4	+ 5,2
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	- 2,8	- 1,0	- 1,8
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 29,1	- 4,6	- 29,0
Aktien <sup>3)</sup>	+ 1,2	- 2,2	- 2,3
Investmentfondsanteile	- 2,2	- 1,3	+ 0,7
langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	- 24,1	+ 0,8	- 21,8
darunter: öffentliche Emittenten <sup>8)</sup>	- 20,1	- 2,2	- 18,9
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	- 4,0	- 1,8	- 5,6
3. Finanzderivate <sup>9)</sup>	+ 10,5	+ 2,4	+ 1,4
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>10)</sup>	- 4,8	+ 20,2	- 6,5
Monetäre			
Finanzinstitute <sup>11)</sup>	- 30,4	- 7,7	- 12,5
Unternehmen und Privatpersonen <sup>12)</sup>	+ 14,1	+ 4,4	- 3,4
Staat	+ 7,9	- 2,0	- 8,3
Bundesbank	+ 3,5	+ 25,6	+ 17,7
5. Währungsreserven	- 0,3	+ 0,4	+ 0,2
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>13)</sup>	+ 3,1	+ 9,5	- 10,9

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 Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

Deutsche Bundesbank

tischen Straffung durch die Bank von England stieg auch im Vereinigten Königreich der FTSE All-Share, und zwar um 1,4%. In Spanien notierte der heimische Aktienmarkt vor dem Hintergrund des Katalonien-Konflikts im Minus (- 3,1%).

Das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf der Grundlage der über die nächsten 12 Monate erwarteten Gewinne liegt aktuell sowohl für den Euro Stoxx als auch für den S&P 500 über den entsprechenden fünfjährigen Durchschnitten, was auf eine hohe Bewertung schließen lässt. Ein weiterer Indikator für eine Einschätzung der Aktienmarktbeurteilung ist die aus einem Dividendenbarwertmodell ermittelte implizite Aktienrisikoprämie.<sup>2)</sup> Dieser Aufschlag, den Investoren für eine riskante Anlage gegenüber einem sicheren Investment verlangen, veränderte sich im Berichtszeitraum kaum. Er liegt sowohl für den S&P 500 als auch für den Euro Stoxx weiterhin in der Nähe der jeweiligen Durchschnitte der vergangenen fünf Jahre, weshalb sich aus dieser Kennzahl zunächst einmal keine unmittelbare Überbewertung ableiten lässt. Anders als beim Kurs-Gewinn-Verhältnis handelt es sich bei der Risikoprämie allerdings um ein relatives Maß, das Alternativenanlagen im aktuell sehr niedrigen Zinsumfeld berücksichtigt, das möglicherweise selbst nicht nachhaltig ist. Im Vergleich der beiden Währungsräume fällt auf, dass beide genannten Indikatoren für den US-Aktienmarkt jeweils ein höheres Bewertungsniveau signalisieren.

*Bewertungsniveau beiderseits des Atlantiks gestiegen*

Bankaktien entwickelten sich im Berichtszeitraum beiderseits des Atlantiks schwächer als die jeweiligen marktbreiten Gesamtindizes. Dabei verbuchten US Banken durchschnittliche Kurssteigerungen von 5,1%, wohingegen Banktitel aus dem Euroraum im Ergebnis vergleichsweise wenig zulegten (0,5%). Während portugiesische Banktitel mit einem deutlichen Kursplus abschnitten, verzeichneten insbesondere grie-

*Bankaktien schwächer als der Gesamtmarkt*

2 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Bewertungsniveau am Aktienmarkt – Theoretische Grundlagen und Weiterentwicklung der Kennzahlen, Monatsbericht, April 2016, S. 15–30.

chische Bankaktien im Untersuchungszeitraum starke Verluste. Nach größeren Schwankungen durch die Unsicherheit im Katalonien-Konflikt verbuchten spanische Banktitel im Ergebnis ebenfalls Kursverluste, die ungefähr vergleichbar mit denen am spanischen Gesamtmarkt waren.

*Aktienemissionen und  
Aktienwerb*

Inländische Unternehmen emittierten im dritten Quartal 2017 neue Aktien für 2 Mrd €, und zwar überwiegend börsennotierte Titel. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg um 8½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere im Ergebnis ausschließlich von inländischen Nichtbanken (16 Mrd €). Heimische Kreditinstitute sowie ausländische Investoren verringerten ihre Aktienportfolios um 3 Mrd € beziehungsweise 2½ Mrd €.

*Absatz und  
Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtsquartal einen Mittelzufluss in Höhe von 19½ Mrd €, nach einem Aufkommen von 17 Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen überwiegend den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (10½ Mrd €). Unter den Anlageklassen verzeichneten vor allem Gemischte Wertpapierfonds ein hohes Mittelaufkommen (11 Mrd €). Auch Aktienfonds und Offene Immobilienfonds konnten neue Anteile am Markt unterbringen (5½ Mrd € bzw. 2 Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im dritten Quartal 2017 im Ergebnis neue Mittel für 11 Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 28½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Inländische Kreditinstitute sowie ausländische Investoren erwarben Investmentzertifikate für 1 Mrd € beziehungsweise ½ Mrd €.

## ■ Direktinvestitionen

Anders als im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im dritten Quartal 2017 per saldo Mittelabflüsse im Umfang von 58 Mrd € verzeichnete, ergaben sich im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalimporte, und zwar in Höhe von 1 Mrd €.

*Kapitalimporte  
im Bereich  
der Direkt-  
investitionen*

Ausländische Unternehmen bauten in den Monaten Juli bis September 2017 ihr Engagement in Deutschland um 22 Mrd € aus. Dies erfolgte sowohl über eine Ausweitung der konzerninternen Kreditvergabe (16½ Mrd €) als auch durch den Aufbau von Beteiligungskapital (5½ Mrd €). Regional betrachtet flossen deutschen Unternehmen Direktinvestitionsmittel in größerem Umfang aus den Niederlanden (6½ Mrd €), der Schweiz (3 Mrd €) und Irland (2½ Mrd €) zu. Dagegen zogen Investoren aus den Vereinigten Staaten (½ Mrd €) Kapital aus Deutschland ab.

*Ausländische  
Direkt-  
investitionen in  
Deutschland*

Die Direktinvestitionen deutscher Unternehmen im Ausland beliefen sich im dritten Quartal 2017 per saldo auf 21½ Mrd €. Heimische Investoren stockten ihr Beteiligungskapital um insgesamt 17½ Mrd € auf. Dies erfolgte zum einen in Form von Beteiligungskapital im engeren Sinne (8½ Mrd €), zum anderen aber auch durch reinvestierte Gewinne (9 Mrd €). Deutsche Unternehmen weiteten zudem ihre konzerninterne Kreditvergabe aus (3½ Mrd €). Maßgeblich war dabei die Gewährung von Handelskrediten. Zu wichtigen Zielländern deutscher Direktinvestitionen im Ausland gehörten im dritten Quartal 2017 die Niederlande (7 Mrd €), die Vereinigten Staaten (3½ Mrd €) und Luxemburg (3 Mrd €). Dagegen wurden aus Frankreich und Brasilien per saldo Direktinvestitionsmittel abgezogen (jeweils 1½ Mrd €).

*Heimische  
Direkt-  
investitionen  
im Ausland*