

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Steigende Staatsanleiherenditen und Aktienkursverluste im Fokus*

Die internationalen Finanzmärkte standen seit Ende Juni 2018 im Zeichen einer etwas geringeren weltwirtschaftlichen Dynamik. Zudem traten belastende politische Einflüsse wieder etwas stärker hervor. Hierzu zählen zum Beispiel die Handelsstreitigkeiten zwischen den USA und China sowie die Missachtung der europäischen Fiskalregeln durch die italienische Regierung. Angesichts der weiterhin soliden konjunkturellen Expansion stiegen die Zinsen für Staatsanleihen vor allem in den dynamisch wachsenden USA an, wo die Federal Reserve weiter ihre angekündigte Politik umsetzte, den Leitzins schrittweise anzuheben. Im Euroraum spielten ausgeweitete Risikoaufschläge für einzelne Länder eine wichtige Rolle. Dies gilt insbesondere für Italien, wo die Debatte über den geplanten Staatshaushalt die Marktteilnehmer veranlasste, Abstand von italienischen Staatsanleihen zu nehmen, was sich dort in deutlich höheren Renditen niederschlug. Als sicher geltende Schuldverschreibungen wie Bundeswertpapiere waren in diesem Marktumfeld dagegen gefragt, weshalb die Renditen von Bundesanleihen nahezu unverändert blieben. Die Aktienmärkte bewegten sich zunächst unter Schwankungen seitwärts. Gegen Ende des dritten Quartals setzten aber die genannten Belastungsfaktoren die Kurse deutlich unter Druck. Europäische Aktien – und hierbei vor allem Bankwerte – verzeichneten besonders kräftige Kursverluste. Bei einer höheren Risikoaversion unter den Marktteilnehmern zogen außerdem die impliziten Volatilitäten, die sich bislang an den Aktienmärkten auf relativ niedrigen Niveaus bewegt hatten, weltweit spürbar an. Ungeachtet der teils merklichen Kursrückgänge an den Aktien- und Rentenmärkten verbuchte der Euro seit Ende Juni insgesamt nur moderate Veränderungen gegenüber US-Dollar, Yen und Pfund Sterling. Signale einer leichten Entspannung kamen von einigen Schwellenländern. Deren Währungen haben sich – nach kräftigen Kursverlusten bis in

den August hinein – gegenüber dem Euro zuletzt stabilisiert, und ihre Anleiherenditen sind zum Teil deutlich gesunken.

### ■ Wechselkurse

Der Wechselkurs des Euro verzeichnete gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner seit Ende Juni trotz Schwankungen per saldo nur leichte Änderungen. Dabei verlor er gegenüber dem US-Dollar in diesem Zeitraum an Wert. Vor dem Hintergrund sich festigender Zinssteigerungserwartungen in den USA und der vorübergehend erhöhten Sorge angesichts der Engagements einiger europäischer Banken in der Türkei erreichte der Euro Mitte August einen vorläufigen Jahrestiefstand von 1,13 US-\$. Abnehmende Risikoscheu und überraschend positive Konjunkturnachrichten aus Deutschland führten im restlichen Verlauf des Monats allerdings zu einer Erholung der Gemeinschaftswährung. Die Aufwärtstendenz des Euro wurde in der Folge nur kurzzeitig durch überraschend gute Konjunkturdaten zum BIP-Wachstum und zur Arbeitsmarktentwicklung jenseits des Atlantiks unterbrochen. Dementsprechend erreichte der Euro zu Beginn der letzten Septemberwoche einen Kurs von 1,18 US-\$ und damit den höchsten Stand seit über zwei Monaten.

*Euro mit Kursverlusten gegenüber US-Dollar, ...*

In den darauffolgenden Wochen gab der Euro jedoch die erzielten Gewinne gegenüber dem US-Dollar wieder ab. So belastete die Diskussion um den Haushaltsentwurf der italienischen Regierung, die sich – wie erwähnt – in höheren Risikoaufschlägen auf italienische Staatsanleihen niederschlug, den Euro auf breiter Basis. Dabei blieb die unmittelbare Reaktion des Wechselkurses zum US-Dollar auf eine gegebene Ausweitung der Renditedifferenz zwischen italienischen Staatsanleihen und Bundesanleihen gleicher Laufzeit seit Bildung der neuen Regierung Italiens zwar geringer als in den anderthalb Jahren zuvor; das Ausmaß der Spread-

Ausweitung war aber erheblich. Zudem drückten überraschend schwache Inflationszahlen im Euroraum für September, die den Zinsausblick belasteten, sowie überwiegend günstig ausgefallene US-Konjunkturindikatoren den Euro im Oktober spürbar. So verzeichnete er im November ein neues Jahrestief und notierte zum Ende der Berichtsperiode bei 1,13 US-\$, 3,0% unter seinem Stand von Ende Juni 2018.

... dagegen nahezu unverändert gegenüber Yen ...

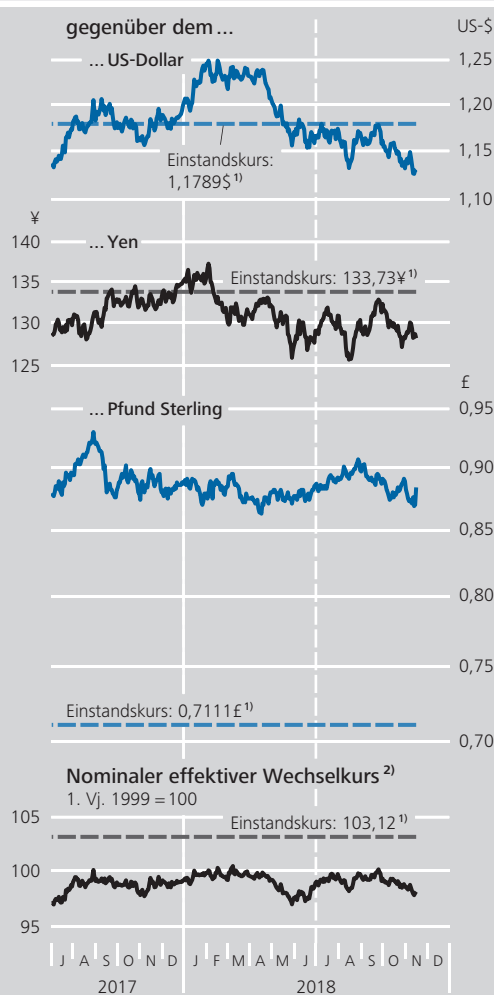
Der Euro-Yen-Kurs verlief ab Mitte August ähnlich wie der Euro-US-Dollar-Kurs, was auf Neuigkeiten aus dem Euroraum als Haupttriebfeder für die Wechselkursentwicklung hindeutet. So erreichte der Euro gegenüber dem Yen wie auch gegenüber dem US-Dollar Mitte August mit einem Kurs von 126 Yen ein Jahrestief. Mit den abklingenden Turbulenzen an den Devisenmärkten einiger Schwellenländer nahm die Risikoaversion der Marktteilnehmer ab, was tendenziell Kapitalabflüsse aus Japan begünstigt. Vor diesem Hintergrund erholte sich der Euro bereits bis Ende August wieder spürbar. Auch wenn diese Bewegung zeitweise von über den Erwartungen liegenden japanischen Inflationszahlen abgebremst wurde, profitierte der Euro auch im September von einer Entspannung der Lage an den Finanzmärkten einiger Schwellenländer. Im Ergebnis notierte er gegen Ende des Monats nahe 133 Yen, dem höchsten Stand seit fünf Monaten. Vorübergehende Renditesteigerungen bei langfristigen japanischen Staatsanleihen leiteten im Folgenden eine Kurswende ein. Im Oktober führten dann Nachrichten aus Italien – wie im Verhältnis zum US-Dollar – zu weiteren Wertverlusten des Euro. Zuletzt notierte er bei 128 Yen, 0,7% unter seinem Kurs vom Beginn des Halbjahres.

... und Pfund Sterling

Meldungen zum Stand der Verhandlungen über den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU waren zuletzt neben den bereits erwähnten Spannungen im Euroraum wichtige Determinanten der Wechselkursentwicklung zwischen Euro und Pfund Sterling. Im August belasteten zunehmende Befürchtungen das Pfund, es könne zu einem Ausscheiden des Landes ohne ein erfolgreich verhandeltes Vertragswerk kom-

## Wechselkurs des Euro

Tageswerte, log. Maßstab

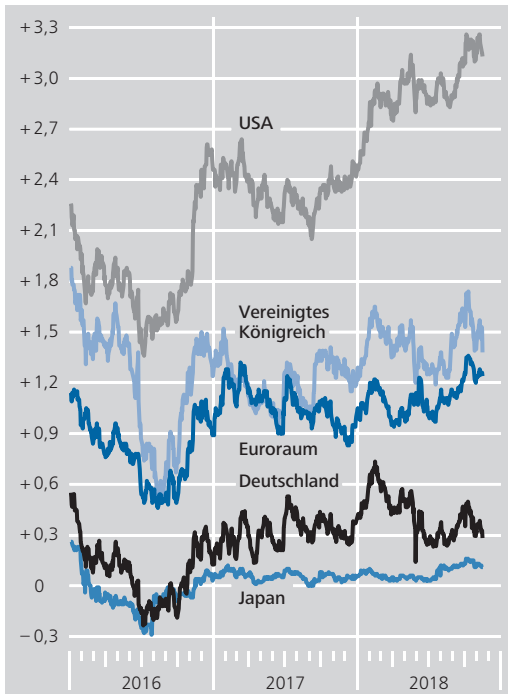


Quelle: EZB. **1** Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999. **2** Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 19 Ländern. Ein Anstieg der Werte entspricht einer Aufwertung des Euro.  
 Deutsche Bundesbank

men. So notierte der Euro gegen Ende des Monats bei 0,91 Pfund Sterling, einem Jahreshöchstwert. In der Folgezeit verlor er bis Mitte Oktober jedoch wieder an Wert, als die EU und das Vereinigte Königreich sich Berichten zufolge bei den Verhandlungen wieder annäherten und aus London überraschend günstige Konjunkturdaten unter anderem zum BIP und den Einzelhandelsumsätzen gemeldet wurden. Nachdem die zweite Oktoberhälfte von stockenden Austrittsverhandlungen und einer entsprechenden Euro-Aufwertung geprägt war, führte im Vereinigten Königreich die zuletzt gestiegene politische Unsicherheit um einen ausgehandelten Entwurf für ein Ausstiegsabkommen zu stärkeren

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

% p.a., Tageswerte



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

Erholung. Gegenüber dem argentinischen Peso wertete der Euro um 20,2% auf. Auch hier entspannte sich die Lage seit Ende August etwas, nachdem der Internationale Währungsfonds seine Kreditlinien ausgeweitet, die argentinische Zentralbank die geldpolitischen und die Regierung die fiskalpolitischen Zügel weiter angezogen hatte.

### Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen stiegen seit Ende Juni 2018 in den verschiedenen Währungsräumen im Ergebnis teilweise deutlich an. Vor allem in den USA war per saldo ein recht kräftiger Zinsauftrieb um 25 Basispunkte auf 3,1% zu verzeichnen. Zum überwiegenden Teil waren die steigenden Zinsen auf höhere Laufzeitprämien zurückzuführen, also auf Prämien, die Anleger dafür erhalten, dass sie Wertpapiere mit längerer Restlaufzeit in ihre Portfolios aufnehmen. Für die Marktteilnehmer dürfte dabei das Änderungsrisiko bezüglich der realen Verzinsung im Vordergrund gestanden haben. Ein Grund für die steigenden Prämien könnte gewesen sein, dass die Marktteilnehmer unsicherer darüber wurden, wie sich der Zwist in der internationalen Handelspolitik und die steigende US-Staatsverschuldung langfristig auf die Wachstumsdynamik auswirken. In dem rechnerischen Anstieg der Laufzeitprämien könnten sich vor allem ab Ende August zudem Effekte durch rückabgewickelte „Safe Haven“-Anlagen, die Anleger zuvor wegen der Sorge um die wirtschaftliche Entwicklung in einigen Schwellenländern getätigt hatten, niedergeschlagen haben. Hier stabilisierte sich die zum Teil krisenhafte Situation an einzelnen Märkten. Der Beitrag der Geldpolitik an den ansteigenden zehnjährigen Renditen war hingegen eher gering. Die Federal Reserve bestätigte in ihrer Septembersitzung ihre beabsichtigte kontinuierliche geldpolitische Straffung und setzte sie mit einem weiteren Zinsschritt fort. Dies war am Markt erwartet worden.

*Per saldo zehnjährige US-Rendite gestiegen und ...*

ren Kursschwankungen. So notierte der Euro zum Ende der Berichtsperiode bei 0,88 Pfund und damit 0,3% unter seinem Wert von Ende Juni 2018.

*Euro in effektiver Rechnung nahezu unverändert*

Im Ergebnis blieb der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern seit Halbjahresbeginn per saldo nahezu unverändert (-0,8%). Dabei verbuchte er aber beispielsweise Zugewinne gegenüber dem Renminbi (+1,7%), den unter anderem der Handelsstreit Chinas mit den USA belastete. Außerhalb des Kreises von 19 Partnerwährungen verzeichnete der Euro gegenüber einigen Schwellenländerwährungen ausgeprägte Schwankungen. So notierte er gegenüber der türkischen Lira zuletzt 14,4% stärker als zum Ende des zweiten Vierteljahres. Die Kursgewinne waren zeitweilig noch deutlich höher gewesen. Neben geldpolitischen Maßnahmen verhalf auch die Entspannung eines politischen Konfliktes zwischen der Türkei und den USA der Lira ab Mitte September zu einer

*... zehnjährige Bundesanleihe fast unverändert*

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen hat sich im Ergebnis im Vergleich zu Ende Juni kaum verändert (+1 Basispunkt auf 0,3%). Sowohl die Renditekomponente der durchschnittlich erwarteten Kurzfristzinsen über die nächsten zehn Jahre als auch die Terminprämienkomponente blieben – anders als in den USA – nahezu unverändert. Der Zinsabstand zwischen den USA und Deutschland weitete sich somit noch einmal auf nun 277 Basispunkte aus und lag damit auf dem höchsten Wert seit Ende der 1980er Jahre.

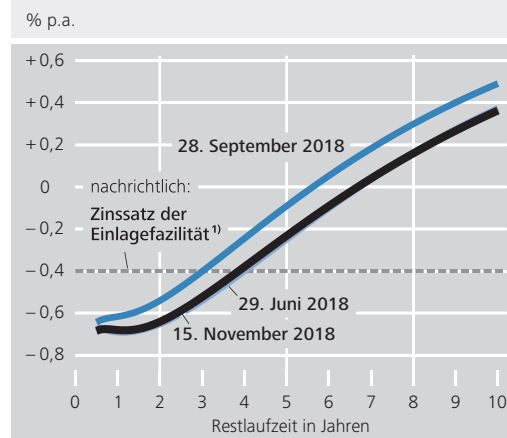
*Zinsstrukturkurve im Ergebnis kaum bewegt*

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve hat sich im Vergleich zu Ende Juni kaum bewegt. Bis Ende September waren die Renditen zwar noch über alle Laufzeitbereiche moderat angestiegen. Eine direkte Reaktion der Renditen auf die Beschlüsse des EZB-Rats, die Nettokäufe des erweiterten Ankaufprogramms für Vermögenswerte (expanded Asset Purchase Programme: APP) ab Oktober auf 15 Mrd € abzusenken, war dabei aber nicht zu erkennen. Im Oktober kam es dann jedoch unter dem Eindruck der italienischen Fiskalpolitik und einer höheren Volatilität an den internationalen Aktienmärkten zu „Safe Haven“-Flüssen in sichere Anlagen. Gegen Ende des Berichtszeitraums verstärkten sich die Zuflüsse noch einmal wegen der Unsicherheit darüber, ob der Vertragsentwurf über den Austritt des Vereinigten Königreichs aus der EU im britischen Parlament eine Mehrheit finden würde. Dadurch verschob sich die Zinsstrukturkurve wieder parallel nach unten. Zuletzt rentierten Anleihen mit bis zu sechsjähriger Laufzeit wieder im negativen Bereich.

*Renditedifferenzen zu Bundesanleihen in einzelnen Ländern des Euroraums ausgeweitet*

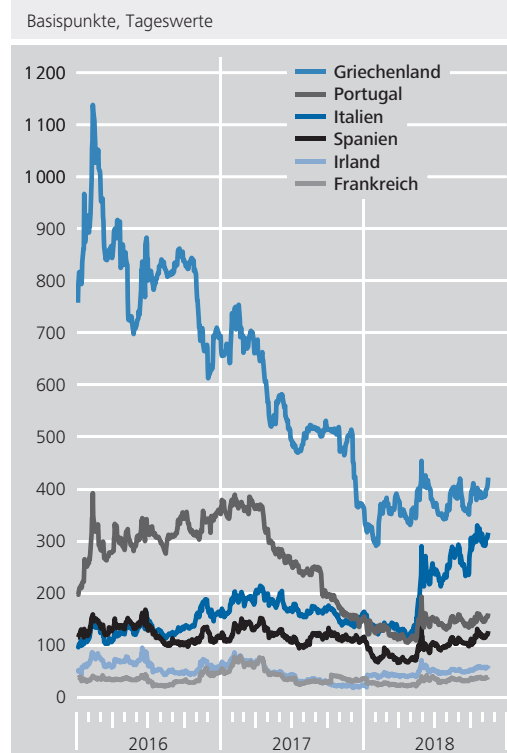
Der Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) weitete sich um 24 Basispunkte aus. In dieser Aufspreizung kommt vor allem die höhere Renditedifferenz italienischer Papiere zu Bundesanleihen zum Ausdruck (+ 76 Basispunkte auf 316 Basispunkte). Käufer italienischer Staatsanleihen verlangten damit einen so hohen Risikoaufschlag wie zu-

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



\* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren.  
 ¹ Aktueller Zinssatz der Einlagefazilität gültig seit 15. März 2016.  
 Deutsche Bundesbank

### Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

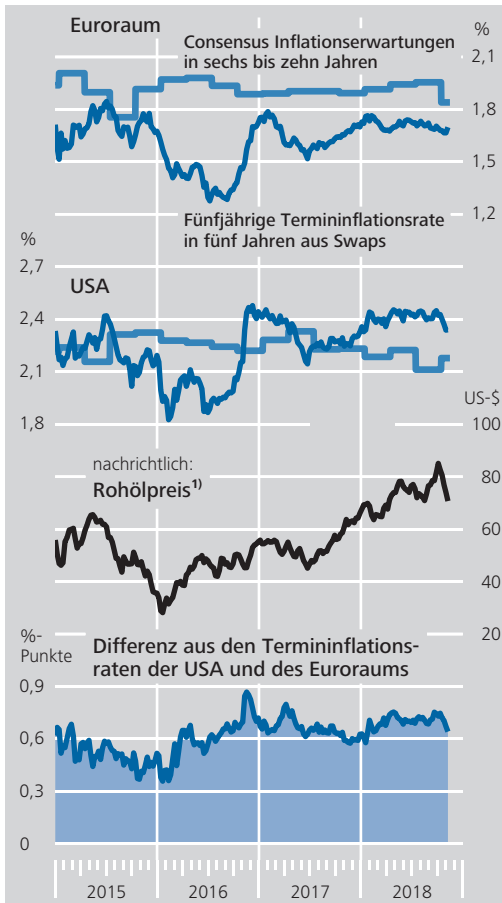


Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

letzt im Jahr 2013. Kritisch beurteilt wurde die italienische Haushaltspolitik auch von Ratingagenturen. So stufte die Ratingagentur Moody's die Kreditwürdigkeit italienischer Staatsanleihen Mitte Oktober um eine Stufe auf Baa3 herunter. Zudem versah Standard & Poor's Ende Oktober das bestehende Rating Italiens mit einem nega-

### Termininflationen<sup>\*)</sup> und -erwartungen im Euroraum und in den USA

Wochendurchschnitte



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters, Consensus Economics und eigene Berechnungen. \* Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten (HVPI ohne Tabakwaren für den Euroraum sowie CPI Urban Consumers für die USA) der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird. <sup>1</sup> Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).  
 Deutsche Bundesbank

tiven Ausblick. Die Renditeentwicklung in Italien wurde am Markt für europäische Staatsanleihen bislang als ein überwiegend landesspezifischer Faktor angesehen. Dies spiegelte sich auch in einer höheren Streuung der Renditeaufschläge gegenüber Bundesanleihen wider. Das Streuungsmaß reagiert sensitiv auf landesspezifische Ausreißer des Renditeaufschlags. Auch die Ausweitung der Renditeaufschläge griechischer Staatsanleihen ist großteils auf heimische Entwicklungen zurückzuführen. Spekulationen über staatliche Hilfsmaßnahmen für griechische Banken, die immer noch einen sehr hohen Anteil notleidender Kredite in ihren Büchern halten, führten an den Anleihemärkten zu Sorgen

über zusätzliche fiskalische Belastungen. Mit 422 Basispunkten war die Renditedifferenz griechischer Anleihen zuletzt 56 Basispunkte höher als Ende Juni. Nach dem Auslaufen des letzten Hilfsprogramms wartet Griechenland die Rückkehr auf den Emissionsmarkt zunächst weiter ab.

Die zehnjährigen Gilt des Vereinigten Königreichs rentierten zuletzt mit 1,4% rund 10 Basispunkte höher als Ende Juni. Die Renditen britischer Anleihen folgten dabei zunächst dem internationalen Trend. So bewegte auch die Leitzinserhöhung der Bank von England auf 75 Basispunkte am 2. August die langfristigen Renditen kaum. Vor dem Hintergrund der erwähnten politischen Unsicherheit im Vereinigten Königreich sanken sie aber zuletzt deutlich. Die Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen stieg auf 0,1% an und lag damit zuletzt 8 Basispunkte höher als Ende Juni. Die Renditen blieben damit in dem erweiterten Korridor, den die Bank von Japan im Rahmen ihrer Zinsstrukturkurvensteuerung vorgibt.

Die aus Inflationsswaps abgeleiteten, in fünf Jahren beginnenden Termininflationen für fünf Jahre blieben seit Ende Juni nahezu unverändert bei 1,7% (- 4 Basispunkte). Die von Consensus Economics durch eine Umfrage erhobenen langfristigen Inflationserwartungen liegen mit 1,8% weiterhin darüber. Für die Differenz beider Werte können Knappheits-, Liquiditäts- und Inflationsrisikoprämien verantwortlich sein, die sich auf die marktbasieren Maße auswirken und deren ökonomische Aussagekraft mindern können. Sowohl marktbasierende als auch umfragebasierte Deflationswahrscheinlichkeiten sind für die nächsten Jahre vernachlässigbar.

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen stiegen seit dem Ende des zweiten Quartals etwas an. Anleihen von Finanzunternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren rentierten bei Berichtschluss mit 2,9% um 26 Basispunkte höher. Die Renditen laufzeitgleicher Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors verzeichne-

*Renditen im Vereinigten Königreich und in Japan gestiegen*

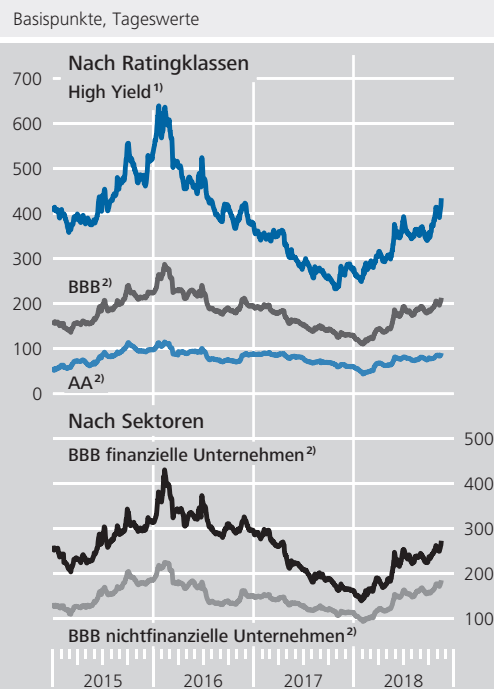
*Termininflationen- und umfragebasierte Inflationserwartungen konstant*

*Renditen von Unternehmensanleihen etwas gestiegen*



ten mit 2,1% ein Plus von 29 Basispunkten. Der deutliche Anstieg italienischer Staatsanleiherenditen strahlte nur teilweise auf den dortigen Unternehmenssektor aus. Die Anleiherenditen italienischer Unternehmen verzeichneten gleichwohl einen überdurchschnittlichen Zuwachs. Die Renditeaufschläge europäischer finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen gegenüber Bundesanleihen weiteten sich bei per saldo nur wenig veränderten Bundesanleiherenditen aus (+ 23 Basispunkte bzw. +25 Basispunkte). Die höheren Spreads stehen im Einklang mit einer angestiegenen Unsicherheit an den Aktienmärkten und deuten auf einen rückläufigen Risikoappetit der Marktteilnehmer hin. Noch etwas deutlicher als bei Unternehmensanleihen mit Investment Grade zeigt sich dies bei Hochzinsanleihen, deren Renditeaufschläge sich überdurchschnittlich stark ausweiteten. Zuletzt lagen die Spreads zwar über den sehr niedrigen Niveaus, wie sie vor Ausbruch der Finanzkrise im Juli 2007 zu beobachten waren, aber noch nahe bei ihren Fünfjahresmitteln. Insgesamt können die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen daher weiterhin als relativ günstig beurteilt werden.

### Renditespreads von Unternehmensanleihen im Euroraum \*)



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

#### Nettoemissionen am Rentenmarkt

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im dritten Quartal 2018 auf 310 Mrd €; es lag damit unter dem Wert des Vorquartals (326 Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis Anleihen für netto 12 Mrd € emittiert. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 20½ Mrd € am deutschen Markt unter. Der Umlauf am deutschen Rentenmarkt stieg im Berichtszeitraum somit um 32½ Mrd €.

#### Gestiegene Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand

Die öffentliche Hand begab im dritten Quartal Anleihen für netto 8 Mrd €. 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 fünfjährige Bundesobligationen (9½ Mrd €), 30-jährige Anleihen (5 Mrd €) sowie unverzinsliche

Bubills (3½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von zehnjährigen Anleihen (9 Mrd €), aber auch von zweijährigen Schatzanweisungen (2 Mrd €) gegenüber. Die Länder begaben im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 3 Mrd €.

Die inländischen Kreditinstitute erhöhten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 4½ Mrd €, nach Nettotilgungen in gleicher Höhe im zweiten Quartal. Dabei begaben sie vor allem Hypothekenpfandbriefe und flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen (5 Mrd € bzw. 4 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von 3½ Mrd € gegenüber.

Inländische Unternehmen tilgten im dritten Quartal Schuldverschreibungen für per saldo ½ Mrd €. Dies war im Ergebnis vor allem auf Sonstige Finanzinstitute zurückzuführen, während

#### Nettoemissionen der Kreditinstitute

#### Geringe Tilgungen von Unternehmensanleihen

## Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2017		2018	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	3. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>				
Inländer	18,3	16,0	39,2	
Kreditinstitute	- 23,6	- 11,1	0,5	
darunter:				
ausländische				
Schuldverschreibungen	- 5,5	- 1,2	8,0	
Deutsche Bundesbank	34,3	19,2	18,0	
Übrige Sektoren	7,5	8,0	20,6	
darunter:				
inländische				
Schuldverschreibungen	- 15,0	3,2	9,3	
Ausländer	- 26,5	- 18,0	- 6,9	
<b>Aktien</b>				
Inländer	13,2	24,4	7,5	
Kreditinstitute	- 3,0	0,9	- 2,1	
darunter:				
inländische Aktien	- 0,8	1,3	0,4	
Nichtbanken	16,2	23,5	9,7	
darunter:				
inländische Aktien	5,3	6,2	0,2	
Ausländer	- 2,3	3,6	0,3	
<b>Investmentzertifikate</b>				
Anlage in Spezialfonds	10,5	12,9	16,1	
Anlage in Publikumsfonds	8,9	4,1	3,6	
darunter:				
Aktienfonds	3,6	- 1,6	0,6	

Deutsche Bundesbank

nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften netto Anleihen emittierten.

*Erwerb von Schuldverschreibungen vor allem durch inländische Nichtbanken und die Bundesbank*

Als Erwerber am heimischen Anleihemarkt traten im dritten Quartal überwiegend die inländischen Nichtbanken in Erscheinung; sie nahmen Rentenwerte für netto 20½ Mrd € in ihre Bestände. Dabei standen ausländische Titel im Vordergrund des Kaufinteresses. Die Bundesbank erwarb, vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems, Schuldverschreibungen für 18 Mrd €. Heimische Kreditinstitute vergrößerten ihr Anleiheportfolio um ½ Mrd €, in erster Linie durch den Erwerb ausländischer Titel. Ausländische Investoren trennten sich dagegen von deutschen Schuldverschreibungen für netto 7 Mrd €; dabei handelte es sich im Ergebnis weit überwiegend um Titel öffentlicher Emittenten.

## Aktienmarkt

Die internationalen Aktienmärkte waren im dritten Quartal zunächst noch überwiegend von einer robusten Konjunktur und positiven Gewinnaussichten geprägt. Insbesondere in den USA stützten die beschlossenen Steuersenkungen, ein staatliches Ausgabenprogramm und günstige Arbeitsmarktdaten weiterhin die Zuversicht unter den Investoren. Die Aktienmärkte belastende Faktoren, wie eine anhaltende Unsicherheit über die internationalen Handelsbeziehungen und die Folgen des Brexits sowie Sorgen über die Verschuldung einiger Schwellenländer, blieben in diesem Umfeld ohne nachhaltig dämpfende Effekte auf die Kurse.

*Aktienmärkte zunächst noch von robuster Konjunktur beeinflusst, ...*

Seit Ende September setzten dann aber vor allem etwas weniger optimistische Aussichten für die Weltwirtschaft, wachsende Sorgen vor einer Zuspitzung des Handelskonflikts zwischen den USA und China sowie zeitweise aufkommende geopolitische Unsicherheiten die internationalen Aktienmärkte deutlich unter Druck. Besonders betroffen von der Kurskorrektur waren Technologiewerte, die zuvor überdurchschnittlich starke Kursgewinne verzeichnet hatten, aber auch weitere, vom internationalen Handel stark abhängige Branchen wie beispielsweise der europäische Automobilssektor. Die Kursverluste könnten außerdem durch gestiegene Staatsanleiherenditen verstärkt worden sein, die den Diskontfaktor erhöhen, mit dem zukünftige Unternehmensgewinne abgezinst werden. Im Euroraum belastete schließlich die bereits erwähnte politische Diskussion um den Haushaltsentwurf der italienischen Regierung insbesondere die Kurse italienischer Aktien und europäischer Finanzwerte. Zugleich revidierten die Marktteilnehmer ihre mittelfristigen Gewinnerwartungen für europäische Unternehmen nach unten. Zusammen mit einer höheren Risikoaversion stiegen die impliziten Volatilitäten merklich an und lagen bis zuletzt über ihren jeweiligen Fünfjahresmitteln.

*... Aktienkurse seit Ende September unter Druck, ...*

... aber keine dauerhafte Flucht in sichere Anlagen

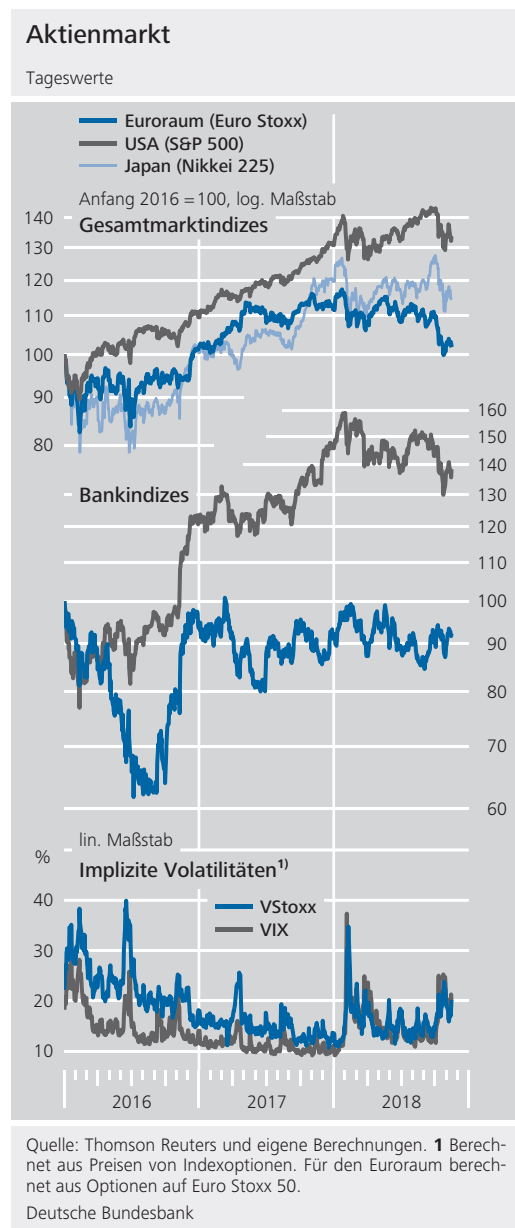
Trotz der geschilderten Eintrübung des Aktienmarktumfelds kam es insgesamt jedoch weder dies- noch jenseits des Atlantiks zu einer dauerhaften Flucht aus Dividendenwerten in sichere Anlagen. Gemessen am marktbreiten Euro Stoxx verloren europäische Aktien seit Ende Juni 6,8% an Wert und damit etwas weniger als deutsche Dividentitel (CDAX: -7,5%). Im Unterschied zu europäischen Aktienwerten verzeichnete der US-amerikanische S&P 500 im Ergebnis ein geringes Plus (0,4%), wozu auch beigetragen haben dürfte, dass die Quartalsberichtssaison für US-Unternehmen überwiegend positiv startete. Die Indizes für das Vereinigte Königreich (FTSE-All Share) und für Japan (Nikkei 225) gingen um 8,2% beziehungsweise 2,2% zurück.

Bankaktien schwächer als Gesamtmarkt

Bankaktien entwickelten sich beiderseits des Atlantiks ungünstiger als die jeweiligen Gesamtmärkte. Während Aktien von US-Banken leicht an Wert verloren (-0,2%), gingen die Aktienkurse europäischer Kreditinstitute um 11,6% zurück. Im Euroraum verzeichneten die Aktien griechischer und italienischer Geldhäuser besonders hohe Kursverluste (-46,9% bzw. -20,7%). Zu den Kurseinbußen griechischer Banken trugen neu aufgekommene Sorgen der Anleger über die Werthaltigkeit notleidender Kredite bei, die die Bemühungen der Banken erschweren, ihre Eigenkapitalausstattung zu stärken. Die Aktienkurse italienischer Banken wurden stark von den Kursverlusten heimischer Staatsanleihen beeinflusst, von denen die Kreditinstitute hohe Bestände halten („Staaten-Banken-Nexus“).

Bewertungsniveau im Euroraum niedriger, in den USA fast konstant

Die Kursverluste des Euro Stoxx schlugen sich bei nur geringfügig veränderten, auf Jahresfrist erwarteten Unternehmensgewinnen in einem rückläufigen Kurs-Gewinn-Verhältnis (steigender Gewinnrendite) nieder, was auf eine niedrigere Bewertung von Aktien als zum Ende des zweiten Quartals hinweist.<sup>1)</sup> Für den S&P 500 änderte sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis kaum. Eine weitere Messgröße für eine Einschätzung der Aktienmarktbeurteilung ist die aus einem Dividendenbarwertmodell ermittelte implizite



Aktienrisikoprämie. Im Unterschied zum Kurs-Gewinn-Verhältnis ist diese Risikoprämie ein relatives Maß, das alternative Anlagen in Staatsanleihen berücksichtigt und daher als Aufschlag interpretiert werden kann, den Investoren für eine riskante Anlage gegenüber einem sicheren Investment verlangen. Die Aktienrisikoprämie stieg für den Euro Stoxx im Berichtszeitraum geringfügig an, während sie für die USA zurückging. Damit liegt sie derzeit für den Euro Stoxx etwas über dem Durchschnitt der vergangenen fünf Jahre, was auf ein maßvolles Bewertungs-

<sup>1</sup> Die Gewinnrendite entspricht dem Kehrwert des Kurs-Gewinn-Verhältnisses.



## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2018		
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj. <sup>p)</sup>
I. Leistungsbilanz	+ 64,0	+ 64,3	+ 51,6
1. Warenhandel <sup>1)</sup>	+ 68,9	+ 69,6	+ 56,1
2. Dienstleistungen <sup>2)</sup>	- 11,8	- 3,6	- 11,6
3. Primäreinkommen	+ 17,9	+ 3,8	+ 19,1
4. Sekundäreinkommen	- 11,0	- 5,4	- 12,0
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,9	+ 0,1	- 1,0
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 55,0	+ 70,5	+ 30,7
1. Direktinvestition	- 0,8	+ 32,1	+ 1,4
Inländische Anlagen im Ausland	+ 20,6	+ 55,6	+ 22,0
Ausländische Anlagen im Inland	+ 21,4	+ 23,5	+ 20,6
2. Wertpapieranlagen	+ 58,5	+ 23,7	+ 37,1
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 30,4	+ 6,1	+ 28,4
Aktien <sup>3)</sup>	+ 5,1	- 1,4	+ 3,9
Investmentfondsanteile <sup>4)</sup>	+ 10,7	+ 4,4	+ 4,2
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 0,1	- 0,0	- 1,4
langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 15,2	+ 4,4	+ 21,0
darunter:			
denominiert in Euro <sup>6)</sup>	+ 6,4	+ 5,9	+ 18,5
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	- 0,7	- 1,3	- 0,7
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 28,1	- 17,5	- 8,8
Aktien <sup>3)</sup>	- 2,3	+ 3,5	- 1,6
Investmentfondsanteile	+ 0,7	- 3,0	- 0,4
langfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	- 21,1	- 18,7	- 8,6
darunter: öffentliche Emittenten <sup>8)</sup>	- 19,0	- 21,7	- 8,0
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>7)</sup>	- 5,3	+ 0,7	+ 1,7
3. Finanzderivate <sup>9)</sup>	+ 2,1	+ 9,6	+ 10,1
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>10)</sup>	- 5,0	+ 5,4	- 17,4
Monetäre Finanzinstitute <sup>11)</sup>	- 12,5	- 13,2	- 7,3
Unternehmen und Privatpersonen <sup>12)</sup>	- 3,8	- 11,3	+ 5,9
Staat	- 8,7	- 4,3	- 8,8
Bundesbank	+ 20,0	+ 34,3	- 7,1
5. Währungsreserven	+ 0,2	- 0,4	- 0,5
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>13)</sup>	- 9,9	+ 6,0	- 19,8

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

niveau am europäischen Aktienmarkt hindeutet. Für den S&P500 liegt sie hingegen weiterhin darunter.

Inländische Unternehmen emittierten im dritten Quartal 2018 neue Aktien für 1 Mrd €, und zwar überwiegend nicht börsennotierte Titel. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg um 7 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere im Ergebnis weit überwiegend von inländischen Nichtbanken (9½ Mrd €). Ausländische Investoren nahmen Dividendenwerte für netto ½ Mrd € auf, während heimische Kreditinstitute ihr Aktienportfolio um 2 Mrd € verringerten.

*Aktienemissionen und Aktienwerb*

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 vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (16 Mrd €). Unter den Anlageklassen verzeichneten insbesondere Gemischte Wertpapierfonds ein hohes Mittelaufkommen (10½ Mrd €). Auch Offene Immobilienfonds und Dachfonds konnten neue Anteile am Markt unterbringen (4½ Mrd € bzw. 4 Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im dritten Quartal 2018 im Ergebnis neue Mittel für 4 Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 23 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich überwiegend heimische Papiere. Inländische Kreditinstitute erwarben Investmentzertifikate für netto 1½ Mrd €, während ausländische Investoren hiesige Fondsanteile für per saldo ½ Mrd € veräußerten.

*Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten*

## ■ Direktinvestitionen

Gleichgerichtet mit dem grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im dritten Quartal 2018 per saldo Mittelabflüsse im Umfang von 37 Mrd € verzeichnete, führten auch die Transaktionen im Bereich der Direktinvestitionen zu

*Kapitalexporte im Bereich der Direktinvestitionen*

Netto-Kapitalexporten, und zwar von – deutlich niedrigeren – 1½ Mrd €.

*Heimische  
Direktinvestitionen  
im Ausland  
gestiegen*

Deutsche Unternehmen investierten im dritten Quartal per saldo 22 Mrd € im Ausland, verglichen mit 55½ Mrd € im Vierteljahr davor. Sie stockten dabei ihr Beteiligungskapital um 21 Mrd € auf, wovon 8 Mrd € auf reinvestierte Gewinne entfielen. Über den konzerninternen Kreditverkehr transferierten sie nur geringfügig Mittel in das Ausland (½ Mrd €). Bedeutende Zielländer deutscher Direktinvestitionen waren Luxemburg (6 Mrd €) und die Niederlande (3½ Mrd €).

Ausländische Gesellschaften tätigten in den Monaten Juli bis September 2018 Direktinvesti-

tionen in Höhe von per saldo 20½ Mrd € in Deutschland (nach 23½ Mrd € im Dreimonatszeitraum davor). Dabei weiteten sie sowohl ihr Beteiligungskapital (7½ Mrd €) als auch ihre konzerninternen Kredite (13 Mrd €) – und hier vor allem Finanzkredite – aus. Aus regionaler Sicht floss – wie im Vorquartal – erneut viel Kapital aus den Niederlanden nach Deutschland (12 Mrd €), vor allem in Form sogenannter „reverse flows“: Bei diesen Transaktionen stellen ausländische Tochtergesellschaften ihren im Inland ansässigen Muttergesellschaften Finanzmittel zur Verfügung. Zusätzlich investierten in der Schweiz ansässige Unternehmen in Deutschland (5½ Mrd €).

*Ausländische  
Gesellschaften  
mit Direkt-  
investitionen  
in Deutschland*