

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Finanzmärkte vor allem von Geldpolitik geprägt

Die internationalen Finanzmärkte standen in den Sommer- und Herbstmonaten 2019 im Zeichen wechselnder Einschätzungen politischer Risiken sowie akkommodierender geldpolitischer Beschlüsse der Zentralbanken beiderseits des Atlantiks. Im Zuge dessen gaben die Renditen von Staatsanleihen – unter Schwankungen – im Ergebnis überwiegend nach. Recht deutlich fiel der Renditerückgang in den Vereinigten Staaten aus, wo die Federal Reserve im Berichtszeitraum den Zinskorridor in drei Schritten um insgesamt 0,75 Prozentpunkte absenkte. Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen sanken zeitweilig ebenfalls stark und erreichten vorübergehend historische Tiefstände, erholten sich später aber wieder. Die Zinsdifferenzen zehnjähriger Anleihen anderer Euro-Länder gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen engten sich zum Teil spürbar ein; dies gilt insbesondere für italienische und griechische Staatstitel. Die hohe Nachfrage nach festverzinslichen Wertpapieren kam auch europäischen Unternehmensanleihen zugute, deren Renditen stark sanken. An den internationalen Aktienmärkten führten die niedrigeren Renditen und ein höherer Risikoappetit der Anleger bei rückläufiger Volatilität zu deutlichen Kursanstiegen. Nachdem die Analysten die Gewinnerwartungen im Berichtszeitraum zurückgenommen hatten, überraschten insbesondere US-Unternehmen für das abgelaufene dritte Quartal zuletzt mehrheitlich mit besser als erwartet ausgefallenen Gewinnen. An den Devisenmärkten wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern seit Ende Juni im Ergebnis leicht ab. Überdurchschnittlichen Kursverlusten gegenüber dem US-Dollar, dem Yen und dem Pfund Sterling wirkte eine Aufwertung des Euro gegenüber einigen europäischen Währungen entgegen.

■ Wechselkurse

Seit Ende des ersten Halbjahres verlor der Euro gegenüber dem US-Dollar per saldo an Wert. Mitte August 2019 stützten rückläufige Zinssenkungserwartungen an die US-Notenbank die amerikanische Währung. Die Marktteilnehmer rechneten zwar weiterhin damit, dass die Federal Reserve ihre Leitzinsen im September erneut verringern würde. Sie interpretierten aber das veröffentlichte Protokoll der vorhergehenden geldpolitischen Sitzung des Offenmarktausschusses dahingehend, dass spätere Zinssenkungsschritte weniger wahrscheinlich geworden seien. Das von einigen Marktteilnehmern erhoffte Signal für einen längeren Zinssenkungszyklus blieb auch in der vielbeachteten Rede des Vorsitzenden der amerikanischen Notenbank in Jackson Hole aus. Demgegenüber sprachen sich einige Mitglieder des EZB-Rats in dieser Zeit explizit für eine umfangreiche Lockerung der Geldpolitik des Eurosystems aus, was den Euro belastete. Weitere Belastungsfaktoren für die Gemeinschaftswährung waren die Bekanntgabe eines überraschend starken Rückgangs des deutschen BIP-Wachstums für das zweite Quartal und des ifo Geschäftsklimaindex. Ende August führte die politische Unsicherheit in Italien, die mit dem Bruch der bisherigen Koalitionsregierung entstanden war, zu weiteren Kursverlusten des Euro.

Euro mit Kursverlusten gegenüber US-Dollar ...

Im September notierte der Euro ohne klar erkennbaren Trend in einem vergleichsweise engen Band zwischen 1,09 US- $\text{\$}$ und 1,11 US- $\text{\$}$. Das vom EZB-Rat beschlossene Maßnahmenpaket zur Lockerung der Geldpolitik beeinflusste die Wechselkursentwicklung nicht nachhaltig. Nach der Veröffentlichung niedriger als erwartet ausgefallener deutscher Inflationszahlen fiel der Euro gegen Ende des Monats aber auf knapp 1,09 US- $\text{\$}$. Dies war der tiefste Stand seit Mai 2017. Die Stimmung schlug Anfang Oktober zugunsten des Euro um, als eine Reihe überraschend schwacher Daten zur US-Konjunktur

bekannt wurde. In der Folgezeit haben aufkeimende Hoffnungen, dass sich das Vereinigte Königreich mit der EU auf einen geregelten Austritt einigen könne, den Euro gestützt – auch gegenüber dem US-Dollar. Die auf der Oktobersitzung des Offenmarktausschusses der Federal Reserve beschlossene Leitzinssenkung war zwar von einem Großteil der Marktteilnehmer erwartet worden; die dort signalisierte Zinssenkungspause setzte den Euro aber vorübergehend unter Abgabedruck. Bei Abschluss dieses Berichts notierte er bei 1,10 US-\$ und damit 3,4% unter seinem Stand von Ende Juni 2019.

... gegenüber Yen ...

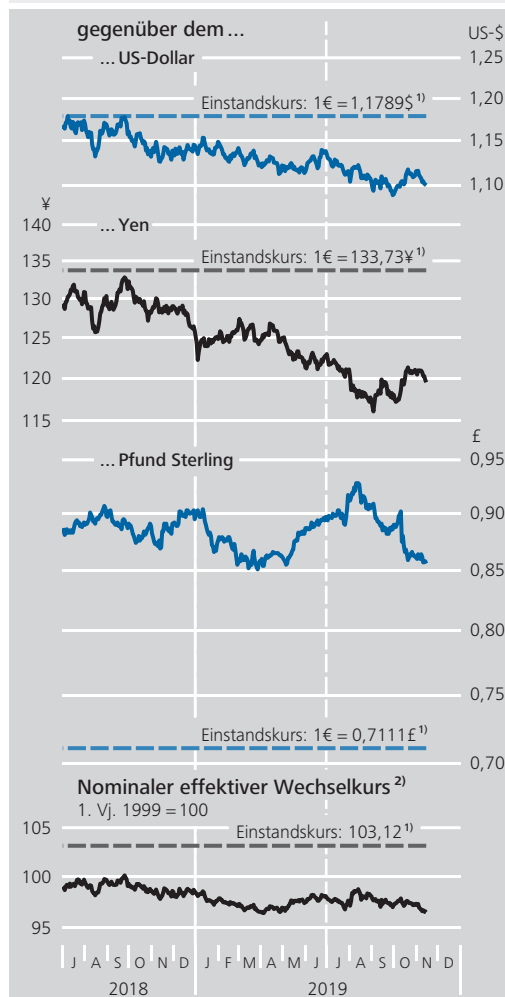
Der Euro wertete gegenüber dem Yen in der zweiten Augushälfte ab. Für diese Entwicklung spielten auf europäischer Seite ähnliche Faktoren eine Rolle wie im Verhältnis zum US-Dollar. Infolge einer Entspannung im amerikanisch-chinesischen Handelskonflikt nahm zudem die globale Risikoaversion der Marktteilnehmer in der zweiten Septemberwoche ab. Ein solcher Rückgang der globalen Risikoscheu führt tendenziell zu Netto-Kapitalabflüssen aus Japan und schwächt die japanische Währung. Vor diesem Hintergrund erholte sich der Euro gegenüber dem Yen spürbar. Der Euro gab zum Yen zwar in der zweiten Monathälfte vorübergehend nach, als die japanische Zentralbank auf ihrer geldpolitischen Sitzung – im Gegensatz zur EZB und zur Federal Reserve zuvor – keine zusätzliche Lockerung ihrer Geldpolitik beschloss. Im Oktober führten Hoffnungen auf einen geregelten Brexit – wie im Verhältnis zum US-Dollar – aber erneut zu Wertgewinnen des Euro. Zuletzt lag der Euro bei 119 Yen und damit 2,5% schwächer als zum Ende des zweiten Quartals.

... und insbesondere gegenüber Pfund Sterling

Die Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling war im Berichtszeitraum wesentlich durch die jeweilige Einschätzung der Marktteilnehmer über die Wahrscheinlichkeit eines unregelmäßigen Austritts des Vereinigten Königreichs aus der EU Ende Oktober geprägt. Nachdem der Euro Mitte August mit einer Notierung von 0,92 Pfund Sterling den

Wechselkurs des Euro

Tageswerte, log. Maßstab

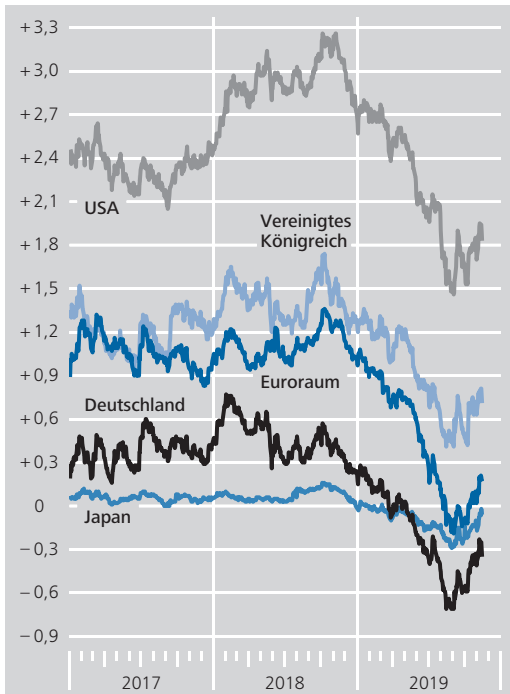


Quelle: EZB. **1** Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999. **2** Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 19 Ländern. Ein Anstieg der Werte entspricht einer Aufwertung des Euro.
 Deutsche Bundesbank

höchsten Stand seit zwei Jahren erreicht hatte, gab er bis Mitte September deutlich nach, als das Risiko einer Trennung ohne Vertrag durch den Mehrheitsverlust der Regierung im Parlament, die Ablehnung vorgezogener Neuwahlen und die Verabschiedung eines Gesetzes gegen einen solchen unregelmäßigen EU-Austritt merklich abnahm. Zudem wurden aus London überraschend günstige Konjunkturdaten zu Einzelhandelsumsätzen und zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) gemeldet. Eine vorübergehende Gegenbewegung war in der Folgezeit zu beobachten, als sich die Auseinandersetzungen im britischen Unterhaus um einen unregelmäßigen Austritt verschärfen und somit aus Sicht der

Anleiherenditen*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Tageswerte



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

Marktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit, dass das Vereinigte Königreich zum 31. Oktober ohne Vertrag aus der EU ausscheiden würde, wieder anstieg. Am 10. Oktober keimte jedoch unvermutet die Hoffnung auf, dass sich die Verhandlungsführer doch noch kurzfristig auf ein neues Austrittsabkommen würden einigen können. Bis zum Folgetag verzeichnete der Euro daraufhin gemessen an seinen Referenzkursen mit – 2,9 % die kräftigste Tagesabwertung gegenüber dem Pfund überhaupt. In der folgenden Woche zeichnete sich tatsächlich immer deutlicher ein Verhandlungserfolg ab, weshalb der Euro gegenüber der britischen Währung weiter an Wert verlor. Schließlich kehrte Beruhigung in der Kursentwicklung ein, nachdem die Austrittsfrist erneut verschoben worden war. Am Ende der Berichtsperiode notierte die Gemeinschaftswährung bei 0,86 Pfund Sterling und damit rund 4,5 % niedriger als Ende Juni.

Im Ergebnis wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von

19 wichtigen Handelspartnern seit Beginn des dritten Quartals um 1,6 % ab. Dass die effektive Abwertung trotz der überproportional hohen Verluste gegenüber dem US-Dollar, dem Yen und dem Pfund Sterling vergleichsweise moderat ausfiel, lag unter anderem an der Aufwertung des Euro gegenüber dem polnischen Zloty (+1%), der schwedischen Krone (+1,2%) und der norwegischen Krone (+4,4%). Der Euro erreichte gegenüber der norwegischen Krone zwischenzeitlich ein Allzeithoch. Auch real betrachtet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen dem Euroraum und wichtigen Handelspartnern – hat der effektive Euro im Berichtszeitraum etwas an Wert verloren. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euroraums ist unter Berücksichtigung der Schätzunsicherheit aktuell als neutral einzuschätzen.

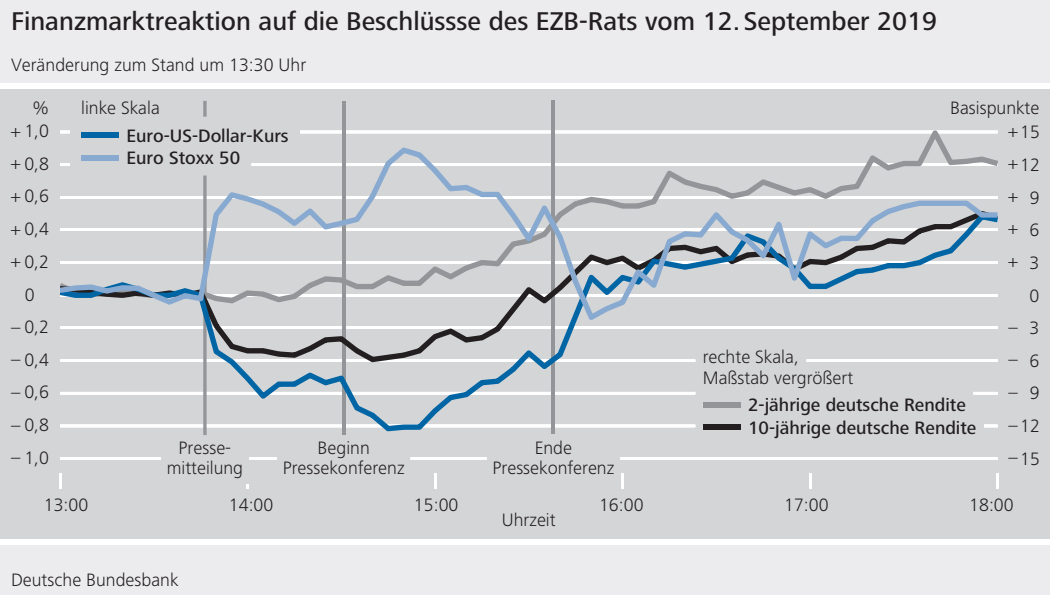
Euro auch in effektiver Rechnung schwächer

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Rentenmarkt

Die Renditen von Staatsanleihen sind seit Ende Juni 2019 in den großen Währungsräumen im Ergebnis überwiegend gefallen. In den USA gaben die Renditen zehnjähriger US-Treasuries um 19 Basispunkte auf 1,8 % nach. Zum Rückgang der langfristigen US-Renditen haben maßgeblich niedrigere Terminprämien beigetragen, die sich aus Zinsstrukturkurvenmodellen ermitteln lassen. Möglicherweise signalisiert dies eine gesunkene Unsicherheit der Investoren bezüglich der zukünftigen Zinsentwicklung, nachdem die Federal Reserve den Zielkorridor für die Federal Funds Rate wie erwartet in mehreren Schritten gesenkt hat. Dagegen stiegen die Kurzfristzinsenerwartungen der Marktteilnehmer – den Schätzungen zufolge – im Durchschnitt der kommenden zehn Jahre leicht an. Die Federal Reserve verwies bei ihrer Sitzung Ende Oktober darauf, dass der jüngste Zinsschritt eine Versicherung gegen bestehende Risiken sei. Sie empfindet die jetzige geldpolitische Aus-

Renditen sinken beiderseits des Atlantiks

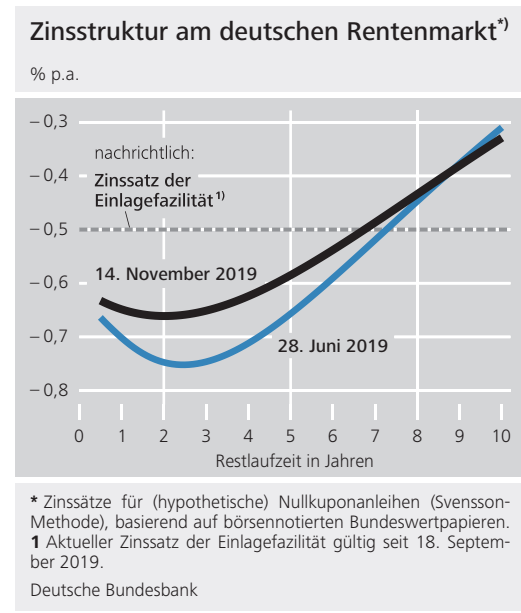


richtung als angemessen und sieht aktuell keine Notwendigkeit für eine weitere Senkung, solange sich die wirtschaftlichen Rahmenbedingungen nicht stark verändern. Dementsprechend ist die aus dem Markt für Federal Funds Futures berechnete Wahrscheinlichkeit für einen weiteren Zinsschritt in diesem Jahr gering.

kauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € ab dem 1. November umfasste. Dies führte als unmittelbare Reaktion im Tagesverlauf zuerst zu sinkenden und später zu steigenden zehnjährigen Renditen. Offenbar hatten manche Marktteilnehmer noch expansivere Maßnahmen erwartet. Seit Mitte Oktober legten die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen erneut recht deutlich zu. Grund hierfür waren vor allem Entspannungssignale im Handelsstreit sowie die Entscheidungen zum Brexit. Im Ergebnis engte sich der Zinsabstand zwischen zehnjährigen amerikanischen und

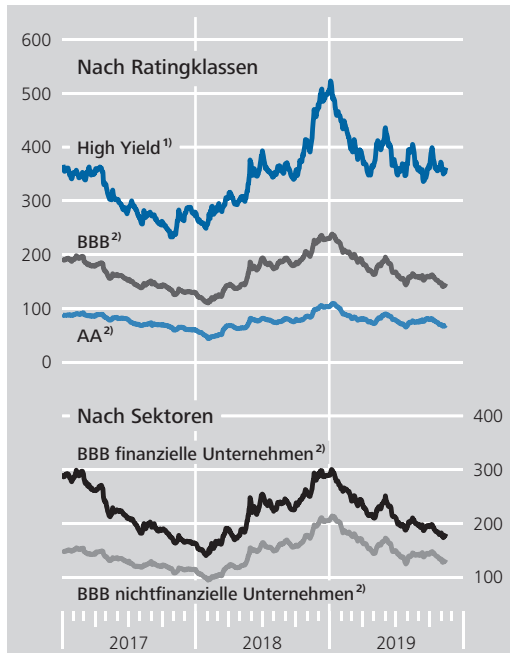
Rendite zehnjähriger Bundesanleihen im Ergebnis leicht gefallen

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen ist seit dem Ende des zweiten Quartals – mit deutlichen Schwankungen – im Ergebnis leicht um 2 Basispunkte auf $-0,35\%$ gefallen. Nachdem zehnjährige Bundesanleihen bereits seit März wieder eine negative Rendite aufwies, setzte sich der Abwärtstrend im dritten Quartal zunächst fort. Im September markierte die Rendite mit $-0,75\%$ einen neuen historischen Tiefstand. Grund für den Rückgang dürften vor allem Sorgen vor einer sich weiter abschwächenden Konjunktur sowie einer Ausweitung des Handelskonflikts zwischen den USA und China gewesen sein. Damit verbunden haben vermutlich auch die Erwartungen der Marktteilnehmer auf eine erneute geldpolitische Lockerung des Eurosystems zu dem Rückgang beigetragen. Auf seiner Sitzung im September beschloss der EZB-Rat dann auch ein Maßnahmenpaket, das unter anderem eine Senkung des Zinssatzes der Einlagefazilität um 10 Basispunkte sowie die Wiederaufnahme der Nettokäufe im Rahmen des Programms zum An-



Renditespreads von Unternehmensanleihen im Euroraum¹⁾

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

deutschen Staatsanleihen um 17 Basispunkte auf 218 Basispunkte ein.

Deutsche Zinsstrukturkurve weiterhin sehr flach

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve verlief zuletzt flacher als am Ende des zweiten Quartals. Gemessen am Abstand der zehn- zur zweijährigen Rendite lag die Steigung Mitte November bei 33 Basispunkten. Die Zinsstrukturkurve war damit zeitweise so flach wie seit über zehn Jahren nicht mehr. Alle Anleihen ab drei Jahren Restlaufzeit verzeichneten im Berichtszeitraum vorübergehend historische Tiefstände. So wiesen erstmals auch 30-jährige Bundesanleihen eine negative Rendite auf. Die Renditeentwicklung wurde auch in Deutschland durch niedrigere Terminprämien beeinflusst. Nach den geldpolitischen Beschlüssen vom September hat die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die zukünftige Zinsentwicklung augenscheinlich abgenommen. Die in der Zinsstrukturkurve der Bundesanleihen enthaltenen impliziten Kurzfristzinsersparungen für den Durchschnitt der

nächsten zehn Jahre sind hingegen seit Ende Juni etwas gestiegen. Dies deutet darauf hin, dass von einigen Marktteilnehmern eine stärkere Akkommodation erwartet worden war.

Der Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) engte sich seit dem Ende des zweiten Quartals deutlich ein (– 20 Basispunkte auf 73 Basispunkte). Besonders ausgeprägt war die Spread-Einengung für zehnjährige Anleihen aus Griechenland und Italien, deren Renditeabstand gegenüber zehnjährigen Bundesanleihen sich im Berichtszeitraum jeweils um über 70 Basispunkte verringerte. Zum einen dürfte dies auf die Haushaltsentwicklung in beiden Ländern zurückzuführen sein. So sah der Haushaltsentwurf für Italien – anders als befürchtet – keine Erhöhung der Defizitquote vor. Griechenland profitierte im Berichtszeitraum von höher als erwarteten Steuereinnahmen sowie einer Ratingverbesserung einer Agentur. Zum anderen dürften beide Länder aber auch aufgrund der niedrigen Verzinsung risikoärmerer Anleihen anderer Länder des Euroraums für Investoren attraktiv gewesen sein („Suche nach Rendite“).

Renditedifferenzen zu Bundesanleihen deutlich gesunken

Die Renditen zehnjähriger Anleihen des Vereinigten Königreichs fielen seit Ende Juni um 12 Basispunkte auf 0,7%. In ihrer Septembersitzung beließ die Bank von England ihren geldpolitischen Kurs unverändert. Gleichzeitig wurde vonseiten der Bank betont, dass eine Zinssenkung in der näheren Zukunft wahrscheinlicher geworden ist. Als Gründe hierfür wurde die Unsicherheit um den Brexit und der Handelsstreit zwischen China und den USA angeführt. Zehnjährige japanische Staatsanleihen rentierten mit zuletzt – 0,1% um 10 Basispunkte höher als Ende Juni. Die Renditen blieben damit in dem erweiterten Korridor, den die Bank von Japan im Rahmen ihrer Zinsstrukturkurvensteuerung vorgibt. Auf ihrer Sitzung Ende Oktober fügte sie ihrem geldpolitischen Ausblick die Möglichkeit einer Zinssenkung hinzu und passte damit ihre Forward Guidance leicht an.

Renditen im Vereinigten Königreich gesunken, in Japan gestiegen

*Termininflationsrate im Euro-
 raum gesunken, umfrage-
 basierte Inflationserwartungen leicht höher*

Die aus Inflationsswaps abgeleiteten, in fünf Jahren beginnenden Termininflationsraten für die darauffolgenden fünf Jahre im Euroraum notierten zuletzt bei 1,2 %. Im Berichtszeitraum schwankten die Markterwartungen zur Termininflation aber recht deutlich, was vor allem an wechselnden Konjunkturaussichten sowie Erwartungen an eine geldpolitische Lockerung gelegen haben wird. Anfang Oktober stand die fünfjährige Termininflationsrate vorübergehend bei 1,1 % und damit auf einem neuen Allzeittief. Der Indikator gibt das Niveau der langfristigen Inflationserwartungen allerdings verzerrt wieder. Der Indikatorwert enthält derzeit auch negative Liquiditäts- und Inflationsrisikoprämien. Diese Risikoprämien sind verantwortlich für den Abstand der marktbasierten Indikatoren zu den höher liegenden Inflationserwartungen aus Umfragen. Die von Consensus Economics durch eine Umfrage erhobenen langfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum legten dagegen leicht auf 1,9 % zu.

Renditen von Unternehmensanleihen gesunken

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen gingen im Berichtszeitraum weiter zurück. Anleihen von Finanzunternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren rentierten bei Berichtschluss mit 1,4 % um 30 Basispunkte niedriger als Ende Juni. Die Renditen entsprechender Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors sanken um 15 Basispunkte auf 0,9 %. Angesichts der nur leicht gesunkenen sicheren Zinsen engten sich die Renditeaufschläge gegenüber Bundesanleihen in vergleichbarer Größenordnung ein. Die Renditeaufschläge liegen damit aktuell deutlich unter ihren jeweiligen Fünfjahresmitteln. Die rückläufigen Spreads gingen außerdem mit gesunkenen CDS-Prämien und einer niedrigeren Unsicherheit an den Aktienmärkten einher und deuten insgesamt auf eine geringere Risikoaversion der Marktteilnehmer hin.

Nettoemissionen am Rentenmarkt

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im dritten Quartal 2019 auf 356 Mrd €; es lag damit über dem Wert des Vorquartals (324 Mrd €). Nach Abzug der Til-

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2018	2019	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	42,2	24,9	23,8
Kreditinstitute	0,5	5,8	10,6
darunter:			
ausländische			
Schuldverschreibungen	8,9	7,7	11,2
Deutsche Bundesbank	18,0	3,6	- 3,1
Übrige Sektoren	23,7	15,5	16,3
darunter:			
inländische			
Schuldverschreibungen	12,5	5,7	14,8
Ausländer	- 10,0	13,7	5,4
Aktien			
Inländer	9,0	12,5	6,6
Kreditinstitute	- 2,1	0,5	- 3,4
darunter:			
inländische Aktien	0,0	0,4	- 0,4
Nichtbanken	11,1	12,0	9,9
darunter:			
inländische Aktien	0,7	2,7	- 0,6
Ausländer	0,3	- 1,4	1,2
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	16,1	12,8	20,7
Anlage in Publikumsfonds	3,6	4,7	4,3
darunter:			
Aktienfonds	0,6	- 0,6	- 0,8

Deutsche Bundesbank

gungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis Anleihen für netto 18½ Mrd € emittiert. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 11 Mrd € am deutschen Markt unter. Der Umlauf am deutschen Rentenmarkt stieg im Berichtszeitraum somit um 29 Mrd €.

Die öffentliche Hand begab im Zeitraum von Juli bis September Anleihen für netto 16 Mrd €. In diesen Zahlen sind auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zuzurechnen sind. Vor allem die Länder begaben im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen, und zwar für 11½ Mrd €. Der Bund selbst emittierte vorrangig fünfjährige Bundesobligationen (11 Mrd €), aber auch 30-jährige Anleihen (4 Mrd €) sowie unverzinsliche Bubills (3 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von zehnjährigen Anleihen (11 Mrd €) gegenüber.

Gestiegene Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand

Aktienmarkt

Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. ¹ Berechnet aus Preisen von Indexoptionen. Für den Euroraum berechnet aus Optionen auf den Euro Stoxx 50.

Deutsche Bundesbank

Nettoemissionen von Unternehmensanleihen

Inländische Unternehmen emittierten im Berichtsquartal Schuldverschreibungen für per saldo 5 ½ Mrd €, nach starken Nettoemissionen in Höhe von 15 Mrd € im Quartal zuvor. Dies ist vor allem auf nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen, welche im Ergebnis nahezu ausschließlich langfristige Papiere am Markt platzierten.

Nettotilgungen der Kreditinstitute

Die inländischen Kreditinstitute verringerten in den Monaten Juli bis September ihre Kapitalmarktverschuldung um 3 ½ Mrd €, nach Nettoemissionen in Höhe von 11 Mrd € im Dreimonatszeitraum davor. Dabei tilgten sie vor allem flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen und Hypothekenpfandbriefe (4 ½ Mrd € bzw. 1 ½ Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von 1 ½ Mrd € gegenüber.

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt traten im Sommerquartal überwiegend inlän-

dische Nichtbanken in Erscheinung; sie nahmen Rentenwerte für netto 16 ½ Mrd € in ihre Bestände. Dabei standen inländische Titel öffentlicher Emittenten im Vordergrund des Kaufinteresses. Heimische Kreditinstitute vergrößerten ihr Anleiheportfolio um 10 ½ Mrd €; sie erwarben im Ergebnis allein ausländische Titel. Ausländische Investoren nahmen deutsche Schuldverschreibungen für netto 5 ½ Mrd € in ihre Bestände; dabei handelte es sich im Ergebnis fast ausschließlich um Titel privater Emittenten. Einzig die Bundesbank verkleinerte ihr Anleiheportfolio aus operativen Gründen um 3 Mrd €.

Erwerb von Schuldverschreibungen vor allem durch inländische Nichtbanken und Kreditinstitute

Aktienmarkt

Die Aktienkurse stiegen im Berichtszeitraum weltweit deutlich an. Im Ergebnis legte der US-amerikanische S&P500 seit Ende Juni um 5,3 % zu. Der Anstieg des japanischen Nikkei 225 fiel noch kräftiger aus (8,8 %), was aber nicht reichte, um die im Vergleich zu den anderen großen internationalen Indizes schlechtere Kursentwicklung des ersten Halbjahres auszugleichen. Der europäische Euro Stoxx verzeichnete ein Plus von 5,8 %; der Anstieg des deutschen CDAX fiel noch etwas höher aus (6,0 %). Dagegen entwickelte sich der britische Aktienmarkt deutlich schwächer und verbuchte gemessen am FTSE-All-Share-Index einen leichten Verlust in Höhe von -0,9 %. Kurssteigernd auf die Aktienmärkte wirkte die akkommodierende Geldpolitik beiderseits des Atlantiks.¹⁾ Die im Berichtszeitraum beobachteten konjunkturellen Impulse auf die Märkte lieferten dagegen auf beiden Seiten des Atlantiks kein eindeutiges Bild. Zuletzt stützten die gut angelaufene US-Bilanzsaison sowie ein besser als erwartet ausgefallener US-Arbeitsmarktbericht die Kurse. In dieselbe Richtung wirkten Entspannungssignale im Zusammenhang mit dem Handelskonflikt

Aktienmärkte profitierten von lockerer Geldpolitik und Rückgang politischer Unsicherheit

¹ Der Euro Stoxx 50 reagierte auf die Pressemitteilung zu den geldpolitischen Beschlüssen des EZB-Rats am 12. September 2019 mit unmittelbaren Kursgewinnen, die sich nach Ende der Pressekonferenz etwas abschwächten. Bis 18:00 Uhr summierte sich der Kurseffekt auf +0,5% (vgl. Schaubild auf S. 41).

zwischen den USA und China sowie dem Brexit. Die anhand eines Dividendenbarwertmodells ermittelten Rückgänge der Aktienrisikoprämien für den S&P500 und den Euro-Stoxx-Index spiegelten diese gesunkene politische Unsicherheit wider, die zu steigenden Aktienkursen führte. In den Modellen überkompensierten der größere Risikoappetit der Investoren und das über den Berichtszeitraum rückläufige Zinsniveau die nach unten revidierten Gewinnerwartungen. Damit stiegen die ermittelten Bewertungsniveaus, die sich aber sowohl für den S&P500 als auch für den Euro-Stoxx-Index weiterhin in der Nähe ihrer fünfjährigen Durchschnitte befinden.

Bankaktien mit unterschiedlicher Kursentwicklung

Gestützt von guten Quartalsergebnissen stiegen Bankaktien in den USA um deutliche 11,2%. Auch die europäischen Bankentitel entwickelten sich besser als der hiesige Gesamtmarkt (+5,6%). Britische Banken verloren im Berichtszeitraum dagegen deutlich an Wert (-5,7%). Ein wesentlicher Grund dafür dürften die weiterhin schwer einschätzbaren negativen Auswirkungen des anstehenden Brexit auf die britische Finanzindustrie sein.

Volatilität zuletzt auf niedrigem Niveau

Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Kursentwicklung – gemessen an den aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten von Aktienindizes – war Ende Juli zunächst im Zuge der vorübergehenden Verschärfung des Handelskonflikts zwischen den USA und China sprunghaft angestiegen. Danach entwickelte sie sich kontinuierlich zurück und erreichte zuletzt wieder die niedrigen Werte vor dem genannten Anstieg. Insgesamt lag sie damit deutlich unter den fünfjährigen Durchschnitten.

Aktienemissionen und Aktienerwerb

Inländische Unternehmen emittierten im dritten Quartal 2019 neue Aktien für ½ Mrd €, dabei handelte es sich überwiegend um nicht börsennotierte Titel. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg um 7 ½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere im Ergebnis überwiegend von inländischen Nichtbanken (10 Mrd €). Ausländische Investoren nahmen

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2018 ⁿ⁾	2019	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj. ^{p)}
I. Leistungsbilanz	+ 48,0	+ 59,9	+ 64,1
1. Warenhandel ¹⁾	+ 47,6	+ 58,4	+ 63,0
2. Dienstleistungen ²⁾	- 13,1	- 3,7	- 13,7
3. Primäreinkommen	+ 25,3	+ 11,4	+ 27,0
4. Sekundäreinkommen	- 11,8	- 6,2	- 12,2
II. Vermögensänderungsbilanz	- 1,0	- 0,5	+ 0,5
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 39,8	+ 49,3	+ 18,6
1. Direktinvestition	+ 6,7	+ 4,0	- 6,5
Inländische Anlagen im Ausland	+ 24,5	+ 30,5	+ 24,7
Ausländische Anlagen im Inland	+ 17,9	+ 26,5	+ 31,1
2. Wertpapieranlagen	+ 39,9	+ 16,5	+ 15,6
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten Aktien ³⁾	+ 28,0	+ 27,8	+ 20,9
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 3,9	+ 2,9	- 0,7
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 4,0	+ 8,3	+ 10,8
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 1,7	+ 2,2	- 0,4
darunter:			
denominiert in Euro ⁶⁾	+ 20,8	+ 17,0	+ 13,6
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 18,6	+ 13,7	+ 8,0
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten Aktien ³⁾	- 0,7	- 0,4	- 2,8
Investmentfondsanteile langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 12,0	+ 11,4	+ 5,3
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	- 1,6	- 1,4	+ 1,2
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	- 0,3	- 0,9	- 1,2
langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 13,9	+ 20,5	- 2,7
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	- 7,9	+ 1,3	- 7,4
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾	+ 3,8	- 6,7	+ 8,0
3. Finanzderivate ⁹⁾	+ 10,7	+ 11,2	+ 3,5
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	- 16,9	+ 17,1	+ 6,3
Monetäre Finanzinstitute ¹¹⁾	- 7,3	- 0,4	+ 9,3
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	+ 2,0	- 6,2	+ 8,0
Staat	- 8,1	+ 0,2	+ 1,3
Bundesbank	- 3,5	+ 23,5	- 12,2
5. Währungsreserven	- 0,5	+ 0,4	- 0,3
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹³⁾	- 7,1	- 10,1	- 46,0

1 Ohne Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. **2** Einschl. Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. **3** Einschl. Genussscheine. **4** Einschl. reinvestierter Erträge. **5** Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. **6** Einschl. noch ausstehender DM-Auslandsanleihen. **7** Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit bis zu einem Jahr. **8** Einschl. Anleihen der früheren Bundesbahn, der früheren Bundespost und der früheren Treuhandanstalt. **9** Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktienoptionen. **10** Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. **11** Ohne Bundesbank. **12** Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie 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

deutsche Aktien für netto 1 Mrd € in ihre Bestände auf, während heimische Kreditinstitute ihr Aktienportfolio im Ergebnis um 3½ Mrd € reduzierten.

Investmentfonds

Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtsquartal einen Mittelzufluss in Höhe von 25 Mrd €, nach einem Aufkommen von 17½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (20½ Mrd €). Unter den Anlageklassen verzeichneten insbesondere Gemischte Wertpapierfonds ein hohes Mittelaufkommen (15 Mrd €). Auch Offene Immobilienfonds und Dachfonds konnten neue Anteile am Markt unterbringen (5 Mrd € bzw. 2½ Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im dritten Quartal im Ergebnis neue Mittel für 11 Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 35 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich überwiegend heimische Papiere. Inländische Kreditinstitute erwarben Investmentzertifikate für netto 2 Mrd €, während ausländische Investoren ihr Engagement in deutschen Fonds um netto 1 Mrd € reduzierten.

■ Direktinvestitionen

Kapitalimporte bei den Direktinvestitionen

Während die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr im dritten Quartal 2019 zu Netto-Kapitalexporten von 15½ Mrd € führten, kam es bei den Direktinvestitionen per saldo zu Mittelzuflüssen in Höhe von 6½ Mrd €.

Ausländische Gesellschaften investierten in Deutschland von Juli bis September 2019 im Umfang von per saldo 31 Mrd €. (Im zweiten Quartal waren es 26½ Mrd € gewesen.) Mit 25½ Mrd € entfiel der größte Teil davon auf konzerninterne Kredite. Dabei wurden im Ergebnis Mittel überwiegend durch Finanzkredite bereitgestellt. Annähernd zur Hälfte bestanden diese aus „reverse investments“. Diese Kredite gewähren im Ausland angesiedelte Niederlassungen ihren hiesigen Muttergesellschaften. Typischerweise leiten sie auf diesem Wege Erlöse aus der Emission von Wertpapieren weiter. Ihr Beteiligungskapital in Deutschland erhöhten ausländische Unternehmen im dritten Quartal um 6 Mrd €. Dies geschah vor allem über reinvestierte Gewinne. Insbesondere aus Luxemburg (10½ Mrd €), dem Vereinigten Königreich (9½ Mrd €) sowie den Vereinigten Staaten (5½ Mrd €) wurden im dritten Quartal vergleichsweise hohe Direktinvestitionszuflüsse verbucht.

Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland gestiegen

In Deutschland ansässige Unternehmen weiteten ihre Direktinvestitionen im Ausland von Juli bis September um 24½ Mrd € aus (nach 30½ Mrd € im Vorquartal). Sie erhöhten vor allem ihr Beteiligungskapital im Ausland (22½ Mrd €), wovon der größte Teil auf reinvestierte Gewinne entfiel. Darüber hinaus vergaben sie an verbundene Unternehmen im Ausland im Ergebnis auch mehr Kredite (2½ Mrd €). Dies geschah über Finanzkredite, während die über Handelskredite gewährten Mittel zurückgingen. Deutsche Unternehmen investierten in einer Vielzahl von Ländern und Regionen weltweit. Von Juli bis September 2019 wurden dabei besonders hohe Anlagen getätigt in den Vereinigten Staaten und in Luxemburg (jeweils rund 5½ Mrd €) sowie im Vereinigten Königreich (4½ Mrd €), in der Schweiz (3 Mrd €) und in Schweden (2½ Mrd €).

Kapitalabflüsse durch Transaktionen heimischer Unternehmen