

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte von Ankündigung geldpolitischer Maßnahmen beeinflusst*

Die internationalen Finanzmärkte standen seit der Jahresmitte im Spannungsfeld von Konjunktursorgen und Staatsschuldenkrise einerseits sowie der Ankündigung weiterer geldpolitischer Maßnahmen andererseits. An den Rentenmärkten gaben die Renditen von Staatsanleihen im Ergebnis überwiegend nach. Hierzu trugen nicht zuletzt die Erwartung anhaltend niedriger Notenbankzinsen sowie die Anleihekaufprogramme mehrerer Zentralbanken bei. Die Besorgnis der Marktteilnehmer über die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen in einigen Ländern und über die Verflechtung von Staats- und Bankenrisiken trat dagegen in den Hintergrund, obwohl drängende Probleme, wie etwa das „Fiscal cliff“ in den USA, aber auch die akuten Finanznöte Griechenlands, nicht behoben sind. Die internationalen Aktienmärkte entwickelten sich seit der Jahresmitte unter dem Eindruck ungünstiger Unternehmensberichte sowie eingetrübter Wachstumsaussichten – trotz der geldpolitischen Impulse – uneinheitlich. Während die Kurse in Japan und den USA etwas nachgaben, kam es an den europäischen Aktienmärkten zu Kurssteigerungen. Der Kurs des Euro hat sich im Berichtszeitraum in effektiver Rechnung – trotz einiger Schwankungen – gegenüber seinem Stand von Ende Juni kaum verändert.

### ■ Wechselkurse

*Euro gewinnt per saldo gegenüber US-Dollar, ...*

Die bilaterale Kursentwicklung des Euro gegenüber anderen Leitwährungen verlief in den Sommermonaten wechselhaft. Zu Beginn des dritten Quartals setzte die Gemeinschaftswährung ihre Talfahrt der Vormonate zunächst fort; sie notierte im Verlauf des Juli gegenüber dem US-Dollar mit knapp 1,21 US-\$ zwischenzeitlich auf dem tiefsten Stand seit Juni 2010. Auf dem Euro lastete in dieser Zeit die weiter schwelende Staatsschuldenkrise im Euro-Raum und

– eng damit verbunden – eine hohe Risikoaversion der Marktteilnehmer. Hiervon profitierte der US-Dollar als weithin geschätzte Anlagewährung. Durch die Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes auf einen historischen Tiefstand verloren Geldanlagen im Euro-Raum für ausländische Investoren im internationalen Vergleich zudem an Attraktivität. Schließlich sorgte die entgegen den Erwartungen der Marktteilnehmer zunächst ausgebliebene Ankündigung durch die US-Notenbank, weitere expansive Maßnahmen zu ergreifen, für weiteren Druck auf den Euro.

*... durchschritt aber zunächst ein Zweijahrestief, ...*

Ende Juli schwenkte der Euro dann aber auf einen deutlichen Aufwärtstrend ein. Auslöser für die Trendumkehr waren Äußerungen von EZB-Präsident Draghi, alles Erforderliche zu tun, um den Euro zu erhalten. Ferner gewann Italiens Premierminister Monti eine weitere Vertrauensabstimmung im italienischen Parlament. Dies dämpfte die akuten Sorgen an den Finanzmärkten. Der damit verbundene Rückgang der Risikoaversion beflügelte den Kurs der Gemeinschaftswährung. Schwächer als erwartet ausgefallene Konjunkturdaten für den Euro-Raum haben die Aufwärtsbewegung nur kurzzeitig unterbrochen. Der Beschluss des EZB-Rats zu prinzipiell unbegrenzten Anleiheankäufen (OMT) sorgte für einen weiteren Kursschub. Zudem rechneten nach der Veröffentlichung des Sitzungsprotokolls der US-Notenbank wieder mehr Marktteilnehmer mit einer bevorstehenden weiteren Lockerung der US-Geldpolitik. Mitte September beschloss die US-Notenbank tatsächlich ein drittes Anleihekaufprogramm (QE3) und dehnte zudem den Zeitraum, in dem sie die Zinsen auf rekordniedrigem Niveau zu belassen beabsichtigt, bis Mitte 2015 aus. Verglichen mit dem Zweijahrestief vom Juli wertete der Euro bis zu diesem Zeitpunkt um fast 8½% auf. Danach schwenkte der Euro-Dollar-Kurs zunächst in eine Seitwärtsbewegung mit geringen Kursausschlägen um 1,30 US-\$ je Euro ein. Zwar lastete die Unsicherheit darüber,

*... wertet infolge von Entspannungstendenzen und geldpolitischen Maßnahmen dann aber deutlich auf*

ob und in gegebenenfalls welcher Weise Spanien Hilfe durch den ESM in Anspruch nehmen würde, auf dem Euro. Dem wirkte aber die wachsende Sorge um die Auswirkungen des möglicherweise bevorstehenden „Fiscal cliff“ in den USA entgegen. Mit der Debatte um weitere Einsparmaßnahmen in Griechenland rückte zuletzt die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum wieder stärker in den Fokus der Marktteilnehmer und setzte den Euro erneut unter Druck. Bei Abschluss dieses Berichts lag er bei 1,28 US- $\text{\$}$ ; er notierte damit 1½% über dem Wert vom Ende des zweiten Quartals.

*Euro steigt auch gegenüber Yen, der zusätzlich von dem Konflikt zwischen Japan und China belastet wurde, ...*

Etwas deutlicher fiel der Anstieg des Euro gegenüber dem Yen in den Sommermonaten aus. Dieser hatte zuvor in seiner Rolle als „Safe haven“-Währung wohl in noch stärkerem Ausmaß als der US-Dollar von der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum profitiert. Gestärkt wurde der Euro gegenüber dem Yen von sich mehrenden Anzeichen einer konjunkturellen Abschwächung in Japan, durch die gestiegene Erwartung der Marktteilnehmer einer geldpolitischen Lockerung und weiterer Devisenmarktinterventionen zulasten des Yen durch die Bank von Japan. Außerdem spitzte sich der Konflikt zwischen Japan und China zu, der als Streit um eine Inselgruppe begann, dann aber Gefahr lief, in einen Handelskrieg zu münden. Zuletzt lag der Euro bei 104 Yen: Er notierte damit etwa 3½% höher als Ende Juni.

*... dagegen notierte er nahezu unverändert gegenüber Pfund Sterling ...*

Gegenüber dem Pfund Sterling wurde der Euro bei Abschluss des Berichts nahezu unverändert im Vergleich zum Ende des zweiten Quartals bewertet. Gegenläufige Einflussfaktoren hielten sich dabei die Waage: Zwar wurde auch die britische Währung von dem Abklingen der „Safe haven“-Zuflüsse belastet; dem Pfund kam aber die Bekanntgabe besser als erwartet ausgefallener Wachstumszahlen im Vereinigten Königreich zugute. Darüber hinaus dürfte das Pfund von Umschichtungen innerhalb des Währungsportfolios der Schweizer Nationalbank profitiert haben. Zuletzt notierte der Euro bei 0,81 Pfund Sterling.

## Wechselkurs des Euro

Tageswerte; log. Maßstab



1 Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999.  
 2 Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 20 Ländern.  
 Deutsche Bundesbank

In effektiver Rechnung hat sich der Euro gegenüber den Währungen der 20 wichtigen Handelspartner im Vergleich zu Ende Juni per saldo kaum verändert, trotz merklicher Schwankungen in den Sommermonaten. Zuletzt notierte er etwa 2½% unter seinem Stand zum Jahreswechsel und 6% unter dem Wert zu Beginn der Währungsunion. Real gerechnet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den wichtigen Handelspartnern – lag der effektive Euro bei Abschluss dieses Berichts etwa in Höhe des längerfristigen Durchschnitts. Dies deutet auf eine im historischen Vergleich annähernd neutrale

*... und in effektiver Rechnung*

## Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2011		2012	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	3. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>				
Inländer	- 4,6	- 19,5	13,5	
Kreditinstitute	- 34,0	- 21,6	- 4,9	
darunter:				
ausländische Schuldverschreibungen	- 18,3	- 14,8	- 5,7	
Deutsche Bundesbank	21,5	- 1,2	- 0,6	
Übrige Sektoren	7,9	3,3	19,0	
darunter:				
inländische Schuldverschreibungen	10,2	- 14,5	- 4,7	
Ausländer	18,0	18,9	- 2,8	
<b>Aktien</b>				
Inländer	- 7,9	- 14,2	5,0	
Kreditinstitute	- 12,0	- 11,4	7,9	
darunter:				
inländische Aktien	- 7,1	- 11,9	5,0	
Nichtbanken	4,1	- 2,9	- 2,9	
darunter:				
inländische Aktien	12,2	4,2	- 4,0	
Ausländer	- 4,7	9,2	0,6	
<b>Investmentzertifikate</b>				
Anlage in Spezialfonds	5,6	15,8	21,1	
Anlage in Publikumsfonds	0,2	- 0,4	0,0	
darunter:				
Aktienfonds	0,7	- 1,4	- 0,5	

Deutsche Bundesbank

Eurosystems (OMT) zielt hingegen darauf ab, den Störungen des monetären Transmissionsmechanismus – aufgrund divergenter Renditeentwicklungen innerhalb des Euro-Raums – entgegenzuwirken.

Während die Unsicherheit über die Konjunktur- und Finanzmarktentwicklung die Anleger im Sommer zu einer vermehrten Nachfrage nach den liquiden und als besonders sicher geltenden Staatsanleihen der USA und Deutschlands trieben und damit deren Renditen senkten, führten Befürchtungen um die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen in einigen Euro-Mitgliedsländern dort zu deutlichen Renditesteigerungen. Die beschlossenen geldpolitischen Maßnahmen dämmten die Sicherheitszuflüsse wieder ein und sorgten vorübergehend für steigende Langfristzinsen in den Euro-Kernländern ebenso wie von US-Treasuries. Im Ergebnis rentierten zehnjährige Staatstitel in den USA, in Japan und in Deutschland Mitte November zwischen 5 Basispunkten (USA) und 20 Basispunkten (Deutschland) niedriger als Ende Juni.

*Geldpolitische Maßnahmen dämpfen Flucht in die Sicherheit ein ...*

preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euro-Raums hin.

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

*Internationale Rentenmärkte*

Die Renditen von Staatsanleihen der USA, Deutschlands und Japans mit zehnjähriger Laufzeit zeigten sich seit der Jahresmitte im Spannungsfeld konjunktureller Risiken, Anspannungen durch die Staatsschuldenkrise und stützender Geldpolitik recht volatil. Dabei setzten die Fed mit dem sogenannten Quantitative Easing (QE3) und die Bank of Japan mit der abermaligen Ausweitung des Anleihekaufprogramms auf ökonomische Impulse – in den USA über Portfolioanpassungseffekte durch Käufe von mit Wohnungsbaukrediten unterlegten Wertpapieren (Mortgage Backed Securities), in Japan durch den Erwerb von Staats- und Unternehmensanleihen. Das bisher noch nicht aktivierte Anleihekaufprogramm des

Die Zinsabstände von Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit innerhalb der EWU verringerten sich im Vergleich zum Ende des zweiten Quartals 2012 erkennbar. Sowohl die Zinsdispersion zwischen langfristigen Staatsanleihen innerhalb des Euro-Raums als auch der BIP-gewichtete Renditeabstand von Staatsanleihen der übrigen EWU-Länder und laufzeitgleichen Bundesanleihen lagen mit 485 beziehungsweise 285 Basispunkten um 226 Basispunkte beziehungsweise 87 Basispunkte niedriger als zur Jahresmitte 2012, allerdings weiterhin deutlich über ihrem fünfjährigen Mittel. Ähnlich wie im Gefolge der Dreijahrestender akzeptieren die Kapitalmarktteilnehmer nach der Ankündigung des OMT geringere Renditen für Peripherieländeranleihen. Letztlich zeigen aber die nach wie vor deutlichen Renditeaufschläge zwischen Ländern wie Deutschland, den Niederlanden und Finnland einerseits und Griechenland, Portugal und Spanien andererseits, nicht nur strukturelle Wettbewerbsunterschiede, sondern stehen wohl auch im Einklang

*... und verringern Renditedifferenzen in der EWU*

mit der vom Markt wahrgenommenen Bereitschaft, eine solide Einnahmen- und Ausgabenpolitik durchzusetzen.

*Deutsche Zinsstrukturkurve verläuft flacher*

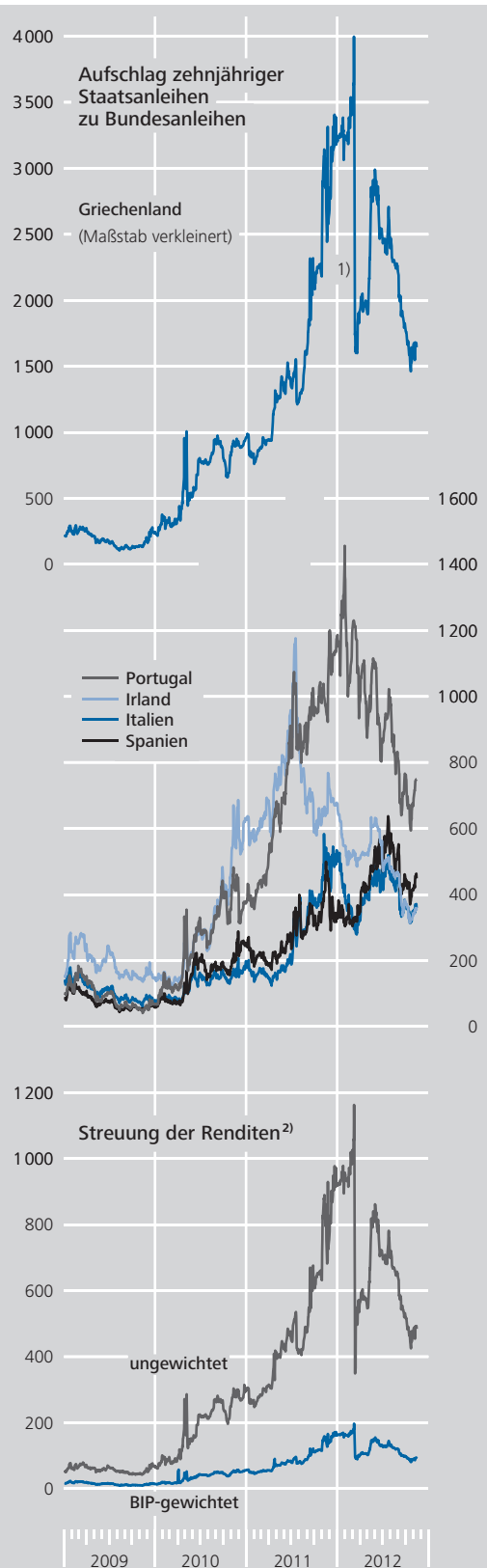
Die aus Bundeswertpapieren geschätzte deutsche Zinsstrukturkurve hat sich im Herbst etwas abgeflacht und erneut nach unten verschoben. Im geldmarktnahen einjährigen Segment rentierten Staatsschuldtitel zuletzt wieder im negativen Bereich (– 4 Basispunkte). Im Vergleich zum Ende des ersten Halbjahres sind auch die langfristigen Renditen von Bundesanleihen etwas gesunken, auf derzeit 1,3%. Die aus dem Vergleich inflationsindexierter und nominaler Anleihen abgeleiteten Inflationserwartungen für den harmonisierten europäischen Verbraucherpreisindex ohne Tabakwaren stiegen im Juli und August deutlich an, sanken daraufhin aber wieder. Im Ergebnis lag die Break-even-Termininflationrate von fünf Jahren auf zehn Jahre zuletzt bei 2,1% und damit etwas unter ihrem Halbjahresendstand. Eine ähnliche Entwicklung zeigte die aus Inflationsswaps abgeleitete Termininflationrate für fünf bis zehn Jahre auf denselben Preisindex.

*Wahrscheinlichkeitsverteilung von erwarteten Inflationsraten*

Termin- und Break-even-Inflationsraten spiegeln die Erwartungen der Marktteilnehmer am Anleihen- und am Swapmarkt über zukünftige Inflationsraten insgesamt wider. Daneben zeigen sie Veränderungen der in den Finanzmarktinstrumenten enthaltenen Liquiditäts- und Risikoprämien. Eine Aufspaltung der aggregierten Erwartungen, also des Mittelwerts, durch eine Wahrscheinlichkeitsverteilung über verschiedene erwartete Inflationsraten, erlaubt Rückschlüsse über die Unsicherheit, mit der die Marktteilnehmer vom Eintreffen bestimmter Inflationsraten ausgehen. Die Wahrscheinlichkeitsverteilung wird aus am Markt gehandelten Inflationsoptionen mit unterschiedlichen Ausübungspreisen unter der Annahme der Risiko-neutralität abgeleitet.<sup>1)</sup> Für den Zeithorizont über die nächsten fünf Jahre zeigt sich im Be-

## Renditedifferenzen in der EWU

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. **1** Schuldenschnitt vom 9. März 2012. **2** Standardabweichung der Renditen von Anleihen der EWU-Teilnehmerstaaten.

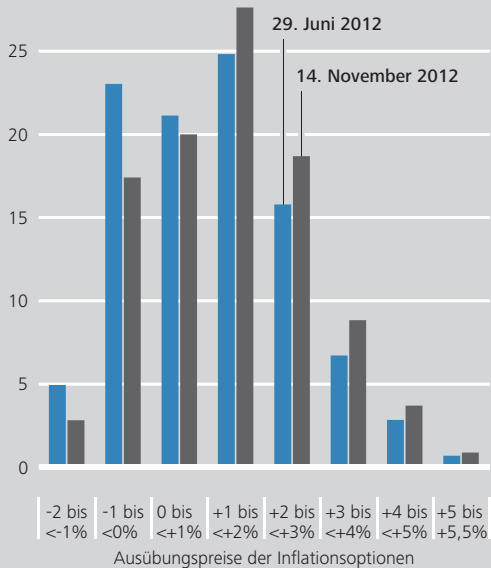
Deutsche Bundesbank

<sup>1</sup> Vgl.: D. Breeden und R. Litzenberger (1978), Prices of state-contingent claims implicit in option prices, Journal of Business, Bd. 51, S. 621ff.

### Inflationserwartungen aus Finanzmarktpreisen



### Wahrscheinlichkeitsverteilung<sup>4)</sup> für das Eintreffen erwarteter Inflationsraten (HVPI<sup>1)</sup> im Durchschnitt über die nächsten fünf Jahre



Quellen: BGC Partners, Bloomberg, EuroMTS und eigene Berechnungen. **1** Ohne Tabakwaren. **2** Abgeleitet aus dem festen Zins von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird. **3** Abgeleitet aus getrennt geschätzten und anschließend mit BIP-Gewichten aggregierten Zinsstrukturkurven aus deutschen und französischen inflationsindexierten und laufzeitgleichen Nominalanleihen. **4** Zur Ableitung und Interpretation der Wahrscheinlichkeitsverteilung siehe: D. Breeden und R. Litzenberger (1978), Prices of state-contingent claims implicit in option prices, Journal of Business, Band 51, S. 621 ff. und T. Smith (2012), Option-implied probability distribution for future inflation, Bank of England, Quarterly Bulletin 2012Q3, S. 224 ff. Für Ausübungspreise unterhalb/oberhalb der dargestellten Werte liegen keine Daten vor.

richtszeitraum eine Verschiebung der Wahrscheinlichkeitsmasse in erwartete Inflationsraten, die über 1% liegen. Zudem nahmen die Erwartungen über das Eintreffen von Deflationsszenarien in diesem Zeitraum erheblich ab. Ebenfalls zeigten sich verstärkte Erwartungen über mögliche Inflationsraten, die jenseits von 2% pro Jahr liegen, wenngleich diese mit einer Wahrscheinlichkeit von einem Drittel nicht überwiegen und auch auf den Bereich von knapp über 2% konzentriert sind. Bei der Interpretation der Veränderungen ist zudem zu berücksichtigen, dass die Notierungen der Inflationsoptionen den bei Finanzmarktpreisen üblichen Schwankungen unterliegen. Gleichwohl erscheint eine weitere sorgfältige Beobachtung von Maßen, welche Aufschluss über Inflationserwartungen der Marktteilnehmer auch auf disaggregiertem Niveau ermöglichen, sinnvoll und erforderlich, da die beobachtete Verschiebung der Wahrscheinlichkeitsverteilung in eine Zeit eher rückläufiger Wachstumserwartungen fiel.

Die Renditen von Anleihen europäischer Unternehmen im Investmentgrade-Bereich sind im Vergleich zum Ende des zweiten Quartals 2012 zurückgegangen. Unternehmensanleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren und mit einer Krediteinschätzung von BBB rentierten zuletzt für finanzielle Unternehmen bei 5,2% und für Industrieunternehmen bei 3,1% und damit jeweils deutlich unter ihren Fünfjahresmitteln.<sup>2)</sup> Der Zinsaufschlag gegenüber Bundesanleihen sank, ebenso die Kreditausfallrisikoprämien (iTraxx). In diesem Umfeld haben sich insbesondere größere europäische Unternehmen über Neuemissionen Geld am Kapitalmarkt besorgt. Das Brutto-Emissionsvolumen in den Euro-Ländern lag in den Monaten August bis Oktober nach Angaben privater Datenanbieter mehr als doppelt so hoch wie im Vergleichszeitraum des Vorjahres.<sup>3)</sup>

*Finanzierungsbedingungen von Unternehmen verbessert*

**2** Hierbei werden Renditen von Anleihen der Unternehmen aus den nach Ratingklassen unterschiedenen Anleiheindizes von iBoxx zugrunde gelegt.

**3** Ausgewertet wurden Emissionsdaten aus Bloomberg und Dealogic.

Trotz der rückläufigen Renditen blieb die Kapitalnachfrage am deutschen Rentenmarkt im dritten Quartal jedoch verhalten. Das Brutto-Emissionsvolumen belief sich hier auf 343 ½ Mrd €; es lag somit zwar leicht über dem Wert des Vorquartals. Nach Abzug der gestiegenen Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis aber Schuldverschreibungen für 7 Mrd € getilgt. Dagegen setzten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 17 ½ Mrd € am deutschen Markt ab. Das gesamte Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit 10 ½ Mrd €.

*Mittelaufnahme öffentlicher Stellen*

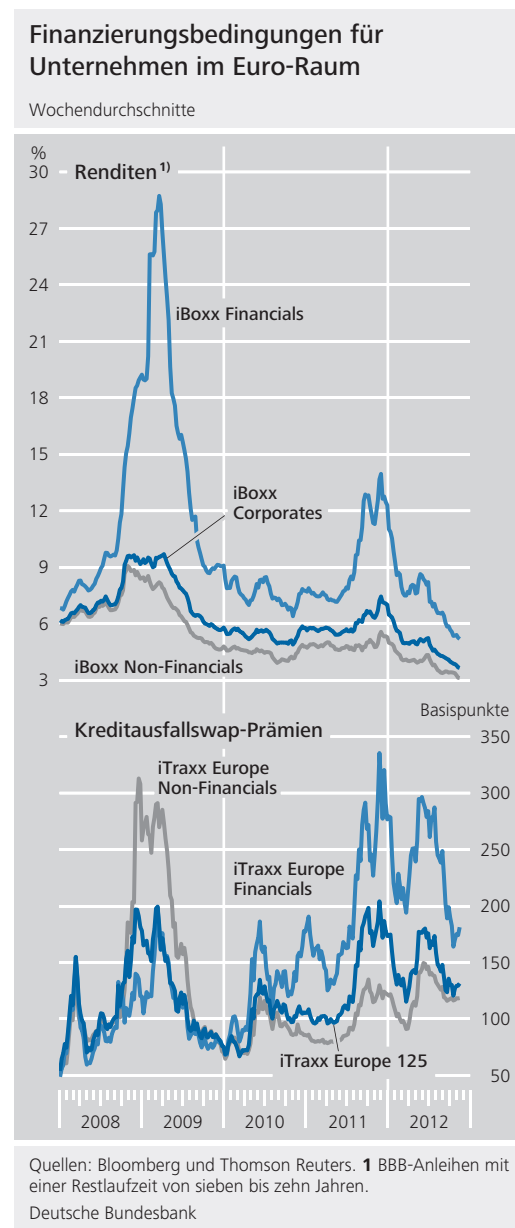
Die öffentliche Hand nahm den Rentenmarkt im dritten Quartal 2012 mit 14 ½ Mrd € in Anspruch, im Vergleich zu 23 Mrd € im Dreimonatsabschnitt zuvor. Der Bund (einschl. der ihm statistisch zugerechneten Abwicklungsanstalt) begab dabei per saldo Schuldverschreibungen für 13 ½ Mrd €. Er emittierte selbst vor allem Bundesobligationen (13 ½ Mrd €), in geringerem Umfang aber auch 30-jährige Anleihen (3 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von zehnjährigen Anleihen in Höhe von 14 Mrd € gegenüber. In geringerem Umfang wurden auch zweijährige Schatzanweisungen sowie unverzinsliche Bubills für 4 Mrd € beziehungsweise 3 Mrd € getilgt. Die Länder nahmen im Berichtsquartal für per saldo 1 Mrd € Mittel am Kapitalmarkt auf.

*Nettotilgungen von Unternehmensanleihen*

Inländische Unternehmen tilgten von Juli bis September im Inland begebene Schuldverschreibungen für per saldo 2 Mrd €. Die Nettotilgungen sind ausschließlich auf nichtmön-täre Finanzinstitute zurückzuführen, während nichtfinanzielle Unternehmen die günstigen Finanzmarktbedingungen für den Absatz von Schuldverschreibungen nutzten (per saldo 7 Mrd €).

*Nettotilgungen der Kreditinstitute*

Die inländischen Kreditinstitute führten ihre Kapitalmarktverschuldung im dritten Quartal 2012 angesichts ihrer guten Finanzlage ebenfalls weiter zurück, und zwar um 19 ½ Mrd €. Dabei tilgten sie vor allem Sonstige Bankschuld-



verschreibungen (14 Mrd €), aber auch Öffentliche Pfandbriefe (5 Mrd €) und Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute (2 Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von Hypothekenspfandbriefen in Höhe von 2 Mrd € gegenüber.

Als Erwerber traten von Juli bis September ausschließlich inländische Nichtbanken in Erscheinung, die Rentenwerte für 19 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um ausländische Titel. Hingegen trennten sich heimische Kreditinstitute sowie ausländische Investoren von

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

## Aktienmarkt

Wochendurchschnitte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. **1** Monatsendstände; Maß für die von Anlegern geforderte Risikovergütung. Ermittelt aus dreistufigem Dividendenbarwertmodell unter Verwendung drei- bis fünfjähriger IBES-Gewinnwachstumsbewertungen und langfristiger BIP-Wachstumsbewertung (Consensus Forecast). **2** Erwartete zukünftige Volatilität, berechnet aus Preisen von Optionen auf den Euro Stoxx.

Deutsche Bundesbank

erwartungen für das kommende Jahr lasteten dann aber zunehmend auf den Aktienmärkten. Im Ergebnis legten der CDAX seit Ende Juni um 9,5% und der Euro Stoxx um 7,4% zu. Dagegen verloren der Nikkei und der S&P500 bis zum Abschluss dieses Berichts 2,0% beziehungsweise 0,6%.

Die Kursentwicklung an den europäischen Aktienmärkten wurde einmal mehr durch Bankaktien bestimmt, deren Notierungen sich seit Ende Juni mit 16% mehr als doppelt so stark verbessert haben wie der Gesamtmarkt (7,4%). Dies dürfte die Erwartung der Marktteilnehmer widerspiegeln, dass der Renditerückgang bei Staatsanleihen der Peripherieländer letztlich die Bilanzen von in diesen Titeln stark engagierten Banken entlastet. Gleichwohl differenzierten die Anleger mit Blick auf die Banknotierungen zwischen den einzelnen Ländern: So verzeichneten Dividendenpapiere spanischer Banken, die teilweise Rating-Herabstufungen hinnehmen mussten und stark von einem rezessiven Umfeld betroffen waren, eine im Vergleich zum EWU-Durchschnitt schwächere Kurserholung.

*Kursentwicklung in der EWU durch Banktitel geprägt*

Spiegelbildlich zum Kursanstieg an den europäischen Aktienmärkten und dem erhöhten Kurs-Gewinn-Verhältnis reduzierte sich die Risikoaversion der Anleger. Zwischen Juni und Oktober fiel die von Anlegern implizit geforderte Risikoprämie auf Anlagen in europäischen Aktien um rund 1 Prozentpunkt. Sie erreichte zuletzt so niedrige Werte wie im April dieses Jahres. Im Gleichlauf zu dieser Entwicklung hat sich die Kursunsicherheit am Aktienmarkt, gemessen an der impliziten Volatilität von Aktienoptionen, ebenfalls auf den Stand vom Frühjahr zurückgebildet. Gleichwohl liegen die impliziten Aktienrisikoprämien in längerfristiger Betrachtung noch immer auf einem vergleichsweise hohen Niveau. Dies deutet auf eine anhaltende Vorsicht der Akteure am Aktienmarkt hin.

*Risikoaversion und Kursunsicherheit im Euro-Raum zurückgebildet*

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im dritten Vierteljahr erneut eher verhalten. Inländische Unternehmen emittier-

*Geringe Mittelaufnahme am Aktienmarkt*

Schuldverschreibungen im Umfang von 5 Mrd € beziehungsweise 3 Mrd €.

## Aktienmärkte uneinheitlich

Die internationalen Aktienmärkte entwickelten sich seit der Jahresmitte uneinheitlich. Zwar profitierten Dividendenwerte zunächst von der Ankündigung weiterer geldpolitischer Lockerungsmaßnahmen mehrerer Zentralbanken. Neben den erwarteten Portfolioeffekten tatsächlicher Wertpapierkäufe durch die Zentralbanken dürfte dabei auch das geldpolitische Signal der Fed, auf mittlere Sicht die Leitzinsen niedrig zu halten, eine wesentliche Rolle gespielt haben. Ungünstig ausgefallene Unternehmensberichte und eingetrübte Wachstums-

ten neue Aktien für 1½ Mrd €; dabei handelte es sich überwiegend um börsennotierte Dividendentitel. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg im gleichen Zeitraum um 4 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere fast ausschließlich von heimischen Kreditinstituten (8 Mrd €), die im Ergebnis vorrangig inländische Titel in ihre Bestände nahmen. Ausländische Portfolioinvestoren erwarben hiesige Aktien für ½ Mrd €. Hingegen trennten sich inländische Nichtbanken von Dividendentiteln in Höhe von 3 Mrd €.

*Absatz und  
 Erwerb von  
 Investment-  
 zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 21 Mrd €, nach einem Aufkommen von 15½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis ausschließlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (21 Mrd €). Unter den Publikumsfonds konnten einzig Offene Immobilienfonds neue Anteilscheine für 1 Mrd € absetzen. Hingegen nahmen vor allem Aktien- und Geldmarktfonds Anteilscheine zurück (für jeweils ½ Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene ausländische Fonds verzeichneten Mittelzuflüsse in Höhe von 6½ Mrd €. Auf der Erwerberseite traten im Ergebnis vor allem inländische Nichtbanken in Erscheinung, die Investmentzertifikate für 27½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Heimische Kreditinstitute erwarben Fondsanteile für per saldo 1½ Mrd €. Bei beiden Gruppen standen dabei inländische Zertifikate im Vordergrund. Ausländische Investoren trennten sich hingegen von inländischen Anteilscheinen in Höhe von 1 Mrd €.

## ■ Direktinvestitionen

*Kapitalabflüsse  
 im Bereich  
 der Direkt-  
 investitionen*

Wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im dritten Quartal des Jahres 2012 Abflüsse im Umfang von netto 29½ Mrd € verzeichnete, ergaben sich auch im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte. Mit einem Volumen von 10½ Mrd € haben diese sich im Vergleich zum vorangegangenen Drei-

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

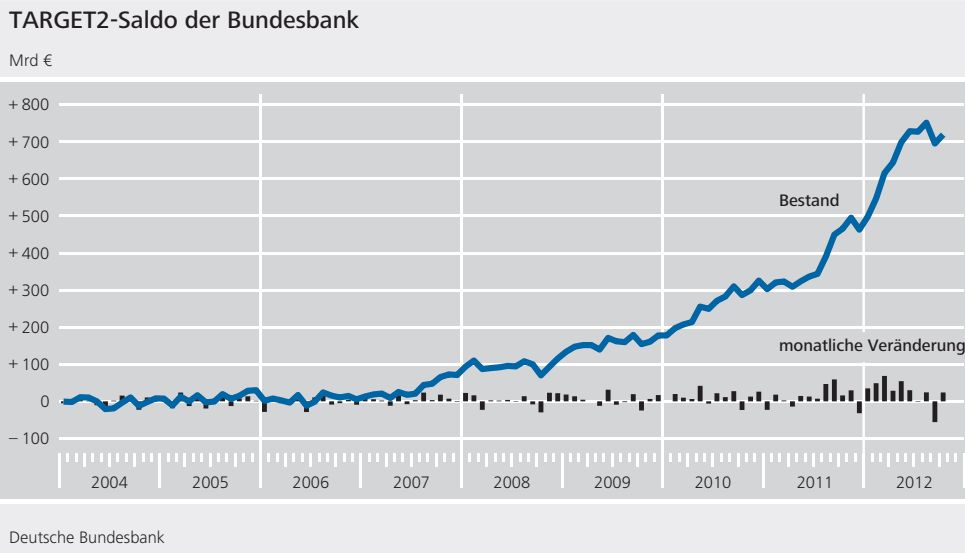
Mrd €

Position	2011	2012	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.
I. Leistungsbilanz <sup>1) 2)</sup>	+ 33,4	+ 37,6	+ 40,5
Außenhandel <sup>1) 3)</sup>	+ 39,6	+ 48,0	+ 50,0
Dienstleistungen <sup>1)</sup>	- 6,8	- 0,1	- 6,9
Erwerbs- und Vermögens- einkommen <sup>1)</sup>	+ 16,4	+ 5,5	+ 14,9
Laufende Übertragungen <sup>1)</sup>	- 9,6	- 6,7	- 9,4
II. Vermögens- übertragungen <sup>1) 4)</sup>	+ 0,1	+ 0,4	+ 0,1
III. Kapitalbilanz <sup>1)</sup> (Netto-Kapitalexport: -)	- 16,2	- 58,3	- 56,7
1. Direktinvestitionen	+ 3,7	- 5,4	- 10,3
Deutsche Anlagen im Ausland	- 6,1	- 9,4	- 7,0
Ausländische Anlagen im Inland	+ 9,7	+ 4,0	- 3,2
2. Wertpapiere	+ 32,0	+ 26,2	- 29,7
Deutsche Anlagen im Ausland	+ 14,3	+ 0,4	- 26,4
Aktien	+ 11,5	- 1,4	- 2,4
Investmentzertifikate	+ 3,9	+ 3,4	- 6,4
Schuldverschreibungen	- 1,1	- 1,6	- 17,6
Anleihen <sup>5)</sup>	+ 3,0	- 3,3	- 17,4
darunter: auf Euro lautende Anleihen	+ 4,3	- 4,1	- 15,6
Geldmarktpapiere	- 4,1	+ 1,7	- 0,2
Ausländische Anlagen im Inland	+ 17,7	+ 25,8	- 3,3
Aktien	- 4,2	+ 9,3	+ 0,6
Investmentzertifikate	+ 3,9	- 2,4	- 1,1
Schuldverschreibungen	+ 18,0	+ 18,9	- 2,8
Anleihen <sup>5)</sup>	+ 4,7	+ 12,0	+ 11,9
darunter: öffentliche Anleihen	+ 9,1	+ 23,1	+ 12,3
Geldmarktpapiere	+ 13,2	+ 6,9	- 14,7
3. Finanzderivate <sup>6)</sup>	- 7,7	- 7,6	- 3,5
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>7)</sup>	- 43,5	- 70,8	- 13,2
Monetäre Finanz- institute <sup>8)</sup>	+ 56,2	- 12,7	- 36,4
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privatpersonen	+ 66,6	- 16,7	- 43,2
darunter: kurzfristig Staat	- 6,4	- 1,3	- 8,2
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 5,8	- 2,4	- 3,3
darunter: kurzfristig	+ 16,7	- 11,0	- 12,6
darunter: kurzfristig	+ 15,4	- 11,9	- 14,1
Bundesbank	- 110,0	- 45,7	+ 44,0
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) <sup>9)</sup>	- 0,6	- 0,8	- 0,1
IV. Statistisch nicht aufglieder- bare Transaktionen (Rest- posten)	- 17,3	+ 20,3	+ 16,2

**1** Saldo. **2** Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. **3** Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). **4** Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. **5** Ursprungslaufzeit über ein Jahr. **6** Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. **7** Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. **8** Ohne Bundesbank. **9** Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.



## Zur aktuellen Entwicklung der TARGET2-Salden



Die Salden im europäischen Großbetragszahlungssystem TARGET2 haben sich in den letzten Monaten stabilisiert. Nach einer deutlichen Ausweitung im ersten Halbjahr 2012, in welchem die Salden um mehr als 200 Mrd € angestiegen waren, bewegten sie sich seit Juni im Durchschnitt etwas oberhalb eines Niveaus von 1 000 Mrd €. <sup>1)</sup> Die TARGET2-Forderungen der Bundesbank pendelten in diesem Zeitraum um einen Wert von rund 740 Mrd €; Ende Oktober 2012 lagen sie bei 719 Mrd €. Die insgesamt beobachtete Stabilisierung war allerdings von zum Teil erheblichen täglichen Schwankungen begleitet.

Phasen, in denen die TARGET2-Salden vorübergehend nicht weiter gestiegen oder sogar zurückgegangen sind, hatte es im Verlauf der Finanz- und Staatsschuldenkrise schon mehrfach gegeben, so etwa 2009 oder im ersten Halbjahr 2011. Darauf folgten allerdings jeweils Perioden mit einer erneuten Ausweitung der Salden. Die seit Mitte 2012 anhaltende Seitwärtsbewegung sollte daher nicht überbewertet werden. Dennoch macht die Entwicklung deutlich,

dass insbesondere der zusätzliche externe Finanzierungsbedarf der Peripherieländer aktuell nicht (mehr) primär über die nationalen Notenbanken gedeckt wird. Dabei zeigen vor allem Länder, die Mittel aus den Hilfsprogrammen erhalten, schon seit Längerem keine merklich ansteigenden (negativen) TARGET2-Salden mehr. Die irische Zentralbank konnte ihre Verbindlichkeiten gegenüber der EZB seit dem Höchststand Ende 2010 sogar deutlich abbauen. Auch für andere EWU-Länder, die im ersten Halbjahr 2012 im Fokus der Finanzmärkte standen und zu dem Anstieg der TARGET2-Salden in diesem Zeitraum wesentlich beigetragen hatten, war zuletzt ein Rückgang der TARGET2-Verbindlichkeiten zu beobachten.

<sup>1</sup> Hierbei handelt es sich um die Summe aller TARGET2-Forderungen der nationalen Zentralbanken gegenüber der EZB. Diese entsprechen dem Betrag nach der Summe aller TARGET2-Verbindlichkeiten.

monatsabschnitt (5½ Mrd €) in etwa verdoppelt.

*Weitere  
deutsche Direkt-  
investitionen  
im Ausland*

Verantwortlich für die Kapitalabflüsse zeichneten in erster Linie hiesige Unternehmen, die Direktinvestitionen von 7 Mrd € jenseits der Landesgrenze tätigten. Dabei stockten sie das Beteiligungskapital bei ihren Niederlassungen außerhalb Deutschlands verstärkt auf (11 Mrd €, nach 1 Mrd € im zweiten Quartal) und reinvestierten Gewinne (4½ Mrd €). Dem standen Mittelzuflüsse im konzerninternen Kreditverkehr in Höhe von 9 Mrd € gegenüber, wobei diese im Wesentlichen auf eine Kreditaufnahme bei den Niederlassungen im Ausland entfielen. Besonders stark engagierten sich im Berichtszeitraum die Beteiligungsgesellschaften im Ausland.

Ausländische Direktinvestoren zogen per saldo Mittel aus Deutschland ab (3 Mrd €). Insbesondere die Tilgung langfristiger Finanzkredite, die hiesige Niederlassungen zuvor von ihren Muttergesellschaften erhalten hatten, spielte hierbei eine Rolle. Hingegen führten ausländische Eigner ihren Tochterunternehmen in Deutschland zusätzliches Beteiligungskapital zu und reinvestierten in begrenztem Umfang Gewinne (zusammen 1 Mrd €). Alles in allem flossen im Rahmen der Direktinvestitionen Mittel in Höhe von 9½ Mrd € aus Deutschland nach Belgien, während insbesondere Firmen aus dem Vereinigten Königreich und Frankreich ihre hiesigen Niederlassungen finanziell unterstützten (2½ Mrd € bzw. 2 Mrd €).

*Mittelabzüge  
durch aus-  
ländische  
Investoren aus  
Deutschland*