

## Finanzmärkte

### Tendenzen an den Finanzmärkten

---

An den internationalen Finanzmärkten ist es in den letzten Monaten zu einer Neubewertung der Anlagerisiken gekommen. Zudem prägten die zunehmenden geopolitischen Spannungen und wechselnde Erwartungen hinsichtlich des künftigen zinspolitischen Kurses der amerikanischen Notenbank das Marktgeschehen. Das größere Risikobewusstsein und die höhere Unsicherheit haben sich vor allem von Mitte Mai bis Mitte Juni in zum Teil kräftigen Kursbewegungen auf den Kapitalmärkten niedergeschlagen. In der Folge beruhigte sich die Lage an den Märkten allerdings wieder etwas. Im Ergebnis haben die europäischen Anleiherenditen in den Frühjahrsmonaten bis zum Abschluss dieses Berichts leicht angezogen, während die Aktienkurse – trotz der jüngsten Erholung – per saldo nachgaben.

*Finanzmarkt-  
umfeld*

### Wechselkurse

---

In einem Umfeld weltweit anziehender Geldmarktzinsen und wenig veränderter Kapitalmarktzinsen blieb der Euro seit Mitte Mai im Ergebnis weitgehend stabil, nachdem er im Frühjahr noch spürbar aufgewertet hatte. Gegenüber dem US-Dollar verlief die Wechselkursentwicklung im Berichtszeitraum ohne klar erkennbaren Trend. Zu den kurzfristigen Wertveränderungen dürften insbesondere auch wechselnde Markterwartungen über den voraussichtlichen geldpolitischen Kurs der amerikanischen Notenbank beigetragen haben. Davon abgesehen hat der Euro möglicherweise in geringerem Ausmaß als der US-Dollar von der gestiegenen Risikoscheu der

*Wechselkurs-  
entwicklung  
des Euro  
gegenüber dem  
US-Dollar, ...*

Anleger profitiert, die ihre Engagements vor allem in einigen Schwellenländern auflösten und ihre Mittel offenbar vorwiegend in amerikanischen Papieren anlegten.

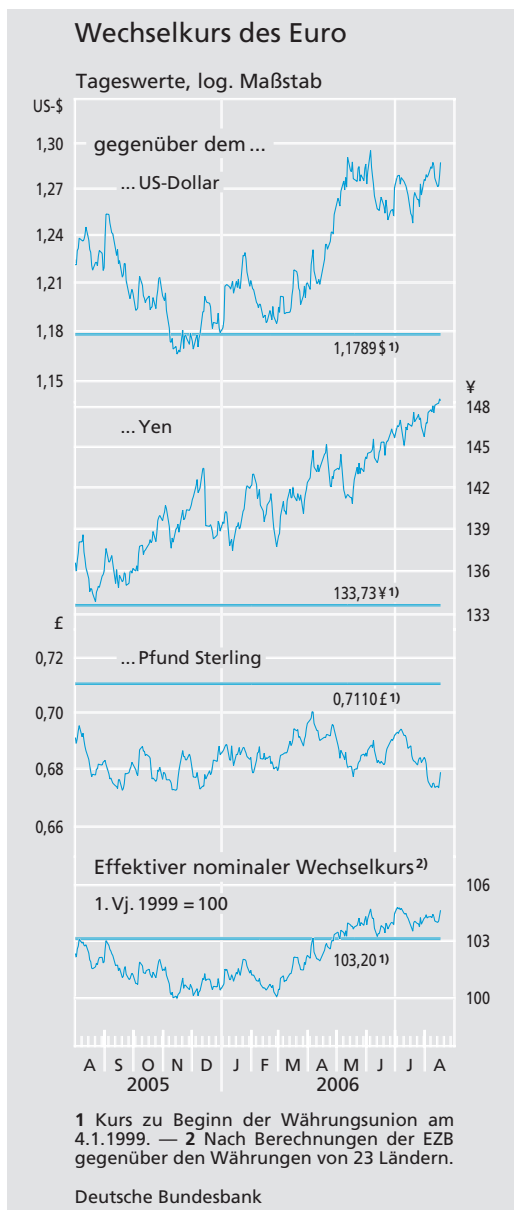
Anfang Juni erreichte der Euro gegenüber dem US-Dollar mit einem Kurs von 1,30 US-\$ zunächst noch einen neuen Jahreshöchststand, als überraschend ungünstige Konjunkturnachrichten aus den USA, insbesondere vom amerikanischen Arbeitsmarkt, gleichzeitig mit unerwartet positiven Wirtschaftszahlen aus dem gemeinsamen Währungsraum veröffentlicht wurden. Als daraufhin aber aus der amerikanischen Notenbank Warnungen vor einer möglichen weiteren Inflationsbeschleunigung in den USA laut wurden, die der Markt als Hinweis auf eine Fortsetzung der geldpolitischen Straffung interpretierte, gab der Euro gegenüber dem US-Dollar nach.

Auch in der Folge beeinflusste die Kommunikationspolitik der Federal Reserve den Euro-Dollar-Kurs maßgeblich. So konnte sich der Euro Ende Juni wieder erholen, als die amerikanische Notenbank die Märkte in der Mitteilung zu ihrem Zinsentscheid nicht auf weitere Zinserhöhungen vorbereitete, woraufhin die kurzfristigen Terminzinsen in den USA merklich nachgaben. Unter dem Eindruck eines hohen, aber niedriger als befürchtet ausgefallenen Handelsbilanzdefizits der USA sowie der überraschend robusten US-Konjunktur, auf die unter anderem eine wachsende Industrieproduktion und eine weiter steigende Kapazitätsauslastung hindeuteten, gab der Euro seine Gewinne in der ersten Julihälfte zwar wieder ab; er legte aber anschließend erneut zu, als die Marktteilnehmer ihre Erwartungen

auf steigende US-Leitzinsen als Reaktion auf Äußerungen der amerikanischen Notenbank nach unten korrigierten. Diese Einschätzung hat sich nach der Veröffentlichung des Beige Book, in dem die Federal Reserve von einer Abkühlung der US-Konjunktur berichtet, und einer unerwartet niedrigen Wachstumsrate der amerikanischen Wirtschaft im zweiten Quartal weiter verfestigt. Nachdem die US-Notenbank ihre Leitzinsen Anfang August – wie weitgehend antizipiert – nicht verändert hatte, notierte der Euro zuletzt mit 1,29 US-\$ um gut 9% über seinem Kurs zu Jahresbeginn.

Gegenüber dem japanischen Yen wertete der Euro im Berichtszeitraum dagegen auf und erreichte zwischenzeitlich neue historische Höchststände. Gerüchte über einen möglichen Rücktritt des japanischen Notenbankchefs und aufkommende Zweifel der Marktteilnehmer an einem baldigen Ende der japanischen Nullzinspolitik hatten den Yen im Mai und Juni zunächst belastet. In der ersten Juliwoche geriet der Euro gegenüber dem Yen vorübergehend unter Abgabedruck, als sich an den Märkten nach der Veröffentlichung des Tankan-Reports die Einschätzung durchsetzte, dass die Bank von Japan ihre Zinsen nun doch in nächster Zeit anheben dürfte. Aufgrund von positiven Wirtschaftsdaten für das Euro-Währungsgebiet und Spekulationen auf einen früher als zuvor erwarteten Zinsritt der Europäischen Zentralbank konnte der Euro aber bereits in der darauffolgenden Woche die Wertverluste gegenüber dem Yen wieder wettmachen. Die von den Marktteilnehmern antizipierte Leitzinserhöhung der Bank von Japan Mitte Juli hatte dagegen kei-

*... gegenüber  
dem Yen...*



nen spürbaren Einfluss auf die weitere Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem Yen. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro bei 149 Yen. Er überschritt seinen Wert zu Jahresbeginn damit um rund 7 %.

Auch gegenüber dem Pfund Sterling wertete der Euro im Berichtszeitraum zunächst auf, die Kursgewinne fielen aber vergleichsweise gering aus. Im Verlauf des Juli gab der Euro

... und gegen-  
über dem  
Pfund Sterling

einen großen Teil dieser Wertzuwächse wieder ab. Steigende Inflationserwartungen und eine überraschend hohe Wachstumsdynamik der britischen Wirtschaft hatten aus Sicht der Marktteilnehmer eine Zinserhöhung der Bank of England wahrscheinlicher werden lassen und somit das britische Pfund gestärkt. Tatsächlich kam es dann Anfang August zu dem erwarteten Zinsschritt. Daneben dürften Portfolioumschichtungen einiger Zentralbanken zugunsten der britischen Währung zur Stabilisierung des Pfund Sterling beigetragen haben. Zuletzt notierte der Euro bei 0,68 Pfund Sterling und lag damit knapp unter seinem Wert zu Jahresbeginn.

Im Durchschnitt gegenüber den Währungen von 23 wichtigen Handelspartnern hat sich der Euro im Berichtszeitraum nur wenig geändert. Der effektive Wechselkurs notierte zuletzt 4 % über seinem Niveau vom Jahresanfang und lag damit etwas über seinem Stand zu Beginn der Währungsunion. Real gerechnet – also unter Berücksichtigung der Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den wichtigen Handelspartnern – ist der effektive Wechselkurs des Euro seit dem vierten Quartal 2005 um 3 ½ % gestiegen.

*Effektiver  
Wechselkurs  
des Euro*

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

In den Frühjahrsmonaten waren auch die Renditen an den europäischen Anleihemärkten deutlichen Schwankungen unterworfen. Mit zuletzt 4 % lagen die Kapitalmarktzinsen, gemessen an den Renditen langfristiger öffent-

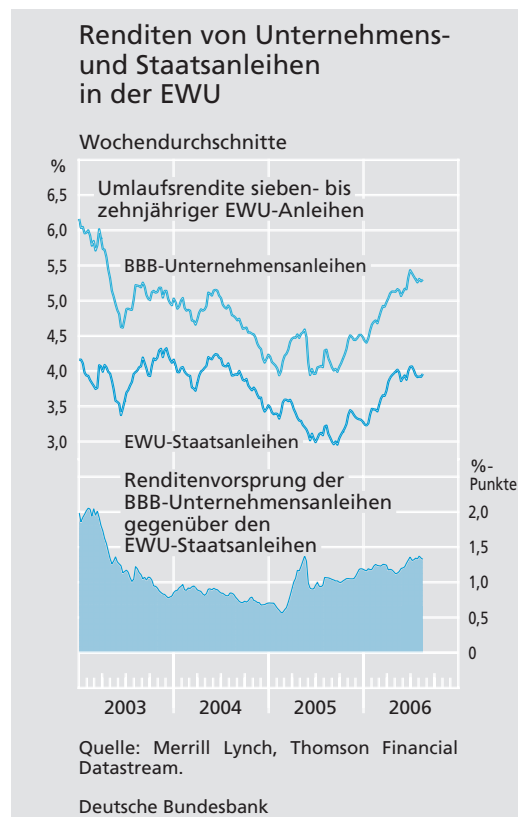
*Unter  
deutlichen  
Schwankungen  
leichter Anstieg  
der Kapital-  
marktzinsen im  
Euro-Gebiet*

licher Anleihen, im Ergebnis aber nur wenig höher als Ende März. Die Entwicklung der vergangenen Monate verlief dabei ähnlich wie auf praktisch allen weltweit wichtigen Märkten. Bis zum Beginn der Anspannungen auf den internationalen Finanzmärkten im Mai stiegen die Renditen zunächst – im Zeichen von überwiegend positiven Konjunktursignalen – im Euro-Gebiet um etwa einen Drittel Prozentpunkt auf knapp 4¼%. Wachsende Unsicherheit über die weitere Wirtschaftsentwicklung insbesondere in den USA und ein geschärftes Risikobewusstsein international agierender Investoren führten dann aber Mitte Mai zu massiven Portfolioumschichtungen aus Aktien in Rentenanlagen. Insbesondere Staatsanleihen profitierten davon, während Industriefinanzen im Vergleich dazu relativ an Attraktivität verloren. Innerhalb weniger Tage sanken demzufolge die Kapitalmarktzinsen im Euro-Gebiet, gemessen an den Renditen zehnjähriger Staatsanleihen, unter 4%.

Im Juni gewannen dann die konjunkturell bedingten Zinsauftriebstendenzen zeitweilig die Oberhand. Vor dem Hintergrund der militärischen Auseinandersetzungen im Nahen Osten und zunehmender Befürchtungen einer insbesondere von der US-Wirtschaft ausgehenden Wachstumsschwäche kehrte sich die Zinsentwicklung im Juli aber erneut um. Zuletzt rentierten zehnjährige Staatsanleihen im Euro-Gebiet bei rund 4%. Sie wiesen somit einen Zinsabstand von knapp einem Prozentpunkt zu entsprechenden US-Anleihen auf.

Unter dem Einfluss der geschilderten Entwicklung der Kapitalmarktzinsen und der zinspolitischen Straffung durch den EZB-Rat hat sich

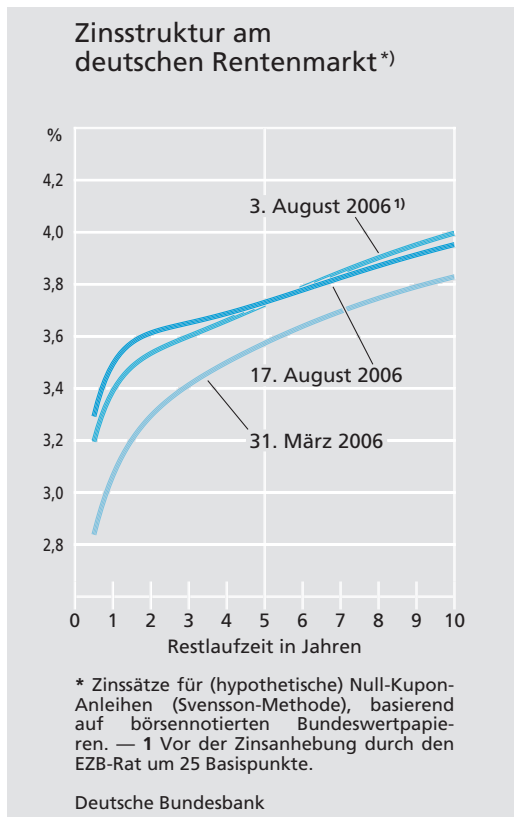
*Zinsstrukturkurve etwas flacher*



die Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt etwas abgeflacht und nach oben verschoben. Das Zinsgefälle zwischen dem Geldmarkt und dem langfristigen Laufzeitbereich des Anleihemarkts ist dadurch von etwa drei Viertel Prozentpunkten Ende März auf knapp einen halben Prozentpunkt zurückgegangen.

Mit dem veränderten Risikobewusstsein der Anleger hat sich in den Frühjahrsmonaten der Renditeaufschlag bonitätsmäßig nicht erstklassig eingestufte Anleihen deutlich ausgeweitet. Für Titel europäischer nicht-finanzieller Unternehmen der Ratingklasse BBB erhöhte sich der Zinsabstand seit Ende März um weitere 25 Basispunkte auf zuletzt 134 Basispunkte. Er lag damit wieder auf dem Niveau, das im Mai 2005 unmittelbar nach der Herabstufung der Kreditwürdigkeit

*Ausgeweitete Aufschläge auf Unternehmensanleihen...*



... weisen auf geringere Risiko-übernahmebereitschaft hin

eines großen US-amerikanischen Automobilkonzerns erreicht worden war. Da gleichzeitig die aktuellen Gewinne, der auf Jahresfrist erwartete Gewinn pro Aktie sowie die mittelfristigen Erwartungen über das Gewinnwachstum der Unternehmen des Dow Jones Euro Stoxx<sup>1)</sup> auf eine gute wirtschaftliche Lage der Unternehmen wie auch auf entsprechend positive Einschätzungen für die Zukunft hinweisen, spricht die Spreadausweitung eher für eine Neubewertung des Risikos durch die Anleger als für eine fundamental erhöhte Unsicherheit.

Deutlich niedrigerer Absatz von Rentenwerten

Mit der wechselnden Marktverfassung an den internationalen Anleihemärkten im zweiten Quartal schwächte sich die Emissionstätigkeit am deutschen Rentenmarkt ab. Mit 267½ Mrd € fiel der Brutto-Absatz inlän-

discher Schuldverschreibungen deutlich geringer als im Quartal davor aus (325½ Mrd €). Nach Berücksichtigung von Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen bei den Emittenten verblieb im zweiten Quartal ein Netto-Absatz von 27½ Mrd €, der deutlich unter dem Wert von Januar bis März lag, als deutsche Schuldner per saldo noch Papiere für 66½ Mrd € am Rentenmarkt untergebracht hatten. Ausländische Anleihen und Geldmarktpapiere wurden dagegen im Berichtszeitraum für 43½ Mrd € am deutschen Markt abgesetzt; das war kaum mehr als im Vorquartal (42½ Mrd €). Zum weit überwiegenden Teil handelte es sich dabei um auf Euro lautende Staatsschuldtitle aus EWU-Partnerländern (30½ Mrd €), die wegen ihres leichten Zinsvorsprungs gegenüber der Benchmark-Anleihe des Bundes regelmäßig bei heimischen Anlegern gefragt sind. Daneben wurden für 13 Mrd € (nach 9 Mrd € im ersten Quartal) ausländische Schuldverschreibungen, die auf Fremdwährung lauten, am deutschen Markt abgesetzt. Das gesamte Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Schuldverschreibungen belief sich damit auf 71 Mrd €, gegenüber 109 Mrd € im Vorquartal.

Die rückläufige Emissionstätigkeit am inländischen Rentenmarkt spiegelt sich am deutlichsten bei den Kreditinstituten wider, die ihre Rentenmarktverschuldung nach einem Netto-Absatz in Höhe von 36 Mrd € in den ersten drei Monaten des Jahres nun nur noch um

Abnehmende Mittelaufnahme der Kreditinstitute, ...

<sup>1</sup> Gemäß Consensus Forecasts. Dieses Bild wird leicht durch die Ratingagentur Moody's getrübt, die in den ersten beiden Quartalen des Jahres mehr „Investment-Grade“-Schuldner herab- als heraufstufte.

12 ½ Mrd € ausdehnten. Das Mittelaufkommen entfiel dabei im zweiten Quartal zu fast gleichen Teilen auf Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten (11 ½ Mrd €) und auf Sonstige Schuldverschreibungen (9 ½ Mrd €), während Öffentliche Pfandbriefe und Hypothekendarlehen für 6 ½ Mrd € beziehungsweise 2 Mrd € getilgt wurden. Damit wirkte sich die vor einiger Zeit vorgenommene Neuausrichtung eines großen Pfandbriefhauses auch im zweiten Quartal 2006 auf das Mittelaufkommen aus.

... der öffentlichen Hand...

Aber auch die öffentliche Hand nahm im zweiten Vierteljahr den Rentenmarkt weniger stark in Anspruch als im ersten Quartal (6 ½ Mrd €, nach 21 Mrd €). Der Großteil dieser Mittel kam dabei den Ländern zugute, die per saldo eigene Anleihen im Wert von knapp 6 ½ Mrd € am deutschen Kapitalmarkt absetzten. Der Bund und sonstige öffentliche Emittenten ließen hingegen – nicht zuletzt angesichts der zurzeit günstigen Kassenlage – ihre Rentenmarktverschuldung im Ergebnis nahezu unverändert. Zwar erlöste der Bund aus der Aufstockung fünfjähriger Obligationen per saldo 8 Mrd € und begab am kurzen Ende des Laufzeitenspektrums Finanzierungsschätze für netto ½ Mrd €. Zugleich reduzierte er aber seine Verbindlichkeiten aus dem Umlauf zehnjähriger und dreißigjähriger Anleihen im Ergebnis um 4 ½ Mrd € beziehungsweise ½ Mrd €. Außerdem tilgte er für netto 2 ½ Mrd € zweijährige Schatzanweisungen.

... sowie der Unternehmen

Nichtfinanzielle Unternehmen haben im zweiten Quartal bei anziehenden, aber weiterhin vergleichsweise günstigen Finanzie-

### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Position	2005		2006	
	2. Vj.	1 Vj.	1 Vj.	2. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>				
Inländer	42,1	53,9	59,7	
Kreditinstitute	26,8	24,6	23,6	
darunter:				
ausländische Schuldverschreibungen	26,0	29,0	25,5	
Nichtbanken	15,3	29,4	36,1	
darunter:				
inländische Schuldverschreibungen	- 6,9	15,9	17,9	
Ausländer	62,5	55,3	11,3	
<b>Aktien</b>				
Inländer	- 25,3	4,9	- 16,1	
Kreditinstitute	- 4,5	6,1	- 8,2	
darunter:				
inländische Aktien	- 6,9	7,4	- 5,1	
Nichtbanken	- 20,8	- 1,2	- 7,9	
darunter:				
inländische Aktien	- 18,3	- 7,4	- 5,5	
Ausländer	26,4	0,6	12,7	
<b>Investmentzertifikate</b>				
Anlage in Spezialfonds	6,2	11,5	9,7	
Anlage in Publikumsfonds	3,2	- 6,3	- 2,1	
darunter: Aktienfonds	- 0,8	- 0,5	- 3,0	
Deutsche Bundesbank				

rungskosten ihre Kapitalmarktverschuldung um 8 Mrd € ausgeweitet, verglichen mit 9 ½ Mrd € in den drei Monaten davor. Insbesondere ihre Verbindlichkeiten aus länger laufenden Industrieobligationen nahmen um 6 ½ Mrd € zu, wobei knapp die Hälfte des Betrages auf eine große Emission eines Chemieunternehmens entfiel. Gleichzeitig wurden Geldmarktpapiere im Wert von knapp 2 Mrd € begeben.

Auf der Anlegerseite waren, anders als zuvor, Inländer mit Netto-Käufen von 59 ½ Mrd € die wichtigste Erwerbergruppe am Rentenmarkt. Insbesondere inländische Nichtbanken stockten ihre Anleiheportfolios kräftig auf (36 Mrd €), darunter zur Hälfte mit ausländischen Rentenpapieren. Ihre Käufe von inländischen Schuldverschreibungen betrafen

Erwerb von Schuldverschreibungen

vor allem Anleihen privater Emittenten (13 ½ Mrd €); im Wesentlichen handelt es sich dabei um Bankschuldverschreibungen. Auch deutsche Kreditinstitute weiteten ihre Rentenmarktanlagen im zweiten Quartal kräftig aus (23 ½ Mrd €), und zwar per saldo ausschließlich mit ausländischen Papieren (25 ½ Mrd €), während sie ihre Bestände an inländischen Schuldverschreibungen insgesamt etwas abbauten (2 Mrd €). Ausländische Investoren erwarben für 11 ½ Mrd € hiesige Schuldverschreibungen, wobei sich ihr Interesse ausschließlich auf private Emissionen richtete. Deutsche Kurzläufer mit einer Laufzeit von unter einem Jahr wurden dabei in Höhe von 3 Mrd € nachgefragt.

*Korrektur an  
den Aktien-  
märkten*

An den Aktienmärkten waren von Mitte Mai bis Mitte Juni starke Kursabschläge zu verzeichnen, als es weltweit zu einer grundlegenden Neubewertung der Anlagerisiken kam. Die Korrektur betraf dabei vor allem Märkte, deren Kursentwicklung in den vergangenen rund eineinhalb Jahren sehr positiv verlaufen war. So verlor der Dow Jones Euro Stoxx im Berichtszeitraum im Ergebnis rund 3 %, während der US-Markt gemessen am S&P 500 letztlich unverändert notierte. Beide Indizes konnten jedoch seit Mitte Juni wieder zulegen. Dies gilt auch für den japanischen Nikkei-Index, der zuletzt jedoch noch rund 7 % unter seinem Stand von Anfang April notierte. Zusammen mit den nachgebenden Kursen an den Aktienmärkten zog weltweit die Volatilität, die sich zuvor auf sehr niedrigem Niveau bewegt hatte, zeitweise sprunghaft an. Zuletzt hat sie sich zwar wieder etwas ermäßigt; sie liegt aber noch über den vor der Korrektur verzeichneten Werten.

Bei insgesamt gesunkenen Aktienkursen liegt das Kurs-Gewinn-Verhältnis für den Dow Jones Euro Stoxx auf Grundlage der auf Jahresfrist erwarteten Gewinne nun bei 11,6 und somit unter seinem mehrjährigen Mittel. Diese Bewertungsänderung ist nicht alleine mit dem leicht gestiegenen Kapitalmarktzins und somit einem erhöhten Diskontfaktor für die Abzinsung künftiger Dividenden zu erklären. Vielmehr kann hierin ein Hinweis auf eine größere Zurückhaltung der Investoren gesehen werden, Risiken einzugehen.

*Abnahme der  
Risikoneigung*

Kennzeichnend für das geschärfte Risikobewusstsein der weltweit agierenden Investoren ist auch das vergleichsweise gute Abschneiden so genannter defensiver Branchen. So verzeichneten die Grundstoffindustrie und Versorger geringere Kursverluste als beispielsweise Technologiewerte. Darüber hinaus dürfte die Entwicklung der Aktienkurse im Euro-Raum und den USA durch das zurzeit lebhaftere Geschäft mit Fusionen und Übernahmen gestützt worden sein, das auch durch weiterhin günstige Fremdfinanzierungsbedingungen beflügelt wurde.

Die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt hat sich trotz des wechselhaften und zuletzt schwierigen Finanzmarktumfelds im zweiten Quartal leicht belebt. Inländische Gesellschaften emittierten – vor allem zu Beginn des Quartals – neue Aktien für insgesamt 2 Mrd €, nach lediglich ½ Mrd € in den drei Monaten davor. Hierbei handelte es sich etwa zur Hälfte um börsennotierte Dividentitel. Ein beträchtlicher Teil des Emissionsvolumens entfiel dabei auf Kapitalerhöhungen eines Unternehmens der Energiebranche. Auslän-

*Leicht  
gestiegene  
Mittelaufnahme  
am Aktien-  
markt*

dische Dividendenwerte wurden, anders als in den Quartalen davor, per saldo in recht großem Umfang von inländischen Anlegern abgegeben (5 ½ Mrd €).

*Aktienwerb*

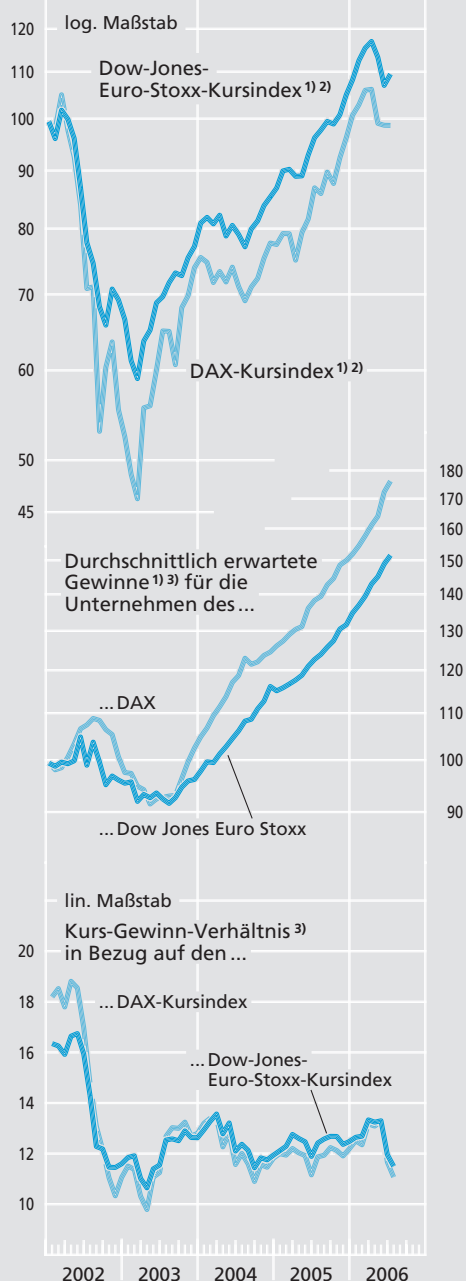
Erworben wurden in- und ausländische Aktien im zweiten Quartal ausschließlich von ausländischen Investoren, die ihr Engagement am deutschen Markt im Berichtsquartal stark ausweiteten (12 ½ Mrd €, nach ½ Mrd € im Vierteljahr davor). Inländische Anleger gaben hingegen – vor dem Hintergrund der Entwicklung an den weltweiten Börsenplätzen – Aktien im Kurswert von 16 Mrd € ab, und zwar Banken und Nichtbanken im gleichen Umfang. Dabei trennten sie sich jedoch stärker von heimischen als von ausländischen Dividendenwerten (10 ½ Mrd € bzw. 5 ½ Mrd €).

*Absatz von Investmentzertifikaten*

Entgegen der Tendenz bei anderen Anlageinstrumenten lag das Mittelaufkommen der inländischen Investmentgesellschaften im zweiten Quartal 2006 mit 7 ½ Mrd € knapp über dem zu Jahresbeginn verzeichneten Wert (5 Mrd €). Zwar kamen bei den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds im zweiten Vierteljahr insgesamt etwas weniger Mittel auf als in den drei Monaten davor (9 ½ Mrd €, nach 11 ½ Mrd €). Dafür mussten aber die Publikumsfonds im Berichtszeitraum deutlich geringere Abflüsse hinnehmen als von Januar bis März (2 Mrd €, nach 6 ½ Mrd €). Betroffen von den Verkäufen waren vor allem Aktienfonds (7 Mrd €). Daneben wurden in geringem Umfang auch Anteilscheine an Rentenfonds (1 Mrd €) veräußert. Offene Immobilienfonds, die zu Beginn des Jahres durch die vorübergehende Schließung einzelner Gesellschaften zeitwei-

**Kursentwicklung und  
Gewinnschätzungen für  
europäische und deutsche  
Aktiengesellschaften**

Monatswerte



1 Januar 2002 = 100. — 2 Quelle: Deutsche Börse AG. — 3 Auf der Grundlage von Analystenschätzungen nach I/B/E/S auf Jahresfrist („earnings before goodwill“). Quelle: Thomson Financial Datastream.

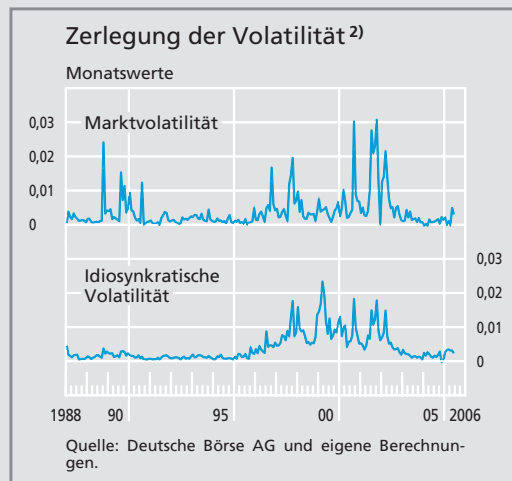
Deutsche Bundesbank



## Volatilität am Aktienmarkt

Die Volatilität am deutschen Aktienmarkt, die in den vorangegangenen zwei Jahren noch außerordentlich niedrige Werte aufgewiesen hatte, ist Mitte Mai 2006 zusammen mit dem gleichzeitigen Kursrutsch in kurzer Zeit deutlich angestiegen und bewegte sich seitdem auf einem merklich höheren Niveau. Zwar lag die Volatilität des DAX – gemessen an der historischen 30-Börsentage-Standardabweichung – zuletzt mit etwa 20% pro Jahr nahe am Fünfjahresdurchschnitt, und damit noch deutlich unter den Werten von Mitte 2002 bis Mitte 2003, als sie in der Spitze über 60% pro Jahr betrug. Jedoch können insbesondere abrupte Sprünge der Volatilität die Funktionsfähigkeit der Aktienmärkte zumindest kurzfristig beeinträchtigen. So dürften umfangreiche Aktienverkäufe bei fallenden Kursen, beispielsweise zur Einhaltung von Risikobegrenzungen im Rahmen von Value-at-Risk-Modellen, die Marktliquidität verringern. Dauerhaft stark schwankende Aktienkurse können sich auch auf die Realwirtschaft auswirken, zum Beispiel über eine Anpassung der Besicherungsgrenzen oder der Konsumausgaben.

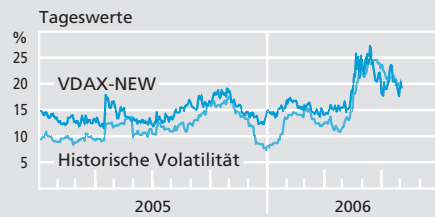
Zur Analyse und historischen Einordnung der derzeitigen Schwankungen auf dem Aktienmarkt bietet sich eine Zerlegung der monatlich realisierten Volatilität eines typischen DAX-Unternehmens in eine firmenspezifische (idiosynkratische) Komponente und eine Marktkomponente an.<sup>1)</sup> Danach ist in den letzten Monaten insbesondere die Marktvolatilität gestiegen;



1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Veränderung der DAX-Volatilität, Monatsbericht, Dezember 2003, S. 18, sowie J. Stapf und T. Werner, How wacky is the DAX? The changing structure of German stock market volatility, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 18/2003. — 2 Aufsummierte

Deutsche Bundesbank

### Historische Volatilität und VDAX-NEW



der Anstieg der idiosynkratischen Volatilität fiel dagegen etwas geringer aus. Dies impliziert eine höhere Korrelation zwischen den Renditen der einzelnen Aktien im DAX. Folglich steigt der Anteil von systematischem, also nicht diversifizierbarem, zu unsystematischem, also diversifizierbarem, Risiko, so dass selbst breit gestreute Aktienanlagen einem höheren Schwankungsrisiko ausgesetzt sind. Im Vergleich mit den historischen Hochvolatilitätsphasen in den Jahren 1990 bis 1992 (Wechselkurskrise), um 1998 (Russland- und Asienkrise) und 2000 bis 2003 (globaler Aktienmarktrückgang) ist die derzeitige Volatilitätssituation jedoch als moderat einzustufen.

Weitere Anhaltspunkte, ob die Volatilitätsentwicklung Störungen an den Finanzmärkten nach sich ziehen könnte, lassen sich aus der erwarteten zukünftigen Volatilität gewinnen. So sollte der VDAX-NEW, der aus den Marktpreisen von gehandelten DAX-Optionen berechnet wird, die in den nächsten 30 Börsentagen erwartete Volatilität des DAX abbilden. Wegen dieser Zukunftsorientierung wird er oft als „Angstbarometer“ der Anleger bezeichnet. Auch dieser Indikator ist seit Mitte Mai deutlich angestiegen. Eine empirische Untersuchung zeigt allerdings, dass der VDAX-NEW als Schätzer für die zukünftige Volatilität nicht erwartungstreu, sondern nach oben verzerrt ist.<sup>3)</sup> Berücksichtigt man diese Verzerrung – etwa durch eine Betrachtung der Veränderungen – ist der VDAX-NEW jedoch besser zur Abschätzung zukünftiger Kursschwankungen geeignet als die historische Volatilität. Nach dem sprunghaften Anstieg bis Mitte Juni entwickelte sich dieser Indikator wieder rückläufig.

quadierte tägliche Erträge. — 3 Ein Grund hierfür könnte sein, dass die am Markt gezahlten Optionsprämien etwas höher ausfallen, als dies bei einer synthetischen Replikation der Option – die allerdings einen kontinuierlichen Umschichtungsaufwand erfordert – notwendig wäre.

lig unter Druck geraten waren, konnten im zweiten Quartal sogar wieder leichte Mittelzuflüsse verzeichnen (½ Mrd €). Zertifikate von ausländischen Fondsgesellschaften, die im Vorquartal noch für 18 ½ Mrd € am deutschen Markt untergebracht werden konnten, wurden in den Monaten von April bis Juni per saldo zurückgegeben (2 ½ Mrd €).

*Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten*

Erworben wurden Investmentzertifikate vorrangig von inländischen Kreditinstituten (3 Mrd €), die zum ganz überwiegenden Teil Fondsanteile heimischer Gesellschaften in ihre Portfolios aufnahmen. Inländische Nichtbanken erhöhten per saldo ihren Bestand an Anteilscheinen leicht um ½ Mrd €. Dabei veräußerten sie insgesamt gesehen ausländische Investmentzertifikate und erwarben im Gegenzug Anteilscheine von inländischen Kapitalanlagegesellschaften in vergleichbarer Größenordnung. Ausländische Anleger engagierten sich auf dem deutschen Fondsmarkt im Ergebnis mit knapp 1 ½ Mrd €.

### Direktinvestitionen

*Netto-  
Kapitalexporte  
bei den Direkt-  
investitionen*

Im Bereich der Direktinvestitionen kam es im zweiten Quartal zu Mittelabflüssen. Diese fielen mit per saldo 7 Mrd € allerdings niedriger aus als von Januar bis März dieses Jahres (16 Mrd €). Ausschlaggebend für den Rückgang waren auf der einen Seite die Investitionsentscheidungen hiesiger Firmen (Kapitalexporte von 12 Mrd €, nach 16 Mrd € in den drei Monaten zuvor). Dabei hatten Neuanlagen der Chemischen Industrie in Malta und den USA ein hohes Gewicht, während diese Branche gleichzeitig Kapital aus Schweden abzog.

### Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €	2006		
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
<b>I. Leistungsbilanz 1) 2)</b>	+ 23,4	+ 26,5	+ 21,0
Außenhandel 1) 3)	+ 41,5	+ 39,9	+ 37,5
Dienstleistungen 1)	- 5,8	- 6,0	- 4,3
Erwerbs- und Vermögenseinkommen 1)	- 1,3	+ 3,3	- 2,8
Laufende Übertragungen 1)	- 6,4	+ 6,0	- 4,8
<b>II. Vermögensübertragungen 1) 4)</b>	+ 0,1	+ 0,2	+ 0,0
<b>III. Kapitalbilanz 1)</b>			
(Netto-Kapitalexport: -)	- 24,6	- 43,4	- 50,0
1. Direktinvestitionen	- 11,2	- 15,8	- 6,9
Deutsche Anlagen im Ausland	- 17,2	- 16,1	- 12,1
Ausländische Anlagen im Inland	+ 6,0	+ 0,3	+ 5,2
2. Wertpapiere	+ 33,0	- 1,2	- 4,7
Deutsche Anlagen im Ausland	- 56,5	- 62,1	- 29,7
Aktien	+ 0,4	- 1,2	+ 11,3
Investmentzertifikate	- 8,7	- 18,4	+ 2,7
Schuldverschreibungen	- 48,2	- 42,5	- 43,6
Anleihen 5)	- 46,1	- 42,3	- 36,0
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 41,8	- 33,2	- 30,5
Geldmarktpapiere	- 2,2	- 0,2	- 7,6
Ausländische Anlagen im Inland	+ 89,5	+ 60,9	+ 25,0
Aktien	+ 26,1	+ 0,7	+ 12,1
Investmentzertifikate	+ 0,8	+ 5,0	+ 1,6
Schuldverschreibungen	+ 62,5	+ 55,3	+ 11,3
Anleihen 5)	+ 64,6	+ 46,0	+ 8,6
darunter: öffentliche Anleihen	+ 29,9	+ 21,3	+ 0,9
Geldmarktpapiere	- 2,1	+ 9,3	+ 2,8
3. Finanzderivate 6)	- 2,0	- 5,5	+ 2,0
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	- 45,6	- 22,0	- 40,9
Monetäre Finanzinstitute 8)	- 64,8	- 48,3	- 56,0
darunter: kurzfristig	- 48,3	- 30,0	- 38,9
Unternehmen und Privatpersonen	+ 5,2	- 5,7	+ 16,3
darunter: kurzfristig	+ 7,7	- 2,5	+ 10,0
Staat	- 0,8	+ 4,6	- 15,2
darunter: kurzfristig	- 1,3	+ 5,6	- 15,1
Bundesbank	+ 14,8	+ 27,4	+ 14,0
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 9)	+ 1,2	+ 1,1	+ 0,4
<b>IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)</b>	+ 1,1	+ 16,7	+ 29,0

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 verbrieft Optionen sowie Finanztermingeschäfte. — 7 Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. — 8 Ohne Bundesbank. — 9 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

Deutsche Bundesbank

Ausländische Unternehmen tätigten – auf der anderen Seite – im zweiten Quartal 2006 Direktinvestitionen in Deutschland in Höhe von 5 Mrd €, nachdem ihr Engagement hierzu-

lande im Vorquartal sehr gering gewesen war. Im Berichtszeitraum waren in erster Linie Finanzkredite zwischen verbundenen Unternehmen von Bedeutung.