

## Finanzmärkte

### Finanzmarktumfeld

---

Die veränderten Einschätzungen der Wachstumsaussichten für Europa und die USA haben die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten in den ersten Monaten des Jahres 2007 wesentlich bestimmt. Während für den Euro-Währungsraum ausnehmend gute Konjunkturdaten und fest verankerte Inflationserwartungen zu Buche schlugen, prägten die Furcht vor einer Krise am US-Immobilienmarkt sowie zeitweilig aufkeimende Inflationssorgen insbesondere den amerikanischen Anleihenmarkt. Die Aktienmärkte zeigten sich nach den Kurskorrekturen im Zusammenhang mit dem – vorübergehenden – Einbruch am chinesischen Aktienmarkt beiderseits des Atlantiks rasch wieder freundlich und erreichten zum Ende des Berichtszeitraums vielerorts langjährige Höchststände, teils sogar Allzeithochs. Im Zuge der verbesserten Konjunkturaussichten für das Euro-Währungsgebiet verfestigten sich bestehende Zinssteigerungserwartungen. Während in Japan keine schnelle Zinsanhebung mehr vom Markt erwartet wird, rechnen manche Akteure für die USA teilweise sogar mit Zinssenkungen. Vor diesem Hintergrund wertete sich die Gemeinschaftswährung im Berichtszeitraum – insbesondere gegenüber dem US-Dollar und dem Yen – deutlich auf und notierte zeitweilig auf neuen Höchstständen.

*Tendenzen an  
den Finanz-  
märkten*

### Wechselkurse

---

Die Aufwärtsbewegung des Euro-Dollar-Kurses setzte Mitte Februar ein, als nach der Ver-

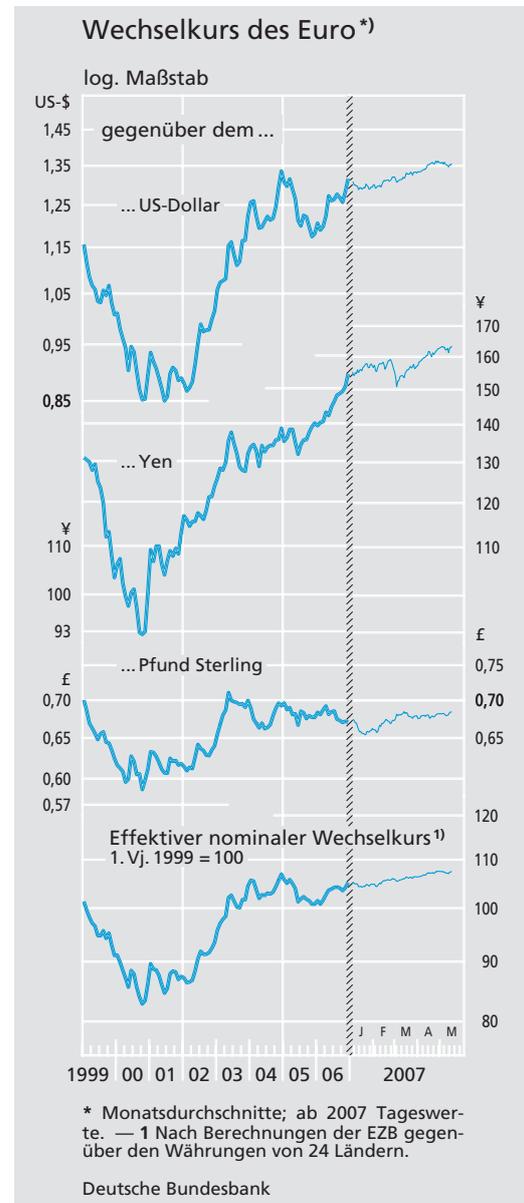
Wechselkurs-  
entwicklung  
des Euro  
gegenüber dem  
US-Dollar, ...

öffentlichung günstiger Konjunkturdaten erkennbar wurde, dass die Wirtschaft im Euro-Raum in diesem Jahr stärker wachsen würde als zuvor erwartet. Zugleich mehrten sich negative Wirtschaftsmeldungen für die Vereinigten Staaten, und die Federal Reserve korrigierte ihre Wachstumsprognose für das laufende Jahr nach unten. Belastend für den US-Dollar wirkten dabei auch die Probleme am US-Hypothekenmarkt, deren Dimension und Auswirkungen für die Marktteilnehmer nicht verlässlich abschätzbar waren.

Die Aufwertungstendenz des Euro gegenüber dem US-Dollar hielt mit nur kurzen und in ihrem Ausmaß begrenzten Unterbrechungen bis Ende April an. Gestärkt wurde die Gemeinschaftswährung von der Erwartung steigender Euro-Zinsen und einer deutlichen Verringerung des Zinsabstandes zu langfristigen Dollaranlagen. Die Leitzinserhöhung des Eurosystems Anfang März war an den Märkten erwartet worden und hatte daher keinen unmittelbar erkennbaren Einfluss auf die Entwicklung des Euro-Dollar-Kurses. Als schließlich bekannt wurde, dass die Wachstumsrate des US-BIP im ersten Quartal 2007 niedriger als erwartet ausgefallen war, erreichte der Euro Ende April mit gut 1,36 US-\$ einen neuen „historischen“ Höchststand.<sup>1)</sup> Zuletzt lag er nur wenig verändert knapp unter 1,36 US-\$ und damit 3 % über seiner Notierung vom Jahresanfang.

...gegenüber  
dem Yen...

Auch gegenüber dem Yen gewann der Euro deutlich an Wert. Nach einem kurzfristigen Rückgang des Euro-Yen-Kurses im Januar wertete sich der Euro gegenüber der japanischen Währung bereits im Februar wieder auf



und erreichte mit 159 Yen einen zwischenzeitlichen Rekordstand. Diese Aufwärtsbewegung wurde in der ersten Märzwoche allerdings abrupt unterbrochen, als mit dem weltweiten Kursverfall an den Aktienmärkten der

1 Gemessen am DM-Dollar-Kurs war die US-Währung freilich am 19. April 1995 mit 1,3620 DM je US-Dollar noch niedriger bewertet. Der aktuelle Euro-Dollar-Höchstkurs von 1,3649 US-\$ entspricht – unter Verwendung des Umstellungskurses von 1,95583 DM/€ – einem DM-Dollar-Kurs von etwa 1,43 DM/US-\$.

Euro gegenüber dem Yen unter Abgabedruck geriet und auf 151 Yen fiel. Als Grund für die vorübergehende Yen-Stärke wird von vielen Marktteilnehmern die erhöhte Unsicherheit an den Finanzmärkten angeführt, welche die Risikobereitschaft in dieser Zeit gedämpft und zu einer Auflösung von Carry Trades geführt habe.

Doch schon Mitte März machte der Euro die Wertverluste gegenüber dem Yen wieder wett, nachdem sich die Lage an den Finanzmärkten etwas beruhigt hatte und im Anschluss an den allgemein erwarteten Zinsschritt der Europäischen Zentralbank noch weitere Zinserhöhungen für den Euro-Raum am Markt diskutiert wurden. Die Spekulationen über eine Ausweitung des Zinsvorteils europäischer Anlagen gegenüber japanischen Titeln ließen den Euro-Yen-Kurs bis Mitte Mai auf knapp 164 Yen – einen neuen Höchststand – steigen. Damit lag er knapp 4 ½ % über seinem Stand zu Beginn des Jahres.

... und gegen-  
über dem  
Pfund Sterling

Durch die Veröffentlichung des Sitzungsprotokolls der Bank von England, aus dem hervorgeht, dass die überraschende Leitzinserhöhung im Januar nur mit knapper Mehrheit beschlossen worden war, wurden Erwartungen über weitere Zinsschritte der britischen Zentralbank Ende Januar gedämpft. Als Folge wertete sich der Euro gegenüber dem Pfund Sterling auf und stieg bis Mitte März auf bis zu 0,69 Pfund Sterling. Seitdem bewegt er sich ohne klar erkennbaren Trend um 0,68 Pfund Sterling und lag damit zuletzt 2 % über seinem Stand zu Jahresbeginn. Die Leitzinserhöhung im Mai war angesichts der Tatsache, dass die Bank von England erstmals

ihren angestrebten Inflationskorridor knapp verfehlt hatte, allgemein erwartet worden und hatte daher keine erkennbaren Auswirkungen auf den Euro-Pfund-Kurs.

Im Durchschnitt gegenüber 24 wichtigen Handelspartnern hat der Euro im Berichtszeitraum an Wert gewonnen. Der effektive Wechselkurs bewegte sich zuletzt 2 % über seinem Niveau vom Jahresanfang und knapp 4 ½ % über seinem Stand vom Beginn der Währungsunion. Real gerechnet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den wichtigen Handelspartnern – lag der effektive Wechselkurs des Euro, der ein Maß für preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem Euro-Raum ist, mehr als 5 % über seinem Wert zu Anfang der Währungsunion.

*Effektiver  
Wechselkurs  
des Euro*

#### **Exkurs: Neue und neu berechnete Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft**

Die Bundesbank berechnet und veröffentlicht regelmäßig Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft, die die relative Preis- beziehungsweise Kostenentwicklung in Deutschland im Vergleich zu einem gewichteten Durchschnitt der deutschen Handelspartner wiedergeben.<sup>2)</sup> Diese Indikatoren entsprechen konzeptionell realen effektiven Wechselkursen, wie sie beispielsweise von der Europäischen Zentralbank für den Euro berechnet werden. Die Bundesbank

<sup>2)</sup> Vgl. z. B. Tabelle XI, 13 im Statistischen Teil des Monatsberichts.

fokussierte ihre Beurteilung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit bisher auf Indikatoren, die entweder gegenüber einem engeren Kreis von 19 Industrieländern oder gegenüber einem weiteren Kreis von 49 Handelspartnern ermittelt wurden.

*Modifiziertes  
Berechnungs-  
verfahren*

Das Verfahren zur Berechnung der Wettbewerbsindikatoren ist nun in mehrfacher Hinsicht modifiziert worden. Zum Ersten werden jetzt im weiten Länderkreis sieben zusätzliche Handelspartner berücksichtigt. Der weite Kreis umfasst nun unter anderem alle EU- und OECD-Länder. Zum Zweiten wurde für engere Länderkreise das Verfahren zur Berechnung der Handelsgewichte, mit denen die einzelnen Partnerländer in den Indikator eingehen, leicht abgeändert. So werden die Gewichte nun durch einfache Reskalierung der für den weiten Länderkreis berechneten Gewichte ermittelt.<sup>3)</sup> Dieses Verfahren vereinfacht die Berechnungen und verringert möglicherweise auftretende Verzerrungen, wie sie zum Beispiel in der Studie von Buldorini et al. erwähnt werden.<sup>4)</sup> Zum Dritten werden die Indikatoren nun mit Gewichten berechnet, die im Zeitablauf an die sich ändernden Handelsströme angepasst werden. Die neuen Gewichte basieren für alle Indikatorreihen bis 1998 auf Daten aus den Jahren 1995 bis 1997 und ab 1999 auf Daten aus den Jahren 1999 bis 2001. Trotz der Vielzahl der Modifikationen bleiben die Unterschiede zwischen den bisherigen und den neu berechneten Indikatoren gering.

*Indikatoren  
gegenüber  
einem engen  
Länderkreis*

Eine weitere Neuerung betrifft speziell die Zusammensetzung des engen Länderkreises: Um dem Beitritt Sloweniens zur EWU Rech-

nung zu tragen, wird dieser Länderkreis ab 2007 um Slowenien erweitert. Entsprechende Indikatorwerte werden damit gegenüber 20 Handelspartnern berechnet, frühere Werte jedoch weiterhin gegenüber den bisher festgelegten 19 Ländern. Dies ermöglicht auch in Zukunft die Aufspaltung dieses Indikators in zwei Teilindikatoren, demjenigen gegenüber dem Kreis der EWU-Länder (bei dem nominale Wechselkursveränderungen keine Rolle spielen) und demjenigen gegenüber dem Kreis der Länder außerhalb der EWU.<sup>5)</sup>

Darüber hinaus werden nun auch in ganz anderer Hinsicht zusätzliche Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft ermittelt. So wurde unter anderem die Palette der Preis- und Kostenindizes, auf deren Basis die Indikatoren berechnet werden, um Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts sowie um Lohnstückkosten in der Gesamtwirtschaft erweitert. Ein Vergleich der mit unterschiedlichen Preis- und Kostenindizes berechneten Indikatoren zeigt allerdings, dass die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft mit der Mehrzahl der Indikatoren recht ähnlich eingeschätzt wird. Dies erhöht die Robustheit der hieraus abgeleiteten Schlussfolgerungen.

*Indikatoren auf  
Basis zusätz-  
licher Preis- und  
Kostenindizes*

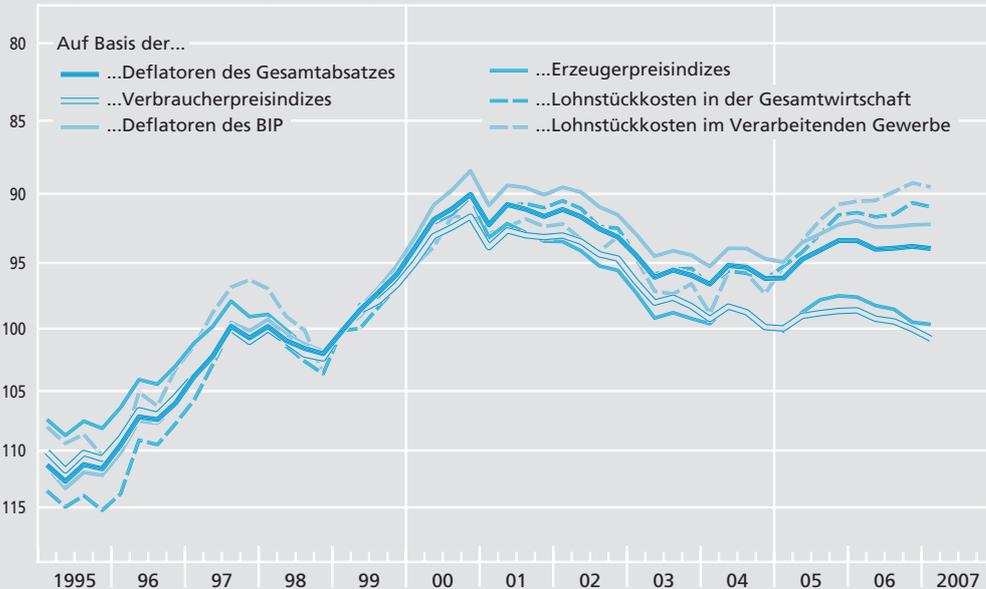
<sup>3</sup> Die Methode zur Gewichts Berechnung für den weiten Länderkreis ist beschrieben in: L. Buldorini, S. Makrydakos und C. Thimann (2002), The effective exchange rates of the euro, ECB Occasional Paper No. 2.

<sup>4</sup> Vgl.: Buldorini et al., a. a. O., S. 15.

<sup>5</sup> Für analytische und ökonomische Zwecke ist es allerdings häufig sinnvoll, einen bis in die siebziger Jahre zurückreichenden Indikator mit konstanter Zusammensetzung des Länderkreises einzusetzen. Aus diesem Grund wird die Berechnung des bisherigen, gegenüber einem engen Kreis von 19 Ländern ohne Slowenien definierten Indikators auch in Zukunft fortgeführt.

### Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber 20 Industrieländern

1. Vj. 1999 = 100, vierteljährlich, log. Maßstab<sup>1)</sup>



<sup>1</sup> Skala invertiert: Anstieg der Kurve (Rückgang der Werte) kennzeichnet Zunahme der preislichen Wettbewerbsfähigkeit.

Deutsche Bundesbank

*Verbraucherpreisindizes versus Deflatoren des Gesamtumsatzes*

Bemerkenswert ist dabei jedoch, dass seit der Jahrtausendwende der Abstand zwischen einem auf Basis von Verbraucherpreisindizes berechneten Indikator und einem mit Deflatoren des Gesamtumsatzes ermittelten kontinuierlich angewachsen ist, obwohl diese beiden Reihen im Jahrzehnt zuvor sehr eng korreliert gewesen sind. Gesamtwirtschaftliche Deflatoren wie der hier verwendete oder der Deflator des Bruttoinlandsprodukts wiesen für Deutschland im Gegensatz zu den deutschen Handelspartnern zuletzt in der Tat eine merklich geringere Teuerung aus als Verbraucherpreisindizes. Dies ist darauf zurückzuführen, dass sich die Preise in der Bauwirtschaft und beim Staatskonsum, der zu einem nicht unerheblichen Teil von den staatlichen Personalausgaben bestimmt wird, im Vergleich zu den übrigen Preiskomponen-

ten in Deutschland viel schwächer entwickelt haben als bei den wichtigsten Wettbewerbern.

Die bedeutendste Neuerung betrifft jedoch die Einführung eines Indikators, der gegenüber einem Kreis von 36 Handelspartnern, also einem Länderkreis mittlerer Größe, berechnet wird. Er umfasst alle Handelspartner Deutschlands in der EU sowie Australien, China, Hongkong, Japan, Kanada, Norwegen, die Schweiz, Singapur, Südkorea und die USA und trägt damit – verglichen mit dem engen Länderkreis, der sich auf „klassische“ Industrieländer beschränkt – der gewachsenen Bedeutung der deutschen Handelsverbindungen zu den Ländern Mittel- und Osteuro-

*Indikatoren gegenüber einem mittleren Länderkreis*

pas sowie Ostasiens Rechnung.<sup>6)</sup> Diese Entwicklung spiegelt sich – wie die Tabelle auf S. 36 zeigt – auch in höheren Gewichten wider, die diese Volkswirtschaften in dem Wägungsschema ab 1999 im Vergleich zu der Zeit davor erhalten.

*Einfluss des  
Länderkreises  
auf die  
Indikator-  
entwicklung*

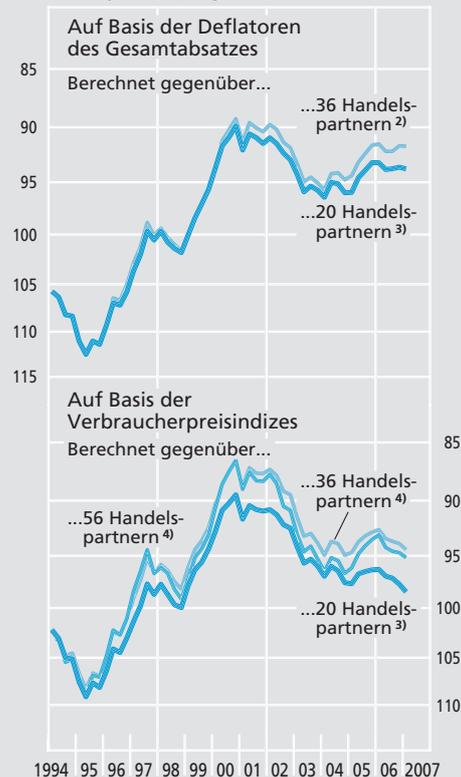
Ein Vergleich zwischen Indikatoren, die gegenüber einem engen Kreis von 19/20 Handelspartnern ermittelt wurden, und weiter gefassten Indikatoren, wie zum Beispiel dem gegenüber 36 Handelspartnern, zeigt, dass die weiter gefassten Indikatoren trotz des relativen Gleichlaufs seit Mitte der neunziger Jahre eine stärkere Zunahme der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft anzeigen. Offenbar ist die Preis- und Kostenentwicklung Deutschlands gegenüber diesen zusätzlich betrachteten Ländern – in einheitlicher Währung gerechnet – günstiger verlaufen als gegenüber den Industrieländern, die häufig ähnliche Inflationstrends wie Deutschland zu verzeichnen hatten.

Die Diskrepanzen zwischen den unterschiedlich abgegrenzten Indikatoren werfen die Frage auf, welcher dieser Indikatoren die Ent-

<sup>6</sup> Abgesehen von dem Umstand, dass ein Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft im Gegensatz zum realen effektiven Wechselkurs des Euro naturgemäß auch die Handelsbeziehungen zu den übrigen 12 Mitgliedstaaten der EWU berücksichtigen muss, entspricht die Zusammensetzung des neuen Länderkreises mittlerer Größe derjenigen, die auch die EZB zur Berechnung ihres realen effektiven Wechselkurses EWK-24 heranzieht. Analoges gilt für den neuen weiten Länderkreis gegenüber 56 Handelspartnern der Bundesbank im Verhältnis zum neuen EWK-44 der EZB. Zu den angesprochenen effektiven Wechselkursen des Euro vgl.: Europäische Zentralbank, Die effektiven Wechselkurse des Euro nach der jüngsten Erweiterung des Euro-Währungsgebiets und der EU, Monatsbericht, März 2007, S. 83–86, sowie Tabelle 8.1 der „Statistik des Euro-Währungsgebiets“ in den Monatsberichten der EZB seit Februar 2007.

### Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft

vierteljährlich, log. Maßstab<sup>1)</sup>



**1** Skala invertiert: Anstieg der Kurve (Rückgang der Werte) kennzeichnet Zunahme der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. — **2** 1.Vj. 1995 gleichgesetzt mit dem (normierten) Indikatorwert gegenüber 20 Handelspartnern (Basis Gesamtabsatzdeflator). — **3** Durchschnitt seit 1975 = 100. — **4** 1.Vj. 1994 gleichgesetzt mit dem (normierten) Indikatorwert gegenüber 20 Handelspartnern (Basis Verbraucherpreisindex).

Deutsche Bundesbank

wicklung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit adäquat beschreibt. Diese Frage ist allerdings nicht eindeutig zu beantworten. Da ein eng definierter Indikator immer einen Teil der Wettbewerbsbeziehungen mit dem Ausland ausblendet, ist zwar grundsätzlich ein weiter gefasster Indikator vorzuziehen. Der neu gebildete Kreis von 36 Handelspartnern zum Beispiel unterscheidet sich aber – wie oben bereits betont wurde – von dem engen

## Wägungsschemata der neu berechneten Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft \*)

in Promille

Ländergruppe/Land	Preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber einem ...						
	... engen Länderkreis (19/20 Handelspartner)			... mittleren Länderkreis (36 Handelspartner)		... weiten Länderkreis (56 Handelspartner)	
	bis 1998 1)	ab 1999 2)	ab 2007 3)	bis 1998 1)	ab 1999 2)	bis 1998 1)	ab 1999 2)
Enger Länderkreis	1 000,0	1 000,0	1 000,0	858,1	835,2	772,0	756,0
Belgien	70,8	62,6	62,2	60,4	51,9	54,3	47,0
Luxemburg	4,7	4,2	4,2	4,0	3,5	3,6	3,2
Finnland	13,9	14,7	14,6	11,9	12,2	10,7	11,0
Frankreich	149,6	141,4	140,5	127,5	117,3	114,7	106,2
Griechenland	6,0	5,8	5,7	5,1	4,8	4,6	4,3
Irland	12,9	24,3	24,2	11,0	20,2	9,9	18,3
Italien	113,0	103,4	102,7	96,3	85,8	86,6	77,7
Niederlande	83,6	84,5	84,0	71,2	70,2	64,1	63,5
Österreich	56,8	55,4	55,1	48,4	46,0	43,6	41,7
Portugal	13,9	13,5	13,4	11,8	11,2	10,6	10,2
Slowenien	.	.	6,2	5,7	5,2	5,1	4,7
Spanien	45,9	48,0	47,7	39,1	39,9	35,2	36,1
Dänemark	20,0	18,1	18,0	17,1	15,1	15,4	13,6
Schweden	29,4	26,7	26,5	25,0	22,1	22,5	20,0
Vereinigtes Königreich	107,2	107,3	106,7	91,4	89,1	82,2	80,7
Norwegen	9,2	7,9	7,9	7,9	6,6	7,1	5,9
Schweiz	54,2	48,5	48,2	46,2	40,2	41,5	36,4
Kanada	10,6	12,5	12,4	9,1	10,4	8,2	9,4
USA	119,8	149,8	148,9	102,1	124,3	91,9	112,5
Japan	78,5	71,4	70,9	66,9	59,2	60,2	53,6
Zusätzlich einbezogene Länder des mittleren Länderkreises	.	.	.	141,9	164,8	127,6	149,2
Bulgarien	.	.	.	1,4	1,5	1,3	1,3
Estland	.	.	.	0,6	0,8	0,5	0,7
Lettland	.	.	.	0,6	0,8	0,5	0,7
Litauen	.	.	.	1,1	1,3	1,0	1,1
Malta	.	.	.	0,6	0,6	0,5	0,5
Polen	.	.	.	20,4	24,6	18,4	22,3
Rumänien	.	.	.	4,3	4,8	3,9	4,4
Slowakei	.	.	.	6,2	7,6	5,6	6,9
Tschechische Republik	.	.	.	18,9	23,9	17,0	21,7
Ungarn	.	.	.	12,3	19,2	11,0	17,4
Zypern	.	.	.	0,4	0,3	0,3	0,3
China	.	.	.	28,5	37,6	25,6	34,1
Hongkong, SVR	.	.	.	13,5	12,1	12,1	11,0
Korea, Republik	.	.	.	18,0	15,9	16,2	14,4
Singapur	.	.	.	10,5	9,8	9,5	8,8
Australien	.	.	.	4,6	4,0	4,2	3,6
Zusätzlich einbezogene Länder des weiten Länderkreises	.	.	.	.	.	100,4	94,8
Island	.	.	.	.	.	0,3	0,4
Israel	.	.	.	.	.	4,5	4,9
Kroatien	.	.	.	.	.	2,5	1,9
Russland	.	.	.	.	.	12,0	10,1
Türkei	.	.	.	.	.	13,2	12,1
Algerien	.	.	.	.	.	0,4	0,4
Marokko	.	.	.	.	.	1,4	1,3
Südafrika	.	.	.	.	.	5,8	5,8
Argentinien	.	.	.	.	.	1,9	1,6
Brasilien	.	.	.	.	.	8,3	6,9
Chile	.	.	.	.	.	1,3	1,2
Mexiko	.	.	.	.	.	4,7	7,7
Venezuela	.	.	.	.	.	0,8	0,6
Indien	.	.	.	.	.	7,3	6,0
Indonesien	.	.	.	.	.	5,3	3,9
Malaysia	.	.	.	.	.	7,3	6,8
Philippinen	.	.	.	.	.	2,6	3,4
Taiwan	.	.	.	.	.	13,5	13,8
Thailand	.	.	.	.	.	6,6	5,4
Neuseeland	.	.	.	.	.	0,7	0,6
Insgesamt	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0

\* Eine Zusammenstellung der bisher verwendeten Gewichte findet sich in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 2001, S. 55. — 1 Basis 1995 bis 1997. —

2 Basis 1999 bis 2001. — 3 Aufnahme Sloweniens in die EWU und damit in den engen Länderkreis; Basis 1999 bis 2001.

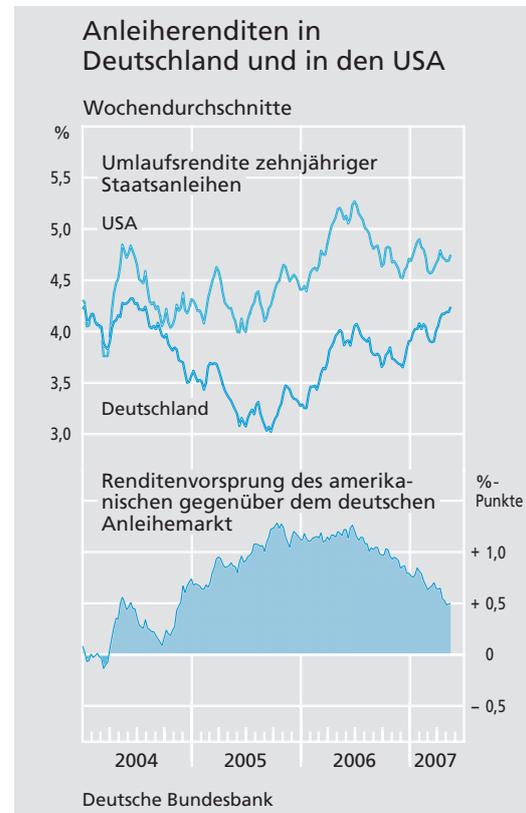
Länderkreis vor allem in der Berücksichtigung mittel- und osteuropäischer Transformations- und ostasiatischer Schwellenländer, die überwiegend durch hohe Wachstumsraten der Arbeitsproduktivität gekennzeichnet sind. Ein Teil der realen Aufwertung dieser Länder gegenüber Deutschland, die für die Entwicklung des Indikators verantwortlich ist, wird gemäß der Balassa-Samuelson-Hypothese deshalb vermutlich einen Relativpreisanstieg international nicht-handelbarer Güter widerspiegeln, der die Wettbewerbsposition Deutschlands nicht unmittelbar beeinflusste.<sup>7)</sup> Auch aufgrund derartiger Überlegungen scheint es zweckmäßig zu sein, mehrere Indikatoren für eine sorgfältige Beurteilung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft heranzuziehen, um robuste Analyseergebnisse ableiten zu können.

*Berücksichtigung mehrerer Indikatoren für Beurteilung zweckmäßig*

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Die Renditen an den europäischen Anleihemärkten sind im Frühjahr auf gut 4 ¼ % gestiegen. Damit rentieren Staatsanleihen von Emittenten des europäischen Währungsraumes im Ergebnis rund einen Drittel Prozentpunkt höher als zu Jahresbeginn. Zwar sorgten die Turbulenzen an den Aktienmärkten Ende Februar und die durch die drohende Insolvenz eines großen US-Immobilienfinanziers ausgelöste Krise am amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkt Mitte März auch in Europa für vermehrte Anlagen in sicheren Staatsanleihen. Der damit verbundene Renditerückgang wurde seitdem aber durch

*Anstieg der Kapitalmarktzinsen im Euro-Gebiet...*



einen – von guten Konjunkturindikatoren flankierten – Zinsanstieg mehr als aufgehoben. Die verbesserten Wirtschaftsaussichten für den Euro-Raum zeigen sich auch in höheren Realzinsen, die häufig als einfacher Indikator für die Markteinschätzung des voraussichtlichen Wirtschaftswachstums verwendet werden. Zugleich blieben die langfristigen Inflationserwartungen – vor dem Hintergrund eines Zinsschrittes des EZB-Rates im März und weiterer Zinserhöhungserwartungen – unverändert: Die an der Break-Even-Inflationsrate<sup>8)</sup>

<sup>7</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Fundamentale Bestimmungsfaktoren der realen Wechselkursentwicklung in den mittel- und osteuropäischen Beitrittsländern, Monatsbericht, Oktober 2002, S. 49–62.

<sup>8</sup> Die Break-Even-Inflationsrate (BEIR) wird als Differenz zwischen den Renditen nominaler und inflationsindexierter Staatsanleihen berechnet. Für die EWU wird die französische Staatsanleihe mit Fälligkeit 2015 verwendet, die an den Harmonisierten Verbraucherpreisindex der EWU (ohne Tabakwaren) gebunden ist.



gemessenen Inflationserwartungen über die nächsten zehn Jahre verharren unter 2 ¼ %.

Anders stellte sich die Rentenmarktentwicklung dagegen in den USA dar, wo sich die Umlaufrenditen langfristiger Staatsanleihen angesichts der Probleme am Subprime-Hypothekenmarkt und nach unten revidierter Wachstumsschätzungen seit Jahresbeginn per saldo kaum verändert haben und nach leichten Schwankungen zuletzt wieder bei 4 ¾ % lagen. Im Ergebnis resultierten diese Entwicklungen in einer deutlichen Verringerung des transatlantischen Zinsgefälles auf weniger als einen halben Prozentpunkt. Vor einem Jahr war es noch doppelt so hoch gewesen.

... gegenüber  
gesunkenen  
Renditen in  
den USA

Die verbesserten Wachstumsperspektiven – insbesondere für Deutschland – haben sich auch in einer Verschiebung der Zinsstrukturkurve nach oben niedergeschlagen.<sup>9)</sup> Während die Zinsen im mittel- und langfristigen Laufzeitbereich noch Anfang März – zum Zeitpunkt der letzten Leitzinserhöhung durch den EZB-Rat – in etwa auf dem Niveau vom Jahresbeginn lagen, sorgten die Erwartungen eines weiteren Zinsschritts und ein gutes konjunkturelles Umfeld seither für Auftriebstendenzen. Der Zinsabstand zwischen den Renditen für eine Laufzeit von zehn Jahren und denen für ein Jahr ist mit 14 Basispunkten allerdings nach wie vor sehr gering. Die Zinsstrukturkurve verläuft damit weiterhin recht flach.

Zinsstrukturkurve nach oben verschoben

Der Renditeanstieg für Staatsanleihen hat sich nur zu einem Teil in höheren Finanzierungskosten für Unternehmen am Kapitalmarkt niedergeschlagen. Die Zinsaufschläge von Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB auf die Renditen von der Laufzeit her vergleichbarer Staatstitel in der EWU verengten sich im Frühjahr um 15 Basispunkte auf zuletzt knapp unter einen Prozentpunkt. Während sich der Renditeabstand zu Staatstiteln bei Unternehmensanleihen mit guter Bonität durch die Turbulenzen an den Aktienmärkten und die Krise am Subprime-Hypothekenmarkt in den USA kaum veränderte, wurden bei Anleihen, die kein Investment-Grade-Rating aufweisen, vorübergehend höhere Zinsaufschläge notiert. Aber auch diese bauten sich im Verlauf der letzten Wochen fast vollständig wieder ab, so dass europäische Unterneh-

Keine Ausweitung der Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen

<sup>9</sup> Zugrunde gelegt wird hier die deutsche Zinsstrukturkurve, die von der Bundesbank täglich neu berechnet wird.

mensanleihen mit geringer Bonität derzeit unter dem Niveau vom Jahresbeginn rentieren. Damit bleiben die Finanzierungsbedingungen für den Unternehmenssektor im längerfristigen Vergleich weiterhin günstig.

*Lebhafte  
Emissions-  
tätigkeit am  
Rentenmarkt*

Die Emissionstätigkeit am deutschen Rentenmarkt war im ersten Vierteljahr 2007 mit einem Brutto-Absatz inländischer Schuldverschreibungen in Höhe von 324 Mrd € deutlich lebhafter als in den vorangegangenen drei Monaten (256 Mrd €). Auch nach Berücksichtigung von Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen flossen den deutschen Emittenten mit knapp 51 Mrd € netto deutlich mehr Mittel zu als in den Monaten Oktober bis Dezember 2006 (2 ½ Mrd €). Einen ähnlichen Umfang erreichte im Berichtszeitraum der Netto-Absatz ausländischer Schuldverschreibungen am deutschen Markt (71 Mrd €). Rund drei Viertel dieser zusätzlichen Mittel waren in Euro denominated. Ausländische Anleihen und Geldmarktpapiere, die auf eine Fremdwährung lauten, wurden für 17 ½ Mrd € am deutschen Markt untergebracht. Damit betrug das gesamte Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Schuldverschreibungen im ersten Quartal 2007 knapp 122 Mrd €, verglichen mit 44 ½ Mrd € in den drei Monaten davor.

*Höheres Mittel-  
aufkommen  
der Kredit-  
institute...*

Nach einem schwachen Mittelaufkommen im vierten Quartal 2006 (2 ½ Mrd €) haben insbesondere die deutschen Kreditinstitute im Berichtszeitraum mit 39 Mrd € ihre Kapitalmarktverschuldung stark ausgeweitet. Im Vordergrund ihrer Emissionstätigkeit standen dabei die flexibel ausgestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen sowie Schuldver-

schreibungen von Spezialkreditinstituten mit einem Netto-Absatz von 27 ½ Mrd € beziehungsweise 25 Mrd €. Hingegen reduzierten die inländischen Banken ihre Verschuldung aus Hypothekendarlehen und öffentlichen Darlehen um 7 Mrd € beziehungsweise 6 Mrd €.

Die Öffentliche Hand nahm den Kapitalmarkt im Berichtszeitraum mit 5 ½ Mrd € in Anspruch und damit etwas stärker als in den drei Monaten davor (4 ½ Mrd €). Die Marktverschuldung des Bundes stieg dabei um 3 Mrd €. Er begab dreißigjährige Titel für 6 ½ Mrd € und zehnjährige Anleihen für 4 Mrd €. Im kurzfristigen Laufzeitbereich emittierte er zudem zweijährige Schatzanweisungen für 2 ½ Mrd € und Unverzinsliche Schatzanweisungen (Bubills) für ½ Mrd €. Zugleich führte der Bund seine Verschuldung in fünfjährigen Obligationen um 12 Mrd € zurück, da frühere Emissionen in größerem Umfang zur Tilgung anstanden. Die Länder beanspruchten den Kapitalmarkt im ersten Quartal mit knapp 3 Mrd € und damit in ähnlichem Umfang wie in den vorangegangenen drei Monaten.

*... und der  
öffentlichen  
Hand*

Inländische Unternehmen haben im ersten Vierteljahr 2007 für 6 Mrd € Mittel am deutschen Kapitalmarkt aufgenommen, nachdem sie im Dreimonatsabschnitt davor per saldo noch eigene Schuldverschreibungen getilgt hatten. Dabei begaben sie kurzlaufende Titel für 8 Mrd € und reduzierten zugleich ihre Verschuldung in längerfristigen Schuldverschreibungen um 2 Mrd €.

*Markt-  
verschuldung  
der Unter-  
nehmen  
gestiegen*

Im ersten Quartal 2007 wurden deutsche Schuldverschreibungen vor allem von auslän-

## 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

dischen Investoren erworben. Diese nahmen dabei per saldo ausschließlich Papiere privater Schuldner in ihren Bestand (47 Mrd €). Hingegen verkauften sie öffentliche Schuldtitel für 7½ Mrd €. Hiesige Nichtbanken fragten inländische Emissionen für 14½ Mrd € nach. Sie engagierten sich dabei in privaten und öffentlichen Schuldverschreibungen im Umfang von 8½ Mrd € beziehungsweise 6½ Mrd €. Zugleich erwarben Nichtbanken ausländische Rentenwerte für 22 Mrd €. Die deutschen Kreditinstitute reduzierten ihre inländischen Rentenportefeuilles im Ergebnis um 3½ Mrd €. Während sie Bankschuldverschreibungen per saldo für 10½ Mrd € verkauften, erwarben sie Papiere der öffentlichen Hand für 6½ Mrd €. Zudem weiteten die Kreditinstitute ihre Anlagen in ausländischen Anleihen und Geldmarktpapieren um 49½ Mrd € aus.

*Erwerb von  
Schuldver-  
schreibungen*

An den internationalen Aktienbörsen setzte sich die generelle Aufwärtsentwicklung auch Anfang 2007 fort. Lediglich der deutliche Kurseinbruch des überhitzten chinesischen Aktienmarkts Ende Februar sowie die Probleme am US-Hypothekenmarkt Mitte März führten – in einem Umfeld ohnehin schwacher Wachstumserwartungen für die USA – vorübergehend zu Kurskorrekturen an den Weltbörsen. Insbesondere Dividendentitel aus Deutschland und Europa erholten sich aber schnell wieder und konnten im Ergebnis Kursgewinne von 12 % (CDAX) und 9 % (DJ Euro Stoxx) im Vergleich zum Jahresende 2006 verzeichnen. Aber auch der amerikanische Aktienmarkt zeigt seit April wieder Aufwärtstendenzen und legte seit Jahresbeginn um 6 % (S&P 500) zu. Damit bewegen sich die

*Auf und ab an  
den Aktien-  
märkten...*

*... mit positivem  
Ausgang*

Börsen in Amerika und Europa nahe an ihren Allzeithochs aus dem Jahr 2000. Gemeinsame Faktoren hinter den haussierenden Aktienmärkten beiderseits des Atlantiks dürften die nach wie vor hohen Gewinnerwartungen sowie das sehr rege Geschäft mit Fusionen und Übernahmen sein. Die Aufwertung des Euro gegenüber US-Dollar und Yen belastet in dem starken konjunkturellen Umfeld die europäischen Unternehmen in der Einschätzung der Investoren derzeit offenbar nicht. Auch die infolge der Marktturbulenzen zunächst gestiegene Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Kursentwicklung – gemessen am Volatilitätsindex VDAX-New für den deutschen Aktienmarkt beziehungsweise VIX für den amerikanischen Markt – ist mittlerweile wieder etwas gesunken. Insgesamt erhöhte sich die Marktvolatilität zwar im Vergleich zum Jahresbeginn; sie liegt aber weiterhin deutlich unter ihrem fünfjährigen Durchschnitt.

*Mittelaufnahme  
am Aktien-  
markt  
gestiegen*

Vor dem Hintergrund dieses insgesamt freundlichen Börsenklimas war die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt im ersten Quartal 2007 lebhafter als in den vorangegangenen drei Monaten. Inländische Gesellschaften emittierten neue Aktien für knapp 3 ½ Mrd €, nach gut 2 Mrd € im vierten Quartal 2006. Hierbei handelte es sich überwiegend um börsennotierte Dividendentitel (2 ½ Mrd €). Zudem haben Inländer im ersten Quartal ausländische Aktien für netto 15 ½ Mrd € verkauft, nachdem bereits zwischen Oktober und Dezember per saldo keine ausländischen Aktien im Inland abgesetzt worden waren.

### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €	2006		2007
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	53,3	4,6	82,2
Kreditinstitute	24,6	21,6	45,7
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	29,0	38,4	49,4
Nichtbanken	28,7	- 16,9	36,5
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	16,8	- 20,8	14,7
Ausländer	54,4	40,0	39,8
<b>Aktien</b>			
Inländer	7,7	- 23,2	- 9,9
Kreditinstitute	6,1	9,7	5,0
darunter:			
inländische Aktien	7,4	5,1	1,3
Nichtbanken	1,6	- 32,9	- 14,9
darunter:			
inländische Aktien	- 7,4	- 28,7	4,2
Ausländer	0,6	25,8	- 2,1
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	11,5	7,0	12,3
Anlage in Publikumsfonds	- 6,3	- 1,9	0,0
darunter: Aktienfonds	- 0,5	- 1,9	- 2,6
Deutsche Bundesbank			

Am deutschen Aktienmarkt waren die inländischen Nichtbanken im ersten Quartal 2007 mit 4 Mrd € die stärkste Erwerbergruppe deutscher Dividendenwerte. Zugleich trennten sie sich allerdings von ausländischen Titeln im Umfang von 19 Mrd €. Die hiesigen Kreditinstitute stockten ihre Bestände an inländischen und ausländischen Aktien um knapp 1 ½ Mrd € beziehungsweise 3 ½ Mrd € auf. Hingegen verringerten ausländische Anleger ihr Engagement am deutschen Aktienmarkt um 2 Mrd €. Sie reduzierten dabei eigene Aktienbestände im Rahmen von Portfolioinvestitionen um 3 ½ Mrd € und erhöhten ihr Engagement über Direktinvestitionen um 1 Mrd €. <sup>10)</sup>

*Aktienerwerb*

<sup>10</sup> Zu den Direktinvestitionen im Einzelnen siehe S. 42 f.

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2006		2007
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 25,3	+ 42,7	+ 36,8
Außenhandel 1) 3)	+ 39,2	o) + 46,6	+ 48,8
Dienstleistungen 1)	- 6,2	- 2,6	- 4,9
Erwerbs- und Vermögens- einkommen 1)	+ 7,5	+ 7,0	+ 6,8
Laufende Übertragungen 1)	- 10,2	- 3,5	- 10,4
II. Vermögensübertragungen 1) 4)	+ 0,2	- 0,1	+ 0,2
III. Kapitalbilanz 1)			
(Netto-Kapitalexport: -)	- 39,7	- 37,8	- 74,1
1. Direktinvestitionen	- 18,7	+ 9,6	- 5,2
Deutsche Anlagen im Ausland	- 23,0	- 9,5	- 13,4
Ausländische Anlagen im Inland	+ 4,3	+ 19,1	+ 8,2
2. Wertpapiere	- 0,5	+ 5,8	- 35,6
Deutsche Anlagen im Ausland	- 60,9	- 52,8	- 72,7
Aktien	- 0,4	- 3,3	+ 11,2
Investmentzertifikate	- 19,6	- 7,3	- 12,8
Schuldverschreibungen	- 41,0	- 42,3	- 71,2
Anleihen 5)	- 41,6	- 44,2	- 65,6
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 32,8	- 38,7	- 53,8
Geldmarktpapiere	+ 0,6	+ 1,9	- 5,6
Ausländische Anlagen im Inland	+ 60,4	+ 58,7	+ 37,1
Aktien	+ 0,6	+ 17,3	- 3,4
Investmentzertifikate	+ 5,3	+ 1,4	+ 0,7
Schuldverschreibungen	+ 54,4	+ 40,0	+ 39,8
Anleihen 5)	+ 45,9	+ 48,3	+ 29,8
darunter: öffent- liche Anleihen	+ 21,5	+ 21,3	- 7,3
Geldmarktpapiere	+ 8,5	- 8,3	+ 10,0
3. Finanzderivate 6)	- 4,5	- 3,0	- 10,2
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	- 17,0	- 50,8	- 23,2
Monetäre Finanz- institute 8)	- 48,3	- 56,1	- 10,6
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privat- personen	- 30,0	- 23,0	+ 8,9
darunter: kurzfristig	- 2,5	- 8,1	- 11,0
darunter: kurzfristig	+ 0,1	- 1,7	- 4,1
Staat	+ 6,4	+ 3,6	+ 13,6
darunter: kurzfristig	+ 5,6	+ 2,9	+ 14,6
Bundesbank	+ 27,4	+ 9,8	- 15,3
5. Veränderung der Währungs- reserven zu Transaktions- werten (Zunahme: -) 9)	+ 1,1	+ 0,6	+ 0,1
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)	+ 14,3	- 4,8	+ 37,1

1 Saldo. — 2 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. — 3 Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). Ab Januar 2007 ohne Warenlieferungen zur bzw. nach Reparatur/Wartung, die bis Dezember 2006 über die Ergänzung zum Außenhandel abgesetzt wurden. — 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. — o Ausfuhren positiv beeinflusst durch Nachmeldungen. — Abweichungen bedingt durch Runden der Zahlen.

Deutsche Bundesbank

Mit 12 ½ Mrd € verzeichneten inländische Investmentgesellschaften im ersten Quartal 2007 ein deutlich höheres Mittelaufkommen als im Quartal zuvor (5 Mrd €). Im Ergebnis kamen die zusätzlichen Mittel jedoch ausschließlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute. Der Umlauf von Anteilscheinen deutscher Publikumsfonds blieb hingegen im Ergebnis unverändert. Erneut mussten vor allem Aktien- und Rentenfonds Abflüsse hinnehmen (2 ½ Mrd € bzw. 2 Mrd €). Dagegen konnten Offene Immobilienfonds und Geldmarktfonds stärker als im Vorquartal eigene Anteilscheine am Markt unterbringen (3 Mrd € bzw. ½ Mrd €). Der Anteilsbestand bei den Gemischten Fonds nahm um 1 Mrd € zu. Das Mittelaufkommen ausländischer Fondsgesellschaften in Deutschland ist mit 13 Mrd € erneut deutlich gestiegen.

*Absatz von  
Investment-  
zertifikaten*

Wie schon im vorangegangenen Berichtszeitraum wurden Investmentzertifikate vor allem von heimischen Nichtbanken erworben. Sie nahmen inländische Fondsanteile für 9 ½ Mrd € und Anteile ausländischer Kapitalanlagegesellschaften für 11 Mrd € in ihren Bestand. Deutsche Kreditinstitute engagierten sich hingegen gleichmäßig in inländischen wie ausländischen Fondsanteilen (jeweils 2 Mrd €). Gebietsfremde Investoren traten am deutschen Fondsmarkt mit Käufen in Höhe von gut ½ Mrd € in Erscheinung.

*Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten*

### Direktinvestitionen

Neben den geschilderten Netto-Kapitalexporten durch Wertpapiertransaktionen – sie sum-

*Netto-Kapital-  
exporte bei  
den Direkt-  
investitionen*

mierten sich auf 35½ Mrd € – kam es im ersten Quartal 2007 auch zu Mittelabflüssen bei den Direktinvestitionen, und zwar in Höhe von netto 5 Mrd €, nachdem im Schlussquartal 2006 noch Mittelzuflüsse in beinahe doppeltem Umfang aufgetreten waren.

Ausschlaggebend war das grenzüberschreitende Engagement deutscher Firmen, die ihren Töchtern im Ausland Kapital in Höhe von 13½ Mrd € zur Verfügung stellten. Dies geschah vorrangig durch die Gewährung von Krediten, aber auch über reinvestierte Gewinne. Übernahmeaktivitäten schlugen sich im

Berichtszeitraum – soweit erkennbar – letztlich nicht in den Direktinvestitionsströmen nieder, da sich insbesondere ein größerer Firmenkauf in der Schweiz und der Verkauf einer Niederlassung in Österreich dem Betrag nach weitgehend ausglich.

Ausländische Unternehmen investierten in den ersten drei Monaten von 2007 8 Mrd € in Deutschland, nach 19 Mrd € im vierten Quartal 2006. Dabei waren insbesondere die Aufstockung des Beteiligungskapitals und reinvestierte Gewinne von Bedeutung.