

Finanzmärkte

Tendenzen an den Finanzmärkten

Die Finanzmarktkrise hat sich seit dem Sommer 2008 deutlich verschärft. Zu den Problemen im Finanzsektor hat neben der anhaltenden Schwäche des US-Immobilienmarkts insbesondere die Eintrübung der konjunkturellen Aussichten sowohl in den Industrieländern als auch in den Schwellen- und Entwicklungsländern entscheidend beigetragen. Zusätzlich verstärkte die Insolvenz einer großen US-amerikanischen Investmentbank die Risikoaversion der Marktteilnehmer. Kräftige Kurseinbußen an den Aktienmärkten, ein weiterer Preisverfall risikobehafteter Vermögenstitel sowie starke Anspannungen an den Geldmärkten erhöhten den Druck auf die Finanzinstitute. Die Schwierigkeiten im Finanzsystem führten in zahlreichen Ländern zu staatlichen Rettungsaktionen für einzelne Institute sowie zu weit gefassten Hilfsmaßnahmen der Regierungen für den gesamten Finanzsektor. Diese umfassen in der Regel neben der Garantie von Bankguthaben von Nichtbanken konditionierte Unterstützungsmaßnahmen für Finanzinstitute (siehe Erläuterungen auf S. 36 ff.). Zudem senkten wichtige Zentralbanken Anfang Oktober in einer koordinierten Aktion die Leitzinsen, der weitere Zinssenkungen folgten. Diese Maßnahmen erreichten eine gewisse Stabilisierung der Märkte. Stärker in den Vordergrund treten nunmehr allerdings die aus einem schwächeren konjunkturellen Umfeld resultierenden Auswirkungen auf das internationale Finanzsystem.

*Finanzmarkt-
umfeld*

Maßnahmen zur Finanzmarktstabilisierung auf internationaler Ebene

Nachdem die führenden Volkswirtschaften in Not geratenen Banken und anderen Finanzinstituten staatliche Hilfe zunächst nur diskretionär und in Einzelfällen gewährt hatten, mehrten sich im Anschluss an den Konkurs der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers die Anzeichen, dass nur breit angelegte Maßnahmenpakete in der Lage wären, systemische Krisen in den besonders betroffenen Ländern zu vermeiden. Angesichts der befürchteten Belastungen für die Steuerzahler und möglicher Wettbewerbsverzerrungen stießen entsprechende Überlegungen zwar von Beginn an auf erhebliche ordnungs- und verteilungspolitisch motivierte Vorbehalte. Diesen begegnete man aber durch Auflagen für die Inanspruchnahme staatlicher Leistungen und ein verstärkt international abgestimmtes Vorgehen.

Am 3. Oktober verabschiedete das Repräsentantenhaus der USA im zweiten Anlauf den „Emergency Economic Stabilization Act 2008“, dessen zentrales Element, das „Troubled Assets Relief Program“ (TARP), mit einem Volumen von 700 Mrd US-\$ allen inländischen Banken und Sparkassen offensteht und ursprünglich vor allem den Ankauf und die Garantie von Finanztiteln vorsah. Später kam – nach britischem Vorbild – die Versorgung mit zusätzlichem Eigenkapital durch den Staat hinzu. Der Kritik an einer solchen umfassenden Staatshilfe wurde durch strenge Vorgaben Rechnung getragen, die zum Beispiel die Dividendenpolitik der teilnehmenden Banken, eine erweiterte Regulierung oder das Verbot „goldener Handschläge“ betreffen. Vor dem Hintergrund der bisherigen Erfahrungen ist eine weitgehende Ablösung des Programms für Forderungsankäufe zugunsten zusätzlicher Rekapitalisierungsprogramme geplant.

Diese Rettungsmaßnahmen bildeten den Startschuss für eine Reihe weiterer Unterstützungsprogramme. In den Schlussfolgerungen des ECOFIN-Rats vom 7. Oktober verpflichteten sich die Wirtschafts- und Finanzminister der Europäischen Union zu einem koordinierten Vorgehen, um das Vertrauen in den Finanzsektor zu wahren. Gleichzeitig gaben sie Leitlinien für nationale Rettungsmaßnahmen vor, die vor allem die Gefahr von Wettbewerbsverzerrungen und Missbrauch begrenzen sollen. Bereits einen Tag später lancierten Italien und Großbritannien als ers-

te EU-Staaten Rettungspakete zum Schutz des Finanzsektors. Insbesondere der umfassende britische Maßnahmenkatalog dient als Orientierung für alle seither verabschiedeten Stabilisierungsprogramme. Er sieht neben der Bereitstellung kurzfristiger Liquidität auch staatliche Garantien und die Rekapitalisierung des Bankensystems durch die Platzierung von Vorzugsaktien beim Staat vor.

Auf internationaler Ebene stellt der gemeinsame Aktionsplan der G7-Staaten vom 10. Oktober eine abgestimmte Grundlage für das Vorgehen der führenden Industrieländer dar. Die darin beschlossenen Hilfsmaßnahmen sollen so gestaltet werden, dass die Steuerzahler geschützt und schädliche Auswirkungen auf andere Länder vermieden werden. Um dies zu gewährleisten, verpflichteten sich die G7 zu intensiver Zusammenarbeit.

Auf Basis der EU-Leitlinien und des Aktionsplans der G7 verabschiedeten die Staats- und Regierungschefs des Euro-Währungsgebiets am 12. Oktober in Paris eine Erklärung, in der ein koordiniertes Vorgehen der Europäischen Union, der Regierungen des Euro-Währungsgebiets, der Zentralbanken und der Aufsichtsbehörden gefordert wird. Das Abschlussdokument schlägt konkrete Maßnahmen vor, die in nationaler Verantwortung umzusetzen sind. Bei der Ausgestaltung der Stabilisierungspakete ist darauf zu achten, dass sie die Wettbewerbsbedingungen nicht verzerren. Deshalb muss die Inanspruchnahme öffentlicher Unterstützung angemessen vergütet werden und mit einer Restrukturierung einhergehen, die auch den Interessen der Steuerzahler Rechnung trägt. Diese Grundsätze wurden vom Europäischen Rat am 16. Oktober für alle Länder der Europäischen Union gebilligt.

Knapp einen Monat später, am 15. November, trafen sich in Washington die Staats- und Regierungschefs der G20-Staaten sowie Vertreter internationaler Organisationen zu einem Weltfinanzgipfel. Sie verabschiedeten eine Abschlusserklärung mit fünf Kapiteln zu den Ursachen der aktuellen Krise, notwendigen Sofortmaßnahmen, Reformen zur Vermeidung neuerlicher Verwerfungen sowie dem Bekenntnis zu einer offenen Weltwirtschaft. In einem angehängten Aktionsplan sind konkrete Schritte zur Umsetzung dieser Vereinbarungen genannt, die teilweise bereits bis zum 31. März 2009 vollzogen sein sollen.

Internationale Aktionspläne und Erklärungen

| Institution | Datum | Grundsätze |
|---|--------------|--|
| ECOFIN | 7. Oktober | <ul style="list-style-type: none"> – Interventionen sollen rechtzeitig erfolgen und die Unterstützung soll grundsätzlich zeitlich befristet sein – Interessen der Steuerzahler sind zu wahren – die derzeitigen Aktionäre sollen die entsprechenden Folgen der Interventionen tragen – die Regierungen sollen in der Lage sein, einen Wechsel der Führung herbeizuführen – die Führungskräfte sollen keine unangemessenen Leistungen beziehen – die rechtmäßigen Interessen der Wettbewerber müssen geschützt werden – negative Nebeneffekte sollten vermieden werden |
| G7 | 10. Oktober | <ul style="list-style-type: none"> – Unterstützung systemrelevanter Finanzinstitute – Auftauen der Kredit- und Geldmärkte sowie Verbesserung der Liquidität der Finanzinstitute – Förderung der Rekapitalisierung aus öffentlichen und privaten Mitteln – Gewährung von Garantien, damit Vertrauen in das Bankensystem gewahrt bleibt – Wiederbelebung des Sekundärmarkts für Hypotheken und andere verbriefte Forderungen – hohe Standards der Rechnungslegung |
| Gipfeltreffen der Länder des Euro-Währungsgebiets | 12. Oktober | <ul style="list-style-type: none"> – Liquiditätsversorgung der Finanzinstitute zu angemessenen Bedingungen – Erleichterung der Bankenrefinanzierung – effiziente Rekapitalisierung angeschlagener Banken – flexible Anwendung der Rechnungslegungsvorschriften – Ausweitung der Kooperationsstrukturen zwischen den europäischen Staaten |
| G8 | 15. Oktober | <ul style="list-style-type: none"> – Bekräftigung der G7-Grundsätze – Milderung der Auswirkungen der Krise auf Schwellen- und Entwicklungsländer – Unterstützung einer zentralen Rolle des IWF bei Bewältigung der Krise – Bekenntnis zu offenen und „wohl-regulierten“ Märkten – Bekenntnis zu notwendiger Reform der globalen Finanzmärkte |
| Europäischer Rat | 16. Oktober | <ul style="list-style-type: none"> – Bekräftigung der vom ECOFIN ausgegebenen EU-Leitlinien – Schaffung eines Mechanismus für Warnung, Informationsaustausch und Evaluierung im Falle von Finanzkrisen („financial crisis cell“) – Erhöhung der Transparenz bestehender Engagements und Risiken – Stärkung der Finanzmarktaufsicht, insbesondere grenzüberschreitend |
| G20 (Weltfinanzgipfel) | 15. November | <ul style="list-style-type: none"> – Verantwortlich für aktuelle Krise sind unangemessenes Risikomanagement, undurchsichtige Finanzprodukte und makroökonomische Ungleichgewichte – Stabilisierung der Finanzsysteme und der Konjunktur durch nationale Maßnahmenpakete sowie Notkredite von IWF und Weltbank – Verbesserte Transparenz und Rechenschaftspflicht, Stärkung der Schwellenländer in internationalen Gremien, einschließlich dem Forum für Finanzstabilität (FSF) – Aufforderung an Finanzminister, die Umsetzung des Aktionsplans einzuleiten und bis 31. März 2009 weitere Reformvorschläge auszuarbeiten – Bekenntnis zu einer offenen Weltwirtschaft mit einem ordnungspolitischen Regelwerk |

Staatliche Maßnahmenpakete zur Finanzmarktstabilisierung in den USA und der Europäischen Union (ohne Instrumente der Zentralbanken)

| Land oder Ländergruppe | Datum der Verabschiedung | Maßnahmen |
|--|---|---|
| USA | 3. Oktober | <p>Rekapitalisierung Adressat: – inländische Banken und Sparkassen Umsetzung: – 125 Mrd US-\$ durch Vorzugsaktien für acht große Banken – 125 Mrd US-\$ für kleinere Banken – Rückkauf der Vorzugsaktien nach 3 Jahren möglich</p> <p>Garantien Adressat: – Einlagen: Mitglieder des amerikanischen Einlagensicherungsfonds (FDIC) – sonstige: wie Rekapitalisierung – standardmäßige Beteiligung – explizites Opting-out nach 30 Tagen möglich Umsetzung: – Einlagen von Nichtbanken bis 250 000 US-\$ – vorrangige unbesicherte Schuldverschreibungen</p> <p>Forderungsankauf Adressat: – wie Rekapitalisierung Umsetzung: – Ankauf notleidender Forderungen – 450 Mrd US-\$ (700 Mrd US-\$ des TARP-Programms abzüglich 250 Mrd US-\$ für Rekapitalisierungsmaßnahmen) – Einschränkungen zugunsten zusätzlicher Rekapitalisierungsmaßnahmen im Gespräch</p> |
| Großbritannien | 8. Oktober | <p>Rekapitalisierung Adressat: – dem Gesellschaftsrecht des Vereinigten Königreiches unterstehende Banken mit systemischer Bedeutung – nur eine Bank je Bankengruppe Umsetzung: – Eigenkapitalquote von mindestens 9 % – Inanspruchnahme staatlicher Mittel freiwillig – individuelle Gestaltung – Zusagen von acht großen Banken, Eigenkapital um insgesamt 25 Mrd £ zu erhöhen – Beteiligung des Staates in Höhe von insgesamt 37 Mrd £ in Form von Stamm- und Vorzugsaktien an drei dieser Banken – weitere 25 Mrd £ für kleinere Banken vorgesehen</p> <p>Garantien Adressat: – Teilnehmer am Rekapitalisierungsprogramm Umsetzung: – Einlagen von Nichtbanken – vorrangige unbesicherte Schuldverschreibungen, denominated in Pfund Sterling, US-Dollar oder Euro – Einzelfallentscheidung über Zulassung einzelner Produkte – max. 250 Mrd £</p> |
| Europäische Union (generelle Vorgaben) | nationale Maßnahmenpakete seit 8. Oktober | <p>Rekapitalisierung Adressat: – wird von einzelnen Mitgliedsländern festgelegt – keine Diskriminierung von Finanzinstituten anderer Mitgliedstaaten Umsetzung: – wird von einzelnen Mitgliedsländern festgelegt – Beschränkung auf fundamental gesunde Finanzinstitute</p> <p>Garantien Adressat: – wie Rekapitalisierung Umsetzung: – Einlagen von Privatkunden – neu emittierte, kurz- bis mittelfristige, vorrangige Schuldverschreibungen – keine Garantien für Interbanken-Einlagen</p> <p>Forderungsankauf Adressat: – wie Rekapitalisierung Umsetzung: – Ankauf oder Tausch von Aktiva hoher Bonität gegen Staatspapiere</p> |

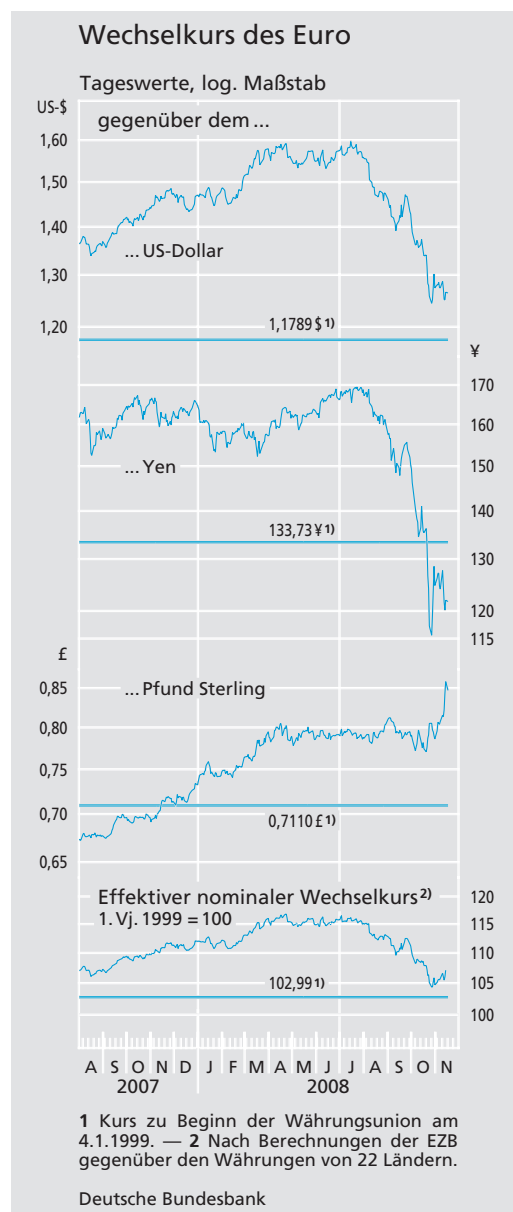
Deutsche Bundesbank

Wechselkurse

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

Die Devisenmärkte waren in den vergangenen Monaten von einer ausgeprägten Wechselkursvolatilität und einer breit angelegten Erholung des US-Dollar geprägt. In diesem Umfeld verlor der Euro gegenüber der amerikanischen Währung merklich an Wert, nachdem er noch Mitte Juli einen Höchststand von knapp 1,60 US-\$ erreicht hatte. Eine Serie negativ ausgefallener Konjunkturnachrichten trübte zunehmend die Wachstumsaussichten für den Euro-Raum ein. Besonders augenfällig spiegelte sich diese Entwicklung im Kontrast zwischen den negativen Wachstumsraten für das zweite Quartal im gemeinsamen Währungsraum und dem überraschend robusten Zuwachs in den USA wider. Auf diese Weise entstanden den Euro belastende Markterwartungen, der Zinsabstand zwischen den beiden Währungsräumen werde sich verringern. Auch die merklich fallenden Rohölpreise trugen zur Euro-Abwertung gegenüber dem US-Dollar bei, da sie tendenziell den Kapitalbedarf der USA zur Finanzierung des nach wie vor hohen, unter anderem von umfangreichen Ölimporten verursachten, amerikanischen Leistungsbilanzdefizits mindern. Alles in allem sank der Euro-Dollar-Kurs bis Mitte September kurzfristig unter 1,40 US-\$.

Im weiteren Verlauf verschärfte sich in den USA jedoch die Turbulenzen an den Finanzmärkten, als die Regierung ein Rettungspaket für die zwei großen Hypothekenfinanzierer beschloss, eine bedeutende Investmentbank zahlungsunfähig wurde und schließlich ein systemrelevantes Versicherungsunternehmen



gerettet werden musste. Dies und die damit einhergehenden Befürchtungen hinsichtlich der durch die staatlichen Maßnahmen entstehenden Haushaltsbelastungen führten zu einer Erholung des Euro um 6% in nicht einmal zwei Wochen. Zum Monatswechsel schlugen sich jedoch die Finanzmarktanspannungen diesseits des Atlantiks in der Schiefelage mehrerer europäischer Banken nieder. Staatliche Hilfsmaßnahmen in verschiedenen



EWU- und EU-Ländern wurden notwendig. Vor diesem Hintergrund geriet der Euro im Verhältnis zum US-Dollar im Oktober erneut unter Druck und lag zuletzt mit einem Kurs von 1,27 US-\$ trotz der Wertgewinne in der ersten Jahreshälfte 14 % unter seiner Notierung vom Jahreswechsel.

...gegenüber dem Yen...

Ebenso wie zum US-Dollar wertete sich der Euro im Berichtszeitraum gegenüber dem Yen – nach einem Höchststand im Juli von 170 Yen – fast kontinuierlich ab. Auch in Japan trübten sich zwar die Konjunkturaussichten spürbar ein. Im Gegensatz zu den übrigen wichtigen Währungsräumen führte dies wegen des ohnehin schon niedrigen japanischen Zinsniveaus zunächst nicht zu entsprechenden Zinssenkungserwartungen. Diese Einschätzung bestätigte sich Anfang

Oktober, als die großen Notenbanken – mit Ausnahme Japans – die Leitzinsen koordiniert um einen halben Prozentpunkt senkten. Die Markterwartung weiter sinkender Zinsdifferenzen belastete den Euro gegenüber dem Yen ebenso wie die gestiegene Risikoaversion der Anleger. Die außergewöhnlich hohe Wechselkursvolatilität und die geänderten Wechselkursrends ließen in Yen finanzierte Fremdwährungsanlagen (u.a. Carry trades) zunehmend riskant erscheinen. Darüber hinaus profitierte der Yen davon, dass japanische Banken weniger stark als andere Institute von der US-Hypothekenkrise betroffen sind. Nach einer Stellungnahme der G7-Finanzminister und -Notenbankgouverneure zum Yen und der anschließenden unerwarteten Leitzinssenkung der japanischen Notenbank, konnte sich der Euro gegenüber dem

Yen Ende Oktober vorübergehend wieder etwas erholen. Zuletzt notierte er bei 122 Yen, 26 % niedriger als zu Jahresbeginn.

... und gegen-
über dem
Pfund Sterling

Der Euro hat gegenüber dem Pfund Sterling in den vergangenen Monaten unter Schwankungen per saldo an Wert gewonnen. Auch im Vereinigten Königreich haben sich seit Sommer die Anzeichen für einen Wirtschaftsabschwung verdichtet. Das Land ist zudem wegen der Probleme am Immobilienmarkt und des relativ großen Finanzsektors von den krisenhaften Entwicklungen der Finanzbranche in besonderem Maße betroffen. So konnte der Euro bis Anfang September zum Pfund Sterling zulegen. Hohe britische Inflationsraten verhinderten in der Folgezeit jedoch die Entwicklung von Zinssenkungserwartungen. Dies und die zutage tretenden Probleme von Finanzinstituten des gemeinsamen Währungsraums belasteten dann aber den Euro. Erst als sich im Oktober am Markt der Eindruck durchsetzte, die britische Notenbank und die Regierung räumten der Bekämpfung der Wachstumsschwäche Priorität ein, verankerten sich in Großbritannien Zinssenkungserwartungen mit der Folge erneuter Kursgewinne für den Euro. Nach der kräftigen Leitzinssenkung und der Veröffentlichung des Inflationsberichts der Bank von England Anfang November erreichte der Euro einen neuen Höchststand von 0,86 Pfund Sterling und lag zum Abschluss der Berichtsperiode mit 0,84 Pfund 15 % höher als zu Jahresbeginn.

Im Durchschnitt gegenüber den Währungen von 22 wichtigen Handelspartnern verlor der Euro damit seit Jahresbeginn 4 ½ % und ver-

glichen mit seinem im Frühjahr erreichten Höchststand 8 ½ % an Wert. Der niedrigere Kurs des Euro trägt ebenso wie die vergleichsweise moderate Kostenentwicklung in Deutschland zu einer Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft bei und wirkt somit für sich genommen stabilisierend auf die deutsche Konjunktur.

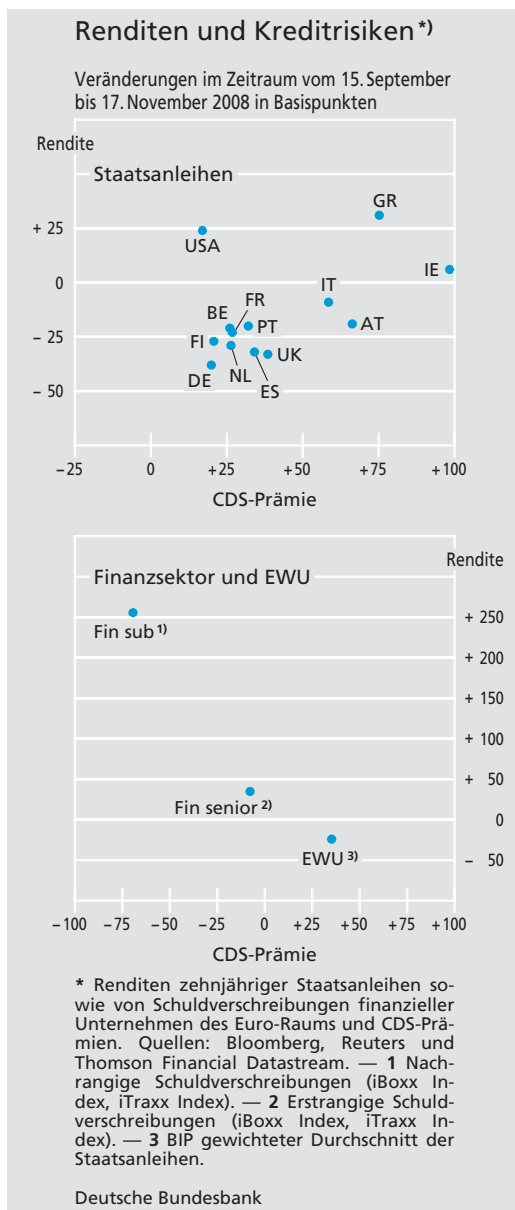
Effektiver Wechselkurs des Euro und preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Die Rentenmärkte standen seit Mitte des Jahres ebenfalls unter dem Einfluss der sich verschärfenden Finanzmarktkrise sowie des sich merklich eintrübenden wirtschaftlichen Ausblicks. In einem von hoher Nervosität geprägten Umfeld erreichte die Unsicherheit über die weitere Renditeentwicklung beiderseits des Atlantiks zwischenzeitlich neue Höchststände.¹⁾ Die Renditen zehnjähriger europäischer Staatsanleihen gaben seit Ende Juni insgesamt um drei viertel Prozentpunkte auf gut 4 % nach, während entsprechende US-Papiere bei Abschluss dieses Berichts im Ergebnis leicht niedriger bei rund 3 ¾ % notierten. Die Finanzmarkturbulenzen und die verschiedenen staatlichen Rettungsmaßnahmen haben offenbar in gegenläufiger Weise auf die Renditen von Staatsanleihen gewirkt. Zum einen haben Investoren auf der Suche nach sicheren Anlagen, auch angesichts erheblicher Kursverluste an den Aktienmärkten, in großem Umfang Staatsanleihen erworben,

Internationale Rentenmärkte

¹ Gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf den Bund- bzw. T-Note Future mit einer konstanten Laufzeit von drei Monaten.



was die Renditen tendenziell gesenkt hat. Zum anderen dürften die möglichen budgetären Belastungen der Hilfsmaßnahmen und daraus erwachsende Befürchtungen bezüglich der zukünftigen Kapitalmarktbeanspruchung renditesteigernd gewirkt haben. Vor allem im kurzfristigen Bereich schlugen sich dagegen die etwas günstigeren Inflationserwartungen, nicht zuletzt wegen des beträchtlich gefallenen Ölpreises, und die jüngsten

Leitzinssenkungen der großen Zentralbanken renditemindernd nieder.

Von den Portfolioumschichtungen hin zu liquiden und sicheren Anlagen profitierten insbesondere Bundesanleihen, deren Rendite im Zehnjahresbereich seit Sommer um knapp einen Prozentpunkt zurückging. Die lebhaftere Nachfrage nach deutschen Staatspapieren drückte sich auch in der Renditeentwicklung relativ zu Anleihen anderer EWU-Länder aus. Der BIP-gewichtete Zinsvorsprung Deutschlands erreichte zwischenzeitlich mit rund drei viertel Prozentpunkten einen neuen Höchststand seit Beginn der Währungsunion. Seit Sommer mussten insbesondere Griechenland und Irland einen stärkeren Spreadanstieg als die übrigen Teilnehmerstaaten hinnehmen. Die Abweichungen reflektieren zum einen die unterschiedliche Liquidität der Anleihen verschiedener EWU-Länder, wie sie auch in den Geld-/Briefspannen von Renditen zum Ausdruck kommen. Diese sind zumindest für die jeweils zuletzt emittierten Staatsanleihen üblicherweise sehr eng. Im Berichtszeitraum wiesen Bundesanleihen die höchste Liquidität im Euro-Raum auf. Zum anderen spielte eine differenzierte Entwicklung der Risikoaufschläge (gemessen anhand von Credit Default Swaps, CDS) eine Rolle.²⁾ Während die Prämien für fünfjährige Kontrakte auf deutsche Staatsanleihen seit Mitte September um 20 Basispunkte gestiegen sind, hatten andere EWU-Länder eine deutlich stärkere Ausweitung von bis zu 84 Basispunkten zu verzeichnen (vgl. nebenstehendes Schaubild). Im Gegensatz zu den gestiegenen CDS-Prämien auf Staatsan-

Differenzierte Renditeentwicklung in der EWU

²⁾ Grundsätzlich können die Prämien für CDS als Kosten für die Versicherung einer Anleihe verstanden werden.

leihen sind die Prämien für Bankschuldverschreibungen – insbesondere für nachrangige Papiere – infolge der übernommenen Staatsgarantien zurückgegangen. Dies macht deutlich, dass die staatlichen Rettungspakete erhebliche Risiken aus der Finanzbranche in den Staatssektor transferiert haben.

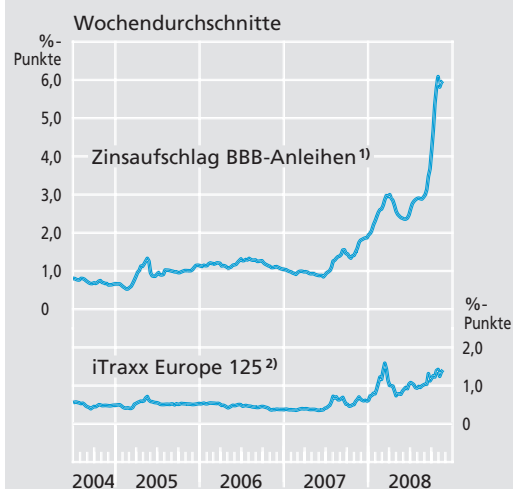
Zinsstrukturkurve

Die Zinsstrukturkurve für Anleihen des Bundes bildet die unterschiedlichen Einflussfaktoren am Rentenmarkt breiter ab als die langfristigen Umlaufrenditen. So führten wachsende Konjunktursorgen im Laufe des dritten Quartals vorübergehend zu einer Inversion im mittleren Laufzeitbereich. Zuletzt haben neben der Flucht der Anleger in sichere Staatspapiere rückläufige kurzfristige Inflationserwartungen, die jüngsten Leitzinssenkungen des Eurosystems und die veränderten Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich des zukünftigen geldpolitischen Kurses die Renditen insbesondere am kurzen Ende des Zinsspektrums gedrückt. Alles in allem ist die zweijährige Rendite seit Ende Juni um gut 2 ¼ Prozentpunkte auf 2 ½ % gesunken. Dies bedeutet, dass die Steigung der Zinsstrukturkurve, gemessen an der Differenz der zwei- und zehnjährigen Renditen, auf knapp 1 ¾ Prozentpunkte zugenommen hat.

Finanzierungsbedingungen verschlechtert

Trotz nachgebender Renditen von Staatsanleihen haben sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen am Kapitalmarkt seit Mitte 2008 drastisch eingetrübt, nicht zuletzt durch die starken Einbrüche der Aktienkurse. An den Rentenmärkten im Euro-Raum hat sich zudem der Renditeabstand von noch als Investment-Grade bewerteten Anleihen (Rating BBB) zu Staatsanleihen im Einklang

Finanzierungsbedingungen am europäischen Kapitalmarkt



Quellen: Bloomberg, Merrill Lynch und Thomson Financial Datastream. — 1 Renditenvorsprung auf Euro lautender sieben- bis zehnjähriger Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB gegenüber EWU-Staatsanleihen mit entsprechender Laufzeit. — 2 Kreditausfallrisikoprämien für 125 europäische Unternehmen, die als „Investment-Grade“ eingestuft sind.

Deutsche Bundesbank

mit der Entwicklung in den USA auf den neuen Höchststand von über 600 Basispunkten ausgeweitet. In diesem Anstieg dürfte sich der eingetrübte konjunkturelle Ausblick und Befürchtungen hinsichtlich einer restriktiveren Kreditvergabe von Banken niedergeschlagen haben. Hinzu kommt die allgemein geringe Risikobereitschaft der Finanzmarktakteure, die auch vor dem Hintergrund des Ausfalls einer großen Investmentbank und der Schieflage eines bedeutenden Versicherers zu sehen ist. Zudem ist die Liquidität von Unternehmensanleihen offenbar zurückgegangen, was ebenfalls renditesteigernd wirkte. Darauf deutet der geringere Anstieg der iTraxx Indizes hin, die das Kreditausfallrisiko abbilden. Trotzdem erreichte der Index für CDS-Prämien verschiedener europäischer Investment-Grade-Schuldner (iTraxx Europe) annähernd

seinen historischen Höchststand, während der Index für Schuldner schlechterer Bonität (iTraxx Europe Crossover) seinen bisherigen Höchststand deutlich übertraf.

Weiterhin hohe Emissions-tätigkeit am Rentenmarkt

Die Emissionstätigkeit am deutschen Rentenmarkt war nur in Teilbereichen von der höheren Unsicherheit an den Finanzmärkten geprägt. Der Brutto-Absatz inländischer Schuldverschreibungen stieg im dritten Quartal 2008 auf ein neues Rekordniveau in Höhe von 417 ½ Mrd €, nachdem bereits in den beiden Vorquartalen Spitzenwerte verzeichnet worden waren. Nach Berücksichtigung der im Vergleich zur Vorperiode leicht gesunkenen Tilgungen und der Eigenbestandsveränderungen nahmen inländische Emittenten den Kapitalmarkt per saldo mit 37 Mrd € in Anspruch. Dagegen wurden ausländische Schuldverschreibungen am deutschen Markt in Rekordumfang abgegeben (18 Mrd €). Im ersten Halbjahr 2008 konnten noch Anleihen ausländischer Emittenten im Wert von 57 Mrd € abgesetzt werden. Insgesamt betrug das Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Schuldverschreibungen im dritten Quartal damit 19 Mrd €, verglichen mit 25 ½ Mrd € in der Vorperiode.

Geringes Mittelaufkommen der öffentlichen Hand...

Die öffentliche Hand erhöhte ihre Rentenmarktverschuldung von Juli bis September um 4 ½ Mrd € und damit ungefähr in der Größenordnung der ersten beiden Quartale 2008. Während die Länder den Kapitalmarkt mit 5 ½ Mrd € stärker als im Dreimonatsabschnitt zuvor in Anspruch nahmen, reduzierte der Bund per saldo seine Marktverschuldung leicht um 1 Mrd €. In der Vorperiode hatte er für netto ½ Mrd € Schuldverschreibungen be-

geben. Der Bund tilgte vor allem zehnjährige Bundesanleihen (14 Mrd €), aber auch in geringerem Umfang zweijährige Schatzanweisungen und Bundesschatzbriefe für zusammen 1 Mrd €. Dagegen begab er 30-jährige Anleihen für 3 ½ Mrd € sowie im mittleren Laufzeitsegment Bundesobligationen für 7 Mrd € und im kurzfristigen Bereich Bubills für 3 Mrd €. Zusätzlich erlöste er durch den erstmaligen Verkauf von sogenannten Tagesanleihen für Privatanleger einen Betrag von ½ Mrd €.

... und der Kreditinstitute

Die heimischen Kreditinstitute begaben von Juli bis September eigene Anleihen und Geldmarktpapiere im Wert von per saldo 1 Mrd €. Seit Juli 2007 haben sie ihren am Kapitalmarkt ausstehenden Schuldbetrag allerdings um insgesamt 16 Mrd € reduziert. Im Berichtsquartal nahmen sie Öffentliche Pfandbriefe für 13 ½ Mrd € zurück und bestätigten damit einen seit Jahren zu beobachtenden Trend, der im Wesentlichen auf den gesunkenen Finanzbedarf und die vermehrte direkte Kapitalaufnahme öffentlicher Stellen am Rentenmarkt zurückgeht. Allein im laufenden Jahr verringerte sich der Umlauf von Öffentlichen Pfandbriefen somit um 38 ½ Mrd €. Das Mittelaufkommen aus der Emission von Hypothekendarlehen fiel im dritten Quartal hingegen positiv aus (3 Mrd €). Flexibel ausgestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen³⁾ wurden für 11 Mrd € begeben, was den höchsten Quartalswert seit Ausbruch der Krise bedeutete. Der Absatz der Schuld-

³ Zu den Sonstigen Bankschuldverschreibungen rechnen beispielsweise „ungedekte“ Schuldverschreibungen von Hypothekenbanken, von Kreditinstituten begebene Inhaberschuldverschreibungen und Commercial Paper sowie Einlagenzertifikate.

verschreibungen von Spezialkreditinstituten reduzierte sich dagegen im Vergleich zum Vorquartal deutlich (½ Mrd €, nach 14 Mrd €).

Netto-Emissionen von Unternehmensanleihen

Inländische Unternehmen beanspruchten den Rentenmarkt im Berichtsquartal per saldo mit 31½ Mrd €, was fast ausschließlich auf die Emission längerfristiger Titel zurückzuführen ist. Hauptursache für diesen außergewöhnlich hohen Wert ist eine umfangreiche Verbriefungstransaktion, die mit Hilfe einer inländischen Zweckgesellschaft durchgeführt wurde. Dagegen erhöhte sich der Umlauf von kurzlaufenden Titeln nicht wesentlich.

Erwerb von Schuldverschreibungen

Beim Erwerb von Schuldverschreibungen standen im dritten Quartal 2008 – wie fast durchgängig seit Juli 2007 – gebietsfremde Anleger im Vordergrund, die Schuldtitel für insgesamt 35½ Mrd € in ihre Depots nahmen. Davon entfiel rund ein Fünftel auf Schuldverschreibungen privater Emittenten. Bei diesen grenzüberschreitend erfassten Transaktionen handelt es sich zum Teil um in Deutschland aufgelegte Zertifikate und Optionsscheine, die blockweise an verbundene Auslandsunternehmen abgegeben und dort überwiegend bis zur Endfälligkeit gehalten werden. Letztendlich wird nur ein Bruchteil der erfassten Käufe von Privatinvestoren außerhalb des Bankensektors, der eigentlichen Zielgruppe dieser Produkte, getätigt.⁴⁾ Deutsche Anleger trennten sich hingegen per saldo von Zinstiteln. Wie in den Vorquartalen waren die Verkäufe ausschließlich auf inländische Nichtbanken zurückzuführen, die Schuldverschreibungen für netto 21 Mrd € abgaben.⁵⁾ Heimische Kreditinstitute weiteten hingegen ihr Rentenmarkt-

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

| Mrd € | 2008 | | |
|------------------------------------|--------|--------|--------|
| | 3. Vj. | 2. Vj. | 3. Vj. |
| Schuldverschreibungen | | | |
| Inländer | - 85,4 | - 32,8 | - 16,8 |
| Kreditinstitute | - 0,2 | 33,3 | 4,4 |
| darunter: | | | |
| ausländische Schuldverschreibungen | 13,8 | 20,5 | - 8,4 |
| Nichtbanken | - 85,2 | - 66,2 | - 21,1 |
| darunter: | | | |
| inländische Schuldverschreibungen | - 75,8 | - 69,9 | - 11,5 |
| Ausländer | 52,1 | 58,1 | 35,6 |
| Aktien | | | |
| Inländer | - 18,3 | 39,8 | 18,4 |
| Kreditinstitute | - 4,0 | - 14,3 | 2,6 |
| darunter: | | | |
| inländische Aktien | - 2,8 | - 3,3 | 1,9 |
| Nichtbanken | - 14,3 | 54,1 | 15,8 |
| darunter: | | | |
| inländische Aktien | 0,8 | 51,4 | 15,6 |
| Ausländer | 3,0 | - 46,7 | - 12,0 |
| Investmentzertifikate | | | |
| Anlage in Spezialfonds | - 1,2 | 2,8 | 7,3 |
| Anlage in Publikumsfonds | - 6,9 | 1,2 | - 2,9 |
| darunter: Aktienfonds | - 2,5 | 1,1 | - 1,2 |
| Deutsche Bundesbank | | | |

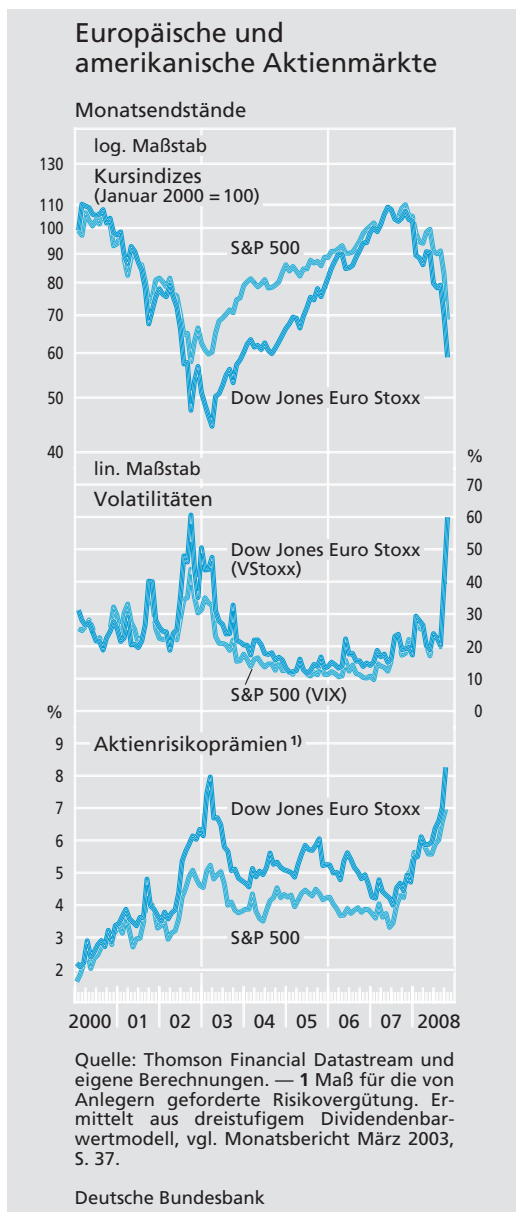
engagement um 4½ Mrd € aus. Während sie Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand für 12 Mrd € veräußerten, erwarben sie Unternehmensanleihen im Wert von 25½ Mrd €, was zum großen Teil auf die erwähnte umfangreiche Verbriefungstransaktion zurückzuführen ist.

An den Aktienmärkten beiderseits des Atlantiks kam es in den Monaten Juli und August zunächst nur zu vergleichsweise moderaten Kursbewegungen. Trotz Sorgen um die Stabilität des Finanzsektors und einer wachsenden Konjunkturskepsis herrschte nach der Ankün-

Drastische Kurseinbrüche an den Aktienmärkten im September und Oktober

⁴ Siehe hierzu auch die Erläuterung in: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2007, Monatsbericht, März 2008, S. 26 ff.

⁵ Der Wertpapiererwerb inländischer Nichtbanken ist eine statistische Residualgröße und deshalb mit erhöhter Unsicherheit behaftet.



digung staatlicher Hilfsmaßnahmen seitens der USA für die zwei größten US-Immobilienfinanzierer eine gewisse Zuversicht unter den Marktteilnehmern, zumal der Ölpreis rückläufig war und einige US-Banken positive Quartalsergebnisse vorgelegt hatten. Angesichts der Insolvenz einer großen US-Investmentbank und des drohenden Zusammenbruchs weiterer Finanzinstitute wich dieser Optimismus im September jedoch einer weltweit zu-

nehmenden Besorgnis über die Gesamtverfassung des Finanzsektors. Seither brachen die Kurse europäischer Finanzwerte im Ergebnis erneut um mehr als 30 % ein, nachdem diese Aktien bereits zwischen Mai und Mitte Juli gut ein Viertel ihres Wertes verloren hatten. Zugleich stieg die Kursunsicherheit – gemessen anhand der impliziten Volatilität von Aktienoptionen – an den wichtigsten Märkten auf ein neues Spitzenniveau, das den bisherigen Höchststand von 2002 übertraf. Die wachsende Nervosität ging einher mit einem weiteren Rückgang des Risikoappetits, der letztlich auf den gesamten Aktienmarkt ausstrahlte.

Die beschlossenen staatlichen Rettungspakete für den Finanzsektor entfalteten nur sehr zögerlich eine positive Wirkung am Aktienmarkt, da die Umsetzung Zeit beansprucht und sich die gesamtwirtschaftlichen Aussichten weiter eintrübten. So sind die Wachstumserwartungen für die wichtigsten Volkswirtschaften den Consensus-Umfragen zufolge zwischen Juli und November um 1 ½ bis zwei Prozentpunkte nach unten revidiert worden. Seit Jahresbeginn sind die Notierungen – gemessen an den marktbreiten Aktienindizes – in den USA und der EWU um 42 % beziehungsweise 47 % gefallen, japanische Aktien notierten zuletzt rund 44 % unter ihrem Stand zu Jahresbeginn. Weit weniger stark als die Kurse nachgaben, wurden jedoch die Gewinnerwartungen auf Jahresfrist zurückgenommen.⁶⁾ Entsprechend ist das

Zögerliche Beruhigung an den Aktienmärkten durch Rettungsmaßnahmen

Bewertungsniveau an den Aktienmärkten weltweit gesunken

⁶ Auch in früheren Abschwungphasen – zuletzt nach dem Platzen der New-Economy-Blase – haben die Analysten ihre Schätzungen für die Unternehmensgewinne nur zögerlich nach unten angepasst. Überdurchschnittlich haben sich seit Jahresbeginn allerdings insbesondere die Gewinnerwartungen für Unternehmen des Finanzsektors verringert.

Kurs-Gewinn-Verhältnis auf Basis erwarteter Gewinne für europäische und amerikanische Aktien im Oktober deutlich auf 7,4 beziehungsweise 9,8 gesunken. In diesen Tiefständen kommt die inzwischen auf Rekordniveau gestiegene Risikoprämie für das Halten von Aktien zum Ausdruck.

*Mittelaufnahme
am Aktien-
markt und
Aktienwerb*

Im Vergleich zu den beiden Vorquartalen zog die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt im dritten Quartal etwas an. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für 5 ½ Mrd €; dabei handelte es sich überwiegend um börsennotierte Dividentitel (4 Mrd €). Etwas niedriger fiel der Absatz ausländischer Aktien am deutschen Markt aus (1 Mrd €). Auf der Erwerberseite des Aktienmarkts traten im dritten Quartal sowohl gebietsansässige Nichtbanken (16 Mrd €) als auch in geringerem Umfang heimische Kreditinstitute (2 ½ Mrd €) auf. Dabei engagierten sich beide Erwerbergruppen fast ausschließlich in inländischen Titeln. Gebietsfremde Anleger reduzierten dagegen ihre Bestände an deutschen Aktien, und zwar im Umfang von 12 Mrd €.⁷⁾

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im dritten Quartal ein Mittelaufkommen von 4 ½ Mrd €, nach 4 Mrd € im Dreimonatsabschnitt davor. Die Zuflüsse kamen ausschließlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (7 ½ Mrd €), wohingegen Publikumsfonds sich Mittelabflüssen in Höhe von 3 Mrd € ausgesetzt sahen. Bei den Publikumsfonds nahmen vor allem Rentenfonds Anteilscheine zu-

⁷⁾ Zu den Direktinvestitionen siehe S. 48.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

| Mrd € | 2008 | | |
|--|--------|--------|--------|
| | 3. Vj. | 2. Vj. | 3. Vj. |
| I. Leistungsbilanz ^{1) 2)} | + 41,8 | + 42,0 | + 34,5 |
| Außenhandel ^{1) 3)} | + 50,2 | + 53,0 | + 39,3 |
| Dienstleistungen ¹⁾ | - 9,7 | - 3,7 | - 7,8 |
| Erwerbs- und Vermögens- einkommen ¹⁾ | + 13,0 | - 0,3 | + 13,0 |
| Laufende Übertragungen ¹⁾ | - 9,0 | - 4,3 | - 7,9 |
| II. Vermögensübertragungen ^{1) 4)} | + 0,3 | + 0,3 | - 0,3 |
| III. Kapitalbilanz ¹⁾ | | | |
| (Netto-Kapitalexport: -) | - 22,2 | - 81,4 | - 16,4 |
| 1. Direktinvestitionen | - 16,9 | - 30,4 | - 10,3 |
| Deutsche Anlagen im Ausland | - 35,6 | - 36,3 | - 11,7 |
| Ausländische Anlagen im Inland | + 18,7 | + 5,9 | + 1,4 |
| 2. Wertpapiere | + 47,8 | - 4,5 | + 39,0 |
| Deutsche Anlagen im Ausland | - 2,0 | - 17,0 | + 17,8 |
| Aktien | + 5,1 | + 12,4 | + 1,2 |
| Investmentzertifikate | - 2,6 | - 5,2 | - 1,5 |
| Schuldverschreibungen Anleihen ⁵⁾ | - 4,5 | - 24,2 | + 18,1 |
| darunter: auf Euro lautende Anleihen | + 1,6 | - 21,9 | + 12,3 |
| Geldmarktpapiere | + 8,6 | - 23,1 | + 11,5 |
| Ausländische Anlagen im Inland | - 6,1 | - 2,4 | + 5,8 |
| Aktien | + 49,8 | + 12,5 | + 21,2 |
| Investmentzertifikate | - 3,1 | - 46,1 | - 12,4 |
| Schuldverschreibungen Anleihen ⁵⁾ | + 0,8 | + 0,5 | - 2,0 |
| darunter: öffent- liche Anleihen | + 52,1 | + 58,1 | + 35,6 |
| Geldmarktpapiere | + 32,7 | + 47,5 | + 22,7 |
| darunter: öffent- liche Anleihen | + 3,6 | + 25,2 | + 24,4 |
| 3. Finanzderivate ⁶⁾ | + 19,3 | + 10,6 | + 12,9 |
| 4. Übriger Kapitalverkehr ⁷⁾ | - 27,0 | - 15,1 | + 3,0 |
| Monetäre Finanz- institute ⁸⁾ | - 25,8 | - 30,5 | - 49,7 |
| darunter: kurzfristig Unternehmen und Privat- personen | - 24,7 | - 27,8 | - 36,3 |
| darunter: kurzfristig | + 10,3 | + 20,0 | + 7,0 |
| Staat | - 1,7 | + 8,7 | - 25,1 |
| darunter: kurzfristig | + 1,0 | + 12,9 | - 17,2 |
| Bundesbank | + 28,5 | - 1,5 | + 13,2 |
| darunter: kurzfristig | + 29,1 | - 1,1 | + 13,4 |
| 5. Veränderung der Währungs- reserven zu Transaktions- werten (Zunahme: -) ⁹⁾ | - 27,9 | - 9,9 | - 1,4 |
| IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten) | - 0,3 | - 0,9 | + 1,6 |
| | - 19,9 | + 39,1 | - 17,8 |

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 Ergänzungen zum Außenhandel abgesetzt wurden. — 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.

rück (3 ½ Mrd €), gefolgt von Geldmarktfonds (1 ½ Mrd €) und Aktienfonds (1 Mrd €). Dagegen kamen bei Offenen Immobilienfonds (1 ½ Mrd €), Dachfonds, Gemischten Fonds und Gemischten Wertpapierfonds (jeweils ½ Mrd €) Mittel auf. Auch ausländische Investmentfonds verzeichneten Mittelzuflüsse durch deutsche Investoren, wenn auch in geringem Umfang (1 ½ Mrd €). Erworben wurden Investmentzertifikate im dritten Quartal ausschließlich von inländischen Nichtbanken (9 ½ Mrd €), die vor allem Fondsanteile inländischer Kapitalanlagegesellschaften in ihre Portefeuilles nahmen (8 Mrd €). Heimische Kreditinstitute und ausländische Anleger trennten sich dagegen per saldo von Anteilscheinen im Wert von 1 ½ Mrd € beziehungsweise 2 Mrd €.

Direktinvestitionen

Im dritten Quartal kam es im Bereich der Direktinvestitionen zu Netto-Kapitalexporten von knapp 10 ½ Mrd €. Die Kapitalabflüsse

lagen damit deutlich unter denen des zweiten Jahresviertels (30 ½ Mrd €).

Deutsche Eigner haben ihren verbundenen Unternehmen im Ausland im Berichtszeitraum zusätzliche Mittel in Höhe von 11 ½ Mrd € zur Verfügung gestellt, nach 36 ½ Mrd € in den drei Monaten davor. Sie erhöhten dabei die direkten Kapitalbeteiligungen an ihren ausländischen Niederlassungen um knapp 8 Mrd €. Darunter fiel auch eine nennenswerte Aufstockung von Anteilen an einem schwedischen Fahrzeugbauer. Zudem spielten reinvestierte Gewinne der Auslandsniederlassungen eine bedeutende Rolle (11 Mrd €). Dagegen führten die konzerninternen Kreditströme per saldo zu Kapitalimporten (7 Mrd €).

*Deutsche
Direkt-
investitionen
im Ausland*

Ausländische Unternehmen erhöhten die Mittelausstattung ihrer hiesigen Niederlassungen im dritten Quartal um 1 ½ Mrd €. Dies vollzog sich im Wesentlichen über reinvestierte Gewinne, während das Beteiligungskapital nur geringfügig aufgestockt wurde. Im Vorzeitraum hatten sie ihr Engagement in Deutschland noch um 6 Mrd € ausgeweitet.

*Ausländische
Direkt-
investitionen
in Deutschland*