

## Finanzmärkte

### Tendenzen an den Finanzmärkten

---

Die internationalen Finanzmärkte waren zu Beginn des ersten Quartals 2008 erneut heftigen Turbulenzen ausgesetzt, bevor es gegen Quartalsende und in den Wochen danach zu einer gewissen Entspannung kam. Befürchtungen über die Solidität einiger Finanzinstitute insbesondere in den USA und über das Ausmaß der erforderlichen Wertberichtigungen sowie Sorgen um die Weltkonjunktur schlugen sich zunächst weltweit in kräftigen Kurseinbrüchen an den Aktienmärkten nieder; zugleich erreichten die Zinsaufschläge risikobehafteter Schuldverschreibungen teilweise neue Rekordstände. Bei einer deutlich gestiegenen Risikoaversion nahmen die Anleger wie bereits im Vorquartal umfangreiche Portfolioumschichtungen zugunsten sicherer Wertpapiere vor, wodurch die Renditen von Staatsanleihen erheblich unter Druck gerieten. Nachdem die Federal Reserve Mitte März den Zugang zu Liquidität erleichtert und den Leitzins erneut gesenkt hatte, setzte an den Märkten aber eine Gegenbewegung ein, die auch durch die Hoffnung unter Marktteilnehmern auf eine allenfalls milde US-Rezession gestützt wurde. Vor diesem Hintergrund zeigte sich der Euro an den Devisenmärkten vergleichsweise stark; er erreichte gegenüber wichtigen Währungen vorübergehend neue Höchststände, gab zum Ende der Berichtsperiode einen Teil seiner Kursgewinne aber wieder ab.

*Finanzmarkt-  
umfeld*

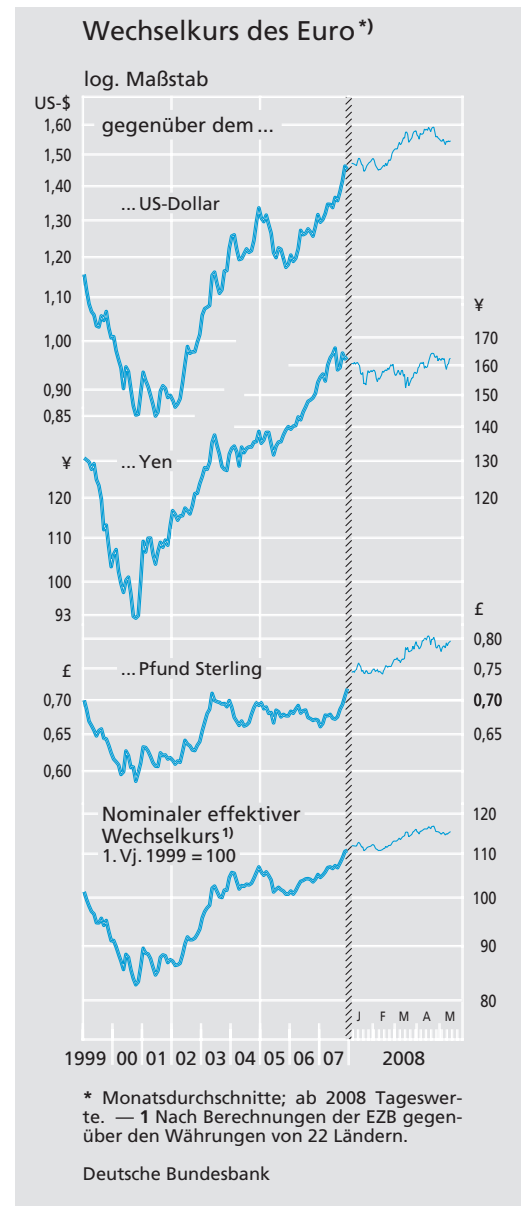
## Wechselkurse

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

Ungeachtet der beiden Leitzinssenkungen der Federal Reserve im Januar um insgesamt 125 Basispunkte bewegte sich der Euro gegenüber dem US-Dollar in den ersten beiden Monaten des Jahres 2008 zunächst allerdings überwiegend seitwärts in einem Band um 1,47 US-\$. Dabei könnten Befürchtungen eine Rolle gespielt haben, dass sich eine bevorstehende Konjunkturabschwächung in den Vereinigten Staaten möglicherweise auf den Euro-Raum übertragen würde. Als jedoch deutlicher zutage tretende Inflationsrisiken in der Europäischen Währungsunion eine Leitzinssenkung des Eurosystems nach Ansicht vieler Marktteilnehmer weniger wahrscheinlich machten und gleichzeitig vor dem Hintergrund schwacher Konjunkturdaten die Wachstumsprognosen für die US-Wirtschaft zurückgenommen wurden, schwenkte der Euro gegenüber dem US-Dollar Ende Februar in einen Aufwärtstrend ein. Mitte April erreichte die Gemeinschaftswährung mit knapp 1,60 US-\$ einen neuen historischen Höchststand, als Eurostat die Inflationsrate im Euro-Raum für März nach oben korrigierte und die Zinserwartungen generell anstiegen. Im Zuge eines schwächer als erwartet ausgefallenen ifo Geschäftsklimaindex gab der Euro-Dollar-Kurs in der Folgezeit allerdings wieder etwas nach; bei einer im historischen Vergleich hohen kurzfristigen Wechselkursvolatilität lag er zuletzt mit etwa 1,55 US-\$ gleichwohl 5 % höher als zu Jahresbeginn.

...gegenüber  
dem Yen...

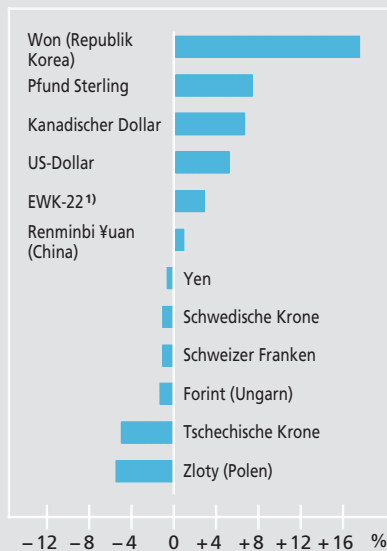
Der Euro hat sich gegenüber dem Yen in den ersten Monaten dieses Jahres – ungeachtet zum Teil starker Kursschwankungen – per sal-



do kaum verändert. Als Ursache für die im historischen Vergleich hohe Schwankungsfähigkeit des Euro-Yen-Kurses wird häufig die Rolle des Yen als Finanzierungswährung für Carry Trades angeführt. Im Umfeld dieser Transaktionen können sich Veränderungen der Risikowahrnehmung und -toleranz auf internationalen Aktien- und Rentenmärkten, ausgelöst beispielsweise durch die Belastungen am US-Hypothekenmarkt und deren An-

### Auf-/Abwertung des Euro gegenüber ausgewählten Währungen

2.1.2008 bis 15.5.2008



<sup>1)</sup> Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 22 Ländern.

Deutsche Bundesbank

steckungseffekte, unmittelbar auf die Nachfrage nach der japanischen Währung niederschlagen. Ein Indiz hierfür ist die seit einiger Zeit zu beobachtende positive Korrelation zwischen der Aktienkursentwicklung im Euro-Raum und dem Euro-Yen-Kurs. Darüber hinaus signalisierte der Tankan-Bericht der Bank von Japan Anfang April eine Eintrübung der Konjunkturaussichten, was zu der Ansicht beigetragen haben könnte, dass niedrige Zinsen in Japan weiterhin Grundlage für Carry Trades bleiben. Bei Abschluss des Berichts lag der Euro mit knapp 163 Yen nur unwesentlich unter dem Niveau zu Beginn des Jahres.

... und gegenüber dem Pfund Sterling

Ein sich weiter abkühlender Immobilienmarkt verbunden mit anhaltenden Problemen auf den Kreditmärkten im Vereinigten Königreich haben das Pfund Sterling im ersten Quartal

des Jahres 2008 belastet. Die zugleich bestehenden Inflationsrisiken verhinderten jedoch deutlichere Zinsschritte der Bank von England als die vorgenommenen Absenkungen im Februar und April. Vor diesem Hintergrund bewegte sich der Euro-Pfund-Kurs zunächst überwiegend seitwärts, bevor er Anfang März in einen Aufwärtstrend einschwenkte. Eine Reihe weiterer negativer Konjunkturnachrichten für die britische Wirtschaft ließen den Euro gegenüber dem Pfund Sterling Mitte April auf einen historischen Höchststand von gut 0,80 Pfund Sterling, rund 10 % über seinem Stand zu Beginn der Währungsunion, steigen. Zum Ende der Berichtsperiode lag der Euro kaum niedriger bei knapp 0,80 Pfund Sterling je Euro. Verglichen mit dem Jahresanfang bedeutete dies ein Plus von nahezu 9 %.

Die Wertentwicklung des Euro gegenüber anderen wichtigen Währungen seit Anfang des Jahres verlief zum Teil sehr heterogen. Merkliche Kursgewinne verzeichnete der Euro zum Beispiel gegenüber dem koreanischen Won (17 ½ %) und dem kanadischen Dollar (7 %), wohingegen er gegenüber der tschechischen Krone (– 5 %) und dem polnischen Zloty (– 5 ½ %) weiter nachgab. Im Durchschnitt gegenüber den im Wechselkursindex enthaltenen 22 wichtigen Währungen hat der Euro allerdings an Wert gewonnen, und er erreichte Mitte April 2008 einen neuen historischen Höchststand. Der effektive Wechselkurs notierte zuletzt 3 % über seinem Niveau vom Jahresanfang und etwa 12 % über dem Stand vom Beginn der Währungsunion. Real gerechnet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden

Effektiver Wechselkurs des Euro

### Wägungsschemata der Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft nach der Euro-Einführung in Malta und Zypern \*)

in Promille

Ländergruppe/Land	Preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber einem ...									
	... engen Länderkreis					... mittleren Länderkreis		... weiten Länderkreis		
	18 Handelspartner		19 Handelspartner	20 Handelspartner	22 Handelspartner	36 Handelspartner		56 Handelspartner		
	bis 1998 1)	1999 bis 2001 2)	2001 bis 2006 2) 3)	2007 2) 4)	ab 2008 2) 5)	bis 1998 1)	ab 1999 2)	bis 1998 1)	ab 1999 2)	
Enger Länderkreis	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	859,1	836,1	772,8	756,8	
Belgien	71,3	62,9	62,6	62,2	62,1	60,4	51,9	54,3	47,0	
Finnland	14,0	14,7	14,7	14,6	14,6	11,9	12,2	10,7	11,0	
Frankreich	150,5	142,2	141,4	140,5	140,3	127,5	117,3	114,7	106,2	
Griechenland	.	.	5,8	5,7	5,7	5,1	4,8	4,6	4,3	
Irland	13,0	24,5	24,3	24,2	24,1	11,0	20,2	9,9	18,3	
Italien	113,7	104,0	103,4	102,7	102,6	96,3	85,8	86,6	77,7	
Luxemburg	4,7	4,3	4,2	4,2	4,2	4,0	3,5	3,6	3,2	
Malta	.	.	.	.	0,7	0,6	0,6	0,5	0,5	
Niederlande	84,1	85,0	84,5	84,0	83,9	71,2	70,2	64,1	63,5	
Österreich	57,1	55,7	55,4	55,1	55,0	48,4	46,0	43,6	41,7	
Portugal	13,9	13,6	13,5	13,4	13,4	11,8	11,2	10,6	10,2	
Slowenien	.	.	.	6,2	6,2	5,7	5,2	5,1	4,7	
Spanien	46,2	48,3	48,0	47,7	47,7	39,1	39,9	35,2	36,1	
Zypern	.	.	.	.	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	
Dänemark	20,1	18,3	18,1	18,0	18,0	17,1	15,1	15,4	13,6	
Schweden	29,6	26,8	26,7	26,5	26,5	25,0	22,1	22,5	20,0	
Vereinigtes Königreich	107,8	108,0	107,3	106,7	106,6	91,4	89,1	82,2	80,7	
Norwegen	9,3	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	6,6	7,1	5,9	
Schweiz	54,5	48,8	48,5	48,2	48,1	46,2	40,2	41,5	36,4	
Japan	79,0	71,8	71,4	70,9	70,9	66,9	59,2	60,2	53,6	
Kanada	10,7	12,6	12,5	12,4	12,4	9,1	10,4	8,2	9,4	
USA	120,5	150,6	149,8	148,9	148,7	102,1	124,3	91,9	112,5	
Zusätzliche Länder des mittleren Länderkreises	.	.	.	.	.	140,9	163,9	126,8	148,4	
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	
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	
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	
Zusätzliche 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	1 000,0	1 000,0	

\* Eine Zusammenstellung der bisher verwendeten Gewichte findet sich in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Mai 2007, S. 36. — 1 Basis 1995 bis 1997. — 2 Basis 1999 bis 2001. — 3 Euro-

Einführung in Griechenland — 4 Euro-Einführung in Slowenien. — 5 Euro-Einführung in Malta und Zypern.

## Preisliche Wettbewerbsfähigkeit und Wirtschaftswachstum – ein nichtlinearer Zusammenhang?

Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft hat für die Entwicklung der deutschen Exporte im Vergleich zu dem Beitrag der Auslandsnachfrage zwar an Bedeutung verloren, übt aber nach wie vor einen signifikanten Einfluss aus.<sup>1)</sup> Vor dem Hintergrund der anhaltenden Stärke des Euro stellt sich in diesem Zusammenhang die Frage nach möglichen Auswirkungen auf die deutsche Konjunktur. Während die deutsche Exportwirtschaft die Kursgewinne des Euro seit dem Jahr 2001 alles in allem gut verkraftet hat, wird in der öffentlichen Diskussion zunehmend die Ansicht vertreten, der Euro-Dollar-Kurs habe inzwischen ein Niveau erreicht, bei dem eine weitere Aufwertung des Euro die deutschen Ausfuhren und letztlich auch die Konjunktur in Deutschland erheblich beeinträchtigen werde. Dieser Sichtweise liegt implizit die Annahme eines nichtlinearen Zusammenhangs zwischen realem Wechselkurs und Exportperformance beziehungsweise Wirtschaftswachstum zugrunde.

Im Folgenden wird dieser Fragestellung mit Hilfe ökonomischer Methoden nachgegangen, wobei die Nichtlinearität des Wechselkurseinflusses mittels der absoluten Abweichung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit von ihrem langfristigen Durchschnitt modelliert wird. Bei der Interpretation der Ergebnisse ist zu berücksichtigen, dass das Gewicht des US-Dollar in diesem Indikator für Deutschland mit etwa 15 % vergleichsweise gering ist, da ein hoher Anteil des deutschen Außenhandels mit Ländern der Europäischen Währungsunion abgewickelt wird.

Die Beziehung zwischen dem realen Wirtschaftswachstum in Deutschland ( $y_t$ ) und der relativen Veränderung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit<sup>2)</sup> ( $w_t$ ) kann natürlich von anderen Einflussgrößen überlagert werden. In der folgenden Schätzung sollen deshalb der Einfluss des langfristigen Realzinses<sup>3)</sup> ( $r_t$ ) sowie die Auswirkungen der Auslandsnachfrage<sup>4)</sup> ( $d_t$ ) berücksichtigt werden.

1 Vgl. die empirischen Untersuchungen von: J. Clostermann, The Impact of the Exchange Rate on Germany's Balance of Trade, Diskussionspapier der volkswirtschaftlichen Forschungsgruppe der Deutschen Bundesbank, Nr. 7/96, und K. Stahn, Has the export pricing behaviour of German enterprises changed? Empirical evidence from German sectoral export prices, Diskussionspapier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 37/2006. — 2 Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit ist definiert als der nominale Außenwert für

Des Weiteren könnten Persistenzen in der Konjunktur-entwicklung zu einem signifikanten Beitrag des verzögerten realen Wirtschaftswachstums für die aktuelle Wirtschaftsentwicklung führen. Um neben den linearen Effekten der genannten makroökonomischen Variablen mögliche nichtlineare Effekte von Veränderungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf das reale Wirtschaftswachstum zu identifizieren, wurde die folgende Gleichung (1) mit Hilfe eines STAR-Modells<sup>5)</sup> auf Basis von Quartalsdaten der Jahre 1993 bis 2006 geschätzt:

$$(1) y_t = \beta_0 + \beta_1 y_{t-1} + \beta_2 r_{t-4} + \underbrace{\delta \cdot \omega_t \cdot w_{t-lag}}_{\beta_{3t}} + \beta_4 d_t + \epsilon_t$$

wobei die Veränderungen des Wechselkurseinflusses durch den zeitvariablen Faktor

$$(2) \omega_t = \frac{2}{1 + \exp(\gamma \cdot |dev_{t-lag}|)}$$

beschrieben werden und einer logistischen Funktion folgen. Des Weiteren bedeutet  $|dev_{t-lag}|$  die absolute Abweichung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit von ihrem langfristigen Durchschnitt.<sup>6)</sup> Der langfristige Durchschnitt wird als „neutrales“ preisliches Wettbewerbsniveau interpretiert.<sup>7)</sup> Datenbasis für den langfristigen Durchschnitt ist die Zeit von 1975 bis 2006. Im „Gleichgewicht“ nimmt der zeitvariable Faktor  $\omega_t$  den Wert eins an, und der Einfluss der preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf das reale Wirtschaftswachstum wird durch die Konstante  $\delta$  beschrieben. Mit zunehmender Diskrepanz kann sich der marginale Einfluss im Extremfall verdoppeln (bei negativem  $y$ ) oder ganz verschwinden (bei positivem  $y$ ).

Die (Quasi-) Maximum-Likelihood-Schätzung der Gleichungen (1) und (2) liefert die in der folgenden Tabelle dargestellten Koeffizientenwerte. Tests auf Autokorrelation der Residuen und der quadrierten Residuen so-

Deutschland gegenüber 19 Industrieländern, bereinigt um die Preisentwicklungen des Gesamtabsatzes in Deutschland und diesen Staaten. Ein Anstieg des Index bedeutet eine Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft. — 3 Berechnet aus der Nominalverzinsung zehnjähriger Staatsanleihen und den Inflationserwartungen laut Consensus Forecast. — 4 Die reale Auslandsnachfrage wurde als gewichtetes geometrisches Mittel der deflationierten Importnachfrage der wichtigsten Handelspartner Deutsch-

wie Tests auf verbliebene Nichtlinearitäten zeigen zudem, dass das Modell hinreichend spezifiziert ist.

Aus den Schätzergebnissen geht zunächst hervor, dass alle Variablen bis auf das verzögerte reale Wirtschaftswachstum einen signifikanten Einfluss auf das reale Wirtschaftswachstum haben und die geschätzten Koeffizienten das erwartete Vorzeichen aufweisen. Die deutsche Wirtschaft profitiert danach von einem Anziehen der Auslandskonjunktur und einer realen effektiven Abwertung des Euro. Ein Anstieg des langfristigen Realzinses hemmt hingegen die Wirtschaftsentwicklung, wenn auch erst mit einer zeitlichen Verzögerung von etwa einem Jahr.

Die für diesen Abschnitt zentrale Frage nach potenziellen nichtlinearen Zusammenhängen auf das Wirtschaftswachstum ist anhand der Null-Hypothese eines konstanten Koeffizienten  $\beta_3$  ( $\gamma = 0$ ) zu belegen. Wie die Ergebnisse in der Tabelle zeigen, kann diese auf einem Signifikanzniveau von 1% abgelehnt werden. Das positive Vorzeichen des Koeffizienten  $\gamma$  impliziert, dass  $\omega_t$  mit zunehmender Abweichung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit von ihrem langfristigen Durchschnitt sinkt und gegen null konvergiert. Dementsprechend nimmt in Deutschland die Reagibilität des realen Wirtschaftswachstums bezüglich Veränderungen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit mit zunehmender Abweichung ab. Dieses Ergebnis steht im Widerspruch zu der eingangs zitierten Hypothese, die Bremseffekte auf die Konjunktur nähmen mit anhaltender Euro-Aufwertung überproportional zu. Offenbar wird die innere Stabilität der Realwirtschaft bei dieser pessimistischen Sichtweise unterschätzt.

Eine Erklärung für den hier beobachteten degressiven Einfluss der preislichen Wettbewerbsfähigkeit könnte darin liegen, dass im Falle einer Euro-Aufwertung zunächst die Exporte von Unternehmen betroffen sind,

lands berechnet. Dabei wurden derselbe Länderkreis und dieselben Handelsgewichte zugrunde gelegt wie bei der Berechnung des Index für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit. — 5 In einem Smooth-Transition-Autoregressive-(STAR-)Modell hängt der Zusammenhang zwischen zwei Größen von einer „Übergangsfunktion“ (Transition Function) ab. Diese wird so gewählt, dass sie einen „sanften“ Übergang zwischen den möglichen Extremwerten des STAR-Koeffizienten  $\beta_{3t}$  gewährleistet. Vgl.: Granger und Teräsvirta (1993), Modeling Nonlinear

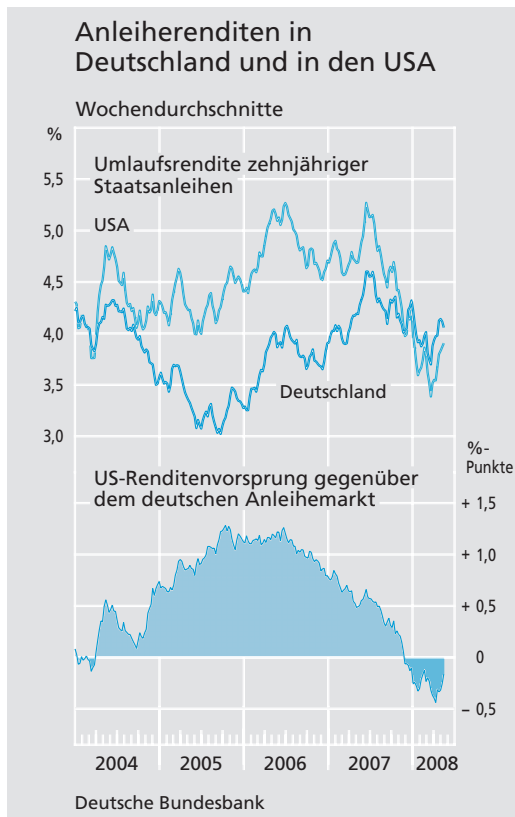
## Ein nichtlineares Modell des Wirtschaftswachstums

Position	$y_t$
$\beta_0$	0,0087 (3,29)***
$\beta_1$	- 0,0209 (- 0,18)
$\beta_2$	- 0,0019 (- 2,31)**
$\delta_1$ (lag = 2)	- 0,2761 (- 4,49)***
$\gamma$	28,371 (4,43)**
$\beta_4$	0,0804 (2,53)**

Pseudo-t-Werte in Klammern. \* (\*\*) [\*\*\*] bezeichnet ein Signifikanzniveau von 10 % (5 %) [1 %].

die in starkem Wettbewerb zu internationalen Anbietern stehen. Eine hohe Preiselastizität der ausländischen Nachfrage, die vorwiegend bei niedrig technologisierten Produkten anzutreffen sein wird, impliziert einen vergleichsweise geringen Mark-up in den in ausländischer Währung gesetzten Preisen, der mit steigendem Wechselkurs relativ rasch schwindet. In diesen Wirtschaftszweigen ist deshalb die Strategie des Pricing-to-Market nur sehr begrenzt möglich. Mit anhaltendem Aufwertungsdruck verbleiben auf dem Weltmarkt vermehrt Unternehmen mit einer starken Marktstellung und entsprechend niedriger Preiselastizität der Nachfrage. Die Wechselkursentwicklung verliert somit auch als Einflussgröße auf die Gesamtwirtschaft an Gewicht, was sich in dem oben beschriebenen, nichtlinearen Zusammenhang zwischen Wirtschaftswachstum und preislicher Wettbewerbsfähigkeit niederschlägt. Dieses Argument ist mit Blick auf die gute Positionierung deutscher Unternehmen im Bereich der Investitionsgüterindustrie nicht unplausibel.<sup>8)</sup>

Economic Relationships, Oxford University Press, Oxford. — 6 Spezifikationstests weisen auf das Vorliegen eines nichtlinearen Einflusses der absoluten Abweichung des realen Wechselkurses vom langfristigen Durchschnitt mit Lag 1 entlang einer logistischen Funktion hin. Vgl.: Teräsvirta (1994), Specification, Estimation, and Evaluation of Smooth Transition Autoregressive Models, Journal of the American Statistical Association, Vol. 89, S. 208–218. — 7 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Juni 2004. — 8 Vgl.: K. Stahn (2006), a. a. O.



Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und wichtigen Handelspartnern – ist der effektive Wechselkurs des Euro ebenfalls leicht gestiegen, was auf Einbußen an preislicher Wettbewerbsfähigkeit hindeutet. Aufgrund der seit Jahren vergleichsweise moderaten Preis- und Kostenentwicklung hierzulande ist die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft derzeit jedoch weiterhin als günstig einzuschätzen.<sup>1)</sup>

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

*Sinkende Kapitalmarktzinsen im Euro-Gebiet...*

Die Wertpapiermärkte gerieten im ersten Quartal 2008 erneut in die von den Kreditmärkten ausgehenden Turbulenzen. Der hohe Wertberichtigungsbedarf im Zusam-

menhang mit strukturierten Produkten setzte Finanzinstitute stark unter Druck und machte in Einzelfällen Auffanglösungen erforderlich. Zudem führten ungünstige Konjunkturdaten, insbesondere aus den USA, und steigende Rohstoffpreise weltweit zu Kurseinbrüchen an den Aktienmärkten. Angesichts sich ausbreitender Unsicherheit – abzulesen beispielsweise an stark gestiegenen Volatilitätsindizes – bevorzugten Anleger Staatsanleihen, die vor allem in unruhigen Zeiten Sicherheit und Liquidität bieten. Im Ergebnis kam es im Berichtszeitraum ausgehend von den USA zu einem zeitweilig deutlichen Renditerückgang bei entsprechenden Papieren. In der EWU betrug dieser für zehnjährige Titel vorübergehend über 50 Basispunkte, bei sehr liquiden Schuldverschreibungen wie Bundesanleihen sogar bis zu 70 Basispunkte. Erst Mitte März, als die Federal Reserve den Leitzins erneut kräftig senkte und gleichzeitig ein neues Kreditfenster für Primärhändler schuf, fand auch in der EWU eine „Bodenbildung“ bei einem Renditeniveau knapp unterhalb von 4% statt. In der Folgezeit flaute die „Flucht in die Qualität“ ab, und eine Gegenbewegung setzte ein. Aktuell liegt der Kapitalmarktzins für europäische Staatsschuldtitle bei etwas über 4¼% und damit nur noch leicht unter dem Stand von Ende 2007. Gestiegen sind dabei seit Mitte März sowohl die aus der Differenz von Nominal- und Realzinsen abgeleiteten Inflationserwartungen als

<sup>1</sup> Aufgrund des Beitritts von Malta und Zypern zur EWU wurden die Wägungsschemata der Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft angepasst. Darüber hinaus wurden Griechenland ab der dortigen Euro-Einführung 2001 und Slowenien ab 2007 in den engeren Länderkreis einbezogen. Die aktuellen Gewichte der Währungen wichtiger Handelspartner sind in der Tabelle auf S. 41 wiedergegeben.



auch die Realkomponente, in der sich der wieder etwas optimistischere wirtschaftliche Ausblick für den Euro-Raum spiegelt.

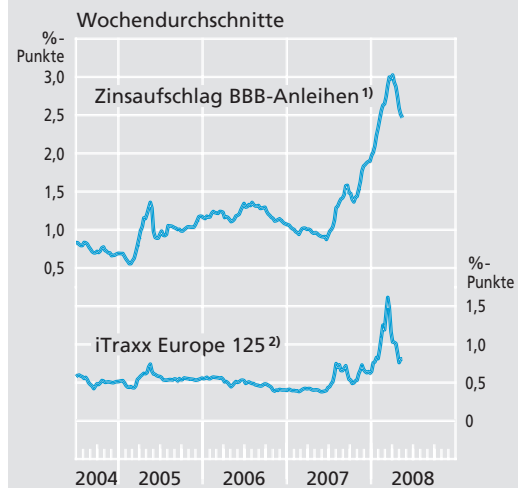
... und insbesondere im Dollar-Raum

Noch stärker als im Euro-Raum gingen im ersten Quartal die Renditen US-amerikanischer Staatsschuldtitel zurück, sodass sich der Zinsvorsprung von EWU-Anleihen vorübergehend auf über 70 Basispunkte ausweitete. Belastend wirkten insbesondere Befürchtungen, dass die Finanzmarkturbulenzen stark auf die Realwirtschaft ausstrahlen könnten. Mit der Aussicht auf eine Eindämmung der Krise und den Ende April veröffentlichten überraschend günstigen BIP-Zahlen, die Hoffnung auf eine allenfalls milde Rezession in den USA weckten, zogen die langfristigen Zinsen aber wieder deutlich an. Zuletzt lag das US-Zinsniveau für zehnjährige Staatsanleihen bei knapp unter 4% und damit nur noch zehn Basispunkte unterhalb der Rendite vom Jahresanfang.

Verschlechterte Finanzierungsbedingungen für Unternehmen

Die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen am Rentenmarkt haben sich seit Jahresbeginn im Ergebnis tendenziell weiter verschlechtert. Trotz der nachgebenden Zinsen für Staatsanleihen zogen die Umlaufrenditen für Unternehmensanleihen im Berichtszeitraum überwiegend an. So stiegen die Spreads für Unternehmen der niedrigsten „Investment-Grade“-Güteklasse BBB gegenüber EWU-Staatsanleihen um 55 auf zuletzt 250 Basispunkte. Zeitweilig hatten die Zinsaufschläge sogar über 300 Basispunkte betragen. Auf eine leichte Entspannung deuten auch die Prämien am Markt für Kreditrisikotransfer hin, an denen sich die Anlegereinschätzung des Kreditausfallrisikos ablesen

## 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.

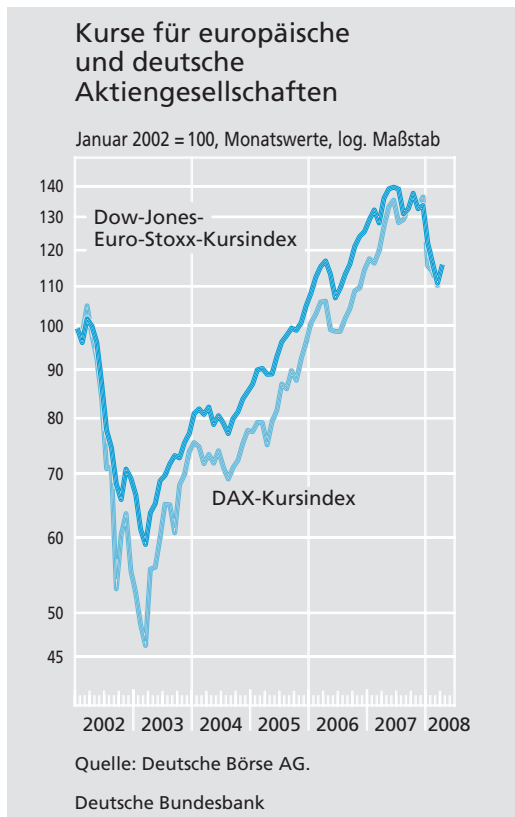
Deutsche Bundesbank

lässt. Nach den abrupten Neubewertungen der Risiken zu Beginn des Jahres versichern die Marktteilnehmer nun wieder für etwas geringere Zahlungen gegen Kreditausfälle.

Von der höheren Unsicherheit und der gestiegenen Risikoaversion der Marktteilnehmer war die Emissionstätigkeit am deutschen Rentenmarkt im ersten Quartal 2008 nur in Teilbereichen betroffen. Insgesamt belief sich der Brutto-Absatz inländischer Schuldverschreibungen auf ein neues Rekordniveau in Höhe von 391 Mrd € (Vorquartal: 338½ Mrd €). Nach Berücksichtigung der ebenfalls höheren Tilgungen und der Eigenbestandsveränderungen flossen deutschen Emittenten mit netto 12 Mrd € jedoch nur in geringem Umfang zusätzliche Mittel zu. Deutlich mehr, und zwar für 23½ Mrd €, wurden ausländische Schuld-

Hohe Emissionstätigkeit am Rentenmarkt





verschreibungen am deutschen Markt abgesetzt. Dies ist zwar gemessen an den beiden Vorquartalen eine Erholung des Absatzes gebietsfremder Zinstitel. Er liegt jedoch weiterhin deutlich unterhalb des Platzierungsvolumens in den Quartalen unmittelbar vor Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen (erstes Halbjahr 2007: 103 ½ Mrd €).<sup>2)</sup> Insgesamt betrug das Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Schuldverschreibungen im ersten Vierteljahr 35 ½ Mrd €, verglichen mit 38 ½ Mrd € im Schlussquartal 2007.

*Netto-Emission von Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand, ...*

Vor dem Hintergrund einer insgesamt günstigen Kassenlage hat die öffentliche Hand ihre Rentenmarktverschuldung im ersten Quartal nur leicht erhöht, und zwar um 3 Mrd €, nachdem sie im Dreimonatsabschnitt davor den Kapitalmarkt mit 28 ½ Mrd € in Anspruch

genommen hatte. Der Bund nahm von Januar bis März zwar Schuldverschreibungen für 6 ½ Mrd € zurück, darunter Schatzbriefe, Schatzanweisungen und Finanzierungsschätze (zusammen: ½ Mrd €) sowie vor allem Bundesobligationen (5 ½ Mrd €). Gleichzeitig emittierte er aber Bundesanleihen (8 ½ Mrd €) und stockte inflationsindexierte Anleihen auf (3 Mrd €), die aus Sicht des Emittenten vor allem dann relativ zu einer Nominalanleihe günstig sind, wenn die zukünftige Geldentwertung geringer ausfällt, als zum Emissionszeitpunkt von den Marktteilnehmern erwartet wird. Im Ergebnis beanspruchte der Bund – unter Berücksichtigung von Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen – den heimischen Rentenmarkt mit 5 Mrd €, während die Länder ihre Marktverschuldung um 2 Mrd € zurückführten.

Die heimischen Kreditinstitute reduzierten ihre Kapitalmarktverschuldung in den Monaten von Januar bis März um netto 3 Mrd €, nachdem auch in den beiden Quartalen davor die Tilgungen und Rücknahmen dominiert hatten. Dabei verringerten sie – dem Trend der letzten Jahre entsprechend – ihre Verschuldung über Öffentliche Pfandbriefe (14 Mrd €). Darüber hinaus tilgten sie aber auch flexibel ausgestaltete Sonstige Bankschuldverschreibungen (6 Mrd €), deren Netto-Emissionen seit dem Ausbruch der Krise im Sommer 2007 spürbar rückläufig sind und die zuvor im Quartalsdurchschnitt

*... aber Rückgang der Marktverschuldung der Kreditinstitute*

<sup>2</sup> Bei den in Deutschland abgesetzten ausländischen Schuldverschreibungen handelte es sich in erster Linie um forderungsbesicherte Wertpapiere (Asset Backed Securities), die – wie auch schon in den beiden Vorquartalen – per saldo überwiegend auf Fremdwährung lauteten und die inländische Institute zuletzt vermehrt in ihre Bücher genommen haben.

seit Bestehen der Währungsunion für 11 Mrd € begeben wurden. Zugenommen haben hingegen die Emissionen von Spezialkreditinstituten, die Papiere für 13 ½ Mrd € am deutschen Markt absetzten. Hinter dieser Zunahme verbergen sich zum Teil organisatorische Restrukturierungen innerhalb eines Finanzinstituts. Dabei wurden für das Emissionsgeschäft zuständige Geschäftsteile ins Inland verlagert, deren Absatz nun in Deutschland erfasst wird. Außerdem begaben inländische Kreditinstitute Hypothekendarlehen für 4 Mrd € und realisierten damit das höchste Netto-Emissionsvolumen für dieses Instrument seit fünf Jahren.

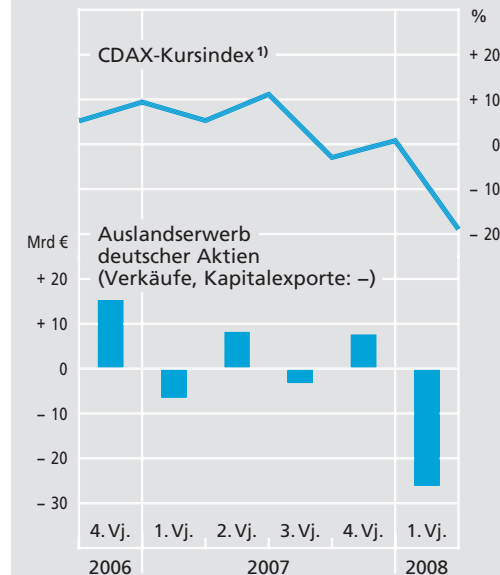
*Netto-Emissionen von Unternehmensanleihen*

Die nichtfinanziellen Unternehmen nahmen den Kapitalmarkt in einem Umfang von 12 Mrd € in Anspruch (nach 8 Mrd € im Vorquartal). Dabei erhöhten sie vor allem den Umlauf von kurzlaufenden Titeln um per saldo 12 Mrd €; zudem brachten sie längerfristige Titel im Wert von netto 1 Mrd € am Markt unter.

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

Im Dreimonatsabschnitt Januar bis März wurden deutsche Schuldverschreibungen nahezu ausschließlich von Investoren mit Sitz im Ausland erworben (35 ½ Mrd €). Hierbei fragten gebietsfremde Adressen lediglich Schuldverschreibungen privater Emittenten nach (41 ½ Mrd €). Bei der Interpretation der Zahlen ist allerdings zu beachten, dass im Ergebnis nur ein recht geringer Teil der erfassten Papiere von Privatinvestoren außerhalb des Bankensektors gehalten wird. Hinter den hohen Volumina verbergen sich insbesondere grenzüberschreitende Transaktionen zwischen verflochtenen Finanzkonzernen, bei

### CDAX und Auslandserwerb deutscher Aktien



<sup>1)</sup> Quelle: Deutsche Börse AG. Vierteljahresendstände, Veränderung gegenüber Vorperiode.

Deutsche Bundesbank

denen in Deutschland aufgelegte Finanzprodukte (in erster Linie Zertifikate und Optionscheine) „en bloc“ an verbundene Unternehmen abgegeben und dort dann bis zur Endfälligkeit gehalten werden, wenn sie nicht an private Endkunden weiterverkauft werden können.<sup>3)</sup> Den Bestand an öffentlichen Schuldverschreibungen reduzierten gebietsfremde Anleger im ersten Vierteljahr hingegen um 6 Mrd €. Dabei traten sie ausschließlich im Februar als Verkäufer deutscher Staatsanleihen auf, als nach den massiven Kursverlusten an den Aktienmärkten im Januar und den erneut aufflammenden Stabilitätssorgen im März eine kurze Phase der Ruhe eingetreten war. Deutsche Anleger nah-

<sup>3)</sup> Siehe hierzu auch die Erläuterungen in: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2007, Monatsbericht, März 2008, S. 26 ff.

**Mittelanlage an den deutschen  
Wertpapiermärkten**

Mrd €

Position	2007		2008
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	66,5	- 48,1	0,3
Kreditinstitute	46,0	25,4	19,7
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	49,4	29,5	14,3
Nichtbanken	20,5	- 73,5	- 19,3
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	6,0	- 50,5	- 28,6
Ausländer	48,2	86,6	35,5
<b>Aktien</b>			
Inländer	- 6,0	9,8	19,5
Kreditinstitute	5,0	5,3	0,9
darunter:			
inländische Aktien	1,3	2,7	9,0
Nichtbanken	- 11,0	4,5	18,6
darunter:			
inländische Aktien	8,5	- 3,0	18,0
Ausländer	- 6,5	3,5	- 25,9
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	12,3	9,2	- 4,0
Anlage in Publikumsfonds	0,0	- 0,3	- 1,4
darunter: Aktienfonds	- 2,6	- 0,1	- 3,4

Deutsche Bundesbank

men dagegen per saldo kaum Zinspapiere in ihre Depots (½ Mrd €). Während inländische Nichtbanken Schuldverschreibungen für netto 19½ Mrd € abgaben,<sup>4)</sup> weiteten heimische Kreditinstitute ihr Rentenmarktengagement in ähnlichem Umfang aus. Knapp drei Viertel dieses Betrages investierten sie in ausländische Anleihen (14½ Mrd €), bei denen es sich zum Teil auch um nun übernommene Asset Backed Securities eigener Verbriefungsgesellschaften handelte.

Die erwähnten Verwerfungen an den Kreditmärkten sowie Konjunktursorgen schlugen sich zu Jahresbeginn weltweit an den Aktienmärkten in kräftigen Kurseinbrüchen nieder. Erst Mitte März nach der Übernahme eines in Bedrängnis geratenen US-amerikanischen Wertpapierhauses sowie zins- und liquiditäts-

politischen Maßnahmen der Fed setzte eine gewisse Erholung an den internationalen Aktienbörsen ein. Zur verbesserten Stimmung unter den Marktteilnehmern dürften außerdem umfangreiche Eigenkapitalerhöhungen einiger US-Banken sowie zum Teil überraschend gute Quartalsergebnisse beigetragen haben. Offenbar werteten die Marktakteure auch massive Wertberichtigungen großer Bankhäuser positiv als transparenzfördernd. Hinzu kamen die relativ robuste Konjunktur im Euro-Raum, erste Anzeichen einer Entspannung an den Kreditmärkten und die sich zunehmend verfestigende Hoffnung auf eine allenfalls milde Rezession in den USA. In diesem Umfeld konnten die Aktienkurse – und insbesondere die Kurse von Banktiteln – einen Teil der vorangegangenen Verluste wieder wettmachen. Im Ergebnis verzeichneten deutsche und europäische Dividentitel gemessen an den marktbreiten Indizes CDAX und Dow Jones Euro Stoxx seit Jahresbeginn Kurseinbußen in Höhe von 13 % beziehungsweise 11 %, während der US-amerikanische S&P 500 5 % an Wert verlor.

Vor dem Hintergrund der Kursverluste hat sich die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt im ersten Quartal abgeschwächt. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für 1 Mrd €, nach 3 Mrd € im vierten Quartal 2007. Hierbei handelte es sich überwiegend um börsennotierte Dividentitel. Zudem veräußerten Inländer ausländische Aktien für netto 7½ Mrd €.

... zuletzt aber wieder Kurs-  
erholung

Mittel-  
aufnahme am  
Aktienmarkt  
abgeschwächt

Kräftige Kurs-  
einbrüche an  
den Aktien-  
märkten bis  
Mitte März, ...

<sup>4</sup> Der Wertpapiererwerb inländischer Nichtbanken wird als Residuum ermittelt. Die Zahlenwerte sind dadurch mit erhöhter Unsicherheit behaftet.

*Aktienwerb*

Im ersten Quartal traten inländische Nichtbanken mit 18 Mrd € als stärkste Erwerbergruppe am Aktienmarkt in Erscheinung. Die Banken nahmen Dividendenwerte für insgesamt 1 Mrd € in ihre Portefeuilles. Gebietsfremde Anleger reduzierten dagegen ihre Bestände an inländischen Aktien um 26 Mrd €, wobei es sich per saldo ausschließlich um Portfolioinvestitionen handelte.<sup>5)</sup>

*Absatz von  
Investment-  
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften mussten im ersten Quartal Mittelabflüsse im Umfang von 5½ Mrd € hinnehmen, nach einem positiven Mittelaufkommen von knapp 9 Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die Abflüsse betrafen mit 4 Mrd € vor allem die institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds, während Publikumsfonds in geringerem Ausmaß betroffen waren (1½ Mrd €). Bei den Publikumsfonds mussten vor allem Aktienfonds Anteilscheine zurücknehmen (3½ Mrd €), gefolgt von Rentenfonds (2 Mrd €) und Geldmarktfonds (1½ Mrd €). Hingegen konnten Offene Immobilienfonds, Gemischte Fonds und Gemischte Wertpapierfonds Zertifikate unterbringen (3 Mrd €, 1½ Mrd € bzw. ½ Mrd €). Anteilscheine ausländischer Fondsgesellschaften wurden netto für 17 Mrd € am deutschen Markt abgesetzt.

*Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten*

Erworben wurden Investmentzertifikate im ersten Quartal ausschließlich von inländischen Nichtbanken (16½ Mrd €), die im Ergebnis nur Fondsanteile ausländischer Kapitalanlagegesellschaften in ihre Portefeuilles nahmen (19 Mrd €). Ausländische Anleger reduzierten

<sup>5</sup> Zu den Direktinvestitionen siehe S. 50.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €	2007		2008
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 46,5	+ 53,3	+ 48,0
Außenhandel 1) 3)	+ 49,4	+ 49,2	+ 50,7
Dienstleistungen 1)	- 2,5	- 2,5	- 1,6
Erwerbs- und Vermögenseinkommen 1)	+ 13,0	+ 14,5	+ 12,7
Laufende Übertragungen 1)	- 10,9	- 5,8	- 11,6
II. Vermögensübertragungen 1) 4)	+ 0,2	- 0,7	+ 0,5
III. Kapitalbilanz 1)			
(Netto-Kapitalexport: -)	- 55,7	- 66,2	- 70,0
1. Direktinvestitionen	- 10,6	- 36,0	- 45,3
Deutsche Anlagen im Ausland	- 18,2	- 41,7	- 48,0
Ausländische Anlagen im Inland	+ 7,6	+ 5,7	+ 2,7
2. Wertpapiere	- 19,8	+ 85,1	- 21,2
Deutsche Anlagen im Ausland	- 62,4	- 9,6	- 29,1
Aktien	+ 13,9	+ 6,7	+ 11,4
Investmentzertifikate	- 12,4	- 9,8	- 16,9
Schuldverschreibungen	- 63,9	- 6,5	- 23,6
Anleihen 5)	- 59,4	- 0,4	- 19,7
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 47,6	+ 4,1	- 5,0
Geldmarktpapiere	- 4,5	- 6,1	- 3,9
Ausländische Anlagen im Inland	+ 42,6	+ 94,6	+ 7,9
Aktien	- 6,4	+ 7,5	- 26,1
Investmentzertifikate	+ 0,7	+ 0,5	- 1,4
Schuldverschreibungen	+ 48,2	+ 86,6	+ 35,5
Anleihen 5)	+ 38,0	+ 70,3	+ 18,3
darunter: öffentliche Anleihen	- 3,9	+ 35,3	- 1,9
Geldmarktpapiere	+ 10,3	+ 16,3	+ 17,2
3. Finanzderivate 6)	- 8,1	- 27,2	- 18,5
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	- 17,3	- 88,6	+ 16,2
Monetäre Finanzinstitute 8)	- 10,6	- 55,5	+ 18,0
darunter: kurzfristig	+ 8,9	- 19,5	+ 46,4
Unternehmen und Privatpersonen	- 5,3	- 10,4	- 1,2
darunter: kurzfristig	+ 3,0	- 1,5	- 5,4
Staat	+ 13,8	- 7,2	+ 6,2
darunter: kurzfristig	+ 14,6	- 8,0	+ 7,4
Bundesbank	- 15,3	- 15,5	- 6,8
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 9)	+ 0,1	+ 0,7	- 1,2
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)	+ 9,0	+ 13,5	+ 21,5

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

ihr Engagement in inländischen Fonds um 1½ Mrd €; die Kreditinstitute trennten sich von in- und ausländischen Investmentzertifikaten im Umfang von 3½ Mrd €.

## Direktinvestitionen

### *Fusionen und Übernahmen*

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Finanzmarktkrise ist auch ein Rückgang der weltweiten Fusionen und Übernahmen zu erkennen. Insgesamt scheinen jedoch eher größere Transaktionen auszubleiben, deren Finanzierung im aktuellen Umfeld erschwert sein dürfte. Ein ähnliches Bild zeigt sich auch für Deutschland: Das Volumen der abgeschlossenen grenzüberschreitenden Fusionen und Übernahmen belief sich in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres auf 14 Mrd €, nach 35½ Mrd € im Vorquartal.<sup>6)</sup>

### *Direktinvestitionen*

Im gleichen Zeitraum kam es bei den Direktinvestitionen, die einen breiteren Fokus haben und unter anderem auch Neugründungen von Auslandsniederlassungen, reinvestierte Gewinne und Kredittransaktionen verbundener Unternehmen einschließen, zu Netto-Kapitalexporten in Höhe von 45½ Mrd €. Die Kapitalabflüsse lagen damit höher als im Vorquartal und deutlich über dem Durchschnitt des Jahres 2007.

Maßgeblich zu den Kapitalexporten beigetragen haben deutsche Unternehmen, die ihren gebietsfremden Niederlassungen zusätzliche Mittel im Umfang von 48 Mrd € zur Verfügung stellten. In erster Linie stockten sie ihre Kapitalbeteiligungen an ausländischen Unternehmen auf (22½ Mrd €). Daneben spielten aber auch Direktinvestitionskredite an die Tochterunternehmen (16½ Mrd €) und reinvestierte Gewinne der Auslandsniederlassungen (9 Mrd €) eine Rolle. Im Fokus standen Transaktionen von Holdinggesellschaften (10½ Mrd €), des Fahrzeugbaus (7½ Mrd €) und der Kreditinstitute (6 Mrd €). Hauptzielländer deutscher Investoren waren die 14 alten EU-Länder (28 Mrd €), darunter das Vereinigte Königreich (9½ Mrd €), die Niederlande (9 Mrd €) sowie Frankreich (6½ Mrd €).

Die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland beliefen sich im abgelaufenen Quartal auf 2½ Mrd €. Leichten Zuflüssen von Beteiligungskapital und bei den reinvestierten Gewinnen standen Abflüsse im Kreditverkehr gegenüber. Hier wurden im Wesentlichen kurzfristige, den hiesigen Töchtern zuvor gewährte Finanzkredite an die ausländischen Mütter zurückgezahlt.

---

<sup>6</sup> Quelle: Zephyr, Bureau van Dijk.