

Finanzmärkte

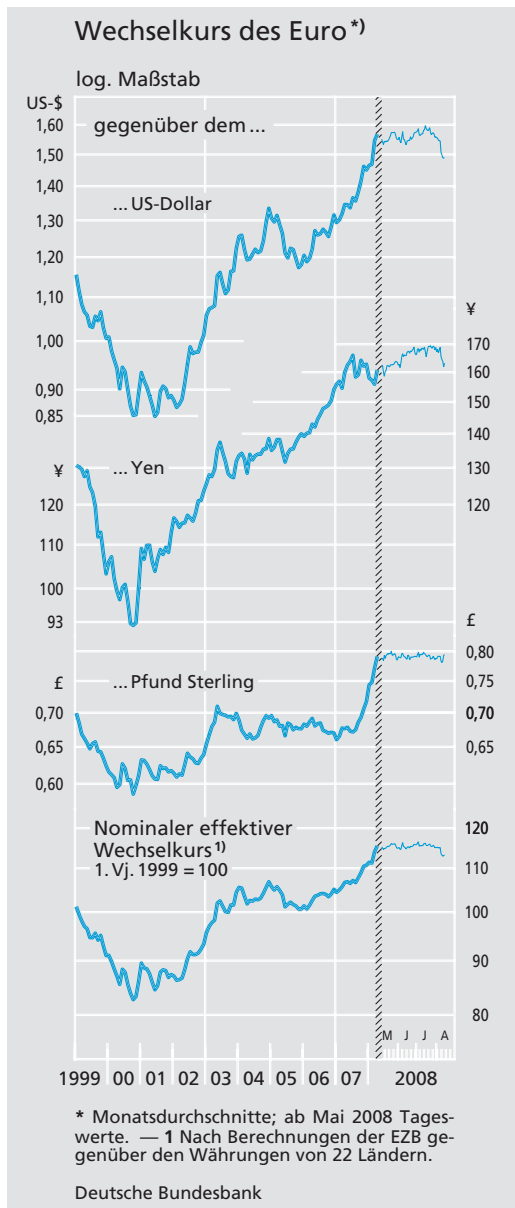
Tendenzen an den Finanzmärkten

Die internationalen Finanzmärkte standen im zweiten Quartal 2008 im Zeichen anhaltender Sorgen über das Ausmaß der erforderlichen Wertberichtigungen im Finanzsektor und einer zunehmenden Konjunkturskepsis. Gleichzeitig hat sich das Preisklima weltweit deutlich eingetrübt. Vor dem Hintergrund stark gestiegener Preise für Nahrungsmittel und Energie und zunächst noch vergleichsweise robuster Konjunktursignale aus dem Euro-Raum stiegen die Inflationserwartungen auf beiden Seiten des Atlantiks deutlich. Angesichts der sich abzeichnenden stabilitätspolitischen Risiken beschloss der EZB-Rat im Juli eine Leitzinserhöhung um 25 Basispunkte. In diesem Umfeld zogen die Renditen europäischer Staatsanleihen merklich an. Die Aktienmärkte, die zu Beginn des Quartals noch von relativ positiven Gewinnmeldungen der Unternehmen gestützt wurden, gerieten dagegen in den Sommermonaten bei einem weiterhin sehr geringen Risikoappetit durch die zunehmende Befürchtung einer konjunkturellen Eintrübung und neue Sorgen über die Auswirkungen der US-Hypothekenkrise unter Druck und verzeichneten im Ergebnis Kursverluste. Am Devisenmarkt zeigte sich der Euro gegenüber dem US-Dollar und dem Yen zeitweilig ausgesprochen fest. Zuletzt musste er aber deutliche Einbußen hinnehmen.

*Finanzmarkt-
umfeld*

Wechselkurse

Vor dem Hintergrund wechselnder Einschätzungen über die weitere Entwicklung der internationalen Zinsdifferenzen bewegte sich



Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar, ...

der Euro-Dollar-Kurs im Berichtszeitraum zunächst ohne klar erkennbaren Trend. So drehten sich die Zinserwartungen zugunsten des Euro, als im Mai überraschend hohe Wachstums- und Preissteigerungsraten für das Euro-Währungsgebiet veröffentlicht wurden, woraufhin sich der Euro aufwertete. Anfang Juni musste er diese Wertzuwächse aber wieder abgeben, als die US-Notenbank vor den Inflationsgefahren der Dollarschwäche warnte.

Die Erwartungen einer geldpolitischen Richtungsänderung der Federal Reserve schienen damals auch durch die relativ günstigen Daten für die US-Einzelhandelsumsätze bestärkt zu werden, wodurch der US-Dollar gegenüber wichtigen Währungen zusätzlich gestützt wurde.

Bereits Mitte Juni geriet der US-Dollar jedoch wieder unter Abwertungsdruck, als Äußerungen verschiedener Vertreter des EZB-Rats angesichts der gestiegenen Inflationsrisiken im Euro-Raum eine Zinserhöhung in der nächsten Sitzung wahrscheinlicher erscheinen ließen. Der Zinsschritt des Eurosystems Anfang Juli war an den Märkten mithin überwiegend erwartet worden und hatte dann keinen unmittelbaren Einfluss auf die Entwicklung des Euro-Dollar-Kurses mehr. Diskussionen über eine befürchtete Zahlungsunfähigkeit mehrerer großer US-Hypothekenfinanzierer haben die Krise am US-Immobilienmarkt in der Folgezeit wieder stärker in das Bewusstsein der Anleger gerückt und den US-Dollar belastet. Mitte Juli erreichte der Euro-Dollar-Kurs mit 1,60 US-\$ kurzzeitig einen neuen historischen Höchstwert. Neuerliche Spekulationen auf eine baldige Zinserhöhung der amerikanischen Zentralbank, die sich an die Veröffentlichung des Protokolls der vorangegangenen FOMC-Sitzung knüpften, in der sich einige Mitglieder für eine baldige Heraufsetzung der Leitzinsen ausgesprochen hatten, stärkten den US-Dollar später wieder. Zudem schätzten die Marktteilnehmer die Konjunkturrisiken für den Euro-Raum höher ein. Dies belastete den Euro-Dollar-Kurs zusätzlich. Bei Abschluss dieses Berichts lag er bei 1,49 US-\$

und damit knapp 1½ % über seinem Stand zu Beginn des Jahres.

... gegenüber dem Yen...

Im Gegensatz zu den wechselnden Zinserwartungen im Euro-Währungsgebiet und in den USA wurde für Japan über den gesamten Berichtszeitraum am Markt damit gerechnet, dass die Bank von Japan an der neutralen Ausrichtung ihrer Geldpolitik noch längere Zeit festhalten und damit der Zinsnachteil des Yen tendenziell eher steigen würde. Gegenüber dem Yen hat sich der Euro daher ebenfalls zunächst weiter aufgewertet. Diese Tendenz wurde Anfang Juli durch die Veröffentlichung des Tankan-Berichts der Bank von Japan verstärkt, wonach sich das Geschäftsklima unter den großen Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes Japans im zweiten Quartal deutlich abgekühlt hat. Am 23. Juli erreichte der Euro mit 170 Yen den bislang höchsten Stand seit Beginn der Währungsunion. Zuletzt notierte er mit 163 Yen aber wieder schwächer und auch 1 % niedriger als zu Jahresbeginn.

... und gegenüber dem Pfund Sterling

Gegenüber dem Pfund Sterling bewegte sich der Euro im Berichtszeitraum überwiegend in einem engen Band zwischen 0,78 und 0,80 Pfund. Angesichts des hohen Inflationsdrucks im Vereinigten Königreich und steigender Inflationserwartungen wurde an den Märkten damit gerechnet, dass die Bank von England ihre geldpolitische Lockerung – trotz der Konjunkturschwäche – nicht weiter fortsetzt. Tatsächlich hat sie den Leitzins seit der letzten Herabsetzung im April unverändert gelassen. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro-Pfund-Kurs bei knapp 0,80 Pfund Sterling

und damit etwa 8½ % über seiner Notierung vom Jahresanfang.

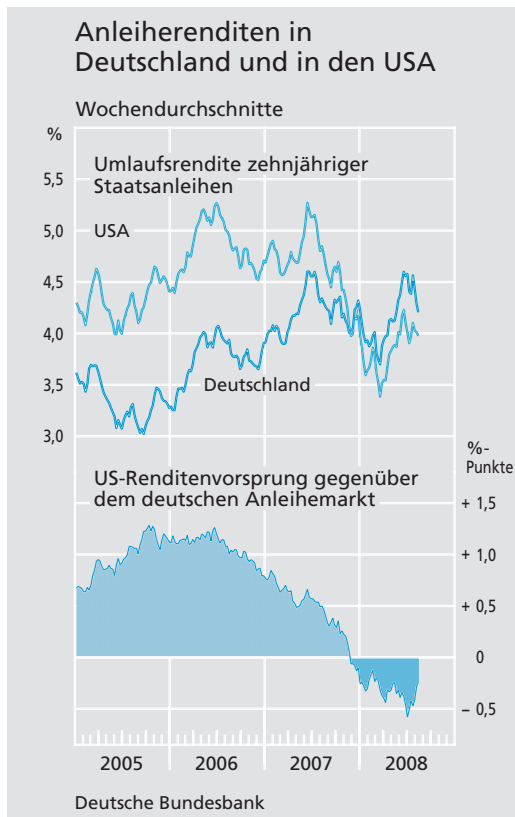
Gegenüber einigen anderen wichtigen Währungen hat der Euro seit Ende März dagegen spürbar nachgegeben. Merklige Kursverluste verzeichnete er etwa gegenüber dem ungarischen Forint (– 8½ %), dem chinesischen Renmimbi (– 8 %) und dem polnischen Zloty (– 6 %). Auch gegenüber der slowakischen Krone, deren Leitkurs im Rahmen des WechselkursmechanismusII mit Wirkung vom 29. Mai um über 17½ % angehoben wurde, wertete sich der Euro im Berichtszeitraum ab (– 7 %). Im Durchschnitt ist der Euro gegenüber den im Wechselkursindex enthaltenen 22 wichtigen Währungen seit Ende März daher um 2½ % gesunken. Auch real gerechnet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und seinen wichtigen Handelspartnern – gab der effektive Wechselkurs des Euro im Berichtszeitraum leicht nach. Er lag jedoch noch knapp 10½ % über seinem Wert zu Beginn der Währungsunion.

Effektiver Wechselkurs des Euro

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Der europäische Rentenmarkt stand im Frühjahr und Frühsommer in einem Spannungsfeld von höherem Inflationsdruck einerseits und aufkommenden Konjunktursorgen sowie erneut aufflammenden Befürchtungen über die Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen andererseits. Vor allem durch Meldungen steigender Nahrungsmittelpreise und sich ver-

Anstieg der Kapitalmarktzinsen



teuender Energieträger trübten sich weltweit die Inflationsaussichten ein. Zugleich deuteten teils robuste Konjunkturindikatoren zunächst auf eine stabile wirtschaftliche Lage in Deutschland und im Euro-Raum hin. In der Folge zogen die Umlaufrenditen zehnjähriger EWU-Staatsanleihen bis Anfang Juli um etwa drei Viertel Prozentpunkte auf fast 5 % an. Neben den höheren langfristigen Inflationserwartungen kommt in dieser Entwicklung auch ein Anstieg der langfristigen Realzinsen zum Ausdruck, die – gemessen an der Rendite inflationsindexierter Anleihen – vorübergehend auf gut 2¼% zulegten. Eine Reihe von ungünstigen Wirtschaftsdaten für das Euro-Währungsgebiet und Deutschland brachte die europäischen Kapitalmarktzinsen im Verlauf des Juli dann allerdings vor allem in den kürzeren und mittleren Laufzeitberei-

chen in nominaler und realer Rechnung wieder unter Druck. Bei Abschluss dieses Berichts lagen die Umlaufrenditen zehnjähriger Staatsanleihen bei knapp 4½ %.

Mit dem Anstieg der Kapitalmarktzinsen haben sich auch die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen am Rentenmarkt im zweiten Quartal tendenziell verschlechtert, zumal ihre Ertragsaussichten vom Markt ungünstiger eingeschätzt wurden. Die Spreads für Unternehmen der niedrigsten „Investment-Grade“-Güteklasse BBB gegenüber EWU-Staatsanleihen, die gegen Ende des ersten Quartals ein Rekordniveau erreicht hatten, engten sich im Ergebnis allerdings geringfügig ein, nämlich um 13 auf zuletzt 295 Basispunkte. Das weiterhin hohe Niveau der Zinsaufschläge deutet auf einen anhaltend geringen Risikoappetit der Marktteilnehmer und auf erhebliche Liquiditätsprämien hin. Dies zeigt sich auch daran, dass die Prämien am relativ liquiden Markt für Kreditrisikotransfer im Vergleich zu den Zinsaufschlägen etwas stärker gesunken sind.

Verschlechterte Finanzierungsbedingungen für Unternehmen

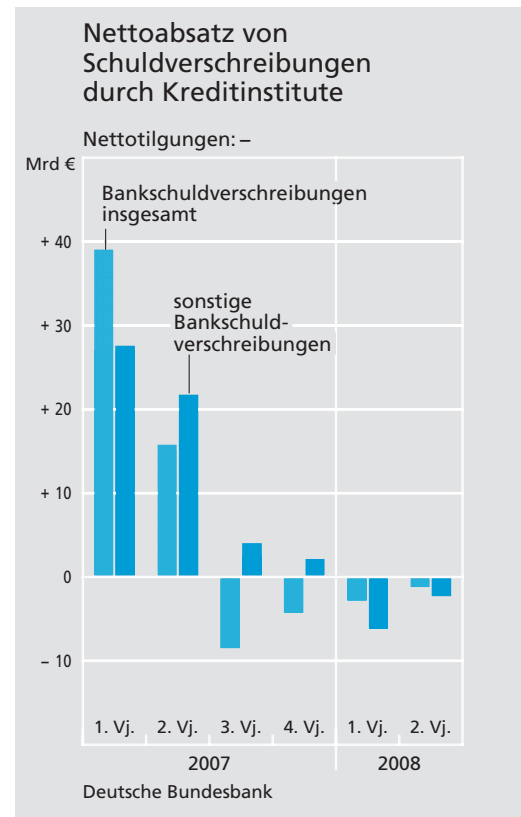
Die Unsicherheit an den Finanzmärkten und die ausgeprägte Risikoscheu der Anleger haben im zweiten Quartal 2008 in Teilbereichen des deutschen Rentenmarkts deutliche Spuren in der Emissionstätigkeit hinterlassen. Zwar wurden inländische Schuldverschreibungen im Rekordvolumen von insgesamt 401 Mrd € abgesetzt, nachdem bereits im Vorquartal ein Spitzenwert verzeichnet worden war (391 Mrd €). Jedoch nahmen die Emittenten nach Berücksichtigung von ebenfalls hohen Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen den Kapitalmarkt per saldo mit nur

Weiterhin hohe Emissionstätigkeit am Rentenmarkt

knapp 1 Mrd € in Anspruch. Im vorangegangenen Quartal waren noch für 12 Mrd € heimische Schuldverschreibungen am deutschen Markt untergebracht worden. Rückläufig war auch der Absatz ausländischer Anleihen und Geldmarktpapiere in Deutschland (24 Mrd €, nach 32 ½ Mrd €), wobei es bei den einzelnen Instrumenten zu gegenläufigen Entwicklungen kam. So wurden erstmals seit Ausbruch der Finanzmarkturbulenzen in größerem Umfang auf Euro lautende Schuldverschreibungen, die von gebietsfremden öffentlichen und privaten Emittenten begeben wurden, am heimischen Markt abgesetzt (31 ½ Mrd €). Auf Fremdwährung lautende Zinstitel wurden hingegen per saldo zurückgegeben (7 ½ Mrd €), nachdem heimische Adressen zwischen Juli 2007 und März 2008 für 41 ½ Mrd € solche Emissionen, bei denen es sich häufig um forderungsunterlegte Wertpapiere (ABS) gehandelt hatte, übernommen hatten. Insgesamt kamen am deutschen Rentenmarkt im zweiten Quartal 2008 rund 25 Mrd € auf, verglichen mit 44 ½ Mrd € in der Vorperiode.

*Geringes
Mittel-
aufkommen
der öffentlichen
Hand*

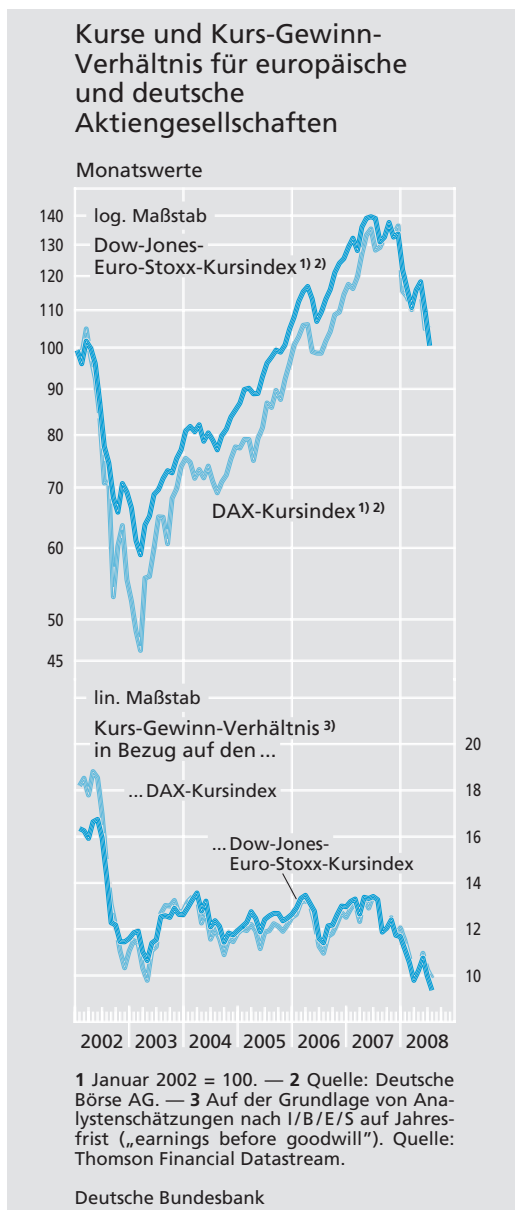
Unter den inländischen Emittentengruppen hatte nach Berücksichtigung von Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen alleine die öffentliche Hand Mittelzuflüsse zu verzeichnen. Sie nahm den Kapitalmarkt – auch aufgrund der günstigen Kassenlage – von April bis Juni allerdings mit nur 3 ½ Mrd € in Anspruch, und damit in ähnlicher Größenordnung wie in den ersten drei Monaten dieses Jahres. Etwas stärker als im Vorquartal bauten die Länder ihre Rentenmarktverschuldung aus (3 Mrd €), während der Bund mit netto knapp ½ Mrd € den Kapitalmarkt kaum beanspruchte. Allerdings emittierte er im länger-



fristigen Laufzeitbereich zehnjährige Bundesanleihen für 6 ½ Mrd €, darunter auch inflationsindexierte Schuldverschreibungen, die sich aus Sicht des Emittenten vor allem dann lohnen, wenn sich das Preisklima besser entwickelt, als zum Zeitpunkt der Emission von den Zeichnern der Anleihe angenommen wird. Daneben begab er zweijährige Schatzanweisungen (1 Mrd €) und tilgte per saldo 30-jährige Anleihen, fünfjährige Obligationen sowie Schatzbriefe, unverzinsliche Bubills und Finanzierungsschätze für zusammen 7 Mrd €.

Die Kreditinstitute reduzierten hingegen den Umlauf eigener Anleihen und Geldmarktpapiere um per saldo 1 Mrd €. Seit dem Ausbruch der Krise in den Sommermonaten 2007 haben sie damit ihre Kapitalmarktverschuldung um 16 ½ Mrd € zurückgeführt.

*Nettotilgungen
der Kredit-
institute...*



Ausschlaggebend für die Entwicklung im letzten Quartal waren dabei die Tilgungen von Öffentlichen Pfandbriefen (11 Mrd €) und Hypothekendarlehen (2 Mrd €), deren Umlauf seit Jahren sinkt. Bemerkenswert war zudem der Umschwung bei den flexibel ausgestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen, deren Nettoemissionen im Quartalsdurchschnitt seit Bestehen der Währungsunion bis Mitte 2007 bei 11½ Mrd € gelegen

hatten und die nun im zweiten Quartal in Folge per saldo getilgt wurden (2½ Mrd €, nach 6 Mrd € in den ersten drei Monaten dieses Jahres). Weitgehend auf Vorquartalsniveau blieb der Absatz der Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten (14 Mrd €, nach 13½ Mrd €), deren Emissionsvolumen zu Anfang des Jahres deutlich zugenommen hatte, als ein Finanzinstitut für das Belegungsgeschäft zuständige Abteilungen ins Inland verlegte.

Auch die nichtfinanziellen Unternehmen haben per saldo ihre Kapitalmarktverbindlichkeiten zurückgeführt (1 Mrd €). Zwar begaben sie längerfristige Titel für 4½ Mrd €. Gleichzeitig tilgten sie aber in den Monaten April bis Juni kräftig Geldmarktpapiere, die seit Beginn der Anspannungen an den Finanzmärkten zeitweilig auf ein nur geringes Interesse der Investoren gestoßen sind.

... und der
Unternehmen

Beim Erwerb von Schuldverschreibungen waren im zweiten Quartal 2008 erneut gebietsfremde Anleger sehr aktiv. Öffentliche Schuldtitel nahmen sie für 27 Mrd € in ihre Depots, und zwar ausschließlich in den Monaten Mai und Juni, als die Investoren auf der Suche nach sicheren und liquiden Instrumenten offenbar deutsche Staatspapiere bevorzugt kauften. Die Statistik weist darüber hinaus hohe Anlagebeträge beim Erwerb von Schuldverschreibungen privater Emittenten durch ausländische Adressen aus (30½ Mrd €). Bei diesen grenzüberschreitend erfassten Transaktionen handelt es sich zum Teil um in Deutschland aufgelegte Zertifikate und Optionscheine, die blockweise an verbundene Auslandsunternehmen abgegeben und

Erwerb von
Schuldver-
schreibungen

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.¹⁾ Deutsche Anleger trennten sich hingegen per saldo von Zinstiteln. Die Verkäufe sind allein auf inländische Nichtbanken zurückzuführen, die Schuldverschreibungen für netto 70 Mrd € abgaben.²⁾ Heimische Kreditinstitute weiteten hingegen ihr Rentenmarktengagement um 33 ½ Mrd € aus; knapp zwei Drittel des Betrages kamen dabei ausländischen Schuldverschreibungen zugute.

Temporäre Erholung an den Aktienmärkten bis Mitte Mai, ...

An den Aktienmärkten setzte sich bis Mitte Mai die Kurserholung fort, die bereits gegen Ende des ersten Vierteljahres 2008 begonnen hatte. Anzeichen einer möglichen Entspannung an den Kreditmärkten, relativ robuste Quartalsergebnisse und erfolgreiche Kapitalaufnahmen einiger großer Finanzinstitute gaben den Kursen zunächst Auftrieb. Insbesondere stark steigende Rohölpreise und neue Sorgen über erforderliche Wertberichtigungen im Finanzsektor führten im weiteren Verlauf dann aber zu Kursverlusten, wobei Finanzinstitute besonders kräftige Einbußen verzeichneten. Zudem belasteten die Schließung einer US-Hypothekenbank, aufkommende Sorgen um die Solidität staatlich geförderter US-Immobilienfinanzierer und schlechter als erwartet ausgefallene Konjunkturindikatoren die Stimmung unter den Marktteilnehmern. In diesem Umfeld, das sich durch einen sehr geringen Risikoappetit der Marktteilnehmer auszeichnete, hatten die Ankündigung staatlicher Hilfsmaßnahmen für die US-Immobilienfinanzierer seitens der US-

... aber erneute Kursverluste im Sommer

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €			
Position	2007	2008	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	13,6	9,7	- 33,0
Kreditinstitute	25,3	19,8	33,3
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	32,4	14,5	20,5
Nichtbanken	- 11,6	- 10,1	- 66,3
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	- 18,7	- 28,2	- 69,7
Ausländer	71,1	35,0	57,9
Aktien			
Inländer	- 1,4	19,6	39,3
Kreditinstitute	- 13,0	0,9	- 14,3
darunter:			
inländische Aktien	- 18,5	9,0	- 3,3
Nichtbanken	11,6	18,6	53,6
darunter:			
inländische Aktien	7,5	17,7	51,1
Ausländer	13,5	- 25,5	- 46,5
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	1,0	- 4,0	2,8
Anlage in Publikumsfonds	- 0,7	- 1,4	1,2
darunter: Aktienfonds	- 2,8	- 3,4	1,1
Deutsche Bundesbank			

Regierung, überraschend positive Quartalsergebnisse einiger US-Banken und der wieder gesunkene Ölpreis nur einen stabilisierenden Effekt auf die Notierungen. Im Ergebnis verzeichneten US-amerikanische und deutsche Dividentitel gemessen an den marktbreiten Indizes S&P 500 und CDAX seit April Kurseinbußen in Höhe von 3 % beziehungsweise 5 %, während der europäische Dow Jones Euro Stoxx 9 % an Wert verlor.

Vor dem Hintergrund der Kursverluste blieb die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt im zweiten Quartal auf niedrigem

Mittelaufnahme am Aktienmarkt schwach

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

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

Konstruktion eines aggregierten Risikoappetit-Indikators mit einer Hauptkomponentenanalyse

Zur Messung und Beurteilung des Risikoappetits der Marktteilnehmer kann im Rahmen der Kapitalmarktanalyse auf verschiedene marktbasierende Indikatoren zurückgegriffen werden. Beispiele für Indikatoren, die auf kreditrisikobehafteten Wertpapieren wie Anleihen oder Kreditderivaten basieren, sind Zinsaufschläge auf unsichere Unternehmensschuldverschreibungen und Credit-Default-Swap (CDS)-Prämien, deren Höhe – neben anderen Faktoren – (invers) vom Risikoappetit abhängt. Ein weiterer häufig verwendeter Indikator ist die aus Optionspreisen ermittelte implizite Volatilität am Aktienmarkt, die die Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung zum Ausdruck bringt. Andere Messgrößen stellen auf die subjektiv wahrgenommene Sicherheit bestimmter Vermögenswerte ab. Dabei ist die zugrunde liegende Annahme, dass Anleger in unruhigen Zeiten Mittel in „sichere Häfen“ umsichtigen. Ein Beispiel für einen solchen Indikator ist die zeitvariabel gemessene Korrelation der Erträge von Aktien und Staatsanleihen, die das Ausmaß einer solchen Flucht in die Sicherheit reflektiert.

Die Interpretation von Einzelindikatoren ist oft schwierig, weil sie auch von zahlreichen anderen, vom Risikoappetit unabhängigen Faktoren beeinflusst werden. Insbesondere die jüngsten Finanzmarkturbulenzen haben dies deutlich gemacht. So erschwerten Unterschiede bei der Handelsaktivität und der Liquidität einzelner Finanzinstrumente Rückschlüsse auf die Risikoneigung der Marktteilnehmer. Während zum Beispiel der Volatilitätsindex VDAX zum Jahreswechsel 2007/2008 bei sich zwischenzeitlich erholenden Notierungen unter seinem langjährigen Durchschnitt lag, bewegten sich BBB-Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen – die nach den vorangegangenen Turbulenzen noch beträchtliche Liquiditätsprämien enthielten – deutlich über dem historischen Durchschnitt und deuteten auf einen niedrigen Risikoappetit hin. Die mitunter niedrige Liquidität einzelner Märkte beziehungsweise Finanzinstrumente legt

es daher nahe, sich bei der Beurteilung des Risikoappetits nicht nur auf einen Indikator zu stützen.

Die Hauptkomponentenanalyse ermöglicht eine Aggregation mehrerer Einzelindikatoren zu einem zusammengesetzten Indikator. Dabei handelt es sich um eine statistische Methode, die aus mehreren miteinander in Wechselbeziehung stehenden Variablen gemeinsame zeitvariable Bestimmungsfaktoren herausfiltert. Jeder Bestimmungsfaktor ist eine Linearkombination der einbezogenen Variablen. Meist werden nur ein oder zwei gemeinsame Faktoren betrachtet, da diese in der Regel den Großteil der gesamten Varianz aller berücksichtigten Variablen erklären. Im Idealfall kann so der Einfluss des Risikoappetits, der sich in allen betrachteten Variablen zeigt, von den übrigen spezifischen Einflussfaktoren, die nur für einzelne Variablen relevant sind, getrennt werden. Die in die folgende Hauptkomponentenanalyse einbezogenen Einzelindikatoren basieren auf den Aktien-, Bond- und CDS-Märkten. Die Berücksichtigung von CDS-Prämien verbreitert die Grundlage des aggregierten Indikators und stellt im Vergleich zu früheren Studien eine wichtige Weiterentwicklung dar.¹⁾ Bei einem Beobachtungszeitraum vom 1. Juli 2004 bis 31. Juli 2008 handelt es sich im Einzelnen um folgende Variablen (erwarteter Einfluss auf den Risikoappetit in Klammern):

- VDAX (–)
- Zeitvariable Korrelation zwischen den Erträgen von langfristigen europäischen Staatsanleihen und Aktien²⁾ (+)
- Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen mit einem AAA-Rating (–)
- Zinsaufschläge auf Unternehmensanleihen mit einem BBB-Rating (–)

¹ Ältere Studien sind: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Oktober 2004, S. 73–77, und T. Sløk und M. Kennedy (2004), Factors Driving Risk Premia, OECD Economics Department, Working Paper No. 385. —

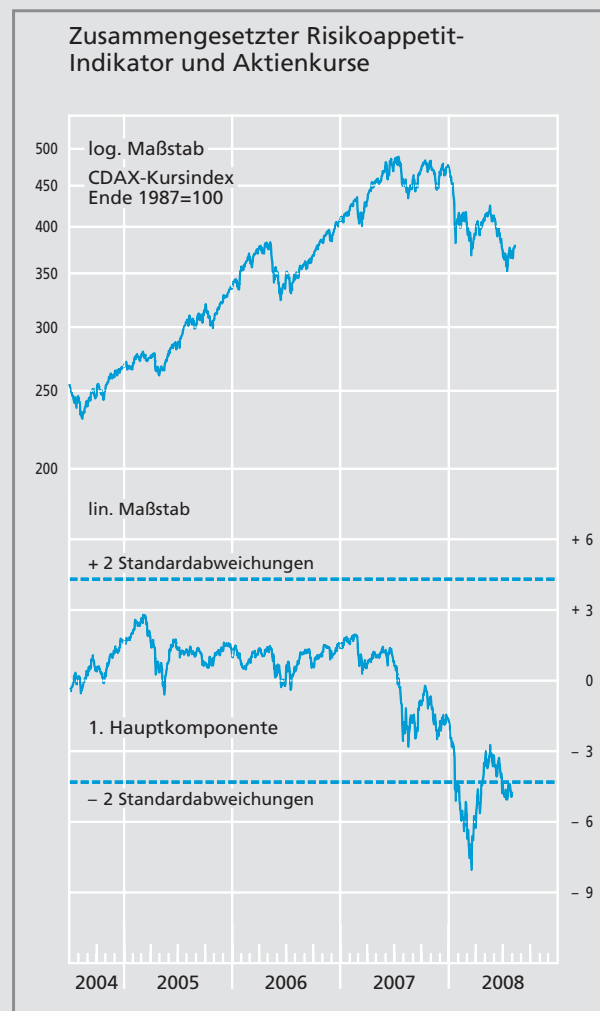
² Eine negative Korrelation deutet auf hohe „Safe-Haven Flows“ und damit auf einen niedrigen Risikoappetit hin; zur Berechnung der Korrelation siehe: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 2007,

- Kreditrisikoausfallprämien europäischer Unternehmen mit Investment Grade, gemessen am iTraxx Europe (–)
- Kreditrisikoausfallprämien europäischer High Yield-Unternehmen, gemessen am iTraxx Europe Cross-over (–)

Die erste Hauptkomponente erklärt mit gut 77% einen relativ hohen Anteil der gesamten Varianz. Alle berücksichtigten Variablen fließen mit dem erwarteten Vorzeichen und mit Gewichten ähnlicher Größenordnung in die erste Hauptkomponente ein. Dies bedeutet, dass alle Einzelindikatoren in der ersten Hauptkomponente angemessen repräsentiert sind. Die zweite Hauptkomponente liefert hingegen nur einen geringen zusätzlichen Erklärungsanteil und wird daher nicht weiter betrachtet.³⁾ Zusammen genommen legt dies nahe, dass die erste Hauptkomponente den Risikoappetit gut reflektiert.⁴⁾ Dieser wiederum liefert einen wichtigen Erklärungsbeitrag für die Entwicklung der Aktienkurse in Deutschland.

Der Risikoappetit der Marktteilnehmer sank dem Indikator zufolge vorübergehend im Frühjahr 2005 im Zusammenhang mit der Herabstufung von Ford und General Motors durch die Ratingagentur Standard & Poor's und im Sommer 2006, als insbesondere die Aktienmärkte aufstrebender Volkswirtschaften kräftige Kursverluste verzeichneten, unter die Nulllinie – die dem Durchschnitt im Beobachtungszeitraum entspricht –, bewegte sich aber sonst bis Mitte 2007 ohne größere Schwankungen im positiven Bereich (siehe nebenstehendes Schaubild). In diesem Umfeld eines überdurchschnittlichen Risikoappetits zogen die Aktienkurse – hier gemessen am marktbreiten Index CDAX – deutlich an. Der Indikator zeichnet außerdem die Entwicklung der Risikowahrnehmung seit Beginn der Finanzmarkturbulenzen im Sommer 2007 nach und legt nahe, dass die kräftigen Aktienkursverluste nicht allein auf schlechte Fundamen-

taldaten, sondern auch auf den stark gesunkenen Risikoappetit zurückzuführen sind. Nach einer temporären Beruhigung im Herbst 2007 erreichte der Risikoappetit Mitte März dieses Jahres einen Tiefpunkt und unterschritt deutlich das Band aus ± 2 Standardabweichungen (gestrichelte Linien). Auch am aktuellen Rand liegt der Indikator erneut unter diesem Band und deutet damit weiterhin auf einen sehr niedrigen Risikoappetit der Marktteilnehmer hin.



S. 44–45. — 3 Dies steht im Einklang mit dem niedrigen Eigenwert der zweiten Hauptkomponente (0,66). Nach dem Kriterium von Kaiser sollen nur Hauptkomponenten mit einem Eigenwert größer 1 berücksich-

tigt werden. — 4 Vgl.: V. Coudert und M. Gex (2006), Can risk aversion indicators anticipate financial crises?, Banque de France Financial Stability Review No. 9, Dezember 2006.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2007		2008	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.	1. Vj.
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 41,8	+ 48,3	+ 41,6	+ 48,3
Außenhandel 1) 3)	+ 49,4	+ 50,6	+ 52,8	+ 50,6
Dienstleistungen 1)	- 2,0	- 1,5	- 3,7	- 1,5
Erwerbs- und Vermögens- einkommen 1)	+ 1,5	+ 13,1	- 0,5	+ 13,1
Laufende Übertragungen 1)	- 4,9	- 11,5	- 4,4	- 11,5
II. Vermögensübertragungen 1) 4)	+ 0,4	+ 0,5	+ 0,3	+ 0,5
III. Kapitalbilanz 1)				
(Netto-Kapitalexport: -)	- 85,1	- 70,5	- 78,6	- 70,5
1. Direktinvestitionen	- 21,7	- 43,0	- 29,5	- 43,0
Deutsche Anlagen im Ausland	- 26,9	- 45,6	- 35,6	- 45,6
Ausländische Anlagen im Inland	+ 5,2	+ 2,7	+ 6,1	+ 2,7
2. Wertpapiere	+ 21,6	- 23,9	- 2,4	- 23,9
Deutsche Anlagen im Ausland	- 59,3	- 31,6	- 15,2	- 31,6
Aktien	- 2,9	+ 11,5	+ 12,7	+ 11,5
Investmentzertifikate	- 16,9	- 10,6	- 3,9	- 10,6
Schuldverschreibungen Anleihen 5)	- 39,5	- 32,5	- 23,9	- 32,5
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 37,6	- 22,9	- 21,5	- 22,9
Geldmarktpapiere	- 31,3	- 5,3	- 23,0	- 5,3
Ausländische Anlagen im Inland	- 1,9	- 9,6	- 2,4	- 9,6
Aktien	+ 80,9	+ 7,7	+ 12,8	+ 7,7
Investmentzertifikate	+ 8,2	- 25,8	- 46,3	- 25,8
Schuldverschreibungen Anleihen 5)	+ 1,6	- 1,5	+ 1,2	- 1,5
darunter: öffent- liche Anleihen	+ 71,1	+ 35,0	+ 57,9	+ 35,0
Geldmarktpapiere	+ 66,8	+ 18,2	+ 46,6	+ 18,2
darunter: öffent- liche Anleihen	+ 29,0	- 1,8	+ 25,4	- 1,8
Geldmarktpapiere	+ 4,3	+ 16,8	+ 11,3	+ 16,8
3. Finanzderivate 6)	- 8,9	- 18,7	- 14,9	- 18,7
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	- 74,7	+ 16,2	- 30,9	+ 16,2
Monetäre Finanz- institute 8)	- 60,8	+ 18,2	- 27,9	+ 18,2
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privat- personen	- 40,4	+ 46,4	+ 20,0	+ 46,4
darunter: kurzfristig	+ 5,5	- 1,4	+ 8,7	- 1,4
Staat	+ 15,2	- 5,8	+ 12,9	- 5,8
darunter: kurzfristig	- 23,8	+ 6,2	- 1,8	+ 6,2
Bundesbank	- 23,1	+ 7,4	- 1,1	+ 7,4
darunter: kurzfristig	+ 4,3	- 6,8	- 9,9	- 6,8
5. Veränderung der Währungs- reserven zu Transaktions- werten (Zunahme: -) 9)				
	- 1,4	- 1,2	- 0,9	- 1,2
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)	+ 42,9	+ 21,6	+ 36,7	+ 21,6

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.

Deutsche Bundesbank

Niveau. Inländische Unternehmen platzierten neue Aktien für 1½ Mrd €, nach 1 Mrd € im Vorquartal. Hierbei handelte es sich zur Hälfte um börsennotierte Dividentitel. Zudem gaben Inländer ausländische Aktien für netto 8½ Mrd € ab.

Von April bis Juni traten inländische Nichtbanken mit 53½ Mrd € als einzige Erwerbergruppe am Aktienmarkt in Erscheinung; dabei engagierten sie sich weit überwiegend in heimischen Titeln. Die Banken reduzierten dagegen ihre Bestände an Aktien um 3½ Mrd €. Auch gebietsfremde Anleger trennten sich von deutschen Dividendenwerten, und zwar im Umfang von 46½ Mrd €. Hierbei dürfte es sich zum Teil um Verkäufe im Zusammenhang mit dem jeweiligen Dividentermin gehandelt haben.

Inländische Investmentgesellschaften erzielten im zweiten Quartal ein Mittelaufkommen von 4 Mrd €, nach Mittelabflüssen im Umfang von 5½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die Gelder kamen sowohl den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds (3 Mrd €) als auch den Publikumsfonds (1 Mrd €) zugute. Unter den Publikumsfonds konnten vor allem Dachfonds und Gemischte Fonds Anteilscheine unterbringen (jeweils 2 Mrd €), gefolgt von Aktienfonds und Offenen Immobilienfonds (jeweils 1 Mrd €). Hingegen mussten Geldmarktfonds ebenso Mittelabflüsse hinnehmen (3½ Mrd €) wie – in geringerem Umfang – Rentenfonds und Gemischte Wertpapierfonds (1 Mrd € bzw. ½ Mrd €). Anteilscheine ausländischer Fondsgesellschaften wurden netto für 4 Mrd € am deutschen Markt abgesetzt.

Aktienwerb
*Absatz von
Investment-
zertifikaten*

*Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

Erworben wurden Investmentzertifikate im zweiten Quartal ausschließlich von inländischen Nichtbanken (10 Mrd €), die vor allem Fondsanteile ausländischer Kapitalanlagegesellschaften in ihre Portefeuilles nahmen (7 ½ Mrd €). Ausländische Anleger engagierten sich im Umfang von 1 Mrd € in inländischen Investmentzertifikaten. Hingegen trennten sich die Kreditinstitute von in- und ausländischen Fondsanteilen (3 ½ Mrd €).

Direktinvestitionen

Bei den Direktinvestitionen kam es im zweiten Quartal zu Netto-Kapitalexporten in Höhe von 29 ½ Mrd €. Die Kapitalabflüsse lagen damit niedriger als im ersten Jahresviertel. Die insgesamt geringere Aktivität bei den Direktinvestitionen steht im Einklang mit dem im Berichtszeitraum beobachteten Rückgang bei den abgeschlossenen grenzüberschreitenden

Fusionen und Übernahmen (M&A) mit deutscher Beteiligung.

Maßgeblich zu den Mittelabflüssen bei den Direktinvestitionen beigetragen haben deutsche Unternehmen, die ihren Niederlassungen im Ausland zusätzliche Gelder im Umfang von 35 ½ Mrd € zur Verfügung stellten. In erster Linie stockten sie ihre Kapitalbeteiligungen an ausländischen Unternehmen auf (22 Mrd €). Hauptdestinationen waren Spanien und die USA. Dabei schlug auch eine größere Transaktion im Energiesektor zu Buche. Daneben spielten aber auch reinvestierte Gewinne der Auslandsniederlassungen (7 Mrd €) und Direktinvestitionskredite an die Tochterunternehmen (7 Mrd €) eine Rolle.

Ausländische Eigner statteten ihre hiesigen Niederlassungen im zweiten Quartal mit zusätzlichen Mitteln in Höhe von 6 Mrd € aus. Ungefähr die Hälfte davon entfiel auf Beteiligungskapital.

*Deutsche
Direkt-
investitionen
im Ausland**Ausländische
Direkt-
investitionen
in Deutschland*