

## Finanzmärkte

### Tendenzen an den Finanzmärkten

---

Die internationalen Finanzmärkte standen im zweiten Quartal 2009 im Zeichen einer wachsenden Zuversicht über ein Ende der konjunkturellen Abwärtsdynamik. Auf beiden Seiten des Atlantiks führten positive Konjunkturindikatoren, staatliche Hilfen für den Finanzsektor und stützende Maßnahmen der Zentralbanken zu einer Erholung an den Finanzmärkten. Vor dem Hintergrund eines etwas höheren Risikoappetits machten die Marktteilnehmer offenbar zuvor getätigte Portfolioumschichtungen in sichere Anlagen wieder rückgängig und verstärkten ihr Engagement an den internationalen Aktienmärkten, wodurch die Kurse weltweit kräftig Auftrieb erhielten. Zugleich engten sich die Zinsaufschläge von Unternehmensanleihen, die gegen Ende des Vorquartals Rekordwerte erreicht hatten, deutlich ein. Nach vorübergehenden Zweifeln an der Konjunkturaufhellung gegen Quartalsende sorgten unter anderem überwiegend positive Gewinnmeldungen der Unternehmen dafür, dass sich die Entspannung an den Aktien- und Kreditmärkten im Juli fortsetzte. An den Devisenmärkten hat der effektive Euro seit dem Ende des ersten Quartals per saldo etwas an Wert verloren. Kursgewinne gegenüber dem US-Dollar, dem chinesischen Renminbi und dem japanischen Yen wurden durch Wertverluste gegenüber dem Pfund Sterling, einigen Rohstoffwährungen sowie mittel- und osteuropäischen Währungen mehr als ausgeglichen.

*Finanzmarkt-  
umfeld*

## Wechselkurse

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

Nachdem der Euro-Dollar-Kurs zu Beginn des zweiten Quartals Notierungen von bis zu 1,35 US-\$ erreicht hatte, verlor er in der Folgezeit zunächst an Wert und fiel unter die Marke von 1,30 US-\$. Dabei hatten die Bekanntgabe des stärker als erwartet gestiegenen US-Verbrauchervertrauens und Kommentare seitens der Federal Reserve den Eindruck erweckt, dass die amerikanische Konjunktur die Belastungen durch die Finanzkrise vergleichsweise gut verkraften würde und so den US-Dollar auf breiter Front gestützt. Dagegen wurde der Euro gleichzeitig durch zumeist negative Nachrichten aus dem Euro-Währungsgebiet – wie etwa der Umsatzeinbruch im Verarbeitenden Gewerbe in Deutschland oder die abermalige Herabstufung der Bonität Irlands – geschwächt. Auch Spekulationen auf eine anstehende Leitzinssenkung des Eurosystems dürften zu den Kursverlusten des Euro beigetragen haben.

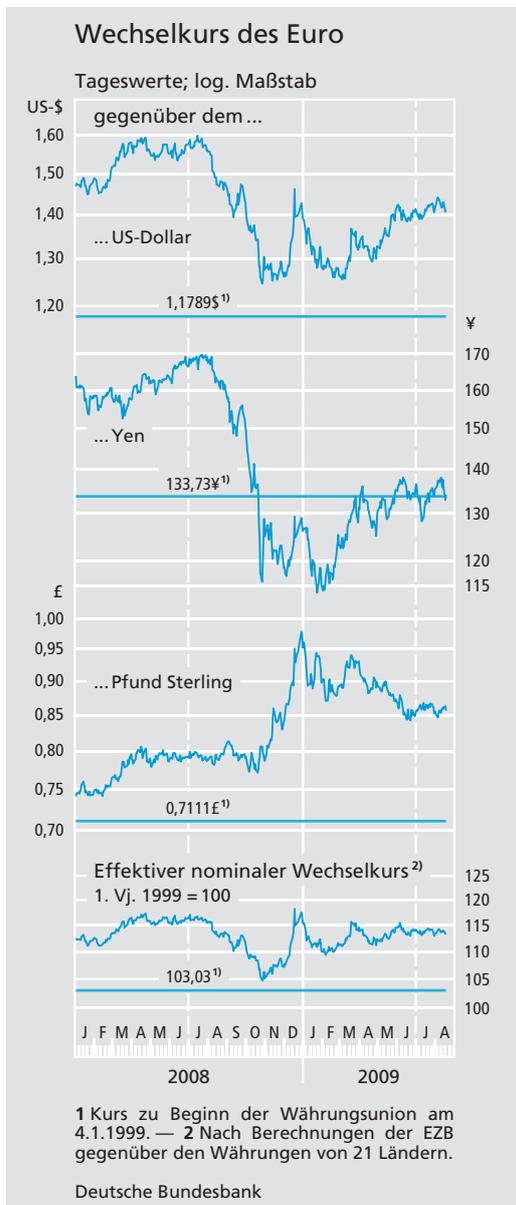
Ende April setzte dann eine durchgreifende Erholung des Euro ein, als das Vertrauen in die Wirtschaftskraft im Euro-Währungsgebiet nach der Veröffentlichung unerwartet stark gestiegener Stimmungsindikatoren gestützt wurde. Die Leitzinssenkung der Europäischen Zentralbank im Mai war an den Märkten allgemein erwartet worden und hatte daher keinen erkennbaren Einfluss auf die weitere Kursentwicklung. In der ersten Julihälfte notierte der Euro-Dollar-Kurs wieder etwas schwächer, als negative Nachrichten – wie etwa der schlechter als erwartet ausgefallene Bericht vom amerikanischen Arbeitsmarkt und der Rückgang des US-Verbraucherver-

trauens – die Hoffnungen auf eine Stabilisierung der Weltwirtschaft vorübergehend gedämpft hatten. Positive Nachrichten haben den Konjunkturoptimismus der Anleger dann wieder wachsen und den Euro-Dollar-Kurs zwischenzeitlich auf einen neuen Jahreshöchststand von 1,44 US-\$ steigen lassen. Er lag damit aber immer noch 10 % unter seinem historischen Höchstwert im Sommer letzten Jahres (1,60 US-\$). Bei einer in der Tendenz weiter nachgebenden, aber im historischen Vergleich immer noch erhöhten kurzfristigen Wechselkursvolatilität hat der Euro zuletzt aber wieder etwas schwächer notiert und lag mit 1,41 US-\$ gut 1 % über seinem Stand zu Jahresbeginn.

Auch gegenüber dem japanischen Yen gab der Euro im Berichtszeitraum zunächst merklich nach. Nachdem sich aber an den Märkten die Erwartung einer konjunkturellen Bodenbildung im Euro-Währungsgebiet zunehmend verbreitet hatte, gewann er wieder an Wert und erreichte in der zweiten Juniwoche mit 138 Yen einen neuen Jahreshöchststand. Doch bereits in der ersten Julihälfte wertete sich der Euro erneut deutlich ab und fiel zwischenzeitlich auf 128 Yen zurück. Auch gegenüber anderen Währungen hat sich der Yen in dieser Zeit sprunghaft aufgewertet, nachdem sich auch in Japan eine Stabilisierung der Konjunktur abzeichnete. Diese Erholungsphase des Yen erwies sich allerdings als kurzfristig. Zuletzt notierte der Euro bei 134 Yen; er lag damit knapp 6 ½ % über seinem Stand zu Beginn des Jahres.

*...gegenüber  
dem Yen...*

Nachdem der Euro-Pfund-Kurs Ende März dieses Jahres noch mit 0,93 Pfund Sterling



... und gegen-  
über dem  
Pfund Sterling

notiert hatte, verlor er in der Folgezeit deutlich an Wert und fiel in der zweiten Junihälfte auf bis zu 0,84 Pfund Sterling. Die Veröffentlichung einer Reihe von günstigen Konjunkturindikatoren für das Vereinigte Königreich – wie etwa steigende Häuserpreise und der Anstieg des Einkaufsmanagerindex für das Verarbeitende Gewerbe – hatten das britische Pfund in dieser Zeit auf breiter Front gestützt. In der Folgezeit wurde das Pfund Sterling

aber durch den unerwarteten Rückgang der britischen Industrieproduktion und die Bekanntgabe des britischen Haushaltsdefizits belastet, das im Juni ein Rekordhoch erreicht hat. Über den gesamten Berichtszeitraum hat der Euro allerdings spürbar gegenüber dem Pfund Sterling nachgegeben. Bei Abschluss dieses Berichts notierte er bei knapp 0,86 Pfund Sterling. Der Euro lag damit 10 % unter seinem Wert vom Jahresanfang.

Im Durchschnitt gegenüber den im Wechselkursindex enthaltenen 21 wichtigen Währungen hat der Euro seit Ende März etwas an Wert verloren. Dabei hat die Gemeinschaftswährung zwar gegenüber dem US-Dollar, dem chinesischen Renminbi und dem japanischen Yen an Wert gewonnen. Ausgelöst durch erneute Devisenmarktinterventionen der Schweizerischen Nationalbank, hat sich der Euro im Berichtszeitraum auch gegenüber dem Schweizer Franken aufgewertet; der Kursanstieg fiel aber vergleichsweise gering aus. Insgesamt wurden die erwähnten Kursgewinne durch Einbußen gegenüber dem britischen Pfund sowie gegenüber einigen Rohstoffwährungen und mittel- und osteuropäischen Währungen aber mehr als ausgeglichen. Der effektive Wechselkurs notierte damit zuletzt etwa 2 % unter seinem Niveau vom Jahresanfang und etwa 10 % über seinem Stand vom Beginn der Währungsunion. Auch real gerechnet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den wichtigen Handelspartnern – hat sich der effektive Wechselkurs des Euro im Berichtszeitraum wenig bewegt. Er lag da-

Effektiver  
Wechselkurs  
des Euro

mit weiterhin deutlich über seinem Wert zu Beginn der Währungsunion.

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

### *Internationale Rentenmärkte*

Die BIP-gewichtete durchschnittliche Rendite von Schuldverschreibungen der EWU-Teilnehmerstaaten mit zehnjähriger Laufzeit blieb seit Ende März trotz sinkender Leitzinsen im Ergebnis fast konstant bei etwa 3¾%. Während japanische Titel ebenfalls kaum verändert rentierten, stiegen zehnjährige US-Treasuries um drei Viertel Prozentpunkte, was die Zinsdifferenz zwischen beiden Wirtschaftsräumen auf knapp einen Viertel Prozentpunkt zusammenschmelzen ließ.

Die starke Beanspruchung der Rentenmärkte durch die öffentlichen Emittenten sowie die aufkeimende Hoffnung auf ein Ende der Abwärtsdynamik trugen zur Stabilisierung beziehungsweise zu dem Anstieg der Renditen bei. Verantwortlich waren auch hier die zunächst besser als erwartet ausgefallenen konjunkturellen Stimmungsindikatoren. Im Verlauf des Juni war zwar wieder Unsicherheit unter den Marktteilnehmern aufgekommen, inwiefern diese Frühindikatoren tatsächlich als Indiz für das Erreichen der wirtschaftlichen Talsohle gedeutet werden können. Zuletzt stützten aber auch erste „harte“ Konjunkturdaten die positiven Einschätzungen, so etwa der Anstieg der Industrieproduktion und der Auftragseingänge in Deutschland sowie gesunkene Anträge auf Arbeitslosenhilfe in den USA. Die in diesem Umfeld abnehmende Risikoaversion der Anleger führte zu einem Rück-

fluss der „Safe-haven-flows“ von den Rentenmärkten an die Aktienmärkte.

Zugleich deuteten nachgebende Prämien auf Kreditausfall-Swaps von allen großen Industrieländern auf ein Abschmelzen des Risikoaufschlags hin, den die Anleger angesichts des staatlichen Mittelbedarfs für Finanzmarktstabilisierungspakete und realwirtschaftliche Stützungsmaßnahmen einforderten. Unterstützend dürfte in diesem Zusammenhang nicht zuletzt auch die Nachricht gewirkt haben, dass zehn amerikanische Banken die ihnen zugeteilte Staatshilfe im Umfang von 68 Mrd US-\$ bereits wieder vollständig zurückgezahlt haben. Auch für Europa wurde damit die Hoffnung genährt, dass die Risiken der seitens des Staates zu tragenden finanziellen Belastungen niedriger ausfallen könnten, als dies zuvor befürchtet worden war. Trotzdem bleibt die weitere Entwicklung an den Rentenmärkten vor allem in den USA mit großer Unsicherheit behaftet. Als ein Indikator dafür dient die aus Optionen auf Terminkontrakte auf lang laufende Staatsanleihen berechnete implizite Volatilität. Während sie für Deutschland im Berichtszeitraum zurückgegangen ist, notiert sie in den USA über den Werten von Ende März. Beiderseits des Atlantiks liegt dieses Unsicherheitsmaß weiterhin über seinem fünfjährigen Durchschnitt.

Die Zinsstrukturkurve war zuletzt ähnlich steil wie Ende des ersten Quartals. Stellt man auf Bundeswertpapiere ab, so beträgt die Differenz zwischen zehnjährigen und zweijährigen Renditen knapp 2¼ Prozentpunkte. Wie die kürzerfristigen Zinsen, die trotz der teils bereits zuvor eingepreisten Leitzinssenkungen des

*Steile deutsche  
Zinsstruktur*



Eurosystems leicht anstiegen, rentierten auch länger laufende Papiere etwas höher. Zugleich verringerten sich die Renditeunterschiede innerhalb des Euro-Raums.

*Finanzierungsbedingungen für Unternehmen verbessert*

Die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen haben sich im Einklang mit der Erholung an den Finanzmärkten und der gesunkenen Unsicherheit deutlich verbessert. Die Zinsaufschläge auf Industriefinanzen der niedrigsten „Investment Grade“-Ratingklasse BBB, die gegen Ende des ersten Quartals Rekordwerte erreicht hatten, sanken um 400 Basispunkte. Auch die entsprechenden absoluten Renditen gingen in ähnlichem Umfang zurück. Die Entspannung reflektierte zum einen rückläufige Kreditrisikoprämien, wie sie der iTraxx-Europe-Index abbildet. Zum anderen dürften auch niedrigere Liquiditäts-

prämien zum Rückgang der Spreads beigetragen haben. Verglichen mit ihrem langjährigen Durchschnitt liegen die Zinsaufschläge auf BBB-Unternehmensanleihen mit zuletzt etwa 320 Basispunkten gleichwohl noch auf einem relativ hohen Niveau.<sup>1)</sup>

Am deutschen Rentenmarkt wurden im zweiten Quartal 2009 inländische Schuldverschreibungen im Wert von 442 Mrd € brutto emittiert. Zwar lag das Emissionsvolumen damit unter dem Wert des Vorquartals. Doch aufgrund gesunkener Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis Anleihen in Höhe von 45 ½ Mrd € am Markt abgesetzt, während in den vorangegangenen drei Monaten per saldo Schuldverschreibungen zurückgenommen worden waren. Auch der Absatz ausländischer Schuldverschreibungen in Deutschland stieg im Vergleich zum Vorquartal deutlich auf 26 Mrd € an, wobei es sich zum überwiegenden Teil um auf Euro lautende Papiere handelte (23 Mrd €). Im ersten Jahresviertel 2009 hatten Inländer gebietsfremde Anleihen in Höhe von 7 ½ Mrd € gekauft. Insgesamt betrug das Mittelaufkommen aus dem Verkauf in- und ausländischer Schuldverschreibungen somit in Deutschland 71 Mrd €, was dem höchsten Wert seit Ausbruch der Finanzkrise im Juli 2007 entspricht.

*Netto-Emissionen am Rentenmarkt*

Die öffentliche Hand erhöhte ihre Rentenmarktverschuldung im zweiten Quartal 2009 um die Rekordsumme von 53 ½ Mrd €. Damit nahm sie den Kapitalmarkt noch einmal deutlich stärker in Anspruch als in den ersten

*Hohe Mittelaufnahme des Bundes*

<sup>1</sup> Zur Entwicklung der Finanzierungsbedingungen der Kreditinstitute siehe auch die Erläuterungen auf S. 46.

drei Monaten des Jahres (32 Mrd €). Der Großteil der aufgenommenen Mittel entfiel mit 49 Mrd € auf den Bund, was knapp einer Verdoppelung des Nettoabsatzes des Vorquartals entspricht (26 Mrd €). Erneut stachen die Rekordemissionen von unverzinslichen Schatzanweisungen (Bubills) in Höhe von 30 ½ Mrd € hervor, deren Laufzeitspektrum bereits im Vorquartal von ehemals sechs Monaten auf zusätzlich drei, neun und 12 Monate ausgeweitet wurde. Des Weiteren setzte der Bund per saldo zweijährige Schatzanweisungen (8 Mrd €) und am langen Ende des Laufzeitspektrums zehn- und 30-jährige Bundesanleihen (3 ½ Mrd € beziehungsweise 3 Mrd €) ab. Dagegen tilgte er netto Bundesobligationen im Umfang von 3 ½ Mrd €. Die weit überdurchschnittliche Mittelaufnahme im kurzen Laufzeitspektrum könnte wie im Vorquartal der Finanzierung des Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung gedient haben. Auch die Länder weiteten ihre Kapitalmarktverschuldung aus (5 Mrd €).

*Emissionen von Nichtbanken*

Vor dem Hintergrund sich entspannender Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt begaben inländische Unternehmen ohne Banklizenz im Berichtsquartal Schuldverschreibungen für 7 ½ Mrd €, gegenüber 6 ½ Mrd € im Dreimonatsabschnitt davor. Wie im Vorquartal emittierten die Unternehmen per saldo ausschließlich länger laufende Papiere (14 ½ Mrd €), während Commercial Paper getilgt wurden.

*Netto-Tilgungen der Kreditinstitute*

Die Kreditinstitute haben im Berichtszeitraum ihre Kapitalmarktverschuldung deutlich reduziert (16 Mrd €). Der Abbau blieb allerdings hinter den Rekordwerten der beiden Vorquar-



tale zurück (jeweils 42 ½ Mrd €). Dabei tilgten sie vorrangig Öffentliche Pfandbriefe und Sonstige Bankschuldverschreibungen (12 Mrd € bzw. 6 Mrd €) sowie in geringem Umfang Hypothekenspfandbriefe (1 ½ Mrd €). Spezialkreditinstitute, zu denen die öffentlichen Förderbanken gehören, begaben netto für 4 Mrd € Papiere.

Erworben wurden deutsche Schuldverschreibungen zu ungefähr gleichen Teilen von inländischen und ausländischen Anlegern, die für netto 35 ½ Mrd € beziehungsweise 36 Mrd € Papiere kauften. Heimische Kreditinstitute nahmen im zweiten Quartal Schuldverschreibungen per saldo für 27 ½ Mrd € in ihre Depots, wobei es sich ausschließlich um inländische Titel handelte. Insbesondere kauften sie Unternehmensanleihen (13 ½ Mrd €),

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

**Mittelanlage an den deutschen  
Wertpapiermärkten**

Mrd €

Position	2008		2009	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.	1. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>				
Inländer	- 16,0	- 1,4	35,3	27,4
Kreditinstitute	33,3	10,1		
darunter:				
ausländische Schuldverschreibungen	20,5	- 25,5	- 5,4	
Nichtbanken	- 49,3	- 11,6	7,9	
darunter:				
inländische Schuldverschreibungen	- 58,6	- 44,6	- 23,3	
Ausländer	46,7	4,6	36,0	
<b>Aktien</b>				
Inländer	37,9	15,5	13,2	
Kreditinstitute	- 14,3	- 5,1	- 2,4	
darunter:				
inländische Aktien	- 3,3	- 3,6	- 2,0	
Nichtbanken	52,1	20,6	15,5	
darunter:				
inländische Aktien	49,3	16,5	11,1	
Ausländer	- 44,7	- 4,6	- 0,6	
<b>Investmentzertifikate</b>				
Anlage in Spezialfonds	2,8	5,9	- 4,7	
Anlage in Publikumsfonds	1,2	1,8	5,1	
darunter: Aktienfonds	1,1	0,7	2,3	

Deutsche Bundesbank

öffentliche Anleihen (10 ½ Mrd €) und eigene Schuldverschreibungen (9 Mrd €). Die inländischen Nichtbanken schichteten heimische Titel (- 23 ½ Mrd €) zugunsten ausländischer Papiere um (31 Mrd €). Nicht gebietsansässige Anleger erwarben ausschließlich und in Rekordumfang öffentliche Anleihen (46 ½ Mrd €).

Die internationalen Aktienmärkte standen im Berichtszeitraum im Zeichen zunehmender Hoffnungen auf ein bevorstehendes Ende der starken konjunkturellen Abwärtsbewegung der vorangegangenen beiden Quartale. Auch die staatlichen Hilfen für das Bankensystem sowie die Ankündigung und Umsetzung unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen dürften die Notierungen an den Aktienmärkten weltweit gestützt haben. In den USA

sorgten Anfang Mai besser als erwartet ausgefallene Stresstests für US-amerikanische Banken für eine gestiegene Zuversicht der Anleger im Hinblick auf die Gesamtverfassung des Finanzsektors. Vor dem Hintergrund sich aufhellender Konjunkturindikatoren und einer rückläufigen Risikoaversion machten die Anleger auf beiden Seiten des Atlantiks offensichtlich zuvor getätigte Portfolioumschichtungen aus den Aktien- in die Anleihemärkte (Safe-haven-flows) wieder rückgängig. Sie gaben den Notierungen an den Aktienmärkten damit kräftig Auftrieb.

In diesem Umfeld, das sich zunächst vor allem durch verbesserte Stimmungsindikatoren auszeichnete, übten in der zweiten Junihälfte unter anderem unerwartet schwache Meldungen vom US-Arbeitsmarkt, die Zweifel an einer raschen Überwindung der Rezession nährten, vorübergehend Druck auf die internationalen Aktienmärkte aus. Getragen von einigen günstigen Konjunkturmeldungen, die auch „harte“ Daten umfassten, nach oben revidierten mittelfristig erwarteten Gewinnen europäischer Unternehmen und überraschend positiven US-Quartalsergebnissen insbesondere aus dem Finanzsektor setzte sich dann aber die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten fort, wobei europäische Banktitel besonders kräftige Kursgewinne verzeichneten. Zugleich nahm die Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung deutlich ab und näherte sich wieder ihrem langjährigen Durchschnitt an. Gemessen an den marktbreiten Indizes verzeichneten europäische und japanische Aktien seit Ende März im Ergebnis Kursgewinne in Höhe von jeweils 27 %; US-ameri-

*Kräftige  
Kursgewinne  
an den  
internationalen  
Aktienmärkten*

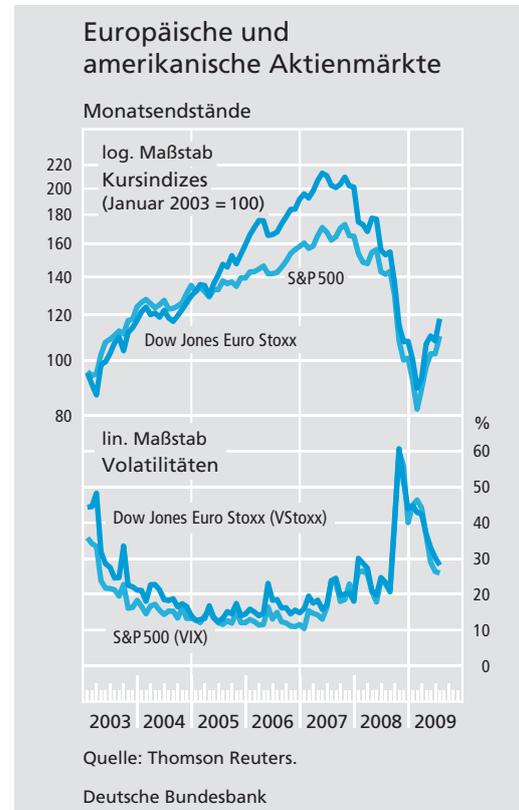
kanische Dividentitel gewannen 23 % an Wert.

*Risikoprämien  
auf Aktien-  
anlagen  
rückläufig*

Die Risikoprämie auf Aktienanlagen, die anhand eines Dividendenbarwertmodells ermittelt werden kann, ist im Berichtszeitraum weiter gesunken und liegt nunmehr etwa auf dem Niveau von Sommer 2008. Zusammen mit der rückläufigen Kursunsicherheit deutet dies auf eine gestiegene Zuversicht an den Aktienmärkten hin. Außer einer rückläufigen Risikoaversion haben nach dem Dividendenbarwertmodell auch verbesserte Analystenschätzungen zu mittel- und langfristig erwarteten Unternehmensgewinnen zu den Kurssteigerungen beigetragen.

*Mittelaufnahme  
am Aktien-  
markt und  
Aktienwerb*

Vor dem Hintergrund der gesunkenen Unsicherheit an den Aktienmärkten blieb die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt weiterhin recht lebhaft. Mit 8 ½ Mrd € begaben inländische Unternehmen in ähnlichem Umfang neue Aktien wie im vorangegangenen Vierteljahr. Die Neuemissionen spiegeln unter anderem Kapitalerhöhungen von Finanzunternehmen wider, die zum Teil mit staatlicher Beteiligung zustande gekommen sind. Auf börsennotierte Dividentitel entfielen 5 ½ Mrd €. Wie in den beiden vorangegangenen Quartalen erwarben per saldo ausschließlich gebietsansässige Nichtbanken deutsche Aktien (11 Mrd €). Heimische Kreditinstitute und gebietsfremde Anleger reduzierten hingegen ihre Bestände an inländischen Aktien um 2 Mrd € beziehungsweise ½ Mrd €. Der Umlauf ausländischer Dividentenpapiere am deutschen Markt erhöhte sich im Ergebnis um 4 Mrd €. In diesen Titeln engagierten sich im Ergebnis nur einheimi-



sche Nichtbanken (4 Mrd €), während sich Kreditinstitute in geringem Umfang (½ Mrd €) von ausländischen Aktien trennten.

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen geringen Mittelzufluss im Umfang von ½ Mrd €, nach 7 ½ Mrd € im Quartal zuvor. Dabei setzten nur Publikumsfonds Anteilscheine ab (5 Mrd €), während die institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds Mittelabflüsse in Höhe von 4 ½ Mrd € hinnehmen mussten. Unter den Publikumsfonds konnten vor allem Aktienfonds, Offene Immobilienfonds und Rentenfonds eigene Anteile unterbringen (2 ½ Mrd €, 2 Mrd € bzw. 1 ½ Mrd €). Vor dem Hintergrund weiter gesunkener Geldmarktzinsen mussten Geldmarktfonds dagegen erneut Mittelabzüge hinnehmen (1 Mrd €). Der Anteils-

*Absatz und  
Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten*

## Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen durch das Eurosystem – Auswirkungen auf den deutschen Pfandbriefmarkt

In seiner Sitzung am 7. Mai 2009 beschloss der EZB-Rat vor dem Hintergrund der Auswirkungen der Finanzkrise auf die Realwirtschaft den Erwerb von in der EWU begebenen Euro-denominierten gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bonds). Hierfür stehen insgesamt 60 Mrd € bereit. Dabei sollen im Regelfall gedeckte Bankanleihen mit einem Mindestrating der Klasse AA und einem Emissionsvolumen von mindestens 500 Mio € erworben werden. Angekauft werden in der Regel Papiere mit Restlaufzeiten zwischen drei und zehn Jahren. Diese Maßnahme des Eurosystems hat zum Ziel, die Liquidität für private Schuldtitel an den Primär- und Sekundärmärkten zu erhöhen. Angesichts der auf absehbare Zeit anhaltenden Konsolidierung der Bankbilanzen sollen auf diesem Wege die Finanzierungsspielräume privater Schuldner ausgeweitet und die Refinanzierungsbedingungen der emittierenden Kreditinstitute verbessert werden. Mit der Wiederherstellung einer größeren Markttiefe und -liquidität wird an den Sekundärmärkten vor allem eine Verringerung der Risikoaufschläge der Covered Bonds gegenüber Staatsanleihen angestrebt. Letztlich soll dadurch auch die Kreditvergabe der Banken an nicht-finanzielle Unternehmen gefördert werden. Bis zum 17. August 2009 hat das Eurosystem Käufe gedeckter Schuldverschreibungen im Volumen von 7,1 Mrd € abgewickelt.<sup>1)</sup>

Diese Maßnahme des Eurosystems kommt auch dem deutschen Pfandbriefmarkt zugute. In der Tat hat allein ihre Ankündigung Anfang Mai über das gesamte Laufzeitspektrum für einen reduzierten Zinsaufschlag gesorgt. So zeigten 84% aller in Deutschland emittierten Pfandbriefe am 8. Mai 2009 einen geringeren Renditeaufschlag auf laufzeitentsprechende Bundesanleihen als vor Ankündigung der Maßnahme am 6. Mai 2009. Der Aufschlag verringerte sich im Mittel über alle Laufzeiten an diesem Tag um acht Basispunkte. Auch zuletzt verlief die auf der Grundlage deutscher Hypotheken- und öffentlicher Pfandbriefe ermittelte Zinsstruktur deutlich näher an der Zinsstruktur deutscher Bundesanleihen als im Mai, besonders im kurz- und mittelfristigen Laufzeitbereich (siehe Schaubild oben rechts). Neben dem Ankündigungseffekt sanken die Pfandbriefrenditen – etwa für Titel mit dreijähriger Laufzeit – um weitere 27 Basispunkte im Vergleich zu Bundeswertpapierrenditen. Während die niedrigeren Zinsaufschläge einen Abbau der Liquiditätsrisikoprämien andeuten, zeigte sich beim Umfang des Sekundärmarkthandels vor dem eigentlichen Start des Ankaufprogramms kaum erkennbare Auswirkungen. Nach Beginn der Ankäufe im Juli hat sich die Handelsaktivität dann belebt, wenngleich die Geld-Brief-Spannen weiterhin höher sind als vor der Finanzkrise.

<sup>1)</sup> Für die Zeit vom 6. bis zum 31. Juli 2009 entfielen nach Angaben der EZB knapp zwei Drittel des Erwerbs auf Sekundärmarktkäufe.

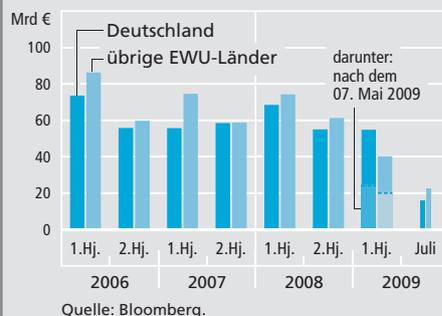
Deutsche Bundesbank

### Aufschlag der Pfandbriefrenditen auf Bundesanleihen (Zinsstrukturvergleich)



Indes nahm die Primärmarktaktivität bereits mit der Ankündigung des Programms am 7. Mai 2009 zu. So entfiel fast die Hälfte des insgesamt in der EWU im ersten Halbjahr emittierten Volumens gedeckter Bankanleihen auf die Zeit nach der Ankündigung des Ankaufprogramms (siehe unten stehendes Schaubild). Mehr als die Hälfte der Emissionen stammte von deutschen Pfandbriefemittenten. Im Unterschied zu den übrigen EWU-Ländern lag die Emissionstätigkeit am deutschen Primärmarkt im ersten Halbjahr 2009 trotz der Finanzkrise etwa auf dem Niveau des vorangegangenen Halbjahres. Dies deutet darauf hin, dass es weiterhin Absatzmöglichkeiten für deutsche Pfandbriefe gibt.

### Emissionen von Pfandbriefen in Deutschland und von Covered Bonds in den übrigen EWU-Ländern



Quelle: Bloomberg.

bestand in den übrigen Fondskategorien veränderte sich im zweiten Quartal im Ergebnis kaum. Die am deutschen Markt vertriebenen Fonds ausländischer Gesellschaften setzten per saldo Anteilscheine für 1½ Mrd € ab. In- und ausländische Investmentzertifikate wurden netto nur von gebietsansässigen Nichtbanken erworben (2½ Mrd €). Heimische Kreditinstitute trennten sich hingegen von Fondsanteilen (1 Mrd €).

### Direktinvestitionen

Im zweiten Quartal 2009 wurden etwas höhere Netto-Kapitalexporte bei den Direktinvestitionen verzeichnet als in den drei Monaten zuvor. Sie beliefen sich auf 9 Mrd €, nach 8 Mrd € von Januar bis März.

Ausschlaggebend war, dass deutsche Eigner ihren Niederlassungen im Ausland in verstärktem Umfang Kapital zur Verfügung stellten (18 Mrd €, nach 9½ Mrd € im ersten Vierteljahr). Dabei stockten sie vor allem ihr Beteiligungskapital im Ausland auf (13½ Mrd €). Von dieser Summe entfiel in etwa die Hälfte auf die Erhöhung von Kapitalrücklagen zum Ausgleich von Verlusten, die im Jahr 2008 entstanden waren. Zu weiteren Kapitalabflüssen – wenn auch in einem wesentlich geringeren Ausmaß – kam es im Rahmen reinvestierter Gewinne und im konzerninternen Kreditverkehr mit den Niederlassungen im Ausland (zusammen 4½ Mrd €). Regionale Anlage-schwerpunkte der Direktinvestitionen – bei denen erneut der Finanzbranche eine bedeutende Rolle zukam – bildeten das Vereinigte

*Deutsche  
Direkt-  
investitionen  
im Ausland*

### Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Position	Mrd €		
	2008 2. Vj.	2009 1. Vj. 2. Vj.	
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 42,8	+ 20,1	+ 22,9
Außenhandel 1) 3)	+ 53,6	+ 26,8	+ 31,1
Dienstleistungen 1)	- 3,7	- 3,8	- 3,8
Erwerbs- und Vermögens- einkommen 1)	+ 0,8	+ 13,4	+ 1,9
Laufende Übertragungen 1)	- 5,1	- 13,2	- 3,3
II. Vermögensübertragungen 1) 4)	+ 0,3	+ 0,0	+ 0,3
III. Kapitalbilanz 1) (Netto-Kapitalexport: -)	- 79,5	+ 3,0	- 49,8
1. Direktinvestitionen	- 28,3	- 8,0	- 8,9
Deutsche Anlagen im Ausland	- 32,2	- 9,4	- 18,0
Ausländische Anlagen im Inland	+ 3,9	+ 1,4	+ 9,1
2. Wertpapiere	- 20,9	- 10,4	+ 6,9
Deutsche Anlagen im Ausland	- 24,1	- 7,1	- 28,5
Aktien	+ 12,4	+ 0,6	- 1,3
Investmentzertifikate	- 6,8	- 0,1	- 1,4
Schuldverschreibungen	- 29,7	- 7,5	- 25,8
Anleihen 5)	- 27,5	- 13,4	- 28,0
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 28,7	- 17,4	- 25,8
Geldmarktpapiere	- 2,2	+ 5,9	+ 2,2
Ausländische Anlagen im Inland	+ 3,2	- 3,3	+ 35,4
Aktien	- 44,0	- 8,2	- 0,5
Investmentzertifikate	+ 0,5	+ 0,3	- 0,0
Schuldverschreibungen	+ 46,7	+ 4,6	+ 36,0
Anleihen 5)	+ 36,4	+ 1,7	+ 4,4
darunter: öffent- liche Anleihen	+ 23,7	+ 7,9	+ 20,5
Geldmarktpapiere	+ 10,3	+ 22,3	+ 31,5
3. Finanzderivate 6)	- 16,4	+ 2,9	- 0,5
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	- 13,0	+ 18,1	- 47,4
Monetäre Finanz- institute 8)	- 27,8	+ 83,7	- 10,1
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privat- personen	+ 20,0	+ 87,3	+ 9,7
darunter: kurzfristig	+ 26,3	- 23,9	- 1,0
Staat	+ 29,4	- 19,8	- 4,8
darunter: kurzfristig	- 1,6	+ 16,7	- 19,5
Bundesbank	- 1,1	+ 17,5	- 18,1
5. Veränderung der Währungs- reserven zu Transaktions- werten (Zunahme: -) 9)	- 9,9	- 58,5	- 16,8
- 0,9	+ 0,3	+ 0,0	
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)	+ 36,3	- 23,1	+ 26,6

1 Saldo. — 2 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. — 3 Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). — 4 Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. — 5 Ursprungslaufzeit über ein Jahr. — 6 Verbriefte und nicht 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

Königreich (6 ½ Mrd €) und die Vereinigten Staaten (4 ½ Mrd €).

*Ausländische  
Direkt-  
investitionen in  
Deutschland*

Ausländische Firmen erhöhten im zweiten Quartal ebenfalls die Finanzausstattung ihrer hiesigen Niederlassungen (9 Mrd €, nach 1 ½ Mrd € im ersten Quartal). Dies geschah in erster Linie über den konzerninternen Kreditver-

kehr. So stellten ausländische Muttergesellschaften ihren in Deutschland beheimateten verbundenen Unternehmensteilen Kapital insbesondere im Rahmen von Finanzkrediten zur Verfügung. Das Engagement in Deutschland ging vor allem von Luxemburg (3 ½ Mrd €) und den Vereinigten Staaten (2 ½ Mrd €) aus.