

Finanzmärkte

Tendenzen an den Finanzmärkten

Vor dem Hintergrund der anhaltenden Erholung der Weltwirtschaft bei weiterhin reichlicher Liquiditätsbereitstellung und niedrigen Zinsen setzte sich die Entspannung an den internationalen Kapitalmärkten auch zum Jahreswechsel 2009/2010 der Tendenz nach fort. Phasen der Verunsicherung währten jeweils nur vergleichsweise kurz. Zunächst kam es daher zu weiteren Kursanstiegen an den Aktienmärkten und zu Renditerückgängen von Unternehmensanleihen. Seit Mitte Januar wurden allerdings in der Wahrnehmung der Marktteilnehmer die positiven Konjunktursignale von dem politischen Geschehen in den Hintergrund gedrängt. So lösten Pläne zu einer verschärften Bankenregulierung und einer möglichen Beteiligung von Finanzinstituten an den Kosten der Finanzkrise weltweit Kursverluste an den Aktienmärkten insbesondere für Finanztitel aus. Außerdem spiegelte sich die Diskussion um die Tragfähigkeit der Staatsverschuldung Griechenlands angesichts der Unsicherheit über die Erfolgsaussichten der eingeleiteten Konsolidierungsmaßnahmen in einer erheblichen Ausweitung der Renditedifferenz griechischer Schuldverschreibungen zu deutschen Bundesanleihen wider. Dies belastete auch den Euro, der an den Devisenmärkten vor allem seit Jahresbeginn 2010 auf breiter Basis schwächer notierte.

*Finanzmarkt-
umfeld*

Wechselkurse

Mit der allmählichen Beruhigung der Finanzmärkte ist auch die Kursunsicherheit auf dem

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

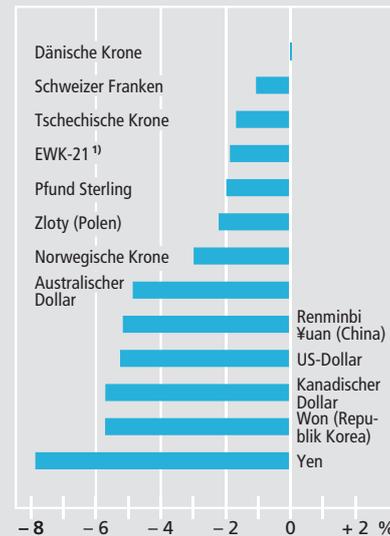
Devisenmarkt merklich zurückgegangen. Dies führte offenbar zu einer sukzessiven Auflö-
sung von Safe-Haven-Positionen im Dollar-
Raum, was sich im Schlussquartal 2009 zu-
nächst auch in einer sichtbaren Aufwertung
des Euro gegenüber dem US-Dollar doku-
mentierte. Im Zuge dieser Entwicklung er-
reichte der Euro Anfang Dezember einen Jah-
reshöchststand von 1,51 US-\$, gab anschlie-
ßend jedoch einen Teil seiner Kursgewinne
wieder ab, als positive Signale vom amerika-
nischen Arbeitsmarkt zu dem steigenden
Konjunkturoptimismus beitrugen. Daraufhin
hielt sich der Euro gegenüber dem US-Dollar
in einem engen Band um 1,44 US-\$, bevor er
Mitte Januar 2010 erneut unter Druck geriet.
Insbesondere die prekäre Haushaltssituation
in Griechenland wurde von Marktbeobach-
tern als Belastungsfaktor für den Euro ange-
sehen. Überraschend günstige BIP-Daten für
die USA stärkten zudem die US-Währung. Im
Ergebnis lag der Euro gegenüber dem US-
Dollar zuletzt mit gut 1,36 US-\$ etwa 5 ½ %
niedriger als zu Jahresbeginn 2010 und etwa
2 % unter dem Durchschnitt des Jahres 2009.

... gegenüber
dem Yen ...

Nachdem der Euro-Yen-Kurs in der zweiten
Oktoberhälfte einen neuen Jahreshöchst-
stand von über 138 Yen erreicht hatte, be-
wegte er sich in den beiden folgenden Mona-
ten des Jahres 2009 ohne klaren Trend in
einer Spanne zwischen 129 Yen und 135 Yen.
Zwar fasste auch die japanische Wirtschaft im
Gefolge der globalen Erholung nach der
schweren Rezession wieder Tritt; trotz staat-
licher Ausgabenprogramme und einer expan-
siven Geldpolitik hielten die deflationären
Tendenzen in Japan aber an. Zudem scheinen
nach wie vor Carry-Trade-Überlegungen bei

Auf-/Abwertung des Euro gegenüber ausgewählten Währungen

31. Dezember 2009 bis 16. Februar 2010



¹⁾ Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 21 Ländern.

Deutsche Bundesbank

der Bewertung des Yen eine Rolle gespielt zu haben. Hierfür spricht, dass die japanische Währung auf breiter Basis an Wert gewann, als sich die Unsicherheit auf dem Devisenmarkt Anfang Januar 2010 wieder etwas erhöhte. Dabei konnte auch die geäußerte Präferenz des neuen japanischen Finanzministers für einen schwächeren Yen diesen Trend nicht nachhaltig begrenzen. Bei Abschluss des Berichts lag der Euro mit knapp 123 Yen etwa 8 % unter seinem Niveau zu Beginn des Jahres.

Gegenüber dem Pfund Sterling notierte der Euro im vierten Quartal 2009 überwiegend in der Nähe von 0,90 Pfund. Anfang November geriet das Pfund Sterling etwas unter Druck, als die Bank von England im Rahmen ihres Inflationsberichts eine tendenziell pessimisti-

... und gegen-
über dem
Pfund Sterling

sche Konjunktüreinschätzung veröffentlichte. Die Kursgewinne des Euro gegenüber der britischen Währung gingen in der Folgezeit aufgrund zunehmend positiver Wirtschaftsnachrichten aus dem Vereinigten Königreich aber wieder verloren. So haben Mitte Januar überraschend günstige Daten vom Arbeitsmarkt eine raschere Erholung der Konjunktur signalisiert als bislang erwartet. Die Bank von England deutete daraufhin einen Verzicht weiterer Wertpapierkäufe im Rahmen ihrer Stützungsmaßnahmen an. Zum Ende der Berichtsperiode lag der Euro mit etwa 0,87 Pfund Sterling je Euro 2 % unter seinem Stand zu Beginn des Jahres.

Effektiver Wechselkurs des Euro

Die Europäische Zentralbank hat das Gewichtungsschema zur Berechnung der effektiven Wechselkurse des Euro aktualisiert.¹⁾ Auf Basis der neuen Gewichte hat der Euro im Durchschnitt gegenüber den im Wechselkursindex enthaltenen 21 wichtigen Währungen seit Jahresbeginn knapp 4 % an Wert verloren; er notierte zuletzt 4 ½ % über dem Stand vom Beginn der Währungsunion. Real gerechnet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den wichtigen Handelspartnern – lag der effektive Wechselkurs des Euro damit deutlich über seinem längerfristigen Durchschnitt. Dies deutet auf eine ungünstige preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euro-Raums hin. Dabei ist zu berücksichtigen, dass die reale Aufwertung des Euro nach der Umstellung auf das aktuelle Gewichtungsschema merklich geringer ausfällt als zuvor. Günstiger sieht die Situation für Deutschland aus. Aufgrund der über viele Jahre modera-

ten Preis- und Kostenentwicklung liegt die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft derzeit etwa 5 ½ % über dem langfristigen Durchschnitt.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Die BIP-gewichtete Umlaufrendite von Anleihen der EWU-Teilnehmerstaaten schwankte seit Ende September nur geringfügig und stieg letztlich leicht auf 3 ¾ %. Dabei spielte wie üblich der Verbund mit dem amerikanischen Markt eine wesentliche Rolle. Die durchschnittliche Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen legte im vierten Quartal unter dem Einfluss positiver Konjunkturdaten und der absehbaren starken Belastung des Rentenmarkts durch die hohen Fiskaldefizite deutlich zu, gab jedoch seit Jahresbeginn wieder etwas nach. Im Ergebnis stieg sie um knapp einen halben Prozentpunkt auf ebenfalls 3 ¾ %. Die Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung, gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf Anleihe-Futures, nahm im Berichtszeitraum deutlich ab und lag zuletzt beiderseits des Atlantiks wieder bei Anfang 2008 verzeichneten Werten. Die Renditen japanischer Staatsanleihen bewegten sich in einem engen Band um 1 ¼ %.

Internationale Rentenmärkte

Besondere Aufmerksamkeit schenken die Marktakteure den sich ausweitenden Zinsdifferenzen in der EWU. Seit dem Ende des drit-

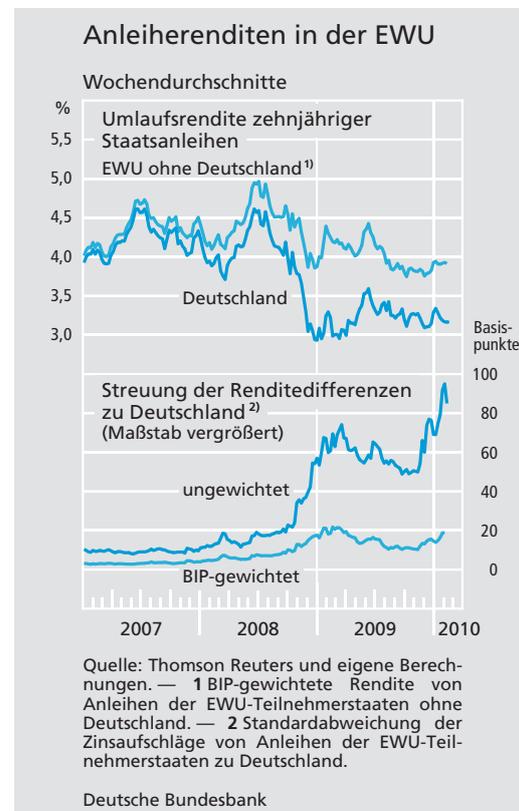
Europäische Staatsanleihen im Fokus

¹ Vgl.: Europäische Zentralbank, Entwicklung des internationalen Handels und Neuberechnung der effektiven Wechselkurse des Euro, Monatsbericht, Januar 2010, S. 58 ff.

ten Quartals erhöhte sich der BIP-gewichtete Zinsaufschlag der anderen EWU-Staaten zu Deutschland leicht auf drei Viertel Prozentpunkte. Die durchschnittliche Betrachtung verdeckt jedoch die erhebliche Ausweitung der Renditedifferenz griechischer Anleihen, für die Anleger ein Plus von zuletzt rund 330 Basispunkten verlangten; dies waren 200 Basispunkte mehr als noch Ende September. Hier wirkten sich eine erhebliche Unsicherheit über die Verfassung der griechischen Staatsfinanzen und Skepsis über die Erfolgsaussichten der eingeleiteten Konsolidierungsmaßnahmen aus. Auch portugiesische und spanische Staatsanleihen wurden mit erheblich höheren Zinsabständen als noch im Herbst gehandelt, wobei der Zuwachs einen dreiviertel beziehungsweise einen viertel Prozentpunkt betrug. Die BIP-gewichtete Streuung der Renditen von EWU-Staatsanleihen lag zuletzt wieder knapp unter dem Niveau des ersten Quartals 2009, als die Verunsicherung durch die Finanzkrise ihren Höhepunkt erreicht hatte.

*Deutsche
Zinsstruktur
anhaltend steil*

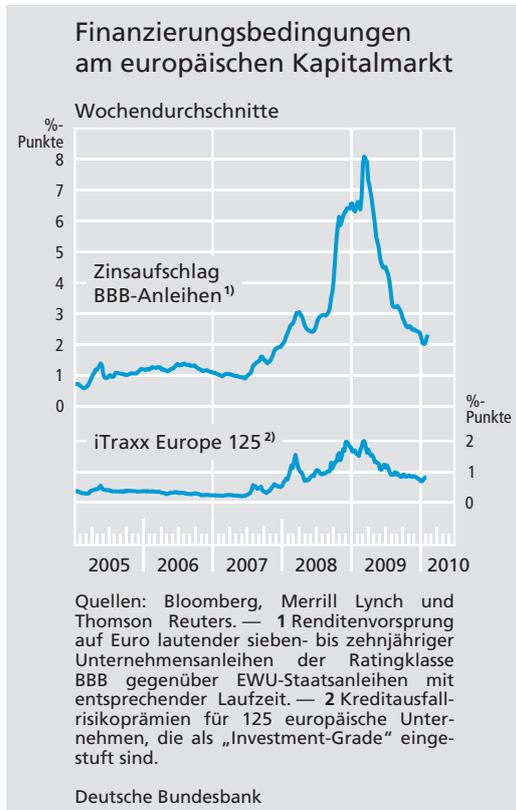
Kennzeichnend für die aktuelle Situation an den Rentenmärkten ist die ungewöhnlich steile Zinsstrukturkurve. Legt man Bundesanleihen zugrunde, so liegt die Differenz zwischen zehn- und zweijährigen Renditen mit 242 Basispunkten weiterhin auf einem im historischen Vergleich sehr hohen Niveau. Verglichen mit dem Ende des dritten Quartals ergab sich sogar ein leichter Anstieg, der im Wesentlichen durch nachgebende Renditen im zweijährigen Laufzeitbereich zustande kam. Derzeit stützt die steile Zinsstrukturkurve die Zinserträge von Finanzinstituten aus der Fristentransformation. Angesichts des vergleichsweise niedrigen langfristigen Renditeniveaus



ist das Risiko von Kursverlusten am Rentenmarkt aber nicht auszuschließen.

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen an den Kapitalmärkten haben sich im Euro-Raum gegenüber dem dritten Quartal 2009 weiter spürbar verbessert. Der Aufschlag von BBB-bewerteten und auf Euro lautenden Unternehmensanleihen gegenüber Staatsanleihen ging – im Einklang mit der Entwicklung auf dem US-Markt – um mehr als 40 Basispunkte auf 2 ¼ Prozentpunkte zurück. Er lag damit auf einem zuletzt Anfang 2008 verzeichneten Niveau. Parallel zu den seit dem Frühjahr 2009 rückläufigen Zinsaufschlägen zeigte sich auch eine lebhaftere Emissionstätigkeit von Unternehmen auf den europäischen Anleihemärkten. Für Schuldverschreibungen von nichtfinanziellen Unterneh-

*Finanzierungs-
bedingungen
für Unterneh-
men weiter
verbessert*



men blieb im Berichtszeitraum die Prämie für Ausfallabsicherungen (CDS) weitgehend unverändert, während sie für europäische Finanzwerte vor allem seit Mitte Januar angestiegen ist.

Geringer Nettoabsatz am Rentenmarkt

Am deutschen Rentenmarkt wurden im vierten Quartal 2009 inländische Schuldverschreibungen im Wert von 373 Mrd € brutto emittiert. Damit lag das Emissionsvolumen sowohl unter jenem des dritten Vierteljahres als auch unter dem Vergleichswert des vierten Quartals 2008. Bei höheren Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten haben inländische Schuldner insgesamt 19 Mrd € an die Anleger zurückgezahlt. Dagegen setzten ausländische Schuldner in Deutschland Titel für netto 21 Mrd € ab, die per saldo fast ausschließlich auf

Euro lauteten. Insgesamt betrug das Mittelaufkommen aus dem Verkauf in- und ausländischer Schuldverschreibungen in Deutschland im Berichtszeitraum somit lediglich 2 Mrd €.

Die öffentliche Hand nahm im Schlussquartal 2009 den Kapitalmarkt mit 6 Mrd € in Anspruch. Ausschlaggebend war, dass die Bundesländer ihre Kapitalmarktverschuldung um 7 Mrd € ausgeweitet haben. Dagegen reduzierte der Bund seine Verschuldung im vierten Quartal leicht um 1 Mrd €, nachdem sich im Dreimonatsabschnitt davor Neuemissionen und Tilgungen die Waage gehalten hatten. Von Oktober bis Dezember begab der Bund netto zweijährige Schatzanweisungen (6 ½ Mrd €) und 30-jährige Anleihen (2 ½ Mrd €). Dagegen tilgte er Bundesobligationen für 6 ½ Mrd €, Unverzinsliche Schatzanweisungen (Bubills), die Laufzeiten bis zu 12 Monaten haben, in Höhe von 3 Mrd € und in geringem Umfang Finanzierungsschätze, zehnjährige Anleihen sowie die Tagesanleihe (jeweils ½ Mrd €).

Mittelaufnahme öffentlicher Stellen

Bei sich weiter entspannenden Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt begaben inländische Unternehmen ohne Banklizenz im Berichtsquartal Schuldverschreibungen (ohne Geldmarktpapiere) für netto 5 Mrd € in Deutschland, gegenüber 8 Mrd € im Vorquartal. Die Rückführung von Commercial Paper hielt dagegen auch im vierten Quartal an (2 Mrd €).

Emissionen von Nichtbanken

Die Kreditinstitute haben im Berichtszeitraum ihre Kapitalmarktverschuldung in gleicher Höhe wie im dritten Quartal abgebaut (28 ½

Nettotilgungen der Kreditinstitute

Mrd €). Diese Nettotilgungen gingen vor allem auf Sonstige Bankschuldverschreibungen zurück, die im Wert von 20 ½ Mrd € zurückgezahlt wurden. Darüber hinaus wurden wie in den Vorquartalen Öffentliche Pfandbriefe für per saldo 14 Mrd € und in geringem Umfang Hypothekenpfandbriefe (½ Mrd €) zurückgegeben – trotz weiterer Käufe des Eurosystems im Rahmen des Ankaufprogramms für gedeckte Schuldverschreibungen.²⁾ Dagegen setzten die Sonderaufgaben versehenen Spezialkreditinstitute eigene Papiere für 6 ½ Mrd € ab.

*Erwerb von
Schuldver-
schreibungen*

Erworben wurden Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2009 wie schon im Vorquartal ausschließlich von inländischen Nichtbanken, die Schuldtitel für insgesamt 24 ½ Mrd € in ihre Depots nahmen. Dagegen trennten sich heimische Kreditinstitute wie auch ausländische Anleger von Zinstiteln für per saldo 19 Mrd € beziehungsweise 4 Mrd €.

*Uneinheitliche
Entwicklung an
den internatio-
nalen Aktien-
märkten*

Die Aktienmärkte haben sich im Berichtszeitraum im Ergebnis uneinheitlich entwickelt. Während der europäische Dow-Jones-Stoxx-Index und der deutsche CDAX seit Ende September um 6 % beziehungsweise 3 % zurückgingen, verzeichnete der US-amerikanische S&P-500-Index Kursgewinne (1¾ %). Der seit Frühjahr 2009 beobachtete Aufwärtstrend an den Aktienmärkten wurde Ende November zunächst unterbrochen, als eine Restrukturierung von Anleihen staatsnaher Emittenten in Dubai bekannt wurde. Angesichts der geringen Vernetzung des Euro-Raums und der USA mit den betreffenden Schuldnern spiegelte sich in den weltweit ausgelösten Kursrückgängen eher die Un-

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €				
Position	2008		2009	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	
Schuldverschreibungen				
Inländer	7,7	6,9	5,6	
Kreditinstitute	10,5	- 5,4	- 19,1	
darunter:				
ausländische Schuldverschreibungen	- 46,9	- 9,9	- 9,0	
Nichtbanken	- 2,9	12,4	24,6	
darunter:				
inländische Schuldverschreibungen	- 3,0	- 14,6	- 5,2	
Ausländer	- 38,2	- 12,3	- 3,8	
Aktien				
Inländer	- 16,3	- 12,7	7,6	
Kreditinstitute	- 12,3	- 8,0	7,1	
darunter:				
inländische Aktien	- 7,8	- 7,6	4,8	
Nichtbanken	- 4,0	- 4,7	0,4	
darunter:				
inländische Aktien	8,7	- 5,8	- 1,2	
Ausländer	2,4	18,1	- 1,2	
Investmentzertifikate				
Anlage in Spezialfonds	0,3	12,3	19,3	
Anlage in Publikumsfonds	- 11,3	0,9	3,2	
darunter: Aktienfonds	0,5	1,3	1,6	
Deutsche Bundesbank				

sicherheit um die Nachhaltigkeit der Aktienmarkterholung wider, als die Sorge um die unmittelbaren Auswirkungen eines Schuldnerausfalls. Die Märkte erholten sich auch vergleichsweise schnell und verzeichneten zum Jahresende zum Teil bereits wieder neue Jahreshöchststände. Diese positive Entwicklung setzte sich Anfang Januar fort, bevor es erneut zu deutlichen Kursrückgängen gekommen ist. Auslöser dafür waren vor allem Diskussionen um eine verschärfte Regulierung und mögliche Beteiligung von Finanzinstituten an den Kosten der Finanzkrise, was insbesondere bei Titeln aus dem Finanzsektor zu überdurchschnittlichen Kursverlusten führte.

² Seit Juli 2009 beliefen sich die Käufe gedeckter Schuldverschreibungen durch das Eurosystem bei Abschluss des Berichts auf 36 Mrd €.

Volatilität am deutschen Aktienmarkt

Die Volatilität am deutschen Aktienmarkt für Blue-Chips (DAX), die im Herbst 2008 einen historischen Rekordwert erreicht hatte, ist zusammen mit der anschließenden Kurs-erholung wieder deutlich zurückgegangen und lag zuletzt nahe ihres Fünfjahresmittels. Im Folgenden wird diese Entwicklung seit dem Höhepunkt der Finanzkrise histo-risch eingeordnet und mit dem Ziel analysiert, mögliche Hinweise auf das Risiko zukünftiger abrupter Kursbewe-gungen zu gewinnen.

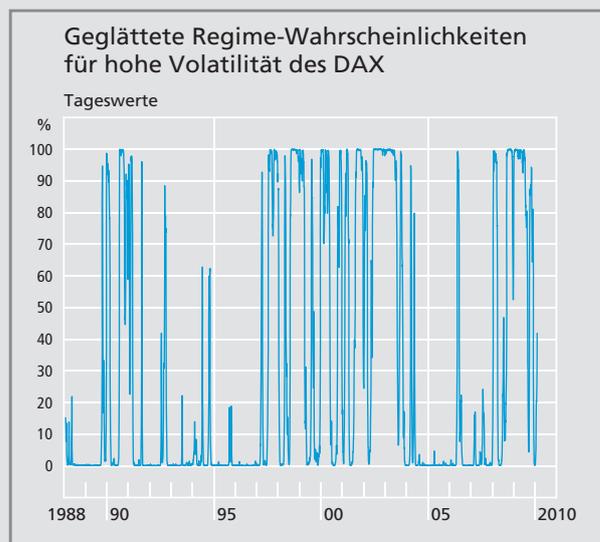
Eine Zerlegung der realisierten Gesamtvolatilität einer typischen deutschen Aktie¹⁾ in eine firmenspezifische und in eine Markt- oder systematische Komponente zeigt, dass die Korrelation der Kursschwankungen der einzelnen DAX-Unternehmen im Oktober 2008 zunahm und damit zu einem überproportionalen Anstieg der realisierten nicht diversifizierbaren Marktvolatilität führte. Hierin kommt zum Aus-druck, dass die beobachteten Kursschwankungen weniger durch einzelne Unternehmen betreffende Nachrichten als durch für den Gesamtmarkt relevante neue Informationen zustande kamen. Dies untergräbt die Möglichkeit der Anleger, sich über eine Streuung ihrer Aktienbestände gegen unerwünschte Kursschwankungen abzusichern. Die Erfah-rung zeigt, dass eine solche Entwicklung für Krisenzeiten typisch ist; sie lässt sich beim DAX insbesondere in Kursab-

schwüngen beobachten. Häufig bleibt diese erhöhte Korre-lation der einzelnen Index-Mitglieder über einen längeren Zeitraum nach einem Kursabschwung bestehen. Zuletzt lag sie – trotz eines moderaten Rückgangs – mit 40% noch immer leicht über ihrem fünfjährigen Durchschnitt (38%).

Aufgrund der – damit zusammenhängenden – Persistenz der Volatilität ist das Ausmaß zukünftiger Kursschwankungen nicht unabhängig von vorangegangenen Werten. Einem hochvolatilen Tag folgt mit hoher Wahrscheinlichkeit ein weiterer Tag mit starken Ausschlägen (Clustering). Eine Beruhigung an den Aktienmärkten – also eine Phase mit geringeren Ausschlägen – ist damit weniger wahrscheinlich im Vergleich zu Zeiten, in denen die Volatilitätpersistenz bereits niedrig ist. Die Übergänge zwischen Perioden, in denen geringe Kursausschläge zu beobachten sind, und solchen, die von großen Kursschwankungen bestimmt sind, lassen sich in einem Regime-Switching-Modell²⁾ analysie-ren. Wie in den Zeiten der Asien- und der Russlandkrise sowie des Platzens der Dotcom-Blase wechselte der Aktienmarkt 2008 zeitweilig in ein Hochvolatilitätsregime (siehe nebenstehendes Schaubild). Zuletzt ist die Wahrscheinlich-keit, sich in einem Regime mit hoher Volatilität des DAX zu befinden, wieder deutlich gesunken; sie liegt allerdings noch über dem Fünfjahresdurchschnitt von 30%, so dass von einer nachhaltigen Beruhigung des Aktienmarkts noch nicht ausgegangen werden kann.

Einen zweiten Ansatzpunkt für die Abschätzung künftiger Aktienkursbewegungen bieten implizite Volatilitäten von DAX-Optionen. Aus ihnen können Informationen über die von Marktteilnehmern erwarteten Kursschwankungen gewonnen werden. Wie der VDAX-NEW (Laufzeit: 30 Tage) und die ebenfalls von der Deutschen Börse berechneten VDAX-NEW-Subindizes mit Restlaufzeiten von bis zu zwei Jahren zeigen, hat die Finanzkrise seit Anfang 2008 zu einem kräftigen Anstieg der erwarteten Volatilität über alle Zeithorizonte geführt (siehe Schaubild auf S. 47). Dabei stieg die kurzfristige Unsicherheit besonders stark an und erreichte im Oktober 2008 Spitzenwerte von über 80% pro Jahr.

Mit einer Hauptkomponentenanalyse kann die Zeitstruktur der Volatilitätserwartungen genauer untersucht werden. In



1 Siehe hierzu: J. Stapf und T. Werner (2003), How wacky is the DAX? The changing structure of German stock market volatility, Diskussions-papier des Forschungszentrums der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 18/2003. — 2 Siehe hierzu etwa: J. D. Hamilton (1994), Time series

analysis, Princeton University Press, Princeton, New Jersey, Kap. 22. — 3 Der VDAX-NEW selbst wird nicht in die Analyse einbezogen, weil er über eine lineare Interpolation zweier Subindizes berechnet wird. Die Subindizes sind an die Laufzeiten 1 Monat, 2 Monate, 3 Monate, 6

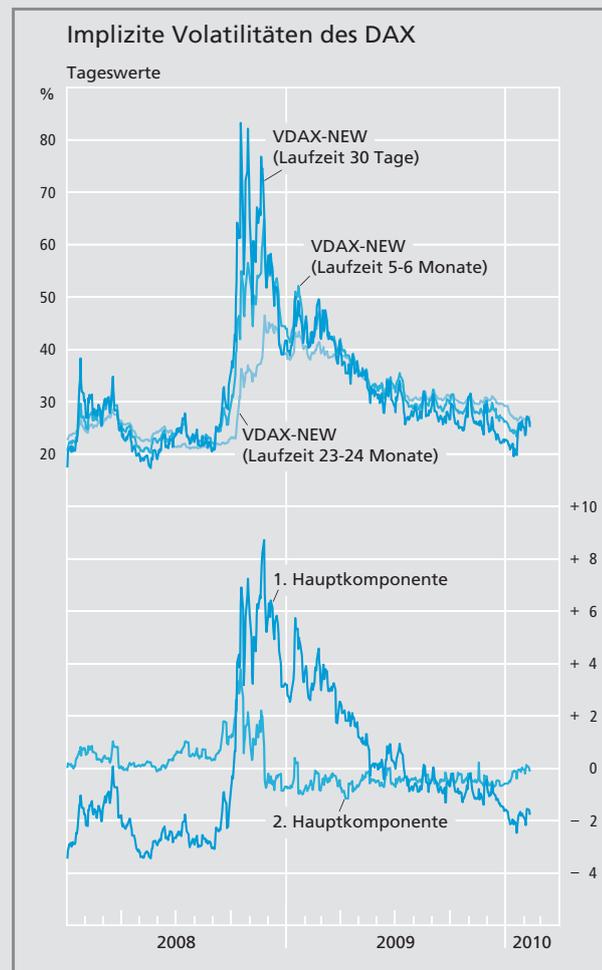
diese Analyse werden alle acht Subindizes des VDAX-NEW einbezogen.³⁾ Die ersten beiden Hauptkomponenten erklären zusammen über 98% der gesamten Varianz. Die erste Hauptkomponente, die 91% zur Gesamtvarianz beiträgt, kann als ein Faktor interpretiert werden, der das gemeinsame Niveau der über die verschiedenen Laufzeiten gemessenen Volatilitätserwartungen reflektiert. Dieser Faktor kann daher als Messgröße für die allgemeine laufzeitunabhängige Unsicherheit der Marktakteure über die weitere Kursentwicklung angesehen werden. Die zweite Hauptkomponente, die etwa 7% der Gesamtvarianz erklärt, kann hingegen als ein diskriminierender Faktor beschrieben werden.⁴⁾ Ein Anstieg dieses Faktors geht mit einem Zuwachs der kurzfristig erwarteten Volatilität, aber einem Rückgang der langfristigen Unsicherheit einher. Daher legt ein hoher Wert dieser Hauptkomponente ceteris paribus nahe, dass die Marktteilnehmer kurzfristig zwar Turbulenzen erwarten, längerfristig aber sogar von einer Beruhigung an den Aktienmärkten ausgehen.

Der sprunghafte Anstieg der ersten Hauptkomponente seit Ende September 2008 spiegelt wider, dass sich die allgemeine, alle Laufzeiten betreffende Unsicherheit der Marktteilnehmer nach der Insolvenz von Lehman Brothers am 15. September 2008 deutlich erhöhte und Ende November 2008 einen Spitzenwert erreichte (siehe nebenstehendes Schaubild). In der ersten Hälfte des Jahres 2009 ging die allgemeine Unsicherheit wieder deutlich zurück. Hierzu dürften die weltweit durchgeführten staatlichen Rettungsaktionen für einzelne Finanzinstitute und sonstige Hilfsmaßnahmen der Regierungen für den Finanzsektor beigetragen haben. Der weitere Rückgang seit Ende letzten Jahres reflektiert die in diesem Zeitraum nochmals gewachsene Zuversicht der Akteure an den Aktienmärkten.

Die zweite Hauptkomponente sank seit Ende November 2008 auf unterdurchschnittliche (negative) Werte und signalisierte damit eine Verlagerung der Kursunsicherheit vom kurzen zum längerfristigen Laufzeitbereich. Darin dürfte sich die damals aufkommende Einschätzung spiegeln, dass die unmittelbaren Verwerfungen im Finanzsystem durch die Maßnahmen der Politik zwar eingedämmt werden konnten, aber die Wechselwirkungen zwischen der Finanzkrise und der Realwirtschaft die längerfristigen Aus-

Monate, 9 Monate, 12 Monate, 18 Monate und 24 Monate gebunden, d.h. die zugrunde liegenden Optionen wechseln im Zeitablauf in einen Subindex mit entsprechender Laufzeit. — 4) Während die Ladungskoeffizienten der ersten Hauptkomponente alle ähnliche (positive)

sichten am Aktienmarkt eintrüben würden. Die folgende, bis zum aktuellen Rand anhaltende Seitwärtsentwicklung der zweiten Hauptkomponente reflektiert die nach wie vor erhöhte langfristige Unsicherheit, die in den letzten Monaten stets über der kurzfristig erwarteten Volatilität lag. Erst gegen Ende des Berichtszeitraums lenkten Diskussionen über eine Krisenabgabe für Finanzunternehmen und eine strengere Regulierung des Finanzsektors das Augenmerk der Anleger wieder stärker auf die nähere Zukunft und führten zu einem leichten Anstieg der kurzfristig erwarteten Kursschwankungen.



Werte aufweisen, haben die Ladungskoeffizienten der zweiten Hauptkomponente unterschiedliche Vorzeichen und sind tendenziell umso kleiner, je länger die Laufzeit ist.



Weiterhin bestehende Unsicherheit

Die von Anlegern geforderte Risikoprämie für das Halten von Aktien – die anhand eines Dividendenbarwertmodells ermittelt werden kann – ist seit September noch einmal leicht gesunken, womit sie sich weiterhin auf dem Niveau von vor der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers befindet. Dies deutet zwar auf eine Stabilisierung der Markterwartungen hin, sollte aber nicht im Sinne einer vollständigen Überwindung der Finanz- und Wirtschaftskrise interpretiert werden. Nach wie vor profitieren die Aktienmärkte von der global hohen Liquidität sowie den von Regierungen und Notenbanken ergriffenen Stützungsmaßnahmen. Die Nachhaltigkeit des Aufschwungs muss sich noch erweisen. Entsprechend lag die Unsicherheit über die künftige Kursentwicklung beiderseits des Atlantiks, gemessen an der impliziten Volatili-

tät von Optionen auf Futures, trotz eines weiteren Rückgangs zuletzt immer noch über ihren langjährigen Durchschnittswerten (vgl. Erläuterungen auf S. 46 f.).

Am deutschen Aktienmarkt wurden im vierten Quartal junge Aktien für 2 ½ Mrd € begeben, wobei es sich überwiegend um börsennotierte Werte handelte. Damit hat sich die positive Aktienmarktentwicklung offensichtlich nicht auf die Emissionstätigkeit ausgewirkt, die hinter jener der Vorquartale zurückblieb. Zusätzlich wurden ausländische Aktien für 4 Mrd € im Inland abgesetzt. Erworben wurden in- und ausländische Dividendenpapiere von inländischen Kreditinstituten (7 Mrd €) und in geringem Umfang von heimischen Nichtbanken (½ Mrd €). Gebietsfremde Anleger trennten sich hingegen von Aktien im Wert von 1 Mrd €.

Mittelaufnahme am Aktienmarkt und Aktienerwerb

Den inländischen Investmentgesellschaften flossen im Berichtsquartal 22 ½ Mrd € zu. Nach dem bereits außergewöhnlich hohen Wert im Vorquartal konnten die den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds ihr Mittelaufkommen noch einmal steigern (19 ½ Mrd €). In geringerem Maße kamen Anlegergelder bei den Publikumsfonds auf (3 Mrd €), vor allem bei Aktienfonds (1 ½ Mrd €) und bei Gemischten Wertpapierfonds (1 Mrd €). Auch Rentenfonds und Gemischte Fonds konnten Mittel in geringem Umfang einwerben. Dagegen zogen Anleger angesichts weiterhin außergewöhnlich niedriger Geldmarktzinsen wie schon im Vorquartal Kapital aus Geldmarktfonds ab (1 Mrd €). Ausländische Fondsanteile wurden für ½ Mrd € in Deutschland zurückgegeben. Erworben

Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten

wurden Investmentzertifikate per saldo primär von heimischen Nichtbanken (25 ½ Mrd €), wobei – wie erwähnt – institutionelle Anleger eine dominierende Rolle spielten. Dagegen gaben deutsche Kreditinstitute Fondsanteile in Höhe von 4 ½ Mrd € zurück, und zwar ausschließlich ausländische Zertifikate. Ausländer traten als Käufer deutscher Fondsanteile im Wert von 1 ½ Mrd € auf.

Direktinvestitionen

Deutsche Direktinvestitionen im Ausland

Anders als im Wertpapierverkehr, der im vierten Quartal 2009 Netto-Kapitalexporte von 24 ½ Mrd € verzeichnete, ergaben sich aus den grenzüberschreitenden Transaktionen im Bereich der Direktinvestitionen Kapitalimporte (4 ½ Mrd €). Dabei zogen hiesige Firmen von ihren im Ausland angesiedelten Niederlassungen Mittel in Höhe von 4 ½ Mrd € ab, vor allem durch konzerninterne Kredite (5 ½ Mrd €). Zum ersten Mal seit dem ersten Quartal 2004 reduzierten hiesige Firmen zudem ihr Beteiligungskapital im Ausland, und zwar um 2 ½ Mrd €. Eine größere Rolle kam dabei der Kapitalherabsetzung bei einer Banktochter in Luxemburg zu.

Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland

Von Oktober bis Dezember 2009 war das Engagement ausländischer Eigner in ihren in Deutschland ansässigen Niederlassungen in etwa ausgeglichen. Einer geringfügigen Aufstockung von Beteiligungskapital standen ähnlich hohe Abflüsse im Rahmen der re-investierten Gewinne gegenüber.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Position	Mrd €		
	2008 4. Vj.	2009 3. Vj. 4. Vj.	
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 38,2	+ 25,3	+ 49,5
Außenhandel 1) 3)	+ 34,0	+ 32,8	+ 44,1
Dienstleistungen 1)	- 0,4	- 9,6	+ 1,4
Erwerbs- und Vermögenseinkommen 1)	+ 14,8	+ 13,6	+ 14,3
Laufende Übertragungen 1)	- 6,8	- 8,7	- 7,8
II. Vermögensübertragungen 1) 4)	- 0,6	- 0,2	+ 0,2
III. Kapitalbilanz 1)			
(Netto-Kapitalexport: -)	- 52,2	- 13,0	- 72,3
1. Direktinvestitionen	- 18,2	- 8,4	+ 4,7
Deutsche Anlagen im Ausland	- 22,5	- 17,5	+ 4,7
Ausländische Anlagen im Inland	+ 4,3	+ 9,1	- 0,0
2. Wertpapiere	+ 36,4	- 16,9	- 24,3
Deutsche Anlagen im Ausland	+ 74,4	- 18,1	- 21,0
Aktien	+ 14,0	- 0,1	- 0,6
Investmentzertifikate	+ 13,6	- 0,9	+ 0,5
Schuldverschreibungen	+ 46,8	- 17,1	- 20,9
Anleihen 5)	+ 20,7	- 19,7	- 21,5
darunter: auf Euro lautende Anleihen	+ 13,6	- 20,3	- 19,6
Geldmarktpapiere	+ 26,1	+ 2,6	+ 0,6
Ausländische Anlagen im Inland	- 38,0	+ 1,2	- 3,3
Aktien	+ 2,9	+ 14,1	- 0,8
Investmentzertifikate	- 2,7	- 0,6	+ 1,3
Schuldverschreibungen	- 38,2	- 12,3	- 3,8
Anleihen 5)	- 45,3	- 26,3	- 8,7
darunter: öffentliche Anleihen	- 7,4	- 8,4	+ 3,5
Geldmarktpapiere	+ 7,1	+ 14,0	+ 4,9
3. Finanzderivate 6)	+ 10,2	- 5,8	- 0,8
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	- 79,0	+ 15,9	- 52,4
Monetäre Finanzinstitute 8)	- 87,5	+ 25,3	- 37,7
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privatpersonen	- 73,1	+ 11,7	- 48,9
darunter: kurzfristig Staat	+ 29,3	- 14,8	- 1,1
darunter: kurzfristig Bundesbank	+ 22,8	- 0,5	+ 6,7
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 8,9	+ 14,9	- 15,2
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 9,2	+ 15,1	- 15,1
Bundesbank	- 12,0	- 9,4	+ 1,6
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 9)	- 1,6	+ 2,3	+ 0,6
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)	+ 14,7	- 12,1	+ 22,7

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