

## Finanzmärkte

### Tendenzen an den Finanzmärkten

---

Die Schuldenkrise Griechenlands hat im Frühjahr 2010 zu erheblichen Anspannungen an den Finanzmärkten geführt, zumal Befürchtungen von Ansteckungseffekten auf andere EWU-Länder aufkamen. In der Folge stiegen die Anleiherenditen vor allem südeuropäischer Staaten ab Mitte April stark an, und es kam zu einer nie da gewesenen Spreizung der EWU-Renditen. Am Markt für Versicherungen von Kreditausfallrisiken erfolgte ebenfalls eine grundlegende Neubewertung der Kreditwürdigkeit staatlicher Emittenten. In dem Umfeld erhöhter Unsicherheit geriet auch der Euro erheblich unter Druck; zudem war die Funktionsfähigkeit verschiedener Märkte stark beeinträchtigt. Es drohte eine unkontrollierte Eigendynamik, die die Stabilität der Europäischen Währungsunion gefährdet und die Weltwirtschaft belastet hätte. Die am 9./10. Mai durch den Ecofin und den IWF beschlossenen weitreichenden Stützungsmaßnahmen, die Ankündigung zusätzlicher Konsolidierungsanstrengungen sowie die Entscheidungen des EZB-Rats, die auch Käufe von Staatsanleihen am Sekundärmarkt durch das Eurosystem einschließen, stoppten schließlich kurzfristig den drastischen Kursverfall an den Anleihemärkten Südeuropas. An den europäischen Aktienmärkten bewirkten sie zusammen mit der Erwartung eines weiter bestehenden Niedrigzinsumfelds einen Kurssprung. Finanzwerte, die von Anlegern als besonders reagibel gegenüber entsprechenden Staatsanleihen eingestuft werden, legten stark zu.

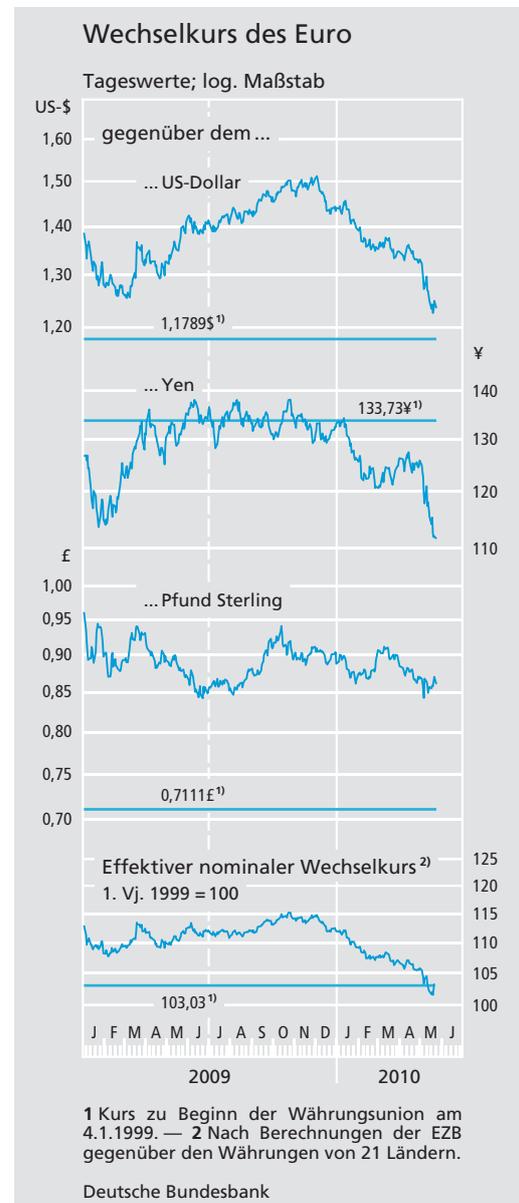
*Finanzmarkt-  
umfeld*

## Wechselkurse

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

Die Anspannungen innerhalb der Währungsunion strahlten auch auf die Devisenmärkte aus und belasteten den Euro. Dieser hat seit dem Jahreswechsel insbesondere auch gegenüber dem US-Dollar stark an Wert verloren. Neben den geschilderten dramatischen Ereignissen übte die allmähliche konjunkturelle Belebung in den USA zusätzlichen Druck auf den Euro-Dollar-Kurs aus. So wurde Ende Januar ein unerwartet starkes Wachstum der US-amerikanischen Wirtschaft für das Schlussquartal 2009 bekanntgegeben, das den später veröffentlichten Wert für den Euro-Raum weit überstieg. Die ermutigenden Konjunkturnachrichten und das Auslaufen geldpolitischer Sondermaßnahmen zur Liquiditätsversorgung des amerikanischen Finanzsektors führten am Markt zu Spekulationen, die US-Leitzinsen könnten schon früher angehoben werden als bis dahin erwartet. Auch dies trug zur Abwertung des Euro bei. Als die amerikanische Notenbank Ende Februar unter Verweis auf den labilen Arbeitsmarkt dem Parlament gegenüber versicherte, die Leitzinsen würden noch für eine längere Zeit ausgesprochen niedrig bleiben, stabilisierte sich der Euro schließlich vorübergehend bei 1,36 US- $\text{\$}$ .

Am Kapitalmarkt weitete sich im März jedoch die transatlantische Zinsdifferenz, die zuvor nahe bei null gelegen hatte, zugunsten US-amerikanischer Staatsanleihen aus, was zu erneutem Druck auf den Euro beitrug. Auch die anhaltende Unsicherheit über die Finanzierung des griechischen Staatshaushalts beschäftigte den Markt immer stärker. Dies be-



schleunigte die Talfahrt des Euro im Mai, wohl auch deshalb, weil die fiskalische Krise in Griechenland zunehmend auf den dortigen Bankensektor ausstrahlte und über erhöhte Zinsaufschläge Ansteckungseffekte in anderen Euro-Ländern drohten. Der Euro erholte sich zwar jeweils nach der grundsätzlichen Einigung auf ein Hilfspaket für Griechenland, dessen Konkretisierung zwei Wochen später sowie nach dem Beschluss über umfang-

reiche geld- und finanzpolitische Stützungsmaßnahmen im Euro-Raum. Ein nachhaltiger Effekt war aber in dem Umfeld erhöhter Nervosität am Devisenmarkt nicht zu verzeichnen. So notierte der Euro zuletzt mit 1,24 US-\$ 14 % unter seinem Wert vom Jahresbeginn.

... dem Yen...

Auch im Verhältnis zum Yen belasteten die Anspannungen in der Währungsunion den Euro. Von 134 Yen zum Jahreswechsel gab er bis Ende Februar auf einen Kurs von 120 Yen nach. Zu dieser Zeit kursierten Medienberichte über Differenzen zwischen der japanischen Regierung und der Bank von Japan hinsichtlich der Frage, ob weitere geldpolitische Maßnahmen zur Deflationsbekämpfung erforderlich seien. Vor dem Hintergrund der Unsicherheiten über die adäquate Wirtschaftspolitik in Japan gewann der Euro im März wieder an Wert. Im April stabilisierte sich der Euro-Yen-Kurs, nachdem zum einen Spekulationen um eine Wiederaufnahme der Renminbi-Aufwertung gegenüber dem US-Dollar aufkamen und sich zum anderen sowohl die Regierung als auch die japanische Notenbank nach positiven Konjunkturnachrichten optimistisch über die heimischen Wirtschaftsaussichten äußerten. Im Mai belasteten um sich greifende Sorgen um die finanzpolitische Solidität mehrerer Staaten der Währungsunion den Euro auch gegenüber dem Yen, welcher zusätzlich noch von der dadurch steigenden Risikoaversion profitierte. Bei Redaktionsschluss stand der Euro bei 112 Yen, 16 % schwächer als zum Jahreswechsel.

... und dem Pfund Sterling

Der Euro-Pfund-Kurs entwickelte sich seit Jahresbeginn uneinheitlich. Zwar stand der

Euro zum Pfund Sterling vor allem im Januar und ab Mitte März unter Druck. In der Zwischenzeit wertete er aber spürbar auf. Dies lag zum einen an der Enttäuschung über die recht schleppende konjunkturelle Erholung im Vereinigten Königreich. Zum anderen rückte, ausgelöst unter anderem durch Warnungen von Rating-Agenturen vor Risiken für die Bonität britischer Staatstitel, die prekäre Haushaltslage dort ebenfalls in das Blickfeld der Märkte. Entsprechende Befürchtungen erhielten zusätzliche Nahrung, als für Januar ein merklicher Einbruch bei den britischen Steuereinnahmen gemeldet wurde. Später deuteten Meinungsumfragen auf unklare Mehrheiten nach der kommenden Parlamentswahl hin, die – so wurde eine Zeit lang gemutmaßt – entschlossenen Konsolidierungsschritten abträglich seien. Per saldo verzeichnete der Euro gegenüber dem Pfund Sterling vor diesem Hintergrund trotz seiner der Haushaltsprobleme Griechenlands geschuldeten Schwäche zum Ende des Berichtszeitraums nur vergleichsweise geringe Verluste von 3 % seit Ende 2009; er notierte zuletzt bei 0,86 Pfund Sterling.

Im Durchschnitt gegenüber den Währungen 21 wichtiger Handelspartner hat der Euro seit Jahresbeginn 8 ½ % an Wert verloren. Da wesentliche Ursachen für diese Entwicklungen im Euro-Raum selbst zu suchen sind, waren die Kursverluste breit angelegt. Neben den erwähnten Verlusten gegenüber US-Dollar und Yen, die wegen ihrer Markttiefe und Liquidität stärker gefragt sind, fiel die Abwertung gegenüber dem kanadischen Dollar mit 13 ½ % sowie gegenüber einigen Währungen aus dem Fernen Osten (z. B. um 10 % gegen-

*Effektiver Wechselkurs des Euro*

über dem koreanischen Won und um 14 % gegenüber dem Singapur-Dollar) besonders ausgeprägt aus. In diesen Ländern hat bereits ein kräftiger Aufschwung eingesetzt, der Kapitalzuflüsse anregt und damit die Aufwertung der jeweiligen Währung begünstigt. Gegenüber dem australischen Dollar sowie dem Schweizer Franken erreichte der Euro im Berichtszeitraum historische Tiefstände. Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euro-Raums gegenüber wichtigen Handelspartnern verbesserte sich durch die Euro-Abwertung zwar, ist aber in längerfristiger Betrachtung alles in allem noch immer nicht als durchweg günstig anzusehen.

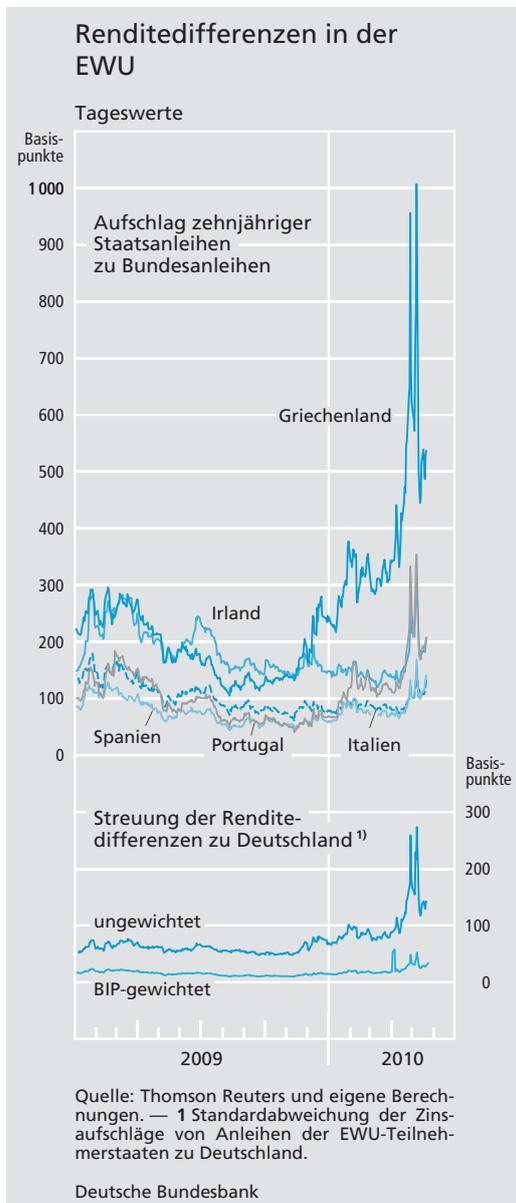
### Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

*Ausweitung der griechischen Schuldenkrise im Fokus*

Die Schuldenkrise Griechenlands und deren Ausweitung zu einer Vertrauenskrise auch gegenüber Anleihen anderer EWU-Mitgliedsländer bestimmte in den letzten Monaten die Entwicklung an den europäischen Rentenmärkten. Im bisherigen Jahresverlauf hat sich der BIP-gewichtete Renditeaufschlag der anderen EWU-Staaten zu Deutschland zeitweilig mehr als verdoppelt; zuletzt lag er mit 107 Basispunkten noch immer knapp zwei Drittel über dem Wert vom Jahresende 2009. Getrieben wurde die Ausdehnung primär durch den Anstieg der Renditen griechischer Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit, die in der Spitze bei fast 13 % (1 000 Basispunkte über Bundesanleihen vergleichbarer Laufzeit) notierten. Ausschlaggebend war eine erneute Korrektur des griechischen Haushaltsdefizits, Streiks gegen geplante Konsolidierungsmaß-



nahmen und Bonitätsherabstufungen von Ratingagenturen. Zuletzt rentierten griechischen Staatsanleihen mit gut 8 % (540 Basispunkte Aufschlag auf Bundeswertpapiere) wieder deutlich niedriger, wenngleich noch immer höher als zu Jahresbeginn. Dazwischen lagen die Verabschiedung eines konditionierten Hilfspakets zum Erhalt der Zahlungsfähigkeit der Hellenischen Republik im Volumen von 110 Mrd €, der Beschluss zur Aufspannung eines Euro-Rettungsschirmes mit einem geplanten Volumen von bis zu 750 Mrd € sowie die Einrichtung eines Programms auch zum Ankauf von Staatsanleihen durch das Eurosystem. Der um sich greifende Vertrauensentzug der Anleger führte auch für Portugal, Irland und Spanien zu steigenden Staatsanleihenrenditen, allerdings nicht in dem Ausmaß wie im Falle Griechenlands.



Währenddessen gaben die Renditen von Ländern wie Deutschland und Frankreich nach. Zehnjährige Bundesanleihen rentierten zuletzt mit 2 ½ % gut drei viertel Prozentpunkte niedriger als Ende 2009; sie fungierten als „sicherer Hafen“ für die zunehmend verunsicherten Anleger.

Noch stärker als am langen Ende gaben die Renditen im kurz- bis mittelfristigen Bereich

nach. Die Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt verlief dadurch noch einmal steiler als zum Jahresende 2009. Legt man Bundesanleihen zugrunde, so lag die Differenz zwischen zehn- und zweijährigen Renditen zuletzt mit 237 Basispunkten auf einem im historischen Vergleich sehr hohen Niveau. Die erneute Verteilung der Zinsstruktur spiegelt die Erwartung einer weiter anhaltenden Niedrigzinspolitik des Eurosystems und die zunehmende Präferenz der Marktteilnehmer nach kurzlaufenden Zinstiteln wider.

Außerhalb Europas fielen die Renditebewegungen seit Jahresbeginn erheblich moderater aus als im Euro-Raum. Die durchschnittliche Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen stieg – nach einem Rückgang bis Mitte Februar – im Gefolge verbesserter Wachstumsaussichten, erwarteter Rekordemissionen von US-Treasuries und der Verabschiedung der Gesundheitsreform Ende Februar und im März wieder deutlich an. Anfang April übertraf sie sogar zeitweilig die Marke von 4 %, bevor sie anschließend im Zuge der von der Schuldenkrise Griechenlands und von den Ermittlungen der Börsenaufsicht (SEC) bei einigen Großbanken ausgehenden Verunsicherung wieder um mehr als drei viertel Prozentpunkte nachgab. Bei Abschluss dieses Berichts lag sie mit 3 ¼ % nicht nur unter dem Vorjahresstand, sondern auch niedriger als die BIP-gewichtete Umlaufrendite von Anleihen der EWU-Teilnehmerstaaten. Die Renditen japanischer Staatsanleihen sanken im Berichtszeitraum per saldo leicht und lagen zuletzt bei 1 ¼ %.

Internationale  
Rentenmärkte

*Finanzierungsbedingungen für Unternehmen weiter verbessert*

Im Einklang mit den verbesserten Konjunkturaussichten und der Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten haben sich die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen an den Kreditmärkten im Euro-Raum zunächst weiter verbessert. So sanken die Renditen von BBB-bewerteten und auf Euro lautenden Unternehmensanleihen seit Jahresbeginn um rund einen halben Prozentpunkt. Auch die Renditenaufschläge gegenüber Staatsanleihen verringerten sich geringfügig um vier Basispunkte. Die günstigeren Konditionen förderten die weiterhin hohe Emissionstätigkeit von Unternehmen an den Kapitalmärkten auch im ersten Quartal 2010. An den Kreditderivatemärkten trübte sich jedoch die Einschätzung des Ausfallrisikos des öffentlichen Sektors ein. Dies strahlte auch auf die Bewertung von Unternehmen aus, sodass es zu keinem Absinken der durch Kreditderivateindizes (iTraxx) gemessenen Ausfallrisiken von Unternehmen kam.

*Nettoabsatz am Rentenmarkt gestiegen*

Am deutschen Rentenmarkt belief sich das Bruttoemissionsvolumen im ersten Quartal 2010 auf 335 ½ Mrd € und lag somit erneut unter den Werten der Vorquartale. Nach Abzug der ebenfalls gesunkenen Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis allerdings Schuldverschreibungen für 20 Mrd € begeben, verglichen mit Nettotilgungen in den Quartalen zuvor. Zudem setzten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 15 Mrd € am deutschen Markt ab, die per saldo ausschließlich auf Euro lauteten. Damit betrug das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt im Berichtszeitraum 35 Mrd €.

### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

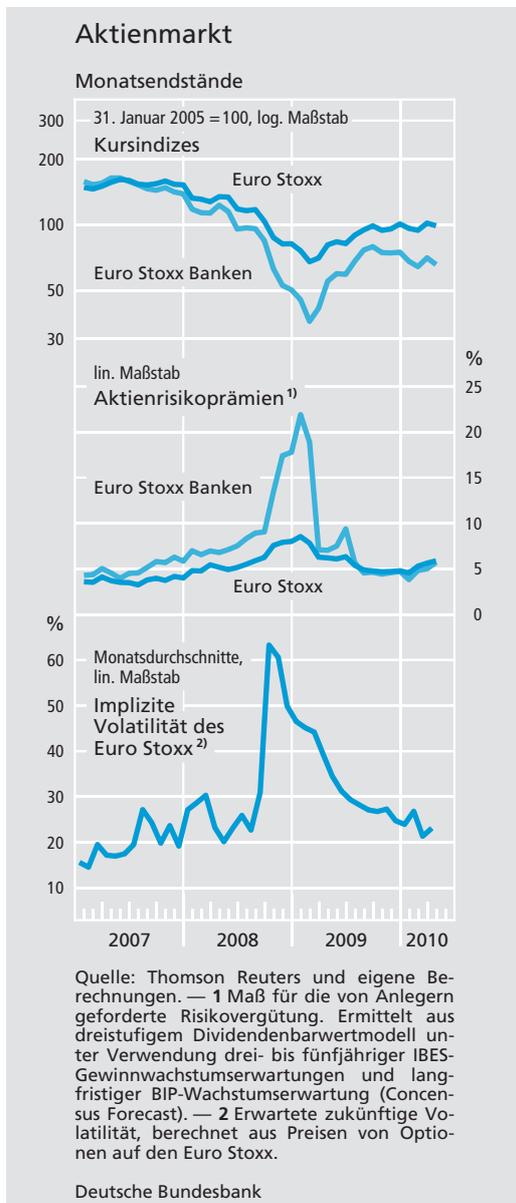
Position	2009		2010
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
<b>Mrd €</b>			
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	23,2	19,7	25,8
Kreditinstitute	10,1	- 19,1	2,1
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	- 25,5	- 9,0	1,5
Nichtbanken	13,1	38,8	23,7
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	- 21,3	9,6	10,4
Ausländer	- 18,7	- 18,6	9,1
<b>Aktien</b>			
Inländer	13,4	7,6	6,7
Kreditinstitute	- 5,1	7,1	3,0
darunter:			
inländische Aktien	- 3,6	4,8	3,8
Nichtbanken	18,5	0,5	3,7
darunter:			
inländische Aktien	12,8	- 1,3	2,4
Ausländer	- 0,9	- 1,1	0,5
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	5,9	19,3	13,9
Anlage in Publikumsfonds	1,8	3,2	7,0
darunter: Aktienfonds	0,7	1,6	- 0,4
Deutsche Bundesbank			

Die öffentliche Hand nahm im ersten Quartal 2010 den Rentenmarkt mit 32 Mrd € stärker in Anspruch als noch im Quartal zuvor (6 ½ Mrd €). Der Bund emittierte dabei vor allem Bundesobligationen (16 ½ Mrd €) und zehnjährige Anleihen (10 Mrd €), in geringerem Umfang auch zweijährige Schatzanweisungen (4 ½ Mrd €) und 30-jährige Anleihen (3 ½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von unverzinslichen Schatzanweisungen (Bubills) in Höhe von 10 ½ Mrd € gegenüber. Die Länder begaben Schuldverschreibungen per saldo für 7 ½ Mrd €.

*Mittelaufnahme öffentlicher Stellen*

Die inländischen Kreditinstitute führten im Berichtsquartal den Abbau ihrer Kapitalmarktverschuldung weiter fort, und zwar um 27 Mrd € (4. Quartal 2009: 28 ½ Mrd €). Dabei tilgten sie vor allem die flexibel gestaltbaren sonstigen

*Nettotilgungen der Kreditinstitute*



Bankschuldverschreibungen (netto 21 Mrd €) sowie Öffentliche Pfandbriefe (netto 18 ½ Mrd €). Dem standen Emissionen von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute sowie von Hypothekendarlehen gegenüber (9 Mrd € bzw. 3 Mrd €). Unter den Emissionen von Kreditinstituten waren 3 Mrd € mit einer staatlichen Garantie ausgestattet.

In dem Umfeld weiter verbesserter Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt begaben inländische Unternehmen ohne Banklizenz im Berichtsquartal netto Schuldverschreibungen für 15 Mrd €. In dieser Emittentengruppe nahmen finanzielle Unternehmen ohne Banklizenz den Kapitalmarkt in Höhe von 8 ½ Mrd € in Anspruch. Dabei begaben sie überwiegend längerfristige Papiere (6 ½ Mrd €).

*Emissionen von Nichtbanken*

Als Erwerber inländischer Schuldverschreibungen traten im ersten Quartal 2010 vor allem inländische Nichtbanken und ausländische Investoren in Erscheinung. Sie stockten ihre entsprechenden Bestände um 10 ½ Mrd € beziehungsweise 9 Mrd € auf. Die heimischen Kreditinstitute investierten per saldo nur in geringem Umfang in deutsche zinstragende Papiere ½ Mrd €. Daneben engagierten sich deutsche Nichtbanken und Kreditinstitute in Höhe von 13 ½ Mrd € beziehungsweise 1 ½ Mrd € in ausländischen Schuldverschreibungen.

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

Die internationalen Aktienmärkte waren zu Beginn des Berichtszeitraums neben den Finanzproblemen Griechenlands von der Diskussion um eine Bankenabgabe geprägt. Unter diesem Eindruck sind die Kurse an den wichtigsten Börsen bis Mitte Februar gesunken. Betroffen waren insbesondere Finanzwerte, die in dieser Zeit auf ihren tiefsten Stand seit mehreren Monaten fielen. Insgesamt verloren der marktweite deutsche Aktienindex CDAX und der europäische Euro Stoxx-Index zwischen Januar und Anfang Februar jeweils etwa 8 % ihres Wertes. Der japanische Nikkei-Index und der US-amerikanische S&P 500 büßten im gleichen Zeitraum

*Internationale Aktienmärkte im Zeichen griechischer Schuldenkrise*

jeweils rund 4 % ein. Die zunehmende Verunsicherung der Anleger lässt sich auch an der impliziten Volatilität von Aktienindexoptionen ablesen, die in dieser Zeit merklich anstieg. Vor dem Hintergrund positiver Konjunkturnachrichten drehte sich die Stimmung an den Aktienmärkten in den folgenden Wochen jedoch wieder. So fielen Expertenumfragen über die Wachstumserwartungen des BIP im laufenden Jahr beiderseits des Atlantiks im April etwas besser aus als im März. Kurstreibend dürften allerdings vor allem längerfristige Gewinnwachstumserwartungen gewesen sein, die sich seit Anfang März verbessert haben. So stuften die von I/B/E/S befragten Analysten ihre entsprechenden Schätzungen für den Euro Stoxx von 7 % auf zuletzt 9 ½ % herauf. Im Gegenzug verzeichneten der marktweite Index Euro Stoxx und der CDAX zwischen Mitte Februar und Mitte April Wertzuwächse von 12 ½ % beziehungsweise 14 %. Seither bestimmte in der Einschätzung der Aktienanleger jedoch vor allem die drastische Verschärfung der Griechenland-Krise sowie der massive Vertrauenseinbruch an den Märkten insbesondere für südeuropäische Staatsanleihen das Börsengeschehen. So verloren der Euro Stoxx und der CDAX zwischen Mitte April und dem 7. Mai 15 % beziehungsweise 11 % ihres Wertes. Seit dem Ersuchen Griechenlands um Finanzhilfe Ende April hat sich auch die Kursunsicherheit an den Aktienmärkten, gemessen an der impliziten Volatilität von Aktienindexoptionen, stark erhöht. Die am 9./10. Mai beschlossenen Maßnahmen, die einen Europäischen Finanziellen Stabilisierungsmechanismus einschließen, ließen die europäischen Aktiennotierungen um 9 % und speziell die Finanzwerte um 16 %

### Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Position	2009		2010
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
<b>I. Leistungsbilanz 1) 2)</b>	+ 22,6	+ 47,5	+ 31,7
Außenhandel 1) 3)	+ 27,5	+ 44,1	+ 37,8
Dienstleistungen 1)	- 1,3	+ 1,8	- 1,5
Erwerbs- und Vermögenseinkommen 1)	+ 11,9	+ 11,2	+ 11,2
Laufende Übertragungen 1)	- 12,9	- 7,4	- 13,4
<b>II. Vermögensübertragungen 1) 4)</b>	+ 0,0	- 0,5	+ 0,3
<b>III. Kapitalbilanz 1)</b>			
(Netto-Kapitalexport: -)	+ 4,1	- 81,2	- 9,1
1. Direktinvestitionen	- 9,9	+ 8,6	- 25,2
Deutsche Anlagen im Ausland	- 13,6	+ 1,9	- 32,0
Ausländische Anlagen im Inland	+ 3,7	+ 6,8	+ 6,8
2. Wertpapiere	- 31,9	- 36,8	- 7,6
Deutsche Anlagen im Ausland	- 9,1	- 18,0	- 19,3
Aktien	+ 0,3	- 0,8	+ 3,6
Investmentzertifikate	- 0,5	+ 3,0	- 8,0
Schuldverschreibungen	- 8,9	- 20,2	- 14,8
Anleihen 5)	- 14,5	- 21,6	- 18,1
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 18,6	- 19,9	- 25,9
Geldmarktpapiere	+ 5,6	+ 1,4	+ 3,3
Ausländische Anlagen im Inland	- 22,8	- 18,8	+ 11,6
Aktien	- 4,4	- 0,7	+ 0,8
Investmentzertifikate	+ 0,3	+ 0,5	+ 1,8
Schuldverschreibungen	- 18,7	- 18,6	+ 9,1
Anleihen 5)	- 32,5	- 14,2	+ 14,6
darunter: öffentliche Anleihen	+ 8,0	+ 2,6	+ 16,4
Geldmarktpapiere	+ 13,9	- 4,4	- 5,4
3. Finanzderivate 6)	+ 22,6	- 0,4	- 4,1
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	+ 23,1	- 53,2	+ 28,4
Monetäre Finanzinstitute 8)	+ 83,7	- 37,7	+ 75,3
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privatpersonen	+ 87,3	- 48,9	+ 65,3
darunter: kurzfristig	- 18,9	- 1,8	- 17,8
Staat	- 17,2	+ 5,6	- 9,9
darunter: kurzfristig	+ 16,7	- 15,4	- 0,2
Bundesbank	+ 17,5	- 15,1	+ 0,9
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 9)	- 58,5	+ 1,6	- 28,9
+ 0,3	+ 0,6	- 0,7	
<b>IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)</b>	- 26,7	+ 34,1	- 22,8

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

## Der Europäische Ausschuss für Systemrisiken

Die Finanzkrise war der Auslöser für eine Reihe politischer Initiativen auf internationaler Ebene mit dem Ziel, solche Krisen in Zukunft zu vermeiden.

Im Oktober 2008 beauftragte die EU-Kommission eine hochrangig besetzte Expertengruppe unter der Führung des früheren französischen Notenbankgouverneurs und ehemaligen geschäftsführenden Direktors des Internationalen Währungsfonds, Jacques de Larosière, Empfehlungen zur zukünftigen Regulierung und Beaufsichtigung der europäischen Finanzmärkte zu erarbeiten. In ihrem Bericht vom 25. Februar 2009 stellte die Expertengruppe unter anderem fest, dass der Schwerpunkt der Regulierungs- und Aufsichtsbehörden bisher auf der mikroprudenziellen Aufsicht, das heißt der Überwachung einzelner Institute, gelegen habe, während den makroprudenziellen Gefahren für das Finanzsystem insgesamt nicht genügend Aufmerksamkeit geschenkt worden sei. Deshalb empfahl die Gruppe die Einrichtung eines Ausschusses für Systemrisiken mit dem Mandat, die Stabilität des Finanzsystems zu analysieren, Frühwarnsysteme für aufkommende Risiken und Schwachstellen im Finanzsystem zu entwickeln sowie auch Stresstests auf Makroebene durchzuführen, um die Widerstandsfähigkeit des Finanzsektors gegen bestimmte Schocks beziehungsweise Entwicklungen zu ermitteln. Die Expertengruppe schlug vor, den Ausschuss bei der Europäischen Zentralbank (EZB) anzusiedeln und die EZB zusammen mit dem Europäischen System der Zentralbanken (ESZB) mit diesen Aufgaben zu betrauen.

Der Europäische Rat unterstützte im Juni 2009 diese Empfehlung und beauftragte die EU-Kommission, Legislativvorschläge zu entwickeln. Die EU-Kommission veröffentlichte daher am 23. September 2009 Vorschläge für Rechtsakte zur Errichtung eines Europäischen Ausschusses für Systemrisiken (European Systemic Risk Board: ESRB). Im Ecofin-Rat wurden diese Vorschläge am 20. Oktober 2009 weitgehend gebilligt. Derzeit steht noch die Behandlung im Europäischen Parlament aus. Die politische Vorgabe, den ESRB zum 1. Januar 2011 zu errichten, scheint allerdings nicht mehr umsetzbar, wenn sich das Europäische Parlament auf die umfangreichen und weitreichenden Änderungsvorschläge der Berichterstatter seines Ausschusses für Wirtschaft und Währung verständigt.

Die EU-Kommission hat als Rechtsgrundlage für das neue Gremium ohne eigene Rechtspersönlichkeit eine

Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates auf der Grundlage von Artikel 114 des Vertrages über die Arbeitsweise der Union (AEUV) vorgeschlagen. Artikel 114 AEUV ermächtigt die Union, rechtsangleichende Regelungen zu erlassen, die der Verwirklichung des Binnenmarkts dienen. Vor diesem Hintergrund ist der Auftrag an den ESRB zu verstehen, durch die Abwendung und Eindämmung systemischer Risiken auch zu einem reibungslos funktionierenden Binnenmarkt beizutragen.

Als Handlungsinstrumente werden dem ESRB im Wesentlichen Risikowarnungen und Empfehlungen für Abhilfemaßnahmen zur Verfügung gestellt. Adressaten können die EU, die EU-Kommission, die EU-Mitgliedstaaten, die nationalen Aufsichtsbehörden oder die in dem de-Larosière-Bericht ebenfalls empfohlenen und gleichzeitig von der EU-Kommission vorgeschlagenen neu zu errichtenden europäischen Behörden für die mikroprudenzielle Aufsicht sein. Die Maßnahmen des ESRB haben zwar keinen rechtsverbindlichen Charakter, der ESRB soll aber überwachen, ob und inwieweit die Adressaten die Maßnahmen innerhalb des vorgegebenen Zeitrahmens umsetzen. Diese sind verpflichtet darzulegen und zu begründen, warum sie einer Empfehlung nicht oder nur teilweise folgen wollen.

Notwendige bankaufsichtliche Informationen soll der ESRB zunächst von den drei neuen europäischen Aufsichtsbehörden anfordern können. In jedem Fall soll grundsätzlich auf vorhandene Daten zurückgegriffen werden, um zusätzliche Belastungen für die Kreditwirtschaft zu vermeiden. Die Informationen sollen grundsätzlich in einer Form erfolgen, die keinen Rückschluss auf einzelne Institute zulässt. Weiter kann der ESRB auf statistische Daten zurückgreifen, die die EZB über die Zentralbanken des Eurosystems erhebt.

Der ESRB wird mit den nationalen Aufsichtsbehörden und den neuen europäischen Stellen sowie auf internationaler Ebene mit Institutionen im Bereich der Finanzstabilität, wie zum Beispiel dem Internationalen Währungsfonds und dem Rat für Finanzstabilität (Financial Stability Board: FSB), eng zusammenarbeiten.

Für die personelle Besetzung des ESRB wird im Wesentlichen auf die EU-Notenbanken zurückgegriffen, die überwiegend – wenn auch in unterschiedlichem Umfang – bereits auf nationaler Ebene Aufgaben im Bereich der Finanzstabilität wahrnehmen. Die

Notenbanken des Eurosystems haben seit dem Eintritt in die Währungsunion ein Mandat auf dem Gebiet der Finanzstabilität aus dem Vertrag über die Arbeitsweise der Union (Art. 127 Abs. 5 AEUV).

Beschlussgremium des ESRB ist der Verwaltungsrat. Er setzt sich aus dem Präsidenten und Vizepräsidenten der EZB sowie den Gouverneuren der Zentralbanken aller EU-Mitgliedstaaten zusammen, die als solche auch Mitglieder des Erweiterten Rates der EZB sind. Mitglieder sind darüber hinaus auch ein Vertreter der EU-Kommission und die Vorsitzenden der neuen europäischen Aufsichtsbehörden sowie – allerdings ohne Stimmrecht – je Mitgliedstaat ein Vertreter der nationalen Aufsichtsbehörden und der Vorsitzende des EU-Wirtschafts- und Finanzausschusses. Zum Vorsitzenden des Verwaltungsrates kann nur ein ESRB-Mitglied aus einer EU-Zentralbank gewählt werden. Es wird erwartet, dass der EZB-Präsident zum Vorsitzenden des Verwaltungsrates bestimmt wird.

Unterstützt wird der Verwaltungsrat, in dem nicht aus den EU-Zentralbanken stammende Mitglieder deutlich in der Minderheit sind, durch einen Lenkungsausschuss, dessen Besetzung hingegen nicht die Zusammensetzung des Verwaltungsrates widerspiegelt. Von den 12 Mitgliedern des Lenkungsausschusses gehören nämlich neben dem Vorsitzenden und stellvertretenden Vorsitzenden des Verwaltungsrates lediglich fünf weitere Mitglieder EU-Zentralbanken an. Im Lenkungsausschuss sind die Mitglieder aus den Zentralbanken des Eurosystems voraussichtlich in der Minderheit.

Die Mitglieder des ESRB sind verpflichtet, unparteiisch und allein im Interesse der Europäischen Union zu handeln.

Dem ESRB wird ein Beratender Ausschuss zur Seite gestellt, der sich aus Vertretern auf Fachebene der Institutionen und Organe, die dem Verwaltungsrat angehören, zusammensetzt. Das Banking Supervision Committee (BSC), in dem alle Notenbanken und Bankenaufsichtsbehörden der EU vertreten sind, unterstützt seit 1998 die EZB und das ESZB mit „Stabilitäts- und Strukturanalysen des EU-Bankensektors“. Insofern könnte das BSC den Kern des neuen Beratungsgremiums für das ESRB bilden.

Nach Überlegungen im Europäischen Parlament soll die Zahl der Notenbankangehörigen in den Gremien zugunsten von Wissenschaftlern und Personen mit

einem Hintergrund aus der Wirtschaft, den Gewerkschaften oder als Anbieter oder Verbraucher von Finanzdienstleistungen reduziert werden. Dies stünde im Widerspruch zu den Vorschlägen des de-Larosièrereports, wonach der ESRB mit Blick auf die Expertise ausschließlich bei den Zentralbanken angesiedelt werden sollte.

Das Sekretariat des ESRB soll von der EZB gestellt werden und für die analytische, statistische, logistische und administrative Unterstützung des ESRB sorgen. Für die Errichtung des Sekretariats hat die EU-Kommission eine zusätzliche Verordnung, und zwar auf der Grundlage von Artikel 127 Absatz 6 AEUV, vorgeschlagen. Nach Artikel 127 Absatz 6 AEUV kann der Rat einstimmig nach Anhörung des Europäischen Parlaments und der EZB besondere Aufgaben im Zusammenhang mit der Aufsicht über Kreditinstitute und sonstige Finanzinstitute mit Ausnahme von Versicherungsunternehmen der EZB übertragen.

Der EZB-Rat hat bereits erklärt, dass die EZB bereitsteht, das Sekretariat für das ESRB zu stellen. Nach Artikel 127 Absatz 5 AEUV hat das Eurosystem bereits heute einen Auftrag, die zuständigen Behörden im Bereich der Finanzstabilität zu unterstützen, wozu auch der ESRB nach seiner Errichtung gehört. Die Bereitstellung des Sekretariats für das ESRB durch die EZB hätte daher auf diese Rechtsgrundlage und einen Beschluss des EZB-Rats gestützt werden können. Hierdurch wäre zudem das Erfordernis der Einstimmigkeit aller EU-Mitgliedstaaten entfallen, zumal die maßgebliche Verordnung des Europäischen Parlaments und des Rates nach Artikel 114 AEUV im Rat mit qualifizierter Mehrheit beschlossen werden kann.

Besonderer Wert wird darauf zu legen sein, dass die neue Doppelrolle der ESRB-Mitglieder aus den EU-Zentralbanken und insbesondere aus den Zentralbanken des Eurosystems nicht zu Konflikten bei der Wahrnehmung ihrer schon bestehenden Aufgaben im Eurosystem/ESZB führt. Dies gilt vor allem für das Ziel des Eurosystems, Preisstabilität zu gewährleisten. Es gilt darüber hinaus auch für die unverändert fortbestehenden Aufgaben des Eurosystems im Bereich der Finanzstabilität. Dies kann deswegen besondere Bedeutung erlangen, weil hierfür die durch Artikel 130 AEUV garantierte Unabhängigkeit besteht. Dies wird auch die EZB im Rahmen ihrer organisatorischen Vorkehrungen bei der Bereitstellung des Sekretariats für das ESRB zu beachten haben.

ansteigen. Zuletzt lagen der Euro Stoxx und der CDAX dennoch rund 11% beziehungsweise 6% unter ihrem Stand zu Jahresbeginn.

*Gestiegene  
Risikoprämie*

Die von Anlegern geforderte Vergütung für das Halten von Aktien – die anhand eines Dividendenbarwertmodells ermittelt werden kann – ist seit Januar angestiegen. Während sich die implizite Aktienrisikoprämie für den Gesamtmarkt Ende April mit fast 6% auf einem Niveau wie vor der Insolvenz der Investmentbank Lehman Brothers bewegte, lag der Wert für Bankenaktien mit 5¾% deutlich unterhalb des entsprechenden Standes (8¾%). Dies deutet darauf hin, dass die Anleger unter Berücksichtigung der erwarteten Gewinnentwicklung am Markt für Bankenaktien deutlich risikofreudiger sind als Mitte 2008.

*Mittelaufnahme  
am Aktien-  
markt und  
Aktienwerb*

Vor dem Hintergrund der erwarteten Erholung hat die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt im Frühjahrsquartal 2010 wieder zugenommen. Inländische Unternehmen emittierten junge Aktien für 6½ Mrd €; dabei handelte es sich weit überwiegend um börsennotierte Dividentitel. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg nur geringfügig (½ Mrd €). Erworben wurden Dividendenpapiere vor allem von gebietsansässigen Nichtbanken und Kreditinstituten (3½ Mrd € bzw. 3 Mrd €), die sich vorrangig in inländischen Titeln engagierten (2½ Mrd € bzw. 4 Mrd €). Ausländische Investoren nahmen hiesige Aktien für ½ Mrd € in ihren Bestand.<sup>1)</sup>

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 21 Mrd €, nach einem Aufkommen von 22½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (14 Mrd €). Unter den Publikumsfonds konnten in erster Linie Offene Immobilienfonds und Gemischte Wertpapierfonds Anteilsscheine unterbringen (3½ Mrd € bzw. 2½ Mrd €), in geringerem Umfang auch Gemischte Fonds (1 Mrd €) und Rentenfonds (½ Mrd €). Hingegen mussten Aktienfonds leichte Mittelabflüsse hinnehmen (½ Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften konnten im ersten Vierteljahr im Ergebnis neue Mittel für 8 Mrd € akquirieren.

*Absatz und  
Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten*

Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 27 Mrd € in ihre Portfolios nahmen. Hierunter befanden sich in erster Linie heimische Papiere. Auch ausländische Investoren engagierten sich für 2 Mrd € in inländischen Fonds. Die heimischen Kreditinstitute erwarben Investmentzertifikate für netto ½ Mrd €. Dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um ausländische Papiere.

## Direktinvestitionen

Wie im Wertpapierverkehr, der im ersten Quartal 2010 Netto-Kapitalexporte von 7½ Mrd € verzeichnete, ergaben sich aus den

*Deutsche  
Direkt-  
investitionen  
im Ausland*

<sup>1</sup> Zu den Direktinvestitionen siehe S. 58/59.

grenzüberschreitenden Transaktionen im Bereich der Direktinvestitionen Kapitalabflüsse (25 Mrd €). Dabei stellten hiesige Firmen ihren im Ausland angesiedelten Niederlassungen Mittel im Umfang von 32 Mrd € zur Verfügung, und zwar sowohl in Form von Eigenkapital (14 Mrd €) als auch über den konzerninternen Kreditverkehr (12 ½ Mrd €). Als Investor trat neben dem Fahrzeugbau vor allem das deutsche Kredit- und Versicherungsgewerbe (13 Mrd €) in Erscheinung. Eine bedeutende Rolle kam dabei der Erhöhung der Kapitalrücklagen bei einer Tochtergesellschaft durch ein deutsches Kreditinstitut zu.

Von Januar bis März 2010 lag das Engagement ausländischer Eigner in ihren in Deutschland ansässigen Niederlassungen in etwa auf dem Niveau des Vorquartals. Im Ergebnis flossen den hiesigen Direktinvestitionsunternehmen – vornehmlich aus dem Euro-Raum – Mittel in Höhe von 7 Mrd € zu. Während das Beteiligungskapital nur geringfügig erhöht wurde, verblieben reinvestierte Gewinnanteile bei den deutschen Töchtern. Darüber hinaus wurden Mittel über – vorwiegend langfristige – konzerninterne Kredite bereitgestellt. Dies betraf im Wesentlichen den Fahrzeugbau.

*Ausländische  
Direkt-  
investitionen  
in Deutschland*