

Finanzmärkte

Tendenzen an den Finanzmärkten

An den Finanzmärkten rückten neben der sehr angespannten Lage der Staatsfinanzen in einigen Peripherieländern der Währungsunion auch die unterschiedlichen Konjunkturaussichten in den großen Währungsräumen stärker in den Fokus der Marktteilnehmer. Während bei vielen Marktteilnehmern für die USA und Japan die Skepsis über den weiteren Konjunkturverlauf dominierte, verzeichneten viele Schwellenländer weiterhin ein kräftiges Wachstum, was die Zuversicht an den Finanzmärkten stützte, an den Devisenmärkten aber auch Spannungen auslöste. Im Euro-Raum nimmt Deutschland derzeit die konjunkturelle Vorreiterrolle ein und wirkt stabilisierend für den Währungsraum insgesamt. Trotz dieser für Deutschland günstigen Rahmenbedingungen blieb das Renditeniveau am hiesigen Kapitalmarkt – bei recht starken Schwankungen und einem zwischenzeitlichen Rekordtief für Bundesanleihen – seit der Jahresmitte im Ergebnis fast unverändert. Hierfür dürften in der Hauptsache die über lange Strecken dämpfenden Einflüsse des internationalen Zinszusammenhangs, denen sich Deutschland als ein stark in die internationalen Finanzmärkte integriertes Land nicht entziehen konnte, verantwortlich gewesen sein. Die positiven konjunkturellen Rahmendaten und auch die partiell zu beobachtende Umschichtung von sicheren Bundesanleihen in risikoreichere Anlagen konnten diesen Effekt lediglich kompensieren. An den internationalen Aktienmärkten sorgten günstige Quartalsergebnisse und verbesserte Gewinnaussichten der Unternehmen überwiegend für steigende Notierungen. Der Euro setzte seine Aufwärts-

*Finanzmarkt-
umfeld*

bewegung gegenüber wichtigen Währungen in einem Umfeld anhaltender Nervosität an den Devisenmärkten der Tendenz nach fort.

In den letzten Wochen verschärften sich die Befürchtungen an den Finanzmärkten bezüglich der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in den Peripherieländern der Währungsunion erneut massiv. In der Folge rentierten irische und portugiesische Staatsanleihen zeitweilig auf neuen Höchstständen, und auch die Renditen griechischer Anleihen zogen wieder deutlich an. Ausschlaggebend waren verschlechterte Fiskalindikatoren der Schuldnerländer und eine höhere Risikoaversion der Investoren.

Wechselkurse

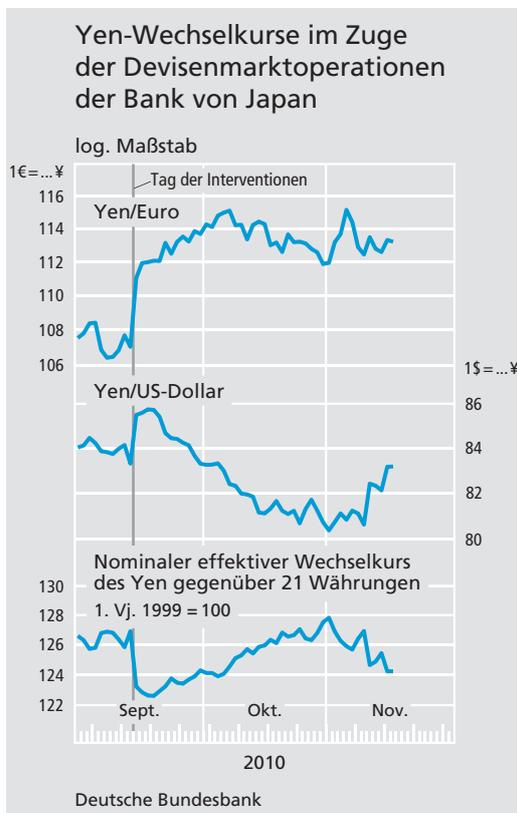
Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar, ...

Seit Mitte des Jahres stützten positive Konjunkturdaten insbesondere aus Deutschland den Euro gegenüber dem US-Dollar, wobei aber ihr Einfluss auf die Kursentwicklung zeitweise durch die schwankende Risikobereitschaft internationaler Investoren überlagert wurde. So hat sich der Euro gegenüber dem US-Dollar im August zunächst bis auf Kurse von etwa 1,32 US-\$ erholt; er lag damit deutlich über seinem mehrjährigen Tiefstand vom Juni dieses Jahres (1,19 US-\$). In der Folgezeit wurde der Euro aber durch eine erhöhte Unsicherheit der Marktteilnehmer zurückgeworfen, die sichere Anlagen insbesondere im Dollar-Raum wieder attraktiver erscheinen ließ. In diesen Wertverlusten kamen auch die Sorgen über die Haushaltssituation einiger Peripherieländer des Euro-Raums und die Anfälligkeit des europäischen Bankensektors, vor allem in Irland, zum Ausdruck.

Bei unverändert robustem Konjunkturbild für den Euro-Raum deuteten ab Mitte September negative Nachrichten für die US-Wirtschaft ein verlangsamtes Wachstum des Bruttoinlandsprodukts (BIP) dort an und entfachten am Devisenmarkt eine Diskussion um eine weitere geldpolitische Lockerung der amerikanischen Notenbank. Unterstützt durch eine Reihe problemlos platzierter Anleiheemissionen von Euro-Ländern, die allerdings mit zum Teil hohen Renditeaufschlägen erfolgten, trat die Staatsschuldenkrise in Europa zugleich etwas in den Hintergrund. Der Euro-Dollar-Kurs schwenkte daher in der Folge in einen stabilen Aufwärtstrend ein, der die in der ersten Jahreshälfte aufgelaufenen Kursverluste zu einem guten Teil wieder kompensierte. Anfang November beschloss die US-Notenbank dann den erwarteten Ankauf von Staatsanleihen in einem Umfang von 600 Mrd US-\$, was den US-Dollar weltweit weiter drückte. Zuletzt lag der Euro gegenüber dem US-Dollar mit 1,36 US-\$ etwa 5 ½ % niedriger als zu Jahresbeginn.

Im Gegensatz zur Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar hielt sich der Euro-Yen-Kurs im Berichtszeitraum überwiegend innerhalb eines engen Bandes zwischen 110 Yen und 115 Yen. Eine Ausnahme hiervon bildete Anfang August die vorübergehende Abwertung des Euro gegenüber dem Yen, als mit gesteigerter Risikowahrnehmung internationale Investoren möglicherweise auch den Umfang sogenannter Carry Trades vermindert und Verkaufspositionen im Yen aufgelöst haben. Im Zuge dieser Entwicklung wertete der Yen auf breiter Front merklich auf und erreichte nicht nur gegenüber dem Euro,

... gegenüber dem Yen...



sondern auch gegenüber dem US-Dollar mehrjährige Höchststände. Am 15. September 2010 reagierte die Bank von Japan und intervenierte massiv zugunsten des Yen, nachdem sie mehr als sechs Jahre nicht mehr am Devisenmarkt aktiv gewesen war. Der Euro-Yen-Kurs erholte sich daraufhin vollständig von den geschilderten Kursverlusten und stieg rasch um 4 % an. Bei Abschluss des Berichts lag er mit 113 Yen aber noch immer etwa 15 % unter seinem Niveau zu Beginn des Jahres.

Nachdem sich der Euro-Pfund-Kurs im August unter geringen Schwankungen bei etwa 0,82 Pfund Sterling gehalten hatte, kam es in den folgenden beiden Monaten zu einer merklichen Aufwertung. Als treibender Faktor dieses Kursanstiegs wurde die schwierige Haus-

haltungssituation im Vereinigten Königreich angesehen. Marktteilnehmer befürchteten, dass die von der britischen Regierung angekündigten Konsolidierungsschritte die konjunkturelle Erholung nachhaltig belasten würden. Vor diesem Hintergrund ist der Euro gestiegen und hat sich von den Kursverlusten der ersten Jahreshälfte weitgehend erholt. Ein unerwartet starkes Wachstum im Vereinigten Königreich im dritten Quartal dämpfte dann aber die Sorgen der Anleger, und der Euro gab wieder auf etwa 0,85 Pfund Sterling nach.

Gegenüber dem Schweizer Franken hat der Euro im Berichtszeitraum zunächst merklich an Wert verloren und Anfang September einen neuen historischen Tiefstand verzeichnet. In der Folgezeit konnte der Euro-Franken-Kurs die aufgelaufenen Verluste jedoch wettmachen und notierte zuletzt wieder bei 1,34 Schweizer Franken. Im Durchschnitt gegenüber den im Wechselkursindex enthaltenen 21 wichtigen Währungen schlugen sich die geschilderten Veränderungen in Kursgewinnen des Euro von etwa 1 ½ % seit Ende Juni nieder. Zuletzt notierte der effektive Wechselkurs des Euro damit 6 ½ % unter seinem Niveau zum Jahresanfang und etwa 1 ½ % 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 – ist der Euro zuletzt gestiegen, was auf Einbußen an preislicher Wettbewerbsfähigkeit hindeutet.

Aufgrund der seit Jahren moderaten Preis- und Kostenentwicklung hierzulande ist die

Effektiver Wechselkurs des Euro

... und gegenüber dem Pfund Sterling

preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft weiterhin als günstig einzuschätzen. Wie in den Erläuterungen auf Seite 44f. dargestellt ist, hat auch die wachsende Bedeutung der deutschen Handelsverbindungen zu den Ländern Mittel- und Osteuropas in den letzten Jahren dazu beigetragen, dass weit gefasste Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft eine spürbare Zunahme anzeigen.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Internationale Rentenmärkte

Während die Marktteilnehmer an den europäischen Rentenmärkten im Sommer und Herbst ihr Augenmerk weiterhin vor allem auf die Staatsfinanzen der EWU-Teilnehmerländer richteten, dominierten in den großen Industrieländern außerhalb Europas über weite Strecken zinsdämpfende Faktoren. So zeigten in den USA eine Reihe von schwächer als erwartet ausgefallenen Wirtschaftsdaten eine Abkühlung der Konjunktur an. Zeitgleich mehrten sich auch in Japan zeitweilig die Anzeichen für eine nachlassende Dynamik der Erholung. In der Folge fiel die Rendite für zehnjährige US-Papiere vorübergehend auf unter 2 ½ %. In Japan verlangten Anleger zwischenzeitlich nur noch 0,85 % pro Jahr für ein Engagement in zehnjährigen Titeln. In den Herbstmonaten entschlossen sich die Notenbanken beider Länder, ihre Politik der quantitativen Lockerung wieder aufzunehmen. Gleichwohl setzte Anfang November an den Rentenmärkten eine Gegenbewegung ein, die insbesondere in den USA von steigenden Inflationserwartungen und zuletzt wieder



besseren Wirtschaftsindikatoren genährt wurde. Im Ergebnis lagen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen Mitte November sowohl in den USA als auch in Japan mit knapp 3 % beziehungsweise etwas über 1 % in etwa auf dem Niveau von Ende Juni.

Die internationalen Einflüsse strahlten zwar auch auf die Renditeentwicklung im Euro-Raum aus, bestimmten sie aber nicht. So lag die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Staatsanleihen im Euro-Raum trotz einiger Schwankungen zuletzt mit 3 ¾ % leicht über ihrem Juniniveau. Dabei verdeckt dieser Durchschnitt die massiven Verschiebungen in den Renditeniveaus der einzelnen EWU-Länder. Die Anleger differenzierten – entsprechend den jeweiligen Fundamentalfaktoren und ihrer Risikoeinschätzung – weiterhin sehr

*Rendite-
entwicklung
in der EWU*

Neu berechnete Gewichte für die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft

Die Bundesbank berechnet und veröffentlicht regelmäßig Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft, die die relative Preis- beziehungsweise Kostenentwicklung in Deutschland im Vergleich zu einem gewichteten Durchschnitt der deutschen Handelspartner wiedergeben. Diese Indikatoren entsprechen konzeptionell realen effektiven Wechselkursen, wie sie beispielsweise von der Europäischen Zentralbank für den Euro berechnet werden. Die einzelnen Partnerländer gehen in die Indikatoren mit Handelsgewichten ein, die im Zeitablauf an die sich ändernden Handelsströme angepasst werden. Ziel der regelmäßigen Anpassungen ist es, den aktuellen Entwicklungen im Außenhandel Rechnung zu tragen. Dies gilt auch für die jüngste Neuberechnung. Zuvor basierten die Handelsgewichte für alle Indikatorenreihen bis 1998 auf Daten aus den Jahren 1995 bis 1997 und ab 1999 auf Daten aus den Jahren 1999 bis 2001.¹⁾ Die neuen Gewichte beruhen für alle Indikatorenreihen bis 1997 auf Daten aus den Jahren 1995 bis 1997, von 1998 bis 2000 und von 2001 bis 2003 jeweils auf den Handelsdaten des entsprechenden Zeitraums und ab 2004 auf Daten aus den Jahren 2004 bis 2006 (siehe Tabelle auf S. 45).

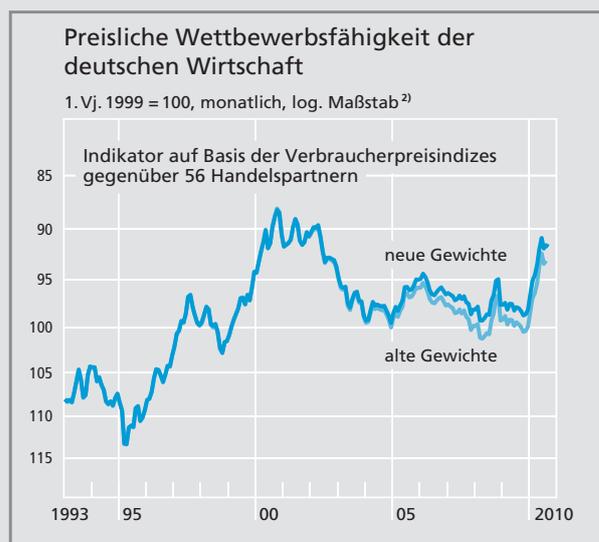
Die Bundesbank berechnet und veröffentlicht die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen

Wirtschaft gegenüber drei Gruppen von Handelspartnern: erstens dem engen Länderkreis von 19 beziehungsweise 23 Ländern, der regelmäßig um die neuen EWU-Länder erweitert wird und neben den EWU-Ländern acht Industrieländer umfasst, zweitens dem mittleren Länderkreis (36 Länder), der zusätzlich noch 13 Länder – darunter China und acht mittel- und osteuropäische EU-Staaten – beinhaltet und drittens dem weiten Länderkreis (56 Länder), der noch 20 weitere wichtige Handelspartner erfasst. In der Tabelle auf Seite 45 sind die neu berechneten Handelsgewichte für den mittleren und weiten Länderkreis aufgeführt. Die Gewichte für den engen (und für den mittleren) Länderkreis lassen sich durch einfache Reskalierung der für den weiten Länderkreis berechneten Gewichte ermitteln.³⁾

Im vergangenen Jahrzehnt ist die Bedeutung Chinas und der mittel- und osteuropäischen Länder für den Außenhandel Deutschlands sukzessive gestiegen, während der Anteil fortgeschrittener Volkswirtschaften wie der Vereinigten Staaten, Japans, des Vereinigten Königreichs und Frankreichs schrittweise gefallen ist. Im Gegensatz zum Indikator auf Basis des engen Länderkreises tragen die weiter gefassten Indikatoren der gewachsenen Bedeutung der deutschen Handelsverbindungen zu den Ländern Mittel- und Osteuropas sowie Ostasiens Rechnung. Diese Entwicklung spiegelt sich – wie die Tabelle auf Seite 45 zeigt – auch in höheren Gewichten wieder, die diese Volkswirtschaften im Zeitablauf erhalten haben.

Die Neuberechnung der Gewichte hat zur Folge, dass die Indikatoren für die weiter gefassten Länderkreise für die letzten Jahre eine etwas stärkere Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft anzeigen als zuvor (siehe nebenstehendes Schaubild). So weist der neu berechnete Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit gegenüber 56 Ländern (36 Länder) für die Zeit von Dezember 1998 bis August 2010 eine Verbesserung um 10% (8%) aus, während sich anhand der alten Gewichte ein etwas geringerer Anstieg 8% (7%) ergeben hätte. Dieser Effekt ist darauf zurückzuführen, dass die Preisentwicklung in den nun stärker gewichteten Ländern insgesamt ungünstiger verlaufen ist als im Durchschnitt der Partnerländer. Auf den Verlauf des eng gefassten Indikators hat die Gewichtsaktualisierung dagegen keinen spürbaren Einfluss.

Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit. — ³ Die Methode zur Gewichts-berechnung für den weiten Länderkreis ist beschrieben in: L. Buldorini, S. Makrydakos und C. Thimann (2001), The effective exchange rates of the



¹ Eine Zusammenstellung der bisher verwendeten Gewichte findet sich in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Mai 2008, S. 41. — ² Skala invertiert: Anstieg der Kurve (Rückgang der Werte) kennzeichnet

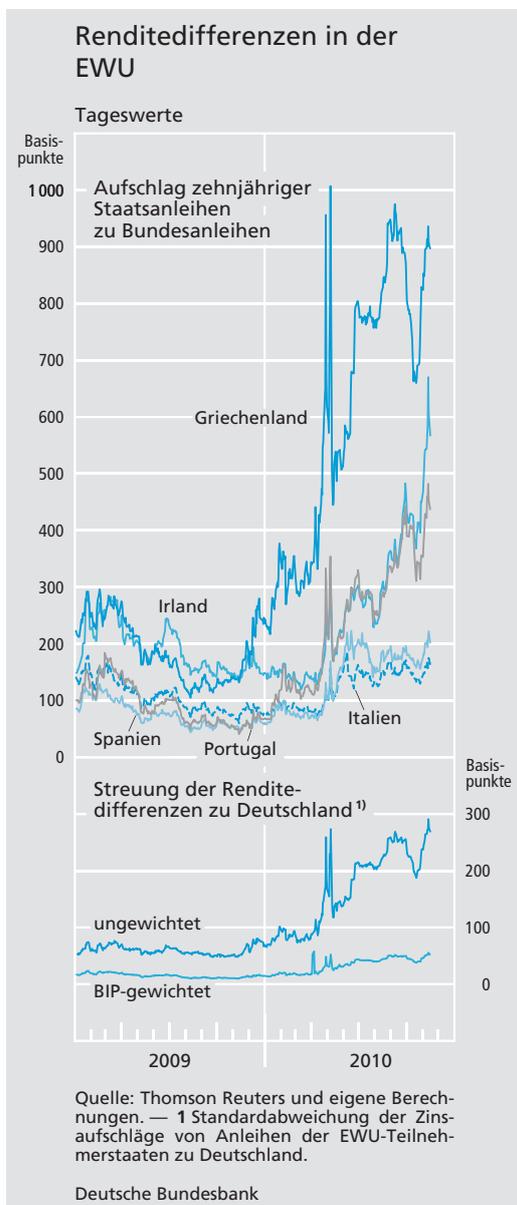
Wägungsschemata der Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit

in Promille

| Ländergruppe/Land | Preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber einem ... | | | | | | | |
|--|--|-----------|-----------|-----------------------|--|-----------|-----------|-----------------------|
| | ... mittleren Länderkreis (36 Handelspartner) | | | | ... weiten Länderkreis (56 Handelspartner) | | | |
| | bis 1997 ⁴⁾ | 1998–2000 | 2001–2003 | ab 2004 ⁵⁾ | bis 1997 ⁴⁾ | 1998–2000 | 2001–2003 | ab 2004 ⁵⁾ |
| Enger Länderkreis | 865,3 | 855,8 | 821,1 | 786,5 | 778,5 | 773,7 | 742,5 | 707,6 |
| Belgien | 60,4 | 53,6 | 57,7 | 62,7 | 54,3 | 48,4 | 52,2 | 56,5 |
| Finnland | 11,9 | 12,4 | 12,2 | 12,1 | 10,7 | 11,2 | 11,0 | 10,9 |
| Frankreich | 127,5 | 116,2 | 107,8 | 100,7 | 114,7 | 105,0 | 97,4 | 90,6 |
| Griechenland | 5,1 | 5,0 | 4,8 | 4,9 | 4,6 | 4,5 | 4,3 | 4,4 |
| Irland | 11,0 | 17,9 | 17,8 | 14,0 | 9,9 | 16,2 | 16,1 | 12,6 |
| Italien | 96,3 | 89,8 | 84,2 | 81,5 | 86,6 | 81,1 | 76,2 | 73,3 |
| Luxemburg | 4,0 | 3,5 | 4,1 | 4,6 | 3,6 | 3,2 | 3,7 | 4,1 |
| Malta | 0,6 | 0,5 | 0,5 | 0,4 | 0,5 | 0,5 | 0,5 | 0,4 |
| Niederlande | 71,2 | 71,9 | 70,1 | 74,9 | 64,1 | 65,0 | 63,4 | 67,4 |
| Österreich | 48,4 | 47,7 | 45,5 | 46,6 | 43,6 | 43,1 | 41,2 | 41,9 |
| Portugal | 11,8 | 11,7 | 10,7 | 8,7 | 10,6 | 10,6 | 9,7 | 7,8 |
| Slowenien | 5,7 | 4,9 | 5,0 | 5,1 | 5,1 | 4,4 | 4,5 | 4,6 |
| Spanien | 39,1 | 41,5 | 42,3 | 44,1 | 35,2 | 37,5 | 38,3 | 39,7 |
| Zypern | 0,4 | 0,3 | 0,4 | 0,5 | 0,3 | 0,3 | 0,3 | 0,5 |
| Dänemark | 17,1 | 15,4 | 15,8 | 14,9 | 15,4 | 13,9 | 14,2 | 13,4 |
| Schweden | 25,0 | 23,3 | 21,1 | 22,6 | 22,5 | 21,1 | 19,1 | 20,4 |
| Vereinigtes Königreich | 91,4 | 90,9 | 85,8 | 78,9 | 82,2 | 82,2 | 77,6 | 71,0 |
| Norwegen | 7,9 | 6,8 | 6,5 | 6,0 | 7,1 | 6,2 | 5,8 | 5,4 |
| Schweiz | 46,2 | 42,2 | 41,3 | 39,0 | 41,6 | 38,1 | 37,3 | 35,1 |
| Slowakei | 6,2 | 7,0 | 10,0 | 11,5 | 5,6 | 6,4 | 9,1 | 10,3 |
| Japan | 66,9 | 60,9 | 49,9 | 44,1 | 60,2 | 55,1 | 45,1 | 39,6 |
| Kanada | 9,1 | 9,7 | 9,9 | 8,4 | 8,2 | 8,8 | 9,0 | 7,5 |
| USA | 102,1 | 122,7 | 117,7 | 100,3 | 91,9 | 110,9 | 106,5 | 90,2 |
| zusätzlich einbezogene Länder des mittleren Länderkreises | 134,7 | 144,2 | 178,9 | 213,5 | 121,2 | 130,1 | 161,8 | 192,0 |
| Bulgarien | 1,4 | 1,3 | 1,8 | 2,4 | 1,3 | 1,2 | 1,6 | 2,2 |
| Estland | 0,6 | 0,7 | 1,0 | 1,1 | 0,5 | 0,6 | 0,9 | 1,0 |
| Lettland | 0,6 | 0,7 | 1,0 | 0,9 | 0,5 | 0,6 | 0,9 | 0,8 |
| Litauen | 1,1 | 1,2 | 1,7 | 1,8 | 1,0 | 1,0 | 1,5 | 1,6 |
| Polen | 20,4 | 23,2 | 27,7 | 30,1 | 18,4 | 21,0 | 25,1 | 27,0 |
| Rumänien | 4,3 | 4,6 | 5,9 | 7,9 | 3,9 | 4,2 | 5,4 | 7,1 |
| Tschechische Republik | 18,9 | 21,0 | 28,8 | 28,6 | 17,0 | 18,9 | 26,0 | 25,8 |
| Ungarn | 12,3 | 16,6 | 21,0 | 21,6 | 11,0 | 15,0 | 19,0 | 19,4 |
| China | 28,5 | 34,8 | 49,7 | 72,6 | 25,6 | 31,4 | 44,9 | 65,3 |
| Hongkong, SVR | 13,5 | 11,2 | 11,1 | 11,5 | 12,1 | 10,1 | 10,1 | 10,3 |
| Korea, Republik | 18,0 | 15,3 | 15,9 | 21,1 | 16,2 | 13,8 | 14,4 | 19,0 |
| Singapur | 10,5 | 9,4 | 9,1 | 9,6 | 9,5 | 8,5 | 8,2 | 8,6 |
| Australien | 4,6 | 4,2 | 4,2 | 4,3 | 4,2 | 3,8 | 3,8 | 3,9 |
| zusätzlich einbezogene Länder des weiten Länderkreises | . | . | . | . | 100,3 | 96,2 | 95,7 | 100,4 |
| Island | . | . | . | . | 0,3 | 0,5 | 0,5 | 0,6 |
| Israel | . | . | . | . | 4,5 | 4,5 | 4,1 | 3,2 |
| Kroatien | . | . | . | . | 2,5 | 2,1 | 2,1 | 2,2 |
| Russland | . | . | . | . | 12,0 | 10,4 | 12,2 | 16,0 |
| Türkei | . | . | . | . | 13,2 | 13,6 | 13,4 | 15,3 |
| Algerien | . | . | . | . | 0,4 | 0,3 | 0,4 | 0,5 |
| Marokko | . | . | . | . | 1,4 | 1,4 | 1,4 | 1,3 |
| Südafrika | . | . | . | . | 5,8 | 5,3 | 6,1 | 6,5 |
| Argentinien | . | . | . | . | 1,9 | 1,8 | 1,2 | 1,2 |
| Brasilien | . | . | . | . | 8,3 | 7,3 | 6,3 | 7,0 |
| Chile | . | . | . | . | 1,3 | 1,2 | 1,2 | 1,9 |
| Mexiko | . | . | . | . | 4,7 | 7,3 | 7,8 | 7,6 |
| Venezuela | . | . | . | . | 0,7 | 0,6 | 0,7 | 0,6 |
| Indien | . | . | . | . | 7,3 | 6,1 | 6,7 | 8,4 |
| Indonesien | . | . | . | . | 5,3 | 4,2 | 4,0 | 3,4 |
| Malaysia | . | . | . | . | 7,3 | 6,7 | 6,6 | 6,2 |
| Philippinen | . | . | . | . | 2,6 | 3,2 | 3,5 | 2,9 |
| Taiwan | . | . | . | . | 13,5 | 13,8 | 11,4 | 9,7 |
| Thailand | . | . | . | . | 6,6 | 5,3 | 5,4 | 5,2 |
| Neuseeland | . | . | . | . | 0,7 | 0,6 | 0,7 | 0,7 |
| Insgesamt | 1 000,0 | 1 000,0 | 1 000,0 | 1 000,0 | 1 000,0 | 1 000,0 | 1 000,0 | 1 000,0 |

euro, ECB Occasional Paper no. 2. Die Reskalierung erfolgt dadurch, dass die Gewichte der dem betrachteten Länderkreis nicht angehörenden Länder proportional auf die Gewichte der verbleibenden Länder verteilt

werden. Es wird also das Gewicht eines Landes im weiten Länderkreis in Beziehung gesetzt zum Gesamtgewicht der betrachteten Ländergruppe im weiten Länderkreis. — 4 Basis 1995 bis 1997. — 5 Basis 2004 bis 2006.



stark zwischen den Emittenten. Während die Verzinsung von Bundesanleihen zeitweilig auf ein Rekordtief nahe 2 % fiel, – wobei neben „Safe haven“-Effekten auch der internationale Zinstrend eine Rolle gespielt haben dürfte – gerieten die Kurse von Anleihen einiger EWU-Partnerländer stark unter Druck. So verloren irische Staatsschuldtitel deutlich an Wert, als sich herausstellte, dass die Bankenstützung den Fiskus noch stärker belastet als

befürchtet und Ratingagenturen die Bonität Irlands herunterstufen. Besorgt zeigten sich Investoren auch über die fiskalische Situation in Portugal, dessen Anleihen ebenfalls auf dem höchsten Stand seit Gründung der Währungsunion rentierten. Die Kurse griechischer Staatsschuldtitel zogen zwar im September vorübergehend kräftig an, gaben anschließend aber wieder spürbar nach, als das Haushaltsdefizit für 2009 erneut nach oben korrigiert werden musste und bekannt wurde, dass die Steuereinnahmen hinter den Sanierungsvorgaben des Hilfspakets zurückbleiben könnten. Zuletzt wurden die Kurse von Staatsanleihen der Peripherieländer vermutlich auch durch eine gemeinsame Erklärung großer EU-Länder zur Beteiligung privater Gläubiger in einem künftigen dauerhaften Krisenlösungsmechanismus gestützt.

Seit Ende August ist es aber auch zu einem generellen Renditeanstieg von EWU-Anleihen gekommen. Hierzu hat nicht zuletzt das überraschend kräftige, vor allem von Deutschland ausgehende Wachstum beigetragen, das von den Finanzmärkten sehr positiv aufgenommen wurde. Einige Investoren agierten in diesem Umfeld wieder etwas risikofreudiger und schichteten Mittel von sicheren und liquiden Anlagen, zu denen vor allem deutsche Bundesanleihen zählen, in Dividentitel um. Jedenfalls zog die Rendite deutscher Staatsanleihen zunächst um fast 20 Basispunkte stärker an als der Durchschnitt laufzeitgleicher Anleihen der anderen EWU-Länder. Mit den Sorgen um die Schuldenkrise fächerten sich zum Ende des Berichtszeitraums aber die Renditen wieder auf. Im Ergebnis rentierten zehnjährige Bundesanleihen leicht oberhalb

von 2 ½ % und damit 40 Basispunkte höher als Ende August; in etwa entspricht das derzeitige Renditeniveau demjenigen zur Jahresmitte.

*Abgeflachte
Zinsstruktur-
kurve*

Die Zinsstrukturkurve, die aus den Kursen von Schuldverschreibungen des Bundes berechnet wird, hat sich dabei seit Jahresmitte recht deutlich verflacht. Der Unterschied zwischen der zehnjährigen und zweijährigen Rendite ist um 55 Basispunkte auf 175 Basispunkte eingeschrumpft. Er liegt aber immer noch deutlich über dem Fünfjahresmittel von gut 110 Basispunkten. In dieser Entwicklung dürfte vor allem zum Ausdruck kommen, dass die Marktteilnehmer nun eine schnellere Normalisierung der Zinsbedingungen am Geldmarkt erwarten als noch Ende Juni.

*Finanzierungs-
bedingungen
für Unter-
nehmen*

Die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen an den Anleihemärkten entspannten sich im Berichtszeitraum merklich. Zum einen bewerteten die Marktteilnehmer vor dem Hintergrund der freundlichen Konjunktursignale die Kreditrisiken optimistischer. Zum anderen dürfte auch ein Rückgang der von den Anlegern geforderten Liquiditätsprämie zur Verbesserung der Finanzierungsbedingungen beigetragen haben. Die Beruhigung an den Kreditmärkten steht im Einklang mit der ebenfalls gesunkenen Kursunsicherheit an den Aktienmärkten. Zuletzt lagen die Zinsaufschläge von auf Euro lautenden Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB gegenüber deutschen Staatsanleihen – gemessen an den Anleiheindizes von iBoxx – mit 270 Basispunkten 50 Basispunkte unter dem Wert von Ende Juni. Dabei sanken die Renditen der BBB-Unternehmensanleihen um knapp einen

halben Prozentpunkt. Auch an den Märkten für Kreditausfallrisiken der Unternehmen kam es zu einer Entspannung. Gemessen am Kreditderivate-Index iTraxx Europe, der Credit Default Swaps (CDS) von Unternehmen mit Investmentgrade umfasst, lagen die CDS-Prämien am Ende des Berichtszeitraums mit knapp 105 Basispunkten 25 Basispunkte unter dem Niveau von Ende Juni.

Das gute konjunkturelle Umfeld spiegelte sich auch in einem geringeren Fremdkapitalbedarf der Marktakteure wider. So war die Emissionstätigkeit am deutschen Rentenmarkt im dritten Quartal recht verhalten. Insgesamt wurden inländische Schuldverschreibungen für lediglich 324 ½ Mrd € begeben, was dem niedrigsten Emissionsvolumen seit drei Jahren entspricht. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen haben inländische Emittenten ihre Kapitalmarktverschuldung um 23 ½ Mrd € verringert. Ausländische Emittenten platzierten hingegen Schuldverschreibungen für 18 Mrd € am deutschen Markt, und zwar in erster Linie auf Euro lautende Papiere (13 ½ Mrd €). Im Ergebnis wurden 5 Mrd € am heimischen Rentenmarkt getilgt.

Die öffentliche Hand erhöhte im dritten Quartal ihre Rentenmarktverschuldung um 14 ½ Mrd €. Sie nahm damit den Kapitalmarkt aber in deutlich geringerem Umfang in Anspruch als in den ersten beiden Dreimonatsabschnitten des Jahres (Quartalsdurchschnitt: 27 Mrd €). Auf den Bund entfielen dabei Mittelaufnahmen in Höhe von 11 Mrd €. Er belastete damit den Kapitalmarkt etwas weniger stark, als zunächst in der Emissionsvor-

*Nettotilgungen
am Renten-
markt*

*Geringe Mittel-
aufnahmen
öffentlicher
Stellen*

**Mittelanlage an den deutschen
Wertpapiermärkten**

Mrd €

| Position | 2010 | | |
|---------------------------------------|--------|--------|--------|
| | 3. Vj. | 2. Vj. | 3. Vj. |
| Schuldverschreibungen | | | |
| Inländer | 11,2 | - 10,0 | - 43,7 |
| Kreditinstitute | - 5,4 | - 44,4 | - 31,9 |
| darunter: | | | |
| ausländische Schuldverschreibungen | - 9,9 | - 40,3 | - 10,9 |
| Nichtbanken | 16,7 | 34,3 | - 11,7 |
| darunter: | | | |
| inländische Schuldverschreibungen | - 10,4 | - 2,7 | - 40,8 |
| Ausländer | - 16,5 | 3,9 | 38,5 |
| Aktien | | | |
| Inländer | - 7,4 | 12,4 | - 2,7 |
| Kreditinstitute | - 8,0 | - 1,4 | - 3,1 |
| darunter: | | | |
| inländische Aktien | - 7,6 | - 4,4 | - 1,4 |
| Nichtbanken | 0,6 | 13,8 | 0,4 |
| darunter: | | | |
| inländische Aktien | - 0,7 | 6,5 | 0,6 |
| Ausländer | 13,0 | - 1,3 | 2,0 |
| Investmentzertifikate | | | |
| Anlage in Spezialfonds | 12,3 | 14,0 | 20,2 |
| Anlage in Publikumsfonds | 0,9 | 0,6 | 3,0 |
| darunter: Aktienfonds | 1,3 | - 1,3 | 0,3 |

Deutsche Bundesbank

schau im Dezember 2009 geplant worden war. Hierin kommt die konjunkturell bedingt günstigere Entwicklung der Kassensituation der öffentlichen Haushalte zum Ausdruck. Bevorzugtes Verschuldungsinstrument waren Bundesobligationen mit einer Laufzeit von fünf Jahren, die der Bund für 10 ½ Mrd € absetzte. Daneben begab er 30-jährige und zweijährige Anleihen für 3 Mrd € beziehungsweise 2 ½ Mrd € und emittierte in geringem Umfang unverzinsliche Schatzanweisungen (½ Mrd €). Dagegen tilgte er zehnjährige Anleihen (4 ½ Mrd €) und verzeichnete Mittelabflüsse bei von Privatanlegern genutzten Finanzierungsschätzen und Tagesanleihen. Die Länder weiteten ihre Kapitalmarktverschuldung um 3 ½ Mrd € aus.

Inländische Unternehmen führten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung leicht um insgesamt 1 ½ Mrd € zurück. Dabei begaben sie Schuldverschreibungen für netto 1 Mrd €, tilgten aber kurz laufende Commercial Paper (2 Mrd €). Die rückläufige Kapitalmarktbelastung deutet auf eine vergleichsweise gute Liquiditätsausstattung der Unternehmen hin.

Die Kreditinstitute reduzierten ihre Verschuldung an den Rentenmärkten um netto 36 ½ Mrd € und folgten damit dem Trend seit Ausbruch der Finanzkrise. Getilgt wurden flexibel ausgestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen (18 Mrd €), also ein Finanzierungsinstrument, das seit Mitte 2007 netto betrachtet kaum noch genutzt wird, sowie Öffentliche Pfandbriefe (22 Mrd €). Das Geschäft mit Hypothekenpfandbriefen hat sich erst gegen Ende des Quartals wieder belebt. Auf Quartalsbasis gerechnet wurden solche Titel aber weiter zurückgenommen (2 Mrd €).¹⁾ Spezialkreditinstitute, zu denen auch die öffentlichen Förderbanken gehören, begaben hingegen Anleihen für netto 5 Mrd €.

Inländische Anleger trennten sich sektorenübergreifend im großen Umfang von Schuldverschreibungen (43 ½ Mrd €). Betroffen von dem Rückzug waren per saldo ausschließlich inländische Papiere, die Kreditinstitute und Nichtbanken für zusammen 72 ½ Mrd € und damit in einem ungewöhnlich hohen Volumen aus ihren Depots nahmen. Während die Geldinstitute dabei zum Teil Mittel von Bankschuldverschreibungen in Papiere des Bundes

*Nettotilgungen
von Nicht-
banken und...*
*... Kredit-
instituten*
*Erwerb von
Schuldver-
schreibungen*

¹⁾ Ende Juni 2010 war das Ankaufprogramm des Eurosystems für „Covered Bonds“ ausgelaufen.

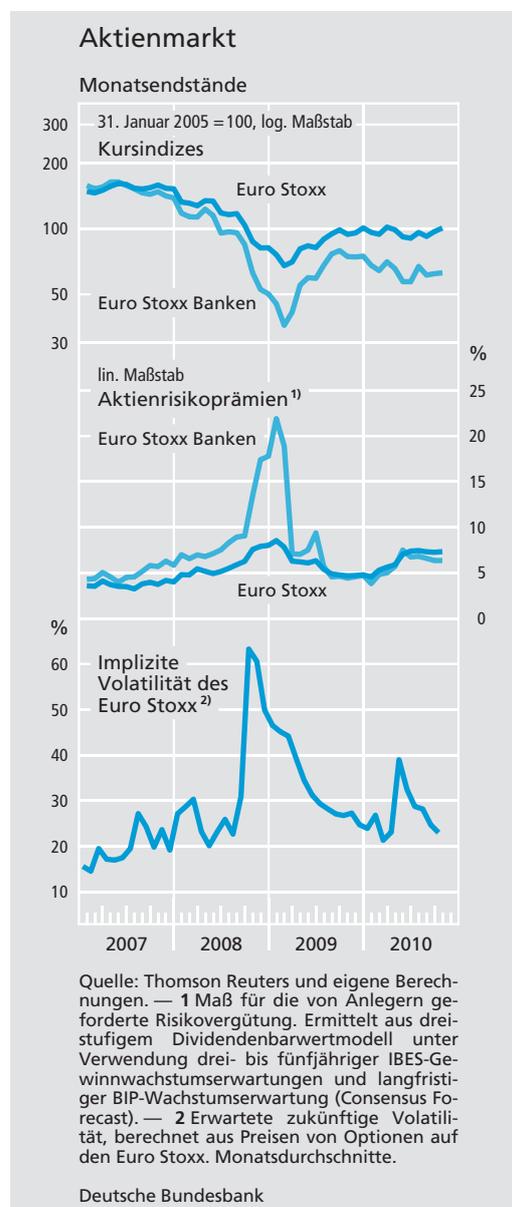
umschichteten, zogen sich Nichtbanken im Berichtszeitraum insgesamt vom deutschen Rentenmarkt zurück. Unterschiede zwischen den Sektoren gab es auch beim Engagement in Schuldverschreibungen ausländischer Emittenten. Während der Finanzsektor als Verkäufer am Markt auftrat, bauten Nichtbanken ihre Bestände an diesen Instrumenten weiter aus. Ausländische Investoren waren hingegen im dritten Quartal sehr aktiv und engagierten sich mit 38 ½ Mrd € am deutschen Markt, zum überwiegenden Teil in Papieren des Bundes.

*Internationale
Aktienmärkte
nach Seitwärts-
entwicklung...*

Die internationalen Aktienmärkte pendelten im Sommer zunächst zwischen Hoffen und Bangen. Positiv wirkte die Konjunkturerholung in der EU, insbesondere das kräftige deutsche Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal, und in den Schwellenländern. Unsicherheit resultierte vor allem aus der Besorgnis über die weitere Entwicklung der US-Konjunktur. Darüber hinaus ging auch von der angespannten Lage der öffentlichen Finanzen in den Peripherieländern des Euro-Raums ein gewisser Druck auf die Notierungen aus, da einige Marktteilnehmer temporär negative Auswirkungen von den zwingend erforderlichen Konsolidierungsmaßnahmen befürchteten. In diesem Umfeld entwickelten sich die Kurse von Dividentiteln auf beiden Seiten des Atlantiks bis Ende August unter relativ hohen Schwankungen überwiegend seitwärts.

*... deutlich im
Plus*

Beflügelt von freundlichen Konjunktursignalen, die sich in positiven Quartalsergebnissen und in verbesserten Gewinnerwartungen der Unternehmen im Euro-Raum und in den USA



niederschlagen, kam es seit September dann aber zu deutlichen Kursgewinnen an den Aktienmärkten. Außerdem verfestigten sich die Erwartungen der Anleger, dass es in den USA zu einer weiteren quantitativen Lockerung der Geldpolitik kommen würde – was dann im November auch geschah –, wodurch die Kurse zusätzlichen Auftrieb erhielten. Vor dem Hintergrund der zunehmenden Zuversicht lösten die Investoren vermutlich auch

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

| Position | 2010 | | |
|---|--------|--------|--------|
| | 3. Vj. | 2. Vj. | 3. Vj. |
| I. Leistungsbilanz 1) 2) | + 28,6 | + 25,9 | + 28,1 |
| Außenhandel 1) 3) | + 36,1 | + 37,1 | + 39,3 |
| Dienstleistungen 1) | - 7,8 | - 2,9 | - 7,3 |
| Erwerbs- und Vermögens- einkommen 1) | + 10,7 | + 0,9 | + 10,0 |
| Laufende Übertragungen 1) | - 8,2 | - 6,4 | - 10,6 |
| II. Vermögensübertragungen 1) 4) | - 0,0 | - 0,4 | + 0,1 |
| III. Kapitalbilanz 1) | | | |
| (Netto-Kapitalexport: -) | - 14,5 | - 20,9 | - 16,0 |
| 1. Direktinvestitionen | - 10,5 | - 26,4 | + 11,3 |
| Deutsche Anlagen im Ausland | - 17,2 | - 31,5 | + 3,5 |
| Ausländische Anlagen im Inland | + 6,8 | + 5,1 | + 7,7 |
| 2. Wertpapiere | - 23,7 | - 0,4 | + 18,6 |
| Deutsche Anlagen im Ausland | - 18,4 | - 3,6 | - 21,3 |
| Aktien | - 0,3 | - 3,7 | + 2,4 |
| Investmentzertifikate | - 0,9 | - 3,2 | - 5,5 |
| Schuldverschreibungen | - 17,3 | + 3,3 | - 18,2 |
| Anleihen 5) | - 19,9 | - 0,1 | - 16,9 |
| darunter: auf Euro lautende Anleihen | - 20,6 | + 0,5 | - 11,7 |
| Geldmarktpapiere | + 2,7 | + 3,4 | - 1,4 |
| Ausländische Anlagen im Inland | - 5,3 | + 3,2 | + 39,9 |
| Aktien | + 11,8 | - 1,5 | + 1,9 |
| Investmentzertifikate | - 0,6 | + 0,7 | - 0,5 |
| Schuldverschreibungen | - 16,5 | + 3,9 | + 38,5 |
| Anleihen 5) | - 27,4 | + 19,8 | + 25,3 |
| darunter: öffent- liche Anleihen | - 8,3 | + 22,9 | + 25,1 |
| Geldmarktpapiere | + 10,9 | - 15,9 | + 13,1 |
| 3. Finanzderivate 6) | - 5,9 | - 6,3 | - 6,6 |
| 4. Übriger Kapitalverkehr 7) | + 23,2 | + 13,1 | - 39,5 |
| Monetäre Finanz- institute 8) | + 25,3 | + 49,9 | + 42,4 |
| darunter: kurzfristig Unternehmen und Privat- personen | + 11,7 | + 41,0 | + 15,5 |
| darunter: kurzfristig | - 7,5 | - 4,1 | - 14,0 |
| Staat | + 4,9 | + 5,2 | - 1,5 |
| darunter: kurzfristig | + 14,9 | + 7,6 | - 7,2 |
| Bundesbank | + 15,1 | + 7,3 | + 3,2 |
| Bundesbank | - 9,4 | - 40,2 | - 60,7 |
| 5. Veränderung der Währungs- reserven zu Transaktions- werten (Zunahme: -) 9) | + 2,3 | - 0,8 | + 0,3 |
| IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten) | - 14,0 | - 4,6 | - 12,2 |

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

Deutsche Bundesbank

zuvor getätigte Anlagen in sicheren Häfen auf und engagierten sich verstärkt an den Aktienmärkten. Im Unterschied zu den Rentenpapieren verringerte sich bei den Dividendenwerten im Berichtszeitraum die Unsicherheit über den weiteren Kursverlauf. So nahm ein Schwankungsmaß für die weitere Aktienkursentwicklung, die implizite Volatilität von Optionen, weiter ab und lag zuletzt weltweit unter seinem Fünfjahresmittel. Gemessen an den marktbreiten Indizes CDAX und Euro Stoxx verzeichneten deutsche und europäische Dividentitel seit Jahresmitte damit im Ergebnis Kurszuwächse in Höhe von 13 % beziehungsweise 11 %, US-amerikanische Aktien (S&P 500) gewannen 16 % an Wert.

Die von den Investoren geforderte Überschussrendite für ein Engagement in europäischen Aktien (Euro Stoxx) gegenüber einer sicheren Anlage, die anhand eines Dividendenbarwert-Modells ermittelt werden kann, blieb mit circa 7 ¼ % fast unverändert und liegt damit nach wie vor deutlich über dem Fünfjahresdurchschnitt (ca. 5 ¼ %). Dies weist darauf hin, dass sich die Risikoaversion der am Gesamtmarkt aktiven Anleger trotz der deutlichen Kursgewinne noch auf einem vergleichsweise hohen Niveau bewegt. Die implizite Risikoprämie eines Engagements in europäischen Banktiteln sank auf zuletzt knapp 6 ¼ % und lag damit etwas unter dem Fünfjahresdurchschnitt.

Trotz der positiven Konjunkturaussichten blieb die Emissionstätigkeit am inländischen Aktienmarkt im dritten Quartal verhalten. Inländische Unternehmen emittierten junge Aktien für 1 Mrd €, verglichen mit ½ Mrd €

*Aktien-
risikoprämie*

*Mittelaufnahme
am Aktien-
markt und
Aktienwerb*

in den Monaten April bis Juni. Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland sank hingegen um 2 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere vor allem von ausländischen Investoren (2 Mrd €), wobei es sich fast ausschließlich um Portfolioinvestitionen handelte. Gebietsansässige Nichtbanken erwarben Aktien für ½ Mrd € und engagierten sich hierbei nur in inländischen Titeln. Die Kreditinstitute reduzierten hingegen ihre heimischen und ausländischen Aktienbestände zu gleichen Teilen (jeweils – 1½ Mrd €).

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 23 Mrd €, nach 14½ Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen überwiegend den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (20 Mrd €). Unter den Publikumsfonds erzielten Gemischte Wertpapierfonds, Gemischte Fonds, Rentenfonds, Aktienfonds und Offene Immobilienfonds ein positives Mittelaufkommen (1½ Mrd €, bzw. jeweils ½ Mrd €). Ausländische Fondsanteile wurden in Deutschland für 5½ Mrd € abgesetzt.

Erworben wurden die Investmentzertifikate fast nur von inländischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 29½ Mrd € in ihre Portfolios nahmen. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile (24½ Mrd €). Die Kreditinstitute reduzierten ihr Engagement in Investmentzertifikaten im Umfang von ½ Mrd €, wobei sie sich per saldo nur von inländischen Anteilscheinen trennten (– 1 Mrd €). Gebietsfremde Investoren verrin-

gerten ihre Bestände an inländischen Fondsanteilen um ½ Mrd €.

Direktinvestitionen

Wie im Wertpapierverkehr (18½ Mrd €) traten im dritten Quartal 2010 auch im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalimporte auf (11½ Mrd €). Im Vergleichszeitraum von April bis Juni waren hingegen Netto-Kapitalabflüsse von 26½ Mrd € zu verzeichnen gewesen. Ausschlaggebend für den Umschwung war das rückläufige grenzüberschreitende Engagement deutscher Firmen. Diese zogen von ihren Auslandsniederlassungen 3½ Mrd € ab, und zwar per saldo ausschließlich über den konzerninternen Kreditverkehr (16 Mrd €). Im Vorquartal hatten hiesige Unternehmen ihre Direktinvestitionen im Ausland noch um 31½ Mrd € ausgeweitet. Maßgeblich an dem Kapitalabzug beteiligt waren hiesige Holdinggesellschaften und Unternehmen aus dem Bereich Nachrichtenübermittlung. Betroffen waren insbesondere die Niederlande und das Vereinigte Königreich.

*Deutsche
Direkt-
investitionen
im Ausland*

Die Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen in Deutschland beliefen sich von Juli bis September auf 7½ Mrd €, nach 5 Mrd € im Dreimonatsabschnitt davor. Dabei stellten gebietsfremde Eigner, vorwiegend solche aus dem Europäischen Wirtschaftsraum, ihren in Deutschland angesiedelten Tochtergesellschaften neues Beteiligungskapital zur Verfügung (3½ Mrd €) und reinvestierten Gewinne (4 Mrd €).

*Ausländische
Direkt-
investitionen in
Deutschland*