

# Finanzmärkte

## Tendenzen an den Finanzmärkten

---

Die dramatische Zuspitzung der Schuldenkrise Griechenlands, die sich zu einer Vertrauenskrise für die gesamte Währungsunion auszuweiten drohte und die Anfang Mai zu umfangreichen Stabilisierungsmaßnahmen der EU, des IWF und des Eurosystems geführt hatte, bestimmte auch in der Folge das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten. Zwar blieben die Renditeabstände von Staatsanleihen im Euro-Raum hoch – trotz einer vorübergehenden Einengung unmittelbar nach den Beschlüssen. Insgesamt hat sich die Lage an den europäischen Staatsanleihenmärkten aber etwas entspannt. Hierzu haben fiskalische Konsolidierungsmaßnahmen einiger EWU-Länder, die sich festigende realwirtschaftliche Entwicklung sowie der Bankentstresstest, bei dem sich das europäische und auch das deutsche Bankensystem unter ungünstigen Annahmen überwiegend als robust erwiesen, beigetragen. Gestützt auf freundliche Konjunktursignale und positive Unternehmensmeldungen kam es an den europäischen Aktienmärkten seit Ende Mai zu einer Kurserholung. Auch der Euro, der im Zuge der Schuldenkrise Griechenlands auf ein Mehrjahrestief gesunken ist, konnte sich aus dieser Talsohle lösen.

*Finanzmarkt-  
umfeld*

## Wechselkurse

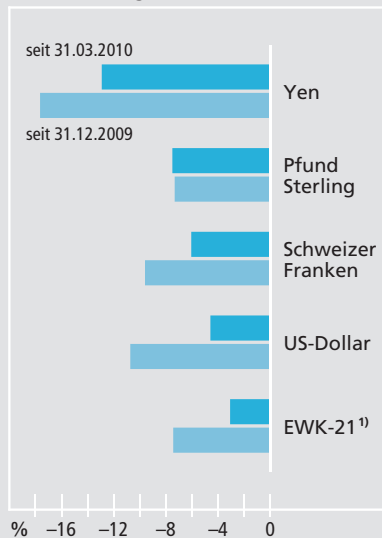
---

Besonders markant waren die Kursbewegungen des Euro gegenüber dem US-Dollar. Nachdem sich die Euro-Länder in der ersten Aprilhälfte auf ein Hilfspaket für Griechenland und dessen Konkretisierung geeinigt

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

### Veränderung des Euro gegenüber ausgewählten Währungen

Stand: 17. August 2010



<sup>1</sup> Nominaler effektiver Wechselkurs des Euro gegenüber den Währungen von 21 Ländern.

Deutsche Bundesbank

hatten, befestigte sich der Euro-Dollar-Kurs zwar auf 1,37 US-\$. In der Folgezeit verlor der Euro aber erneut deutlich an Wert. Negative Nachrichten über die Finanzlage Griechenlands und aufkommende Befürchtungen um eine Ausweitung der Schuldenkrise auf andere EWU-Länder haben in dieser Zeit den Euro stark belastet. Der Anfang Mai durch den Ecofin und den IWF beschlossene umfangreiche Rettungsschirm für die Länder des Euro-Raums sowie die Ankündigung zusätzlicher Konsolidierungsanstrengungen konnten den Kursverfall des Euro nur vorübergehend stoppen. Im Juni fiel der Euro-Dollar-Kurs vorübergehend auf 1,19 US-\$ und damit auf den tiefsten Stand seit vier Jahren.

Eine Erholung setzte Mitte Juni ein, nachdem mehrere Euro-Länder Staatsanleihen ver-

gleichsweise problemlos, wenn auch mit hohen Renditeaufschlägen zu entsprechenden Bundesanleihen, platzieren konnten. Daneben wurden in verschiedenen EWU-Ländern Sparmaßnahmen eingeleitet, sodass insgesamt die Sorgen über die europäische Schuldenkrise etwas in den Hintergrund getreten sind. Stärker in den Fokus der Devisenmarktakteure rückte dagegen die unterschiedliche Wahrnehmung der Wirtschaftsentwicklung in den USA einerseits und im Euro-Währungsgebiet andererseits. Während schwache Zahlen vom amerikanischen Häuser- und Arbeitsmarkt den Konjunkturausblick für die amerikanische Wirtschaft eintrübten, wurde das Vertrauen in die Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets in der zweiten Julihälfte durch die Bekanntgabe einer Reihe überraschend positiver Konjunkturdaten gestärkt. Daneben hat die Veröffentlichung des Stresstests für europäische Banken zu einer Beruhigung der Finanzmärkte beigetragen und den Euro tendenziell gestützt. Im August hat der Euro-Dollar-Kurs einen Teil der Kursgewinne wieder abgegeben, nachdem die amerikanische Notenbank signalisiert hatte, dass sie die US-Wirtschaft angesichts der unerwartet schleppenden Erholung wieder stützen wird. Dies dürfte die Risikoaversion an den Märkten erhöht und die Nachfrage nach US-Dollar, aufgrund seiner traditionellen Rolle als „safe haven“-Währung, verstärkt haben. Zuletzt notierte der Euro-Dollar-Kurs bei knapp 1,29 US-\$. Per saldo beliefen sich die Kursverluste des Euro gegenüber dem US-Dollar seit Ende März auf 4 ½ %. Der Euro-Dollar-Kurs lag damit gut 10 ½ % unter seinem Stand zum Jahreswechsel.

... dem Yen...

Nachdem der Euro-Yen-Kurs im April um die Marke von 125 Yen geschwankt hatte, fiel er bis in die erste Junihälfte auf 109 Yen. Der Yen hat in dieser Zeit zusätzlich von dem Anstieg der Risikoaversion profitiert, die zu einer Rückabwicklung riskanter Carry-Trade-Geschäfte geführt haben dürfte. Mit der Bekanntgabe der überraschend positiven Konjunkturdaten für das Euro-Währungsgebiet und der allmählichen Beruhigung an den Finanzmärkten hatte sich der Euro zwischenzeitlich auch gegenüber dem Yen etwas erholt. Bei Abschluss des Berichts notierte der Euro-Yen-Kurs aber wieder bei fast 110 Yen, er lag damit 17 ½ % unter seinem Wert zu Beginn des Jahres.

... und dem Pfund Sterling

Auch gegenüber dem britischen Pfund hat sich der Euro im Frühjahr und Sommer deutlich abgewertet; er fiel von 0,91 Pfund Sterling zu Beginn des zweiten Quartals auf einen Kurs von 0,81 Pfund Sterling in der ersten Julihälfte. Dabei haben zunächst die Anspannungen in der Währungsunion den Euro gegenüber dem britischen Pfund belastet. Angesichts des erhöhten Inflationsdrucks im Vereinigten Königreich kamen im Juni zudem Spekulationen auf eine Leitzinserhöhung der Bank von England auf, die das britische Pfund zusätzlich auf breiter Front gestärkt haben. Daneben hat das Sparprogramm der neuen Regierung das Vertrauen in die britischen Staatsfinanzen wieder etwas steigen lassen und zur Pfundstärke beigetragen. Bei Redaktionsschluss stand der Euro bei 0,82 Pfund Sterling und damit 7 ½ % schwächer als zu Jahresbeginn.

Auch gegenüber dem Schweizer Franken hat der Euro im Berichtszeitraum an Wert verloren und einen neuen historischen Tiefstand verzeichnet, nachdem die Schweizerische Nationalbank die Einstellung ihrer Devisenmarktinterventionen signalisiert hatte. Dagegen hat die Gemeinschaftswährung gegenüber einigen mittel- und osteuropäischen Währungen an Wert gewonnen. Im Durchschnitt gegenüber den im Wechselkursindex enthaltenen 21 wichtigen Währungen schlugen sich die geschilderten Veränderungen in Kurseinbußen des Euro von rund 5 % seit Ende März nieder. Zuletzt notierte der effektive Wechselkurs des Euro damit 9 % unter seinem Niveau zum Jahresanfang und etwa 1 % unter seinem Stand vom Beginn der Währungsunion.

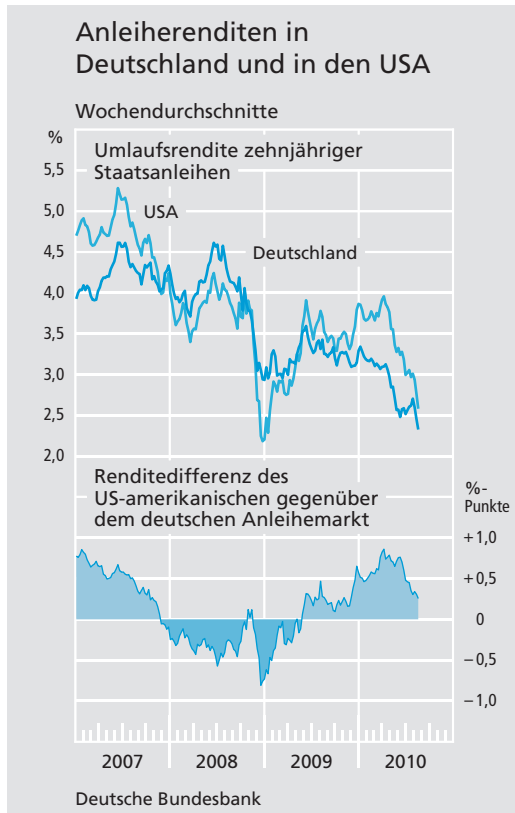
*Effektiver Wechselkurs des Euro*

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

---

Die europäischen Rentenmärkte standen seit Anfang April im Spannungsfeld zwischen dem Vertrauensverlust in die Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen einiger EWU-Länder und den Versuchen, die von Griechenland ausgehenden Schockwellen durch eine Vielzahl geldpolitischer und fiskalischer Maßnahmen einzudämmen. Die sich rasch ändernden Einschätzungen der Marktteilnehmer lassen sich sehr deutlich an dem BIP-gewichteten Renditeaufschlag der anderen EWU-Staaten zu Deutschland ablesen. Lag dieser Spread Ende März bei einem schon recht hohen Wert von 71 Basispunkten, weitete er sich in den Krisenschüben bis auf 153 Basispunkte aus und gab dann unter

*Europäische Schuldenkrise im Fokus*



Schwankungen bis Mitte August wieder auf 131 Basispunkte nach. Verantwortlich für die Ausdehnung zeichnete primär Griechenland, das rasch Vertrauen an den Märkten verlor, als es sein Haushaltsdefizit für das Jahr 2009 Ende April erneut nach oben revidierte und sich die Proteste in der Öffentlichkeit gegen die angekündigten Sparmaßnahmen ausweiteten. Die negative Stimmung verstärkte sich, als Ratingagenturen die Bonität erst Griechenlands und Portugals, schließlich auch Spaniens und Irlands herabstufte. Während die Anleihen dieser Länder starke Kurseinbrüche hinnehmen mussten, zogen die Kurse sicherer Papiere, allen voran die deutsche Benchmark-Anleihe, deutlich an. Auch nach der Einrichtung des Euro-Rettungsschirms setzte sich die sehr heterogene und volatile Kursentwicklung an den europäischen Staats-

anleihenmärkten fort. Zu einer leichten Entspannung kam es, als mehrere EWU-Länder zusätzliche Sparmaßnahmen ergriffen und einige Anleiheauktionen erfolgreich verliefen. Sie wurde begünstigt durch die sich festigende realwirtschaftliche Entwicklung im Euro-Raum und die positiv aufgenommenen Ergebnisse des Stresstests europäischer Banken. Deutsche Staatsanleihen blieben im gesamten Berichtszeitraum gefragt. Zuletzt rentierten Bundesanleihen mit zehnjähriger Restlaufzeit auf einem historischen Tief von 2,3 %.

Mit der Kursrallye für lang laufende Bundesanleihen hat sich die deutsche Zinsstrukturkurve im Quartalsverlauf deutlich abgeflacht. So liegt die Zinsdifferenz zwischen zehnjährigen und zweijährigen Renditen mit 200 Basispunkten bis zu 40 Basispunkte unterhalb des Niveaus von Ende März. In der Abflachung kommen vor allem die „safe haven“-Käufe der Marktteilnehmer zum Ausdruck. Daneben spielt auch die Erwartung einer weiterhin akkommodierenden Zinspolitik des Eurosystems eine Rolle.

*Abflachung der deutschen Zinsstrukturkurve*

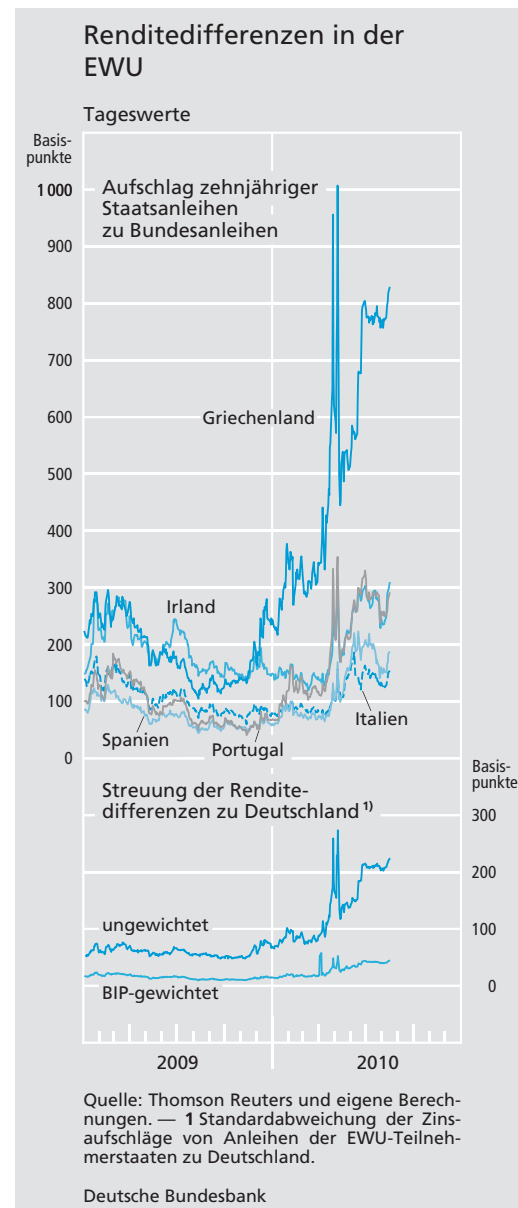
Die Schuldenkrise einiger EWU-Länder wirkte sich auch auf die Notierungen verbriefteter Staatsschuldtitel außerhalb des Euro-Raums aus. Marktteilnehmer schichteten von aus ihrer Sicht risikobehafteten EWU-Rentenpositionen auch in sichere Anlagen außerhalb des Euro-Raums um und lösten damit in den großen Währungsräumen deutliche Renditebewegungen nach unten aus. Die Zinsen für japanische Staatsschuldtitel sanken in der Folge um 44 Basispunkte, britische um 88 Basispunkte und US-amerikanische um 129 Basis-

*Internationale Rentenmärkte*

punkte. In den USA mag zudem eine Rolle gespielt haben, dass ab Anfang Juni eine Reihe von Indikatoren auf eine etwas schwächere wirtschaftliche Erholung hindeutete als zunächst von den Marktteilnehmern angenommen. Zudem hat die Fed beschlossen, auslaufende Wertpapiere in US-Treasuries anzulegen. Im Ergebnis lagen die Renditen zehnjähriger Papiere Mitte August bei 2,6 %.

*Finanzierungsbedingungen für Unternehmen*

Die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen an den Anleihemärkten verschärfen sich im Mai zunächst, als die Risikoaversion der Anleger merklich anstieg. Im Einklang mit der Aufhellung der Konjunkturaussichten und der abflauenden Kursunsicherheit an den Aktienmärkten bewerteten die Anleger die Kreditrisiken dann aber wieder optimistischer. Zuletzt lagen die Zinsaufschläge von auf Euro lautenden Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB gegenüber Staatsanleihen – gemessen an den Anleiheindizes von Merrill Lynch – mit 215 Basispunkten etwa zehn Basispunkte über dem Wert von Ende März.<sup>1)</sup> Bei rückläufigen Zinsen von EWU-Staatsanleihen gingen die Renditen der BBB-Unternehmensanleihen im Ergebnis um 35 Basispunkte zurück. Auch an den Märkten für Kreditausfallrisiken der Unternehmen, die im Zuge der Schuldenkrise deutlich unter Druck geraten waren, kam es zuletzt zu einer Entspannung, die den vorangegangenen Anstieg der Prämien teilweise wieder wettmachte. 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 115 Basis-



punkten etwa 35 Basispunkte über dem Niveau von Ende März.

Die Emissionstätigkeit am deutschen Rentenmarkt hat sich im Frühjahr zum ersten Mal seit Ende 2008 wieder belebt (379 Mrd €). Da aber zugleich auch die Tilgungen auf 375 ½ Mrd € anzogen, nahm unter Berück-

*Nettotilgungen am Rentenmarkt*

<sup>1</sup> Bei dem Anstieg dürfte auch eine Veränderung der Indexzusammensetzung eine Rolle gespielt haben.

sichtigung der Eigenbestandsveränderung der Emittenten der Umlauf inländischer Anleihen im Ergebnis geringfügig um 3 Mrd € ab. Hinter den Quartalszahlen verbergen sich aber zum Teil deutliche Bewegungen in den einzelnen Monaten, in denen die Anspannungen an den Märkten für europäische Staatsanleihen zum Ausdruck kommen. So hielten sich inländische Emittenten auf dem Höhepunkt der Krise im Mai teilweise merklich mit ihren Emissionen zurück (87 Mrd €). Im Juni nahmen die Brutto-Absatzzahlen dann aber wieder deutlich zu (173 ½ Mrd €). Dieses Muster war nicht nur in Deutschland, sondern europaweit bei privaten Emittenten zu beobachten. Ausländische Schuldner haben im Berichtszeitraum 3 Mrd € an die Anleger zurückgezahlt, sodass per saldo 6 Mrd € am heimischen Rentenmarkt getilgt wurden.

*Mittelaufnahme  
öffentlicher  
Stellen*

Die öffentliche Hand hat ihre Kapitalmarktverschuldung im zweiten Quartal um 21 ½ Mrd € erhöht. Vor allem die Länder traten als Emittenten in Erscheinung (13 Mrd €), während der Bund mit 8 ½ Mrd € den Markt in deutlich geringerem Umfang in Anspruch nahm. Der hohe Emissionsbetrag der Länder ist per saldo ausschließlich auf den Mittelbedarf der Ersten Abwicklungsanstalt (EAA) zurückzuführen, die Risikopositionen und strategisch nicht notwendige Geschäftsbereiche von der WestLB übernommen hat. Auffällig beim Bund war, dass er bei seinen Emissionen weiter auf eine Verlängerung der Laufzeit seiner Verschuldung setzte und sich auf diese Weise die günstigen Finanzierungsbedingungen längerfristig sicherte. So begab er – wie schon im Vorquartal – 30-jährige und vor allem zehnjährige Bundesanleihen (7 ½

Mrd € bzw. 12 ½ Mrd €) für fällig gewordene unverzinsliche Schatzanweisungen (Bubills: 11 ½ Mrd €), deren Laufzeitspektrum letztes Jahr auf bis zu 12 Monate erhöht worden war. Die Kurzläufer waren vor einem Jahr vermehrt emittiert worden, um dem Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (Finanzmarktstabilisierungsanstalt: SoFFin) Mittel zur Verfügung zu stellen. Daneben setzte der Bund Bundesobligationen sowie zweijährige Schatzanweisungen ab (zusammen: 4 Mrd €) und tilgte eine auf US-Dollar lautende Emission (4 Mrd €), die vor fünf Jahren begeben worden war.

Inländische Unternehmen ohne Banklizenz begaben im Berichtsquartal Schuldverschreibungen für 2 ½ Mrd €. Mehr als die Hälfte des Betrages (1 ½ Mrd €) entfiel dabei auf kurz laufende Commercial Paper, und damit auf ein Finanzierungsinstrument, das seit dem Zusammenbruch des Bankhauses Lehman Brothers kaum mehr genutzt wurde. Der Großteil der Platzierungen fand im April statt. Mit dem Vertrauensverlust an den Märkten für Staatsanleihen stockte zeitweilig auch dieser Finanzierungskanal für Nichtbanken, wobei nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften besonders betroffen waren.

*Emissionen von  
Nichtbanken*

Die inländischen Kreditinstitute haben im Berichtszeitraum ihre Kapitalmarktverschuldung um weitere 26 ½ Mrd € verringert und damit ungefähr in der Größenordnung, die sich seit dem vierten Quartal 2008 beobachten lässt (Quartalsdurchschnitt seither: 31 Mrd €). Getilgt wurden vor allem flexibel ausgestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen (19 ½ Mrd €), also die Instrumente, die mit dem

*Nettotilgungen  
der Kredit-  
institute*

Ausbruch der Finanzkrise den stärksten Umschwung zu verzeichnen hatten, sowie Öffentliche Pfandbriefe (15 Mrd €). Hypothekenpfandbriefe, für die das Programm des Eurosystems zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen am 30. Juni ausgelaufen ist, wurden trotz einer lebhafteren Emissionstätigkeit zum Ende der Maßnahme auf Quartalsbasis gerechnet per saldo zurückgenommen (2 Mrd €). Spezialkreditinstitute, zu denen die öffentlichen Förderbanken gehören, begaben hingegen Anleihen für netto 9 1/2 Mrd €.

*Erwerb von  
Schuldver-  
schreibungen*

Die Schuldenkrise zeigte sich auch in den Erwerbsszahlen. Insgesamt traten Inländer als Verkäufer von Schuldverschreibungen am deutschen Rentenmarkt auf (10 Mrd €). Zwischen den Sektoren kam es dabei zu größeren Umschichtungen, die jedoch zum überwiegenden Teil mit der erwähnten Auslagerung von Risikopositionen aus dem Bankensektor zusammenhingen. Soweit Schuldverschreibungen betroffen waren, wurden diese wie Verkäufe durch die abgebende Bank betrachtet. Inländische Kreditinstitute haben zudem Papiere von Schuldner des Euro-Raums, die von der Krise besonders erfasst worden waren, abgegeben und im Gegenzug einen Teil der Verkaufserlöse in Emissionen des Bundes, die in Krisenzeiten bevorzugt als liquides und sicheres Investmentvehikel genutzt werden, angelegt. Per saldo trennten sie sich für 44 1/2 Mrd € von zinstragenden Titeln. Andere inländische Käufergruppen – zu denen die dem Staatssektor zuzurechnende EAA und die Bundesbank, die im Rahmen ihrer geldpolitischen Geschäfte Wertpapiere erworben hat, zählen – nahmen

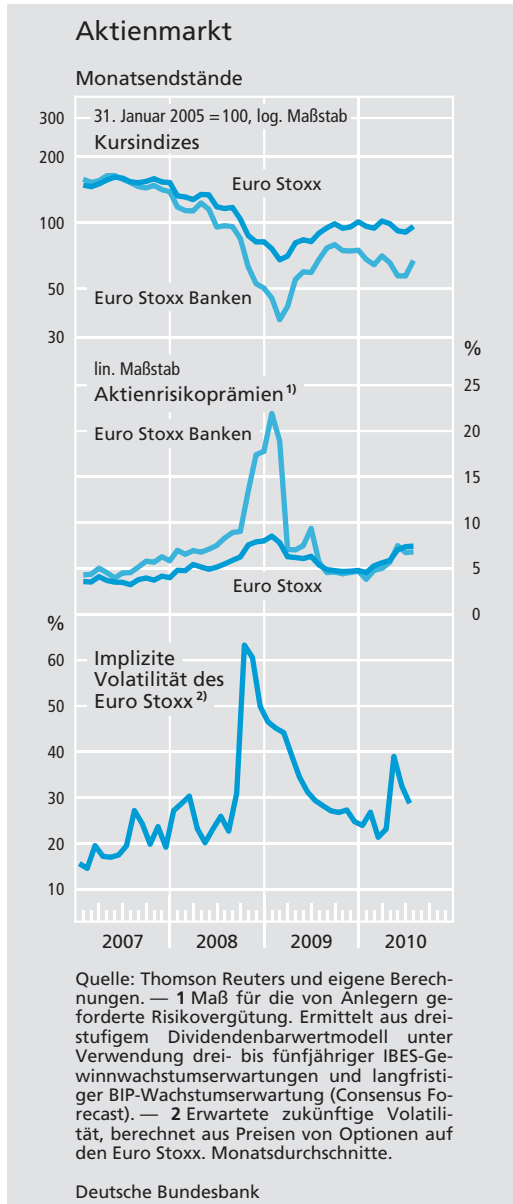
### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

| Position                           | Mrd €          |                |                |
|------------------------------------|----------------|----------------|----------------|
|                                    | 2009<br>2. Vj. | 2010<br>1. Vj. | 2010<br>2. Vj. |
| <b>Schuldverschreibungen</b>       |                |                |                |
| Inländer                           | 42,5           | 29,9           | - 10,1         |
| Kreditinstitute                    | 27,4           | 2,1            | - 44,4         |
| darunter:                          |                |                |                |
| ausländische Schuldverschreibungen | - 5,4          | 1,5            | - 40,3         |
| Nichtbanken                        | 15,1           | 27,8           | 34,3           |
| darunter:                          |                |                |                |
| inländische Schuldverschreibungen  | - 14,9         | 11,5           | - 2,8          |
| Ausländer                          | 27,5           | 8,1            | 4,1            |
| <b>Aktien</b>                      |                |                |                |
| Inländer                           | 10,5           | 7,5            | 7,7            |
| Kreditinstitute                    | - 2,4          | 3,0            | - 1,6          |
| darunter:                          |                |                |                |
| inländische Aktien                 | - 2,0          | 3,8            | - 4,6          |
| Nichtbanken                        | 12,8           | 4,5            | 9,4            |
| darunter:                          |                |                |                |
| inländische Aktien                 | 9,3            | 3,1            | 6,9            |
| Ausländer                          | 1,2            | - 0,2          | - 1,6          |
| <b>Investmentzertifikate</b>       |                |                |                |
| Anlage in Spezialfonds             | - 4,7          | 13,9           | 14,0           |
| Anlage in Publikumsfonds           | 5,1            | 7,0            | 0,6            |
| darunter: Aktienfonds              | 2,3            | - 0,4          | - 1,3          |
| Deutsche Bundesbank                |                |                |                |

hingegen Schuldverschreibungen für 34 1/2 Mrd € in ihre Depots. Ausländische Investoren waren zwar innerhalb des Quartals mit zweistelligen Milliardenbeträgen am deutschen Markt aktiv, veränderten aber per saldo ihr grenzüberschreitendes Engagement nur leicht (4 Mrd €).

Die internationalen Aktienmärkte waren im Frühjahr zunächst ebenfalls von dem Vertrauensverlust in die Tragfähigkeit der öffentlichen Verschuldung in einigen EWU-Ländern sowie von Sorgen über mögliche Auswirkungen der Schuldenkrise auf die Finanzinstitute und die Realwirtschaft geprägt. Zum einen verstärkten Befürchtungen, dass die Krise an den Märkten für einige EWU-Staatsanleihen auf weitere Länder ausstrahlen und hohe Abschreibungen erforderlich machen könnte,

*Internationale  
Aktienmärkte  
zwischen Schul-  
denkrise...*



die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die allgemeine Verfassung des Finanzsektors. Zum anderen besorgte die Marktteilnehmer, dass die erforderlichen Konsolidierungsmaßnahmen die Konjunkturaussichten möglicherweise eintrüben würden. Zugleich blieb der beschlossene Rettungsschirm für in Bedrängnis geratende EWU-Länder ohne nachhaltigen Effekt auf die Aktienmärkte. In diesem Umfeld verzeichneten die Notierungen von

Finanzinstituten besonders hohe Verluste. Aber auch die marktbreiten Aktienindizes in Europa (Euro Stoxx) und den USA (S&P 500) verloren bis Ende Mai verglichen mit ihrem Stand von Ende März circa 14 % beziehungsweise 8 % an Wert. Die starke Verunsicherung der Marktteilnehmer leistete zu diesem Kursrutsch an den internationalen Aktienmärkten einen wesentlichen Beitrag. So stieg die Unsicherheit über den weiteren Kursverlauf, gemessen an der impliziten Volatilität von Aktienoptionen, auf beiden Seiten des Atlantiks in der Spitze auf Werte nahe 40 %; sie übertraf damit deutlich ihren Fünfjahresdurchschnitt. Allerdings lag sie noch weit unter den Rekordwerten vom Herbst 2008, als die impliziten Volatilitäten in Europa und den USA vorübergehend auf circa 80 % angestiegen waren.

Gestützt durch aufgehellte Konjunkturaussichten im Euro-Raum kam es dann aber ab Juni zu einem Rückgang der Kursunsicherheit und zu einer Kurserholung an den Aktienmärkten. Zudem gaben Analystenschätzungen über das erwartete Gewinnwachstum der Unternehmen, die weltweit angehoben wurden, den Kursen Auftrieb. Der Optimismus hinsichtlich der Gewinnentwicklung wurde gegen Ende des Berichtszeitraums zusätzlich durch überraschend positive Quartalsergebnisse US-amerikanischer und europäischer Unternehmen untermauert. Außerdem wuchs das Vertrauen der Marktteilnehmer in die Solidität des Finanzsektors durch die Veröffentlichung der Ergebnisse des Bankenstresstests in der EU, die von den Anlegern überwiegend positiv bewertet wurden. Aufgrund der vorangegangenen Kursverluste

... und Konjunkturaufhellung



lagen aber deutsche und europäische Aktien, gemessen am CDAX und Euro Stoxx, zuletzt noch 3 % beziehungsweise 7 % unter den Ständen zu Beginn des zweiten Quartals, während US-amerikanische Dividendentitel (S&P 500) 7 ½ % niedriger notierten.

*Aktienrisiko-  
prämie  
gestiegen*

Die von den Investoren geforderte Überschussrendite eines Engagements in europäischen Aktien (Euro Stoxx) gegenüber einer sicheren Anlage, die anhand eines Dividendenbarwert-Modells ermittelt werden kann, lag zuletzt mit circa 7 ½ % deutlich über dem Fünfjahresdurchschnitt (ca. 5 %) und weist damit auf eine relativ vorsichtige Ausrichtung der Anleger hin. Die implizite Risikoprämie eines Engagements in europäischen Banktiteln stieg auf zuletzt knapp 7 % und lag damit nahe dem Fünfjahresdurchschnitt.

*Mittelaufnahme  
am Aktien-  
markt und  
Mittelerwerb*

Vor dem Hintergrund der Schuldenkrise und der zeitweilig erhöhten Risikoaversion der Marktteilnehmer hat sich die Emissionstätigkeit am inländischen Aktienmarkt im zweiten Quartal deutlich abgeschwächt. Inländische Unternehmen emittierten junge Aktien für nur ½ Mrd €, verglichen mit 6 ½ Mrd € in den Monaten Januar bis März. Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland erhöhte sich hingegen um 5 ½ Mrd €. Erworben wurden die Dividendenpapiere im Ergebnis nur von gebietsansässigen Nichtbanken (9 ½ Mrd €), die sich überwiegend in heimischen Aktien engagierten (7 Mrd €). Die Kreditinstitute schichteten ihre Aktienbestände von inländischen Titeln (-4 ½ Mrd €) in ausländische Papiere um (3 Mrd €). Gebietsfremde Investoren reduzierten ihr Engagement am inländischen Aktienmarkt um 1 ½ Mrd €, wobei es

### Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

| Position  | Mrd €          |                       |        |
|---|----------------|-----------------------|--------|
|   | 2009<br>2. Vj. | 2010<br>1. Vj. 2. Vj. |        |
| I. Leistungsbilanz 1) 2)  | + 23,8         | + 31,7                | + 26,1 |
| Außenhandel 1) 3)   | + 31,7         | + 37,6                | + 37,0 |
| Dienstleistungen 1)   | - 2,3          | - 1,5                 | - 2,5  |
| Erwerbs- und Vermögenseinkommen 1)  | - 0,1          | + 11,5                | + 0,7  |
| Laufende Übertragungen 1)   | - 3,5          | - 13,4                | - 6,0  |
| II. Vermögensübertragungen 1) 4)  | + 0,3          | + 0,3                 | - 0,4  |
| III. Kapitalbilanz 1)   |                |                       |        |
| (Netto-Kapitalexport: -)  | - 45,2         | - 15,4                | - 16,4 |
| 1. Direktinvestitionen  | - 6,7          | - 27,5                | - 22,6 |
| Deutsche Anlagen im Ausland   | - 16,1         | - 34,1                | - 26,9 |
| Ausländische Anlagen im Inland  | + 9,4          | + 6,6                 | + 4,2  |
| 2. Wertpapiere  | + 1,5          | - 11,4                | - 0,5  |
| Deutsche Anlagen im Ausland   | - 27,1         | - 22,1                | - 3,6  |
| Aktien  | - 1,4          | + 3,6                 | - 3,7  |
| Investmentzertifikate   | - 1,0          | - 7,8                 | - 3,1  |
| Schuldverschreibungen   | - 24,6         | - 17,9                | + 3,2  |
| Anleihen 5)   | - 27,4         | - 18,9                | - 0,2  |
| darunter: auf Euro lautende Anleihen                                      | - 25,0         | - 26,8                | + 0,4  |
| Geldmarktpapiere  | + 2,8          | + 1,0                 | + 3,4  |
| Ausländische Anlagen im Inland  | + 28,7         | + 10,6                | + 3,1  |
| Aktien  | + 1,1          | + 0,8                 | - 1,7  |
| Investmentzertifikate   | - 0,0          | + 1,7                 | + 0,7  |
| Schuldverschreibungen   | + 27,5         | + 8,1                 | + 4,1  |
| Anleihen 5)   | - 1,3          | + 13,4                | + 19,9 |
| darunter: öffentliche Anleihen  | + 21,0         | + 16,5                | + 21,9 |
| Geldmarktpapiere  | + 28,8         | - 5,3                 | - 15,8 |
| 3. Finanzderivate 6)  | + 4,1          | - 4,1                 | - 6,4  |
| 4. Übriger Kapitalverkehr 7)  | - 44,2         | + 28,3                | + 14,0 |
| Monetäre Finanzinstitute 8)   | - 10,1         | + 75,3                | + 49,9 |
| darunter: kurzfristig Unternehmen und Privatpersonen                      | + 9,7          | + 65,3                | + 41,0 |
| darunter: kurzfristig   | + 2,2          | - 17,9                | - 3,2  |
| Staat   | - 2,8          | - 9,9                 | + 5,3  |
| darunter: kurzfristig Bundesbank  | - 19,5         | - 0,2                 | + 7,5  |
| darunter: kurzfristig Bundesbank  | - 18,1         | + 0,9                 | + 7,3  |
| Bundesbank  | - 16,8         | - 28,9                | - 40,2 |
| 5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 9) | + 0,0          | - 0,7                 | - 0,8  |
| IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)           | + 21,1         | - 16,6                | - 9,3  |

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

sich ausschließlich um Portfolioinvestitionen handelte.<sup>2)</sup>

*Absatz und  
Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten in den Monaten April bis Juni einen Mittelzufluss in Höhe von 14 ½ Mrd €, nach 21 Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen fast nur den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (14 Mrd €). Unter den Publikumsfonds erzielten Gemischte Wertpapierfonds, Rentenfonds und Gemischte Fonds ein positives Mittelaufkommen (1 ½ Mrd € bzw. jeweils 1 Mrd €). Hingegen mussten Aktienfonds, Offene Immobilienfonds und Geldmarktfonds Mittelabflüsse hinnehmen (1 ½ Mrd €, 1 Mrd € bzw. ½ Mrd €). Ausländische Fondsanteile wurden in Deutschland für 3 Mrd € abgesetzt.

Erworben wurden die Investmentzertifikate wie bereits im ersten Vierteljahr in erster Linie von inländischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 16 Mrd € in ihre Portfolios nahmen. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile (14 ½ Mrd €). Die Kreditinstitute erwarben Investmentzertifikate für 1 Mrd €, wobei sie sich per saldo nur in ausländischen Anteilscheinen engagierten (2 Mrd €). Gebietsfremde Investoren stockten ihre Bestände an inländischen Fondsanteilen um ½ Mrd € auf.

## Direktinvestitionen

---

Wie im Wertpapierverkehr (½ Mrd €) traten im zweiten Quartal 2010 auch im Bereich der Direktinvestitionen Netto-Kapitalabflüsse auf (22 ½ Mrd €, nach 27 ½ Mrd € von Januar bis März). Ausschlaggebend für den Kapitalexport war das Neu-Engagement deutscher Firmen im Ausland (27 Mrd €). Dabei führten hiesige Konzerne ihren ausländischen Niederlassungen Mittel in erster Linie in Form von konzerninternen Krediten (19 Mrd €), aber auch über eine Aufstockung des Beteiligungskapitals und über reinvestierte Gewinne zu.

*Deutsche  
Direktinvestitionen  
im Ausland*

Die Direktinvestitionen ausländischer Unternehmen in Deutschland beliefen sich von April bis Juni auf 4 Mrd €, nach 6 ½ Mrd € im Dreimonatsabschnitt davor. Dabei stellten die ausländischen Eigner ihren in Deutschland angesiedelten Tochtergesellschaften insbesondere über konzerninterne Kredite Gelder zur Verfügung (5 ½ Mrd €). Hingegen kam es durch Dividendenausschüttungen an die Muttergesellschaften zu Mittelabflüssen bei den hiesigen Niederlassungen.

*Ausländische  
Direktinvestitionen  
in  
Deutschland*

---

<sup>2</sup> Zu den Direktinvestitionen siehe Abschnitt auf dieser Seite.