

Finanzmärkte

Tendenzen an den Finanzmärkten

Das Finanzmarktgeschehen seit der Jahresmitte stand ganz wesentlich unter dem Eindruck erhöhter Unsicherheit über den weiteren Fortgang der Staatsschuldenkrise in einigen EWU-Ländern. Die von den Staats- und Regierungschefs Ende Juli 2011 beschlossenen Maßnahmen zur Eindämmung der Krise haben die Zweifel der Marktteilnehmer an der Tragfähigkeit der Staatsfinanzen der Peripherieländer letztlich nicht beseitigt. Auch die Gipfelbeschlüsse von Ende Oktober, die unter anderem eine freiwillige Privatsektorteilnahme von 50% in einem noch zu verhandelnden Griechenlandprogramm, erhöhte Eigenkapitalpuffer von Banken und einen erweiterten Handlungsspielraum der EFSF vorsehen, hellten die Stimmung an den Aktien- und Rentenmärkten nur vorübergehend auf. Die politische Situation in verschiedenen EWU-Ländern wurde weiterhin als fragil eingeschätzt. Dies gilt vor allem in Griechenland, wo kurzzeitig ein Referendum diskutiert wurde und inzwischen – wie auch in Italien – die bisherige Regierung zurückgetreten ist und eine neue gebildet wurde. Die rasche und entschlossene Umsetzung der erforderlichen Reformen zur Stärkung des Wirtschaftswachstums und der Konsolidierungsmaßnahmen zur Wiedergewinnung des Vertrauens an den Märkten erschien nicht überall gesichert. Vor allem rückte die Problematik der hohen öffentlichen Verschuldung und der schwachen Wachstumsaussichten in Italien in den Fokus der Finanzmärkte. Der Blick von Investoren auf die Probleme im gemeinsamen Währungsraum richtete sich damit erstmals auch auf die wirtschaftlich großen

Turbulenzen an den Finanzmärkten vor dem Hintergrund unzureichender Konsolidierungsfortschritte in den Peripheriestaaten

Mitgliedsländer. Auf den Märkten lastete zudem, dass sich die Konjunkturaussichten im Vergleich zum zweiten Quartal 2011 zunehmend eintrübten. So wurden Umfragen zufolge parallel zu der erneuten Zuspitzung der Staatsschuldenkrise die langfristigen Wachstumserwartungen für das kommende Jahr beiderseits des Atlantiks beständig nach unten revidiert, und auch internationale Organisationen haben ihre Wachstumsprognosen zurückgenommen (siehe S. 14). Im Ergebnis waren seit Ende Juni erhebliche Kursverluste an den Aktienmärkten der großen Industrieländer und – bei starken „Safe haven“-Flüssen in Bundesanleihen und US-Treasuries – eine weitere Spreizung der Renditen im Euro-Raum zu verzeichnen. An den Devisenmärkten hat der Euro per saldo an Wert verloren.

Wechselkurse

Euro verliert seit Jahresmitte gegenüber US-Dollar an Wert

Die Bewegungen an den Devisenmärkten sind seit dem Sommer maßgeblich von Entwicklungen im gemeinsamen Währungsraum beeinflusst worden. Dies trifft insbesondere auf den Euro-Dollar-Kurs zu. Noch im Juli und August hielt die mit der hohen Staatsverschuldung beiderseits des Atlantiks zusammenhängende Unsicherheit der Anleger den Euro in einem Kursband zwischen 1,40 US-\$ und 1,45 US-\$. Die sich allmählich eintrübenden Konjunkturaussichten im Euro-Raum führten dann aber am Markt zu der Erwartung, das Eurosystem werde zunächst von weiteren Leitzinssteigerungen absehen. Als im Anschluss an die EZB-Ratssitzung Anfang September bekannt wurde, dass die Wach-

tumsprognose des EZB-Stabes nach unten revidiert worden war, begannen die Marktteilnehmer zunehmend auch Leitzinssenkungen im gemeinsamen Währungsraum für möglich zu halten.

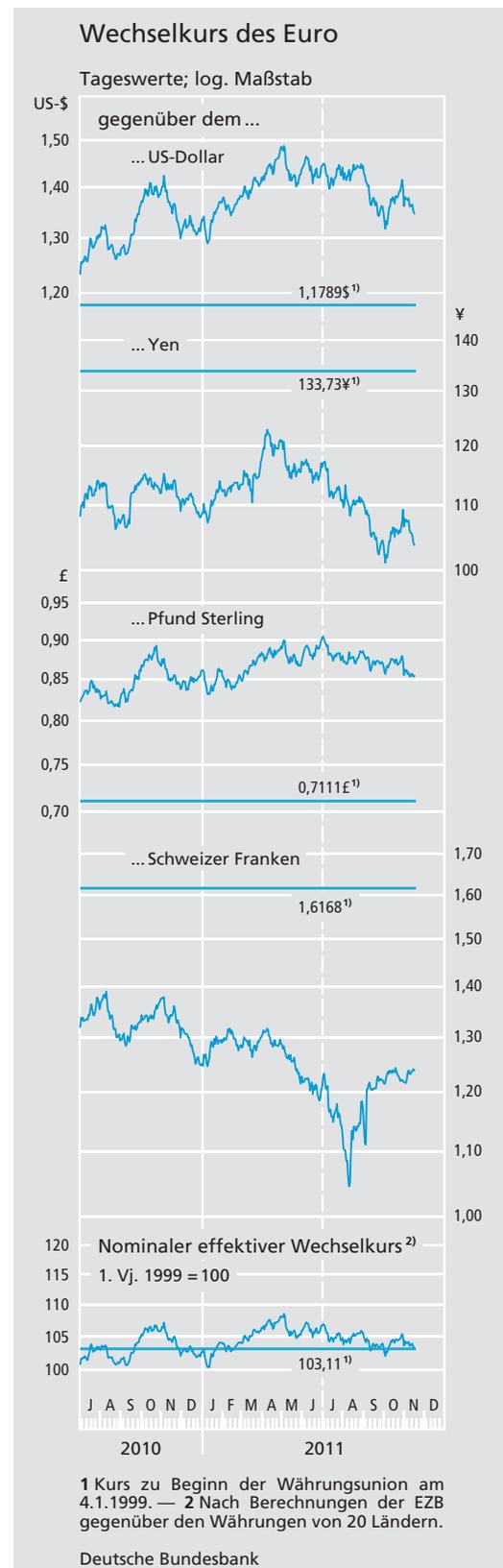
Im Sommer mehrten sich zudem ungünstige politische Nachrichten aus dem Euro-Raum. So stellte die italienische Regierung Anfang August bereits angekündigte Sparmaßnahmen wieder zur Disposition. Außerdem gaben die vorübergehende Unterbrechung der Gespräche von Vertretern der EU, der EZB und des IWF in Athen sowie die Bekanntgabe Griechenlands, das Ziel für das Haushaltsdefizit 2011 voraussichtlich zu verfehlen, Spekulationen über eine eventuell bevorstehende Zahlungsunfähigkeit Griechenlands Nahrung. Sowohl die allmähliche Revision der Zinsenerwartungen im Euro-Raum nach unten als auch die zunehmenden Sorgen der Anleger vor einer Eskalation der Staatsschuldenkrise belasteten den Euro im September. Anfang Oktober erreichte er mit 1,32 US-\$ den tiefsten Stand seit Januar 2011. Im weiteren Verlauf des Monats wurden dann allerdings auf politischer Ebene Maßnahmen zur Eindämmung der Staatsschuldenkrise ergriffen. Dies verhalf dem Euro vorübergehend zu Kursgewinnen, in deren Folge er bis Ende Oktober wieder einen Stand von 1,42 US-\$ erreichte.

Anfang November verlor die Gemeinschaftswährung erneut an Wert, nachdem die Regierung in Griechenland zeitweise ein Referendum über die Hilfsmaßnahmen in Erwägung gezogen hatte. Die ungewisse politische Lage schürte erneut die Unsicherheit über den Fortgang der Staatsschuldenkrise,

wobei auch Italien stärker ins Blickfeld der Finanzmärkte geriet. Zudem setzten auch weitere Nachrichten, die auf eine Eintrübung der Konjunktur im Euro-Raum hindeuteten, die Gemeinschaftswährung unter Druck. So stand der Euro zuletzt bei 1,35 US-\$, 6½% schwächer als zur Jahresmitte.

*Kursverluste
auch gegen-
über dem
Yen ...*

Der Euro verlor im Berichtszeitraum per saldo auch gegenüber dem Yen an Wert, wenngleich er im Oktober einen Teil seiner Verluste aufgrund der oben genannten Entwicklungen im Euro-Raum zeitweise wieder wettmachte. Zuletzt lag er bei 104 Yen, und damit 10½% unter seinem Wert zur Jahresmitte. Der Yen profitierte unter anderem von der Markteinschätzung, Anlagen in der japanischen Währung seien mit einem geringeren Risiko als in anderen Währungsräumen verbunden. Zudem stellte sich heraus, dass sich die japanische Wirtschaft schneller von der Natur- und Reaktorkatastrophe im März erholt hat als vielfach erwartet. Die Aufwertung des Yen, vor allem auch gegenüber dem US-Dollar, veranlasste das japanische Finanzministerium Anfang August sowie Ende Oktober zu unilateralen Devisenmarktinterventionen zulasten der Landeswährung. Trotz der aktuellen nominalen Stärke des Yen gegenüber US-Dollar und Euro notiert der Yen derzeit in realer Rechnung effektiv in der Nähe seines langfristigen Durchschnitts, erscheint also keineswegs außergewöhnlich hoch bewertet. Auch waren zuletzt keine übermäßig hohen nominalen Wechselkurschwankungen gegenüber dem US-Dollar oder dem Euro zu verzeichnen, die Eingriffe am Devisenmarkt geboten erscheinen ließen.



*... und dem
Pfund Sterling*

Nachdem der Euro Anfang Juli gegenüber dem Pfund Sterling unter Abwertungsdruck gestanden hatte, bewegte er sich anschließend recht stabil im Bereich zwischen 0,86 Pfund und 0,89 Pfund pro Euro. Die britischen Konjunkturperspektiven trübten sich in ähnlicher Weise ein wie die des Euro-Raums. Darüber hinaus wurde das Pfund Sterling von einem ausgesprochen starken und bis zum Herbst noch steigenden Preisauftrieb belastet, der im Zusammenspiel mit der sehr expansiven geldpolitischen Ausrichtung für hohe negative Realzinsen sorgte. Der Euro notierte gegen Ende des Berichtszeitraums mit 0,85 Pfund 5 ½% niedriger als zur Jahresmitte.

*Mindestkurs
des Schweizer
Franken zum
Euro*

Die zunehmende Staatsverschuldung in etlichen Industrieländern und die hohe Unsicherheit der Anleger rief bis in die Sommermonate erhebliche Kapitalzuflüsse in die Schweiz hervor, die zu merklichen Kursverlusten des Euro gegenüber dem Schweizer Franken führten. Zwischenzeitlich notierte der Euro auf einem historischen Tiefstand von 1,05 Franken. Nachdem die Schweizerische Nationalbank dieser Entwicklung zunächst mit einer zusätzlichen Lockerung der Geldpolitik begegnet war, legte sie Anfang September einen Mindestkurs von 1,20 Franken pro Euro fest, zu dessen Verteidigung sie ankündigte, unbeschränkt Devisen zu kaufen. Den Eingriff begründete sie mit einer massiven Überbewertung des Frankens, der eine akute Bedrohung für die Schweizer Wirtschaft darstelle und Deflationsrisiken mit sich bringe. Seither bewegt sich der Euro im Bereich zwischen 1,20 und 1,24 Franken.

In effektiver Rechnung gegenüber den Währungen 20 wichtiger Handelspartner hat der Euro seit der Jahresmitte 3% an Wert verloren. Er notiert damit etwa auf dem gleichen Stand wie zu Beginn der Währungsunion.

*Effektiver
Wechselkurs
des Euro*

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

An den internationalen Wertpapiermärkten dominierte in den letzten Monaten die Nachfrage nach sicheren und liquiden Titeln.¹⁾ Das Zinsniveau am deutschen und am US-amerikanischen Markt für Staatsanleihen hat sich daher stark ermäßigt. Die Renditen zehnjähriger US-Treasuries sanken unter Schwankungen von 3,2% Ende Juni auf zuletzt 2,0%. Deutsche Staatsanleihen gleicher Laufzeit rentierten mit 1,7% zuletzt ebenfalls mehr als einen Prozentpunkt niedriger als zur Jahresmitte. Im Verlauf des dritten Quartals fielen die Langfristzinsen beiderseits des Atlantiks zwischenzeitlich auf historische Tiefstände von rund 1,6% für Bundesanleihen beziehungsweise 1,7% in den USA. Im Oktober kam es lediglich vorübergehend zu einer Gegenbewegung, in der auch die kurzfristige Erleichterung über die Einigung auf dem Eurogipfel zum Ausdruck kam. Anfang November drückten die politische Unsicherheit in Griechenland und Italien sowie die un-

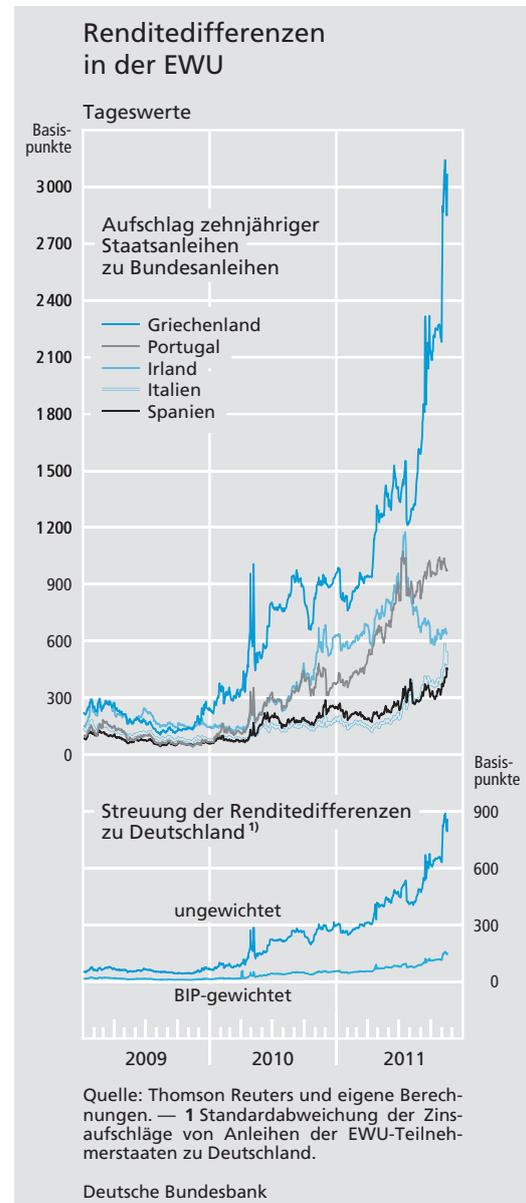
*Internationale
Rentenmärkte
unter dem Ein-
fluss von Kon-
junktursorgen
und „Safe
haven“-Flüssen*

¹ Die erhöhte Unsicherheit der Marktteilnehmer zeigte sich beispielsweise in der gestiegenen impliziten Volatilität von Optionen auf Bund-Futures. Zugleich hat sich der Zinsabstand zwischen vom Bund garantierten KfW-Anleihen und Bundesanleihen, der als Indikator für die Liquiditätspräferenz der Anleger interpretiert werden kann, deutlich ausgeweitet. Auch in den USA deuten vergleichbare Maße auf eine Flucht in die Qualität und Liquidität von Treasuries hin.

günstigeren Konjunkturprognosen aber erneut die Renditen. Die Verzinsung zehnjähriger Papiere der japanischen Zentralregierung fiel seit der Jahresmitte leicht um 14 Basispunkte auf knapp 1%.

*Rendite-
differenzen im
Euro-Raum auf
neuem Rekord-
niveau*

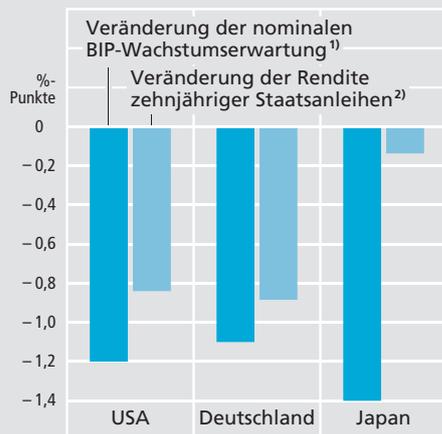
Die Renditedifferenzen innerhalb der EWU haben sich seit der Jahresmitte weiter stark ausgeweitet. Bis Mitte November stieg der BIP-gewichtete Renditeabstand langfristiger Staatsanleihen der übrigen EWU-Länder gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen auf ein neues Rekordhoch von 459 Basispunkten – trotz erheblicher Anleihekäufe seitens des Eurosystems im Rahmen des Securities Market Programme (SMP). Hinter diesem Durchschnitt verbergen sich allerdings deutliche Unterschiede zwischen den Ländern. Unter den sogenannten Programmländern verzeichneten zehnjährige griechische Renditen nach negativen realwirtschaftlichen und fiskalischen Nachrichten sowie verstärkten politischen Unsicherheiten – bei geringen Umsätzen – einen neuen Höchststand (über 33%).²⁾ Allerdings ist Griechenland derzeit nicht auf eine Mittelaufnahme am Markt angewiesen. Aber auch in Italien und Spanien, die im Sommer verstärkt in den Fokus der Märkte gerieten, kam es bei erhöhter Risikoaversion der Anleger und nach Ratingherabstufungen zu Renditeanstiegen auf zuletzt 7,2% beziehungsweise knapp 6,8%. Selbst österreichische und französische Staatsanleihen, deren Renditen üblicherweise einen recht engen Gleichlauf zu Bundesanleihen aufweisen, haben seit der Jahresmitte nur eingeschränkt von „Safe haven“-Flüssen profitiert. Ihr Zinsabstand zu deutschen Papieren hat sich infolgedessen ebenfalls auf 193 be-



ziehungsweise 207 Basispunkte ausgeweitet. Das Renditeniveau selbst ist in diesen Ländern aber mit 3,6% beziehungsweise 3,8% vergleichsweise niedrig. Rückläufig war hingegen seit Sommer die langfristige Rendite irischer Staatsanleihen; sie betrug bei Ab-

² Die Renditen kurzfristiger griechischer Anleihen sind angesichts der Sorge der Marktteilnehmer vor massiven Einbußen im Rahmen einer Umschuldung sogar noch erheblich höher.

Zinsentwicklung und Veränderung der Konjunkturerwartung



Quelle: Consensus Economics und eigene Berechnungen. — 1 Erwartung für das Jahr 2012 gemäß Consensus Forecast (Oktober-Umfrage abzüglich Juni-Umfrage 2011); errechnet aus erwartetem realem BIP-Wachstum zuzügl. erwarteter Verbraucherpreis-inflation. — 2 Oktober 2011 zu Juni 2011 jeweils zum Zeitpunkt der Umfrage.

Deutsche Bundesbank

schluss dieses Berichts 8,4%, verglichen mit über 14% Mitte Juli.

Zinsstrukturkurve von Bundesanleihen nach unten verschoben

Die starke Nachfrage nach Bundesanleihen hat die deutsche Zinsstrukturkurve seit der Jahresmitte über das gesamte Laufzeitspektrum um mehr als einen Prozentpunkt weitgehend parallel nach unten gedrückt. Das Zinsgefälle zwischen zehn- und zweijährigen Laufzeiten erhöhte sich geringfügig von 155 auf 158 Basispunkte. Der Zinsrückgang am kurzen Laufzeitende spiegelt dabei neben dem beschlossenen Zinsschritt weitere Zinssenkungserwartungen wider.

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen leicht verschlechtert

Die Renditen von Anleihen europäischer Unternehmen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren der Ratingklasse BBB sind im Berichtszeitraum auf 6,8% gestie-

gen, was in etwa dem fünfjährigen Durchschnitt entspricht.³⁾ Verantwortlich für diesen Anstieg waren nahezu ausschließlich Unternehmen, die dem Finanzsektor zuzurechnen sind. Angesichts hoher Verlustrisiken aus dem Engagement in Staatsanleihen finanzierten sich Finanzinstitute am Kapitalmarkt mit 12,9% für längere Laufzeiten zuletzt deutlich ungünstiger als nichtfinanzielle Unternehmen (5,1%). Diese Diskrepanz spiegelt sich auch in der Entwicklung des iTraxx-Europe 125-Index wider, der die Kreditrisikoprämien von den großen europäischen Unternehmen abbildet, und dessen Anstieg im Berichtszeitraum ebenfalls in erster Linie auf finanzielle Unternehmen zurückzuführen ist. In einigen Peripheriestaaten des Euro-Raums, besonders in Italien, haben sich allerdings auch die Finanzierungsbedingungen nichtfinanzieller Unternehmen seit der Jahresmitte verschlechtert. Gleichwohl ist kein stabiler systematischer Einfluss der Entwicklungen an den Staatsanleihemärkten der Peripheriestaaten des Euro-Raums auf die Finanzierungsbedingungen der jeweiligen nichtfinanziellen Unternehmen erkennbar.

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im dritten Quartal 2011 auf 347 ½ Mrd € und lag somit knapp unter dem Wert des Vorquartals. Nach Abzug der gestiegenen Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis inländische Schuldverschreibungen für 12 ½ Mrd €

Gestiegener Nettoabsatz am Rentenmarkt

³ Hierbei werden Renditen von Anleihen der Unternehmen der Ratingklasse BBB aus dem Anleiheindex von iBoxx zugrunde gelegt. Dieser Index umfasst Anleihen von Banken und Nichtbanken.

abgesetzt. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 2 Mrd € am deutschen Markt unter.⁴⁾ Das gesamte Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit 14 ½ Mrd €.

Mittelaufnahme öffentlicher Stellen

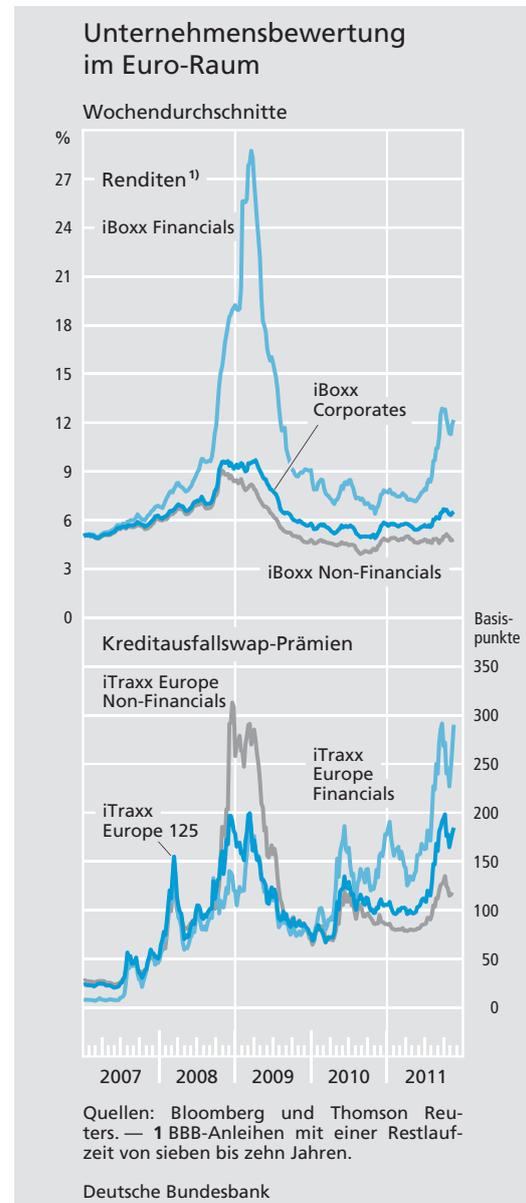
Die öffentliche Hand nahm im dritten Quartal den Rentenmarkt mit 15 ½ Mrd € in Anspruch, im Vergleich zu 35 ½ Mrd € im Quartal zuvor. Der Bund (einschl. der FMS Wertmanagement) emittierte dabei vor allem Bundesobligationen (11 Mrd €), in geringerem Umfang aber auch 30-jährige Anleihen (1 ½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von zehnjährigen Anleihen sowie von unverzinslichen Bubills in Höhe von 12 Mrd € beziehungsweise 5 ½ Mrd € gegenüber. Die Länder nahmen den Kapitalmarkt im Berichtsquartal mit per saldo 4 ½ Mrd € in Anspruch.

Im Ergebnis nur Emissionen nichtfinanzieller Unternehmen

Inländische Unternehmen emittierten im Berichtsquartal Schuldverschreibungen für per saldo ½ Mrd € in Deutschland. Dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um Titel mit Laufzeiten unter einem Jahr. Während nichtfinanzielle Unternehmen angesichts kaum veränderter Renditen ihre Marktverschuldung im Ergebnis um knapp 7 Mrd € ausdehnten, nahmen nichtmonetäre Finanzinstitute Anleihen in etwa gleicher Höhe zurück.

Nettotilgungen der Kreditinstitute

Die heimischen Kreditinstitute reduzierten ihre Kapitalmarktverschuldung im dritten Quartal um netto 4 Mrd €, verglichen mit 36 ½ Mrd € im Dreimonatsabschnitt davor. Darin ist berücksichtigt, dass sie ihre eigenen Anleihebestände um 3 Mrd € abbauten. Ohne diese Anpassung wäre der Rückgang



der Kapitalmarktverschuldung von Kreditinstituten noch höher ausgefallen. Im Ergebnis tilgten sie vor allem Öffentliche Pfandbriefe (13 Mrd €) und Hypothekendarfandbriefe (5 ½ Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von 16 Mrd € gegenüber.

⁴ Hierzu haben auch Wertpapierkäufe beigetragen, die die Bundesbank bei ausländischen Geschäftspartnern im Rahmen des SMP getätigt hat.

**Mittelanlage an den deutschen
Wertpapiermärkten**

Mrd €

Position	2010		2011	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	
Schuldverschreibungen				
Inländer	- 34,0	- 51,2	- 4,2	
Kreditinstitute	- 31,9	- 17,5	- 33,9	
darunter:				
ausländische Schuldverschreibungen	- 10,9	- 2,6	- 18,3	
übrige Sektoren	- 2,0	- 33,7	29,7	
darunter:				
inländische Schuldverschreibungen	- 32,9	- 41,9	9,3	
Ausländer	30,6	58,9	18,7	
Aktien				
Inländer	- 9,2	15,8	- 8,4	
Kreditinstitute	- 3,1	- 0,3	- 12,0	
darunter:				
inländische Aktien	- 1,4	- 5,1	- 7,1	
übrige Sektoren	- 6,1	16,1	3,6	
darunter:				
inländische Aktien	0,4	10,3	12,1	
Ausländer	2,1	12,6	- 4,7	
Investmentzertifikate				
Anlage in Spezialfonds	20,2	4,2	5,6	
Anlage in Publikumsfonds	3,0	0,5	0,2	
darunter: Aktienfonds	0,3	1,4	0,7	

Deutsche Bundesbank

*Erwerb von
Schuldver-
schreibungen*

Als Erwerber von Schuldverschreibungen traten im dritten Quartal vor allem die Bundesbank sowie inländische Nichtbanken in Erscheinung, die Rentenwerte für 21 ½ Mrd € beziehungsweise 8 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen; dabei handelte es sich vorwiegend um ausländische Titel (zusammen 20 ½ Mrd €). Die Bundesbank hat Wertpapiere hauptsächlich im Rahmen des SMP gekauft, nachdem das Eurosystem seine Käufe Anfang August 2011 wieder aufgenommen hat. Ausländische Investoren erwarben vor dem Hintergrund der starken Unsicherheit in Europa deutsche Schuldverschreibungen für 18 ½ Mrd €. Im Wesentlichen investierten sie in öffentliche Anleihen, die in Krisenzeiten wegen ihrer hohen Sicherheit und Liquidität üblicherweise besonders gefragt sind. Heimische Kreditinstitute trennten sich hingegen

von zinstragenden Papieren für netto 34 Mrd €. Dabei verkauften sie ausländische Schuldtitel für 18 ½ Mrd €; einen Teil der von hiesigen Banken abgegebenen Schuldverschreibungen gebietsfremder Emittenten hat – wie erwähnt – per saldo die Bundesbank übernommen.

Die Kursbewegungen an den internationalen Aktienmärkten waren auch im dritten Quartal 2011 im Wesentlichen durch die hohe Verunsicherung der Anleger als Folge der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum geprägt. Dazu kamen wieder gestiegene Rezessionsängste auf beiden Seiten des Atlantiks. Diese Gemengelage führte zu erheblichen Kursrückgängen, die von starken Schwankungen begleitet waren. Einen Tiefpunkt verzeichneten die Aktienindizes in der zweiten Septemberhälfte. Danach sorgten zum Teil etwas besser als erwartet ausgefallene Konjunkturdaten und die Erwartung einer Lösung der europäischen Staatsschuldenkrise auf dem Eurogipfel Ende Oktober für eine gewisse Entspannung. Von der bislang recht günstig verlaufenden Berichtssaison US-amerikanischer und europäischer Unternehmen gingen dagegen keine wesentlichen positiven Impulse aus, da sich die Gewinnaussichten der Unternehmen, die für die Aktienbewertung von größerer Bedeutung sind als die in der Vergangenheit erzielten Gewinne, mehr und mehr eintrübten.

Nach Bekanntwerden der Gipfelergebnisse Ende Oktober verzeichneten die Aktienmärkte insgesamt und insbesondere Bankentitel in einigen Peripherieländern deutliche Kursgewinne, die sie aber schnell wieder ein-

*Kräftige Kurs-
rückgänge an
den inter-
nationalen
Aktienmärkten
unter hoher
Volatilität*

büßten, da die griechische Regierung mit der Ankündigung einer Volksabstimmung unter den Marktteilnehmern Zweifel schürte, ob die an das Rettungspaket gekoppelten Auflagen tatsächlich von Griechenland erfüllt werden würden, und die EU und der IWF weitere Auszahlungen aus dem Griechenlandprogramm zunächst stoppten. Entsprechend stieg die Unsicherheit über den weiteren Kursverlauf, gemessen an der impliziten Volatilität von Aktienoptionen, insbesondere in Europa wieder deutlich an. Gleichwohl blieb die Volatilität im November unterhalb der einen Monat zuvor erreichten Werte.

Die Kursverluste deutscher und europäischer Aktien gemessen an den marktbreiten Indizes CDAX und Euro Stoxx beliefen sich im Ergebnis seit Ende Juni auf 20 ½% beziehungsweise 21 ½%. Die Verluste japanischer Aktien (Nikkei: – 13 ½%) und US-amerikanischer Dividendenpapiere (S&P 500: – 8%) fielen im Vergleich dazu geringer aus. Noch deutlich stärkere Verluste als der Gesamtmarkt mussten europäische Bankenwerte hinnehmen (– 35% seit Ende Juni), und hier insbesondere die Bankindizes für Griechenland, Portugal und Italien. Hierin schlug sich nicht zuletzt das hohe Exposure von Banken in Staatsanleihen von Peripherieländern nieder.

Aktienrisikoprämie kaum verändert

Die von den Investoren geforderte Risikokompensation für ein Engagement in europäischen Aktien (Euro Stoxx) gegenüber einer sicheren Anlage, die anhand eines Dividendenbarwert-Modells ermittelt werden kann, ist im Berichtszeitraum zunächst deutlich gestiegen, bevor sie im Oktober wieder auf 7 ½% zurückfiel, was in etwa dem Stand zur



Jahresmitte entsprach. Sie liegt damit aber nach wie vor deutlich über dem Fünfjahresdurchschnitt (ca. 5 ½%). Auch die implizite Risikoprämie eines Engagements in europäischen Banktiteln liegt im Ergebnis ungefähr auf Vorquartalsniveau, sodass von den Anlegern als Kompensation für ein Investment in Bankaktien im Vergleich zum Gesamtmarkt weiterhin ungefähr 1 ½ Prozentpunkte mehr verlangt werden.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2010		2011	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	3. Vj.
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 30,8	+ 27,2	+ 30,0	
Außenhandel 1) 3)	¹⁾ + 38,9	¹⁾ + 38,3	+ 39,8	
Dienstleistungen 1)	- 7,1	- 2,4	- 6,6	
Erwerbs- und Vermögens- einkommen 1)	+ 12,9	+ 0,7	+ 13,4	
Laufende Übertragungen 1)	- 10,9	- 5,6	- 10,3	
II. Vermögensübertragungen 1) 4)	+ 0,0	- 0,3	+ 0,1	
III. Kapitalbilanz 1)				
(Netto-Kapitalexport: -)	- 25,7	- 29,2	- 17,6	
1. Direktinvestitionen	+ 15,5	+ 3,7	+ 2,2	
Deutsche Anlagen im Ausland	+ 7,5	+ 0,9	- 5,6	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 7,9	+ 2,8	+ 7,8	
2. Wertpapiere	+ 7,1	+ 55,2	+ 31,2	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 24,9	- 16,3	+ 12,8	
Aktien	+ 2,8	- 8,4	+ 11,4	
Investmentzertifikate	- 7,7	- 2,3	+ 3,6	
Schuldverschreibungen	- 20,0	- 5,6	- 2,2	
Anleihen 5)	- 17,2	+ 2,5	+ 2,2	
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 12,0	+ 5,6	+ 3,3	
Geldmarktpapiere	- 2,7	- 8,1	- 4,3	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 32,0	+ 71,5	+ 18,4	
Aktien	+ 2,0	+ 11,7	- 4,2	
Investmentzertifikate	- 0,5	+ 0,9	+ 3,9	
Schuldverschreibungen	+ 30,6	+ 58,9	+ 18,7	
Anleihen 5)	+ 21,5	+ 37,6	+ 4,7	
darunter: öffent- liche Anleihen	+ 23,6	+ 30,7	+ 9,0	
Geldmarktpapiere	+ 9,0	+ 21,3	+ 14,0	
3. Finanzderivate 6)	- 7,9	- 5,3	- 6,8	
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	- 40,8	- 82,3	- 43,7	
Monetäre Finanz- institute 8)	+ 42,4	- 52,4	+ 56,2	
darunter: kurzfristig	+ 15,5	- 47,6	+ 66,6	
Unternehmen und Privat- personen	- 25,7	- 6,6	- 8,0	
darunter: kurzfristig	- 9,9	+ 0,8	- 7,3	
Staat	+ 3,3	- 7,2	+ 18,1	
darunter: kurzfristig	+ 2,5	- 8,6	+ 15,4	
Bundesbank	- 60,7	- 16,2	- 110,0	
5. Veränderung der Währungs- reserven zu Transaktions- werten (Zunahme: -) 9)	+ 0,3	- 0,4	- 0,6	
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)	- 5,1	+ 2,3	- 12,4	

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

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im dritten Vierteljahr gedämpft. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für lediglich ½ Mrd €; dabei handelte es sich vor allem um nicht börsennotierte Dividentitel. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt sank im gleichen Zeitraum um 13 ½ Mrd €. Erworben wurden Dividentenpapiere einzig von heimischen Nichtbanken (3 ½ Mrd €), die im Ergebnis ausschließlich inländische Titel kauften. Hingegen veräußerten gebietsansässige Kreditinstitute Aktien für 12 Mrd €; auch hier standen heimische Werte im Vordergrund. Ausländische Investoren trennten sich von hiesigen Dividentiteln in einem Betrag von 4 ½ Mrd €.

*Geringe Mittel-
aufnahme am
Aktienmarkt*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 6 Mrd €, nach einem Aufkommen von 4 ½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen fast ausschließlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (5 ½ Mrd €). Unter den Publikumsfonds konnten in erster Linie Rentenfonds, Aktienfonds und Geldmarktfonds neue Anteilscheine für je ½ Mrd € absetzen. Hingegen nahmen Gemischte Wertpapierfonds und Gemischte Fonds Anteilscheine für 1 Mrd € beziehungsweise ½ Mrd € zurück. Am deutschen Markt engagierte ausländische Fonds verzeichneten Mittelabflüsse in Höhe von 3 ½ Mrd €. Auf der Erwerberseite traten im Ergebnis ausschließlich ausländische Investoren in Erscheinung, welche Investmentzertifikate für 4 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hingegen trennten sich heimische Kredit-

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

institute von Anteilscheinen in Höhe von 1½ Mrd €. Inländische Nichtbanken traten im Berichtsquartal auf der Erwerberseite per saldo fast nicht in Erscheinung.

Direktinvestitionen

*Kapitalzuflüsse
im Bereich
der Direkt-
investitionen*

Wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr (31 Mrd €) traten auch im Bereich der Direktinvestitionen von Juli bis September Netto-Kapitalimporte auf (2 Mrd €). Ausschlaggebend waren die Direktinvestitionen ausländischer Firmen in Deutschland (8 Mrd €, nach 3 Mrd € im Quartal zuvor). Diese stellten ihren hiesigen Niederlassungen zusätzliche Mittel insbesondere über konzerninterne Kredite (4½ Mrd €), aber auch in Form von Beteiligungskapital und reinvestierten Gewinnen (zusammen 3½ Mrd €) zur Verfügung. Als Investoren traten vor allem Unternehmen aus europäischen Ländern auf (5½ Mrd €), wobei sich besonders jene aus dem Euro-Raum und der Schweiz in Deutsch-

land verstärkt engagierten. Ein Großteil der Mittel floss hiesigen Beteiligungsgesellschaften (7 Mrd €), aber auch inländischen Kreditinstituten (2 Mrd €) zu.

Auch inländische Eigner führten ihren Niederlassungen im Ausland im Sommer Kapital zu (5½ Mrd €). Dabei (re-)investierten sie insbesondere zuvor im Ausland erzielte Gewinne (8½ Mrd €); ferner erhöhten sie ihr Beteiligungskapital im Ausland. Umgekehrt flossen hiesigen Muttergesellschaften Mittel im Rahmen des konzerninternen Kreditverkehrs zu (5 Mrd €), die – den international üblichen Methoden bei der Erstellung der Zahlungsbilanz folgend – gegenzurechnen sind. Dabei spielte die Kreditaufnahme bei ausländischen Tochtergesellschaften eine entscheidende Rolle. Schwellen- und Entwicklungsländer bildeten im dritten Quartal den geographischen Schwerpunkt deutscher Investitionen im Ausland, während insbesondere aus den USA per saldo Kapital abgezogen wurde.