

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

*Tendenzen an
den Finanz-
märkten*

In den Herbst- und Wintermonaten strahlte die Staatsschuldenkrise einiger EWU-Länder zunehmend auch auf den Kern der Währungsunion aus. Erstmals haben Ratingagenturen auch die Kreditwürdigkeit bislang erstklassiger Schuldner, wie Österreich und Frankreich, herabgestuft. Zudem bestimmten unterschiedliche Konjunkturerwartungen das Geschehen an den Finanzmärkten. Zuletzt hat sich die Einschätzung der konjunkturellen Aussichten leicht aufgehellt; zugleich ist die Risikoscheu unter den Marktteilnehmern etwas abgeklungen. Zu dieser Entwicklung haben zum einen die Gipfelbeschlüsse der Staats- und Regierungschefs der EU sowie die Ankündigungen der neuen italienischen und spanischen Regierungen, Konsolidierungs- und Reformmaßnahmen zu ergreifen, beigetragen. Stützend wirkten auch die geldpolitischen Beschlüsse des EZB-Rats und die Ankündigung der Fed, die maßgeblichen geldpolitischen Zinsen bis 2014 auf niedrigem Niveau zu halten. Nach einem Auf und Ab im vierten Quartal 2011 kam es vor allem seit Jahresbeginn zu erheblichen Kursgewinnen an den Aktienmärkten, während sich die Renditen von Bundesanleihen und US-Treasuries in dem Spannungsfeld zwischen „Safe haven“-Flüssen und wechselnden Konjunkturschätzungen in vergleichsweise engen Bändern bewegten. An den Devisenmärkten stand der Euro über weite Strecken des Berichtszeitraums unter Druck.

■ Wechselkurse

*Euro verliert seit
Anfang Oktober
per saldo
gegenüber US-
Dollar an Wert*

Im Blickfeld der Devisenmärkte stand in den vergangenen Monaten einmal mehr der Euro-Dollar-Kurs. Seit Ende Oktober 2011, als der Euro noch zu einem Kurs von über 1,40 US-\$ notierte, verlor die Gemeinschaftswährung merklich an Wert. Den Euro belastete zunächst vor allem ein Vertrauensverlust der Anleger, der

ausgehend von Griechenland auf weitere Staaten des Euro-Raums übergriff. So stiegen beispielsweise die Risikoaufschläge für Staatsanleihen Italiens und Spaniens zeitweise deutlich an; daneben versahen die großen Ratingagenturen die Bonität verschiedener Länder des Euro-Raums mit einem negativen Ausblick oder stufen sie herab.

Von Dezember bis Mitte Januar setzte die unterschiedliche Entwicklung der konjunkturellen Perspektiven diesseits und jenseits des Atlantiks den Euro zusätzlich unter Druck. Während die Wachstumsaussichten für den Euro-Raum auch vor dem Hintergrund der notwendigen Konsolidierungsmaßnahmen verhaltener eingeschätzt wurden, überraschten die Nachrichten insbesondere vom amerikanischen Arbeitsmarkt positiv. Zudem verringerte sich vor allem am Geldmarkt der Zinsvorsprung des Euro-Raums gegenüber den USA durch die Zinssenkungen des Eurosystems. Nachdem immer deutlicher wurde, dass sich auch Deutschland der konjunkturellen Schwächephase nicht würde entziehen können, und schließlich die Bonität französischer Staatsanleihen von einer der großen Ratingagenturen herabgestuft worden war, erreichte der Euro Mitte Januar einen Kurs von 1,27 US-\$.

Seither hat der Euro gegenüber dem US-Dollar wieder etwas an Wert gewonnen. Dazu haben unter anderem Verschiebungen der Zinsperspektiven beigetragen. So beschloss das Eurosystem, die Leitzinsen nicht weiter zu senken, während die US-amerikanische Zentralbank bekanntgab, den Leitzins voraussichtlich noch bis zum Jahr 2014 nahe null belassen zu wollen. Gleichzeitig profitierte der Euro von einer leichten Entspannung an den Finanzmärkten und zuletzt wieder günstigeren Konjunkturnachrichten aus dem gemeinsamen Währungsraum. Zum Ende des Berichtszeitraums notierte er bei 1,30 US-\$, was einem Kursverlust von 4% seit Beginn des vierten Quartals 2011 entspricht.

Neuberechnung der Gewichte für die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft

Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit werden üblicherweise als gewichteter Durchschnitt der relativen Preis- beziehungsweise Kostenentwicklung eines Landes gegenüber wichtigen Handelspartnern berechnet. Die Bundesbank berechnet und veröffentlicht solche Indikatoren regelmäßig für Deutschland.¹⁾ Die Indikatoren entsprechen sowohl konzeptionell als auch im Berechnungsverfahren den realen effektiven Wechselkursen, die die Europäische Zentralbank für den Euro publiziert.²⁾ Diesem Verfahren zufolge bemisst sich das Gewicht, mit dem ein Partnerland in den Indikator eingeht, an den jeweiligen Handelsströmen der beteiligten Länder. Den Änderungen in der Struktur der Handelsbeziehungen im Zeitverlauf wird dadurch Rechnung getragen, dass der Gewichtsrechnung alle drei Jahre eine aktuelle Matrix der Handelsverflechtungen zugrunde gelegt wird. Bisher basierten alle Indikatorenwerte von 2004 an auf den Handelsströmen in den Jahren 2004 bis 2006.³⁾ Die neu berechneten Indikatoren verwenden nun im Unterschied dazu ab 2007 Gewichte, die sich aus den Handelsverflechtungen der Jahre 2007 bis 2009 ergeben.

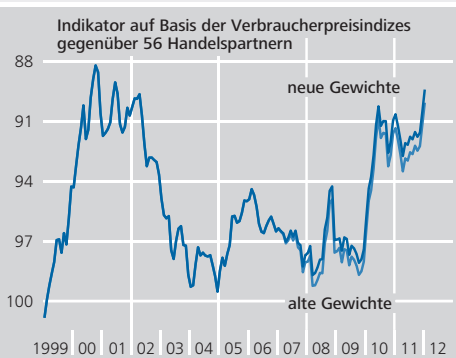
Die Tabelle auf Seite 37 gibt die neu berechneten Gewichte wieder, mithilfe derer der Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber einem weiten Länderkreis von 56 Handelspartnern ermittelt wird. Die Gewichte für Indikatoren gegenüber kleineren Länderkreisen errechnen sich durch Reskalierung der Gewichte des weiten Länderkreises.⁴⁾ Der Wandel in den Handelsbeziehungen Deutschlands schlägt sich in merklichen Ge-

wichtsverschiebungen nieder, was auch ein Vergleich der Gewichte für die Jahre 2004 bis 2006 mit denen für den Zeitraum ab 2007 zeigt. So hat sich das Gewicht Chinas wie auch in den vorhergehenden Dreijahreszeiträumen weiter erhöht (auf nunmehr 8½%). In ihrer relativen Bedeutung für die Indikatoren werden damit die unmittelbaren und mittelbaren Handelsverflechtungen Deutschlands mit China nur noch knapp von denen mit Frankreich (9%) übertroffen. Das Gewicht Frankreichs ging dabei leicht zurück, ein Befund, der auch auf Italien, Spanien, Portugal und Irland, nicht aber auf Griechenland zutrifft.⁵⁾ Eine Gruppe von Ländern, deren gemeinsame relative Bedeutung für den Indikator fast ebenso kräftig zugenommen hat wie die Chinas, sind die mittel- und osteuropäischen Staaten, die 2004 und 2007 der Europäischen Union beigetreten sind. In Fortsetzung der Entwicklung aus den vorhergehenden Jahren sind die Gewichte der USA, des Vereinigten Königreichs und Japans hingegen teilweise spürbar zurückgegangen.

Der vom Jahr 2007 an auf den neu berechneten Gewichten basierende Indikator lässt erkennen, dass sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft seither noch etwas günstiger entwickelt hat als es der bisher verwendete Indikator anzeigte (vgl. das nebenstehende Schaubild). Der Indikator auf Basis von Verbraucherpreisindizes gegenüber dem weiten Länderkreis von 56 Handelspartnern weist von Dezember 2006 bis Januar 2012 eine Verbesserung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit von 7½% aus, während sich nach der bisherigen Berechnung 6½% errechneten. Eine ähnliche Verschiebung ergibt sich für einen Indikator, der gegenüber einem etwas engeren Kreis von 36 Ländern berechnet wird (6½% statt bisher 5½%).

Preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft

1. Vj. 1999 = 100, monatlich, log. Maßstab¹⁾



1 Skala invertiert: Anstieg der Kurve (Rückgang der Werte) kennzeichnet Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit.
Deutsche Bundesbank

1 Vgl. z. B. Tabelle XI, 13, im Statistischen Teil des Monatsberichts.

2 Das ursprüngliche Berechnungsverfahren wird in L. Buldorini, S. Makrydakis und C. Thimann (2002), The effective exchange rates of the euro, ECB Occasional Paper No. 2, beschrieben. Dieses Verfahren ist allerdings später leicht modifiziert worden. Die Modifikationen sind erläutert in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Mai 2007, S. 33.

3 Die bisher verwendeten Gewichte werden aufgeführt in: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 2010, S. 44 f.

4 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Mai 2007, S. 33.

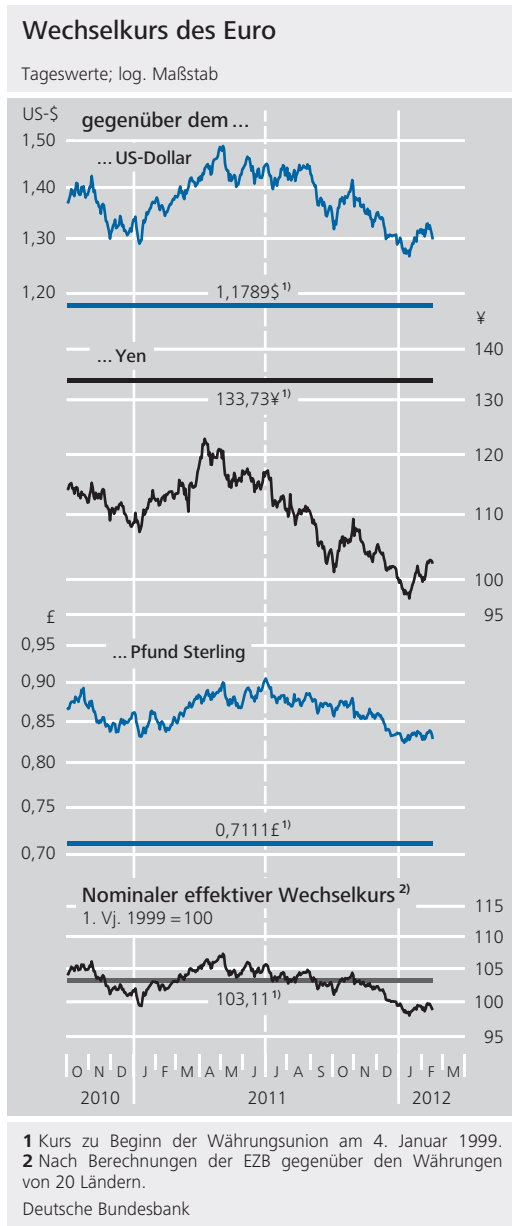
5 Das Gewicht Griechenlands blieb unverändert, ist mit knapp ½% aber recht gering.

Wägungsschema des Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber einem weiten Länderkreis von 56 Handelspartnern

in Promille

Ländergruppe/Land	Bis 1997 ¹⁾	1998 bis 2000	2001 bis 2003	2004 bis 2006	ab 2007 ²⁾
Enger Länderkreis	776,7	770,0	743,6	708,0	675,0
Belgien	54,1	48,0	51,9	56,1	55,9
Estland	0,5	0,7	0,9	1,0	1,0
Finnland	10,7	11,1	11,0	10,9	10,4
Frankreich	109,1	106,3	100,0	92,8	88,5
Griechenland	4,7	4,5	4,3	4,4	4,4
Irland	10,0	16,1	16,1	12,6	11,0
Italien	87,4	80,1	75,9	72,8	70,7
Luxemburg	3,7	3,1	3,7	4,1	4,2
Malta	0,5	0,5	0,5	0,4	0,5
Niederlande	61,3	64,7	63,2	67,2	70,0
Österreich	43,8	42,3	41,1	41,8	42,2
Portugal	10,9	10,6	9,7	7,9	7,1
Slowakei	5,5	6,9	9,1	10,3	11,7
Slowenien	5,1	4,7	4,5	4,5	5,1
Spanien	35,8	37,3	38,0	39,4	38,0
Zypern	0,3	0,3	0,3	0,4	0,5
Dänemark	15,4	13,9	14,2	13,3	13,3
Schweden	22,5	20,9	19,1	20,4	19,5
Vereinigtes Königreich	82,1	81,5	77,3	70,6	60,2
Norwegen	7,1	6,1	5,7	5,4	5,7
Schweiz	43,1	37,9	37,2	34,9	35,2
Japan	61,0	54,6	44,9	39,2	34,4
Kanada	8,1	8,7	8,9	8,3	7,6
USA	94,0	109,2	106,1	89,3	77,9
Zusätzlich einbezogene Länder des mittleren Länderkreises	121,6	134,2	161,3	191,2	219,1
Bulgarien	1,2	1,3	1,6	2,1	2,4
Lettland	0,5	0,7	0,9	0,8	0,9
Litauen	1,0	1,1	1,5	1,6	1,9
Polen	18,6	21,8	25,1	27,0	33,4
Rumänien	4,0	4,3	5,4	7,0	8,7
Tschechische Republik	16,9	20,7	26,1	25,7	30,0
Ungarn	11,0	16,6	18,9	19,4	18,6
China	26,7	31,3	44,8	66,3	86,7
Hongkong, SVR	11,2	10,0	10,0	9,9	8,7
Korea, Republik	16,2	13,8	14,5	19,0	17,5
Singapur	9,7	8,4	8,2	8,3	6,3
Australien	4,6	4,2	4,3	4,1	4,0
Zusätzlich einbezogene Länder des weiten Länderkreises	101,7	95,8	95,1	100,8	105,9
Island	0,3	0,5	0,5	0,6	0,6
Israel	4,2	4,3	3,9	3,1	3,1
Kroatien	2,5	2,1	2,1	2,2	2,1
Russland	12,4	9,7	11,8	16,0	19,5
Türkei	13,4	13,4	13,3	16,0	16,0
Algerien	0,4	0,3	0,4	0,5	0,6
Marokko	1,3	1,4	1,3	1,2	1,3
Südafrika	5,7	5,6	6,1	6,5	6,0
Argentinien	2,1	1,8	1,2	1,2	1,5
Brasilien	8,1	7,3	6,4	7,0	8,1
Chile	1,4	1,2	1,2	1,8	1,9
Mexiko	5,0	7,6	7,9	7,6	8,0
Venezuela	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6
Indien	7,5	6,1	6,6	8,3	10,8
Indonesien	5,7	4,2	4,0	3,4	3,4
Malaysia	7,3	6,6	6,6	6,1	5,8
Philippinen	2,6	3,2	3,5	2,9	2,1
Taiwan	13,6	13,8	11,5	9,9	8,3
Thailand	6,7	5,3	5,4	5,2	5,6
Neuseeland	0,7	0,6	0,7	0,7	0,6
Insgesamt	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0	1 000,0

¹ Basis 1995 bis 1997. ² Basis 2007 bis 2009.



Kursverluste auch gegenüber dem Yen ...

Wie auch gegenüber dem US-Dollar hat sich der Euro im Verhältnis zum Yen von November an abgewertet. Dies stand zum einen damit im Zusammenhang, dass Anlagen in Yen nach wie vor als vergleichsweise sicher eingestuft wurden, während die Risiken in Teilen des Euro-Raums aus Sicht der Investoren zunahm. Darüber hinaus verringerte sich auch die Zinsdifferenz des Euro-Raums gegenüber Japan. Trotz der geringen Nominalzinsen sind zudem die Realzinsen Japans vergleichsweise hoch. Obwohl die Abwertungsgeschwindigkeit vergleichsweise moderat blieb, erreichte der Euro Mitte Januar seinen tiefsten Stand zum Yen seit September 2000. Danach gewann er aber wie-

der an Wert. Dazu trugen neben der erwähnten Entspannung an den europäischen Finanzmärkten auch ungünstigere Konjunkturnachrichten aus Japan bei. Zuletzt stand der Euro bei einem Kurs von 102 Yen und damit 1½% niedriger als zu Beginn des letzten Vierteljahres 2011.

Auch gegenüber dem Pfund Sterling verzeichnete der Euro Kursverluste, insbesondere im Dezember 2011. Zu jener Zeit belastete die geldpolitische Lockerung im gemeinsamen Währungsraum den Euro, während die Bank von England keine zusätzlichen geldpolitischen Maßnahmen ergriff. Zum Ende des Berichtszeitraums notierte der Euro bei einem Kurs von 0,83 Pfund Sterling, 4½% schwächer als Anfang Oktober 2011.

... und dem Pfund Sterling

Im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen wichtiger Handelspartner hat sich der Euro seit Beginn des vierten Quartals 2011 um 3½% abgewertet. Besonders hohe Kursverluste waren dabei vor allem im Verhältnis zu den Währungen einiger rohstoffexportierender sowie asiatischer Länder zu verzeichnen, beispielsweise zu denjenigen Australiens, Kanadas, Singapurs und Südkoreas, gegenüber denen sich der Euro um 6% bis 12½% abschwächte. Die Abwertung verbesserte der Tendenz nach die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem gemeinsamen Währungsraum.

Effektiver Wechselkurs des Euro

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen Deutschlands und Japans sind im Verlauf der letzten Monate unter Schwankungen noch einmal leicht gesunken und lagen zuletzt unter 1,8% beziehungsweise 1%. In den USA rentierten entsprechende Schuldtitel nahezu unverändert bei leicht über 1,9%. Zeitweilig hatten divergierende Konjunkturdaten zu einer deutlichen Ausweitung der Zinsdifferenz zwischen den USA und Deutschland auf über 30 Basis-

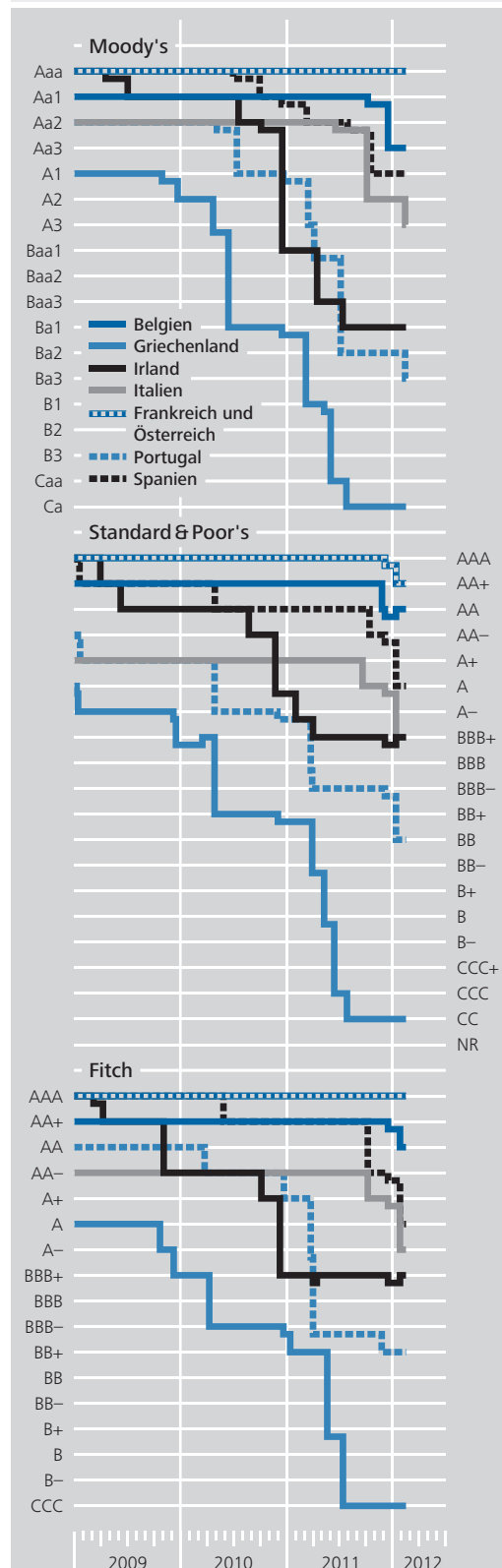
Internationale Rentenmärkte

punkte geführt. Umgekehrt trugen die Sorgen der Marktteilnehmer, dass die zum Teil sehr hohen Staatsschulden einiger Mitgliedsländer der Währungsunion möglicherweise nicht nachhaltig eingedämmt werden könnten, vorübergehend zu kräftig steigenden Renditen von Bundesanleihen bei. Ende November setzte aber eine Gegenbewegung ein, die durch mehrere Faktoren ausgelöst wurde. Zum einen stießen die Gipfelbeschlüsse, die darauf abzielen, die Instrumente für eine Haushaltsdisziplinierung zu schärfen, auf ein positives Echo. Zum anderen zeigte das Bündel an außergewöhnlichen geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems und der Fed Wirkung. Nach dem Jahreswechsel begannen die Marktbeobachter, verzögert zu den USA, auch die wirtschaftliche Lage des Euro-Raums weniger pessimistisch einzuschätzen. Die Stimmungsverbesserung zeigte sich in einem deutlichen Rückgang (um mehr als drei Prozentpunkte) der aus Optionskontrakten auf den Euro-Bund Future abgeleiteten impliziten Volatilität, die ein Gradmesser für die Unsicherheit der Investoren ist. Mit etwas über 7% liegt das Niveau nun nicht mehr deutlich oberhalb des Fünfjahresmittels. In den USA bewegt sich der vergleichbare Optionswert für US-Treasuries mit 5,6% sogar in der Nähe des Vorkrisenniveaus.

Zinsstrukturkurve nach unten verschoben

Die geldpolitischen Entscheidungen spiegeln sich auch in der deutschen Zinsstrukturkurve. So haben die Leitzinssenkung in der EWU sowie die längerfristigen Refinanzierungsmöglichkeiten in den Kapitalmarkt ausgestrahlt. Vor allem der dreijährige Laufzeitbereich, den das im Dezember durchgeführte längerfristige Tendersgeschäft nun erstmals mit abdeckt, reagierte deutlich, und zwar mit Renditerückgängen von über 40 Basispunkten. Das Zinsgefälle zwischen zehnjährigen und dreijährigen Anleihen erhöhte sich spürbar, obwohl die zehnjährige Rendite von niedrigem Niveau aus noch einmal um 13 Basispunkte gefallen ist. Darin zeigt sich die starke Nachfrage nach Bundesanleihen, deren Rolle als Benchmark im Euro-Raum sich im Berichtszeitraum nach der Welle der Herabstufungen gefestigt hat.

Ratings ausgewählter europäischer Länder^{*)}



^{*)} Langfristiges Fremdwährungsrating. In der Darstellung entspricht ein negativer bzw. positiver Ausblick einem Drittel einer Stufe.

Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt^{*)}



* Zinssätze für (hypothetische) Null-Kupon-Anleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren.

Deutsche Bundesbank

Rendite-
differenzen
in der EWU

Die Renditen innerhalb der EWU haben sich seit Ende September 2011 dagegen weiter aufgefächert. Mitte Februar lag der Zinsabstand zwischen langfristigen Staatsanleihen der übrigen EWU-Länder und laufzeitgleichen Bundesanleihen mit 380 Basispunkten knapp 90 Basispunkte über dem Wert vom Ende des dritten Quartals 2011; zeitweilig hatte der Spread ein Rekordhoch von über 400 Basispunkten erreicht. In der Divergenz kommt – neben Liquiditätsaspekten – vor allem die unterschiedliche Kreditwürdigkeit staatlicher Emittenten in der Einschätzung von Anlegern zum Ausdruck. Durch die eingegangenen potenziellen Verpflichtungen der Staaten im Zuge der Rettungsmaßnahmen wird zudem die Bonität der öffentlichen Garantiegeber infrage gestellt. So haben Ratingagenturen die Einstufung von neun der 17 Mitgliedsländer der EWU im Berichtszeitraum um mindestens eine Bonitätsstufe herabgesetzt. Davon betroffen waren auch bislang erstrangige Schuldner wie Frankreich und Österreich. Mit Blick auf Griechenland beunruhigte die Marktteilnehmer, dass wesentliche Ziele des vereinbarten Konsolidierungsprogramms verfehlt zu werden drohten. Zudem erwiesen sich die Verhandlungen mit privaten Gläubigern über einen Forderungsverzicht als zäh. Dabei lastet auf den Märkten, dass mit einem Scheitern der Gespräche und ohne neues Reformprogramm die Vorausset-

zungen dafür fehlen, das erforderlich gewordene zweite Rettungspaket zu beschließen. Auch die Renditen portugiesischer Staatsanleihen zogen zeitweilig auf über 16% an. Bei den Marktteilnehmern wuchsen zudem die Zweifel, ob die Staatsverschuldung Portugals, die allerdings deutlich niedriger ist als diejenige Griechenlands, auf Dauer tragbar ist – vermutlich auch deshalb, weil sich das Land in einer rezessiven Phase befindet und die angestoßenen strukturellen Reformen sich erst verzögert in Wachstumsimpulse umsetzen werden.

Anders als für Griechenland und Portugal sind die zehnjährigen Renditen der anderen EWU-Peripheriestaaten seit Ende November rückläufig. Zu dieser Entwicklung haben die Gipfelbeschlüsse von Oktober, Dezember und Januar, die von den Marktteilnehmern als ein erstes Signal zu solideren Staatsfinanzen wahrgenommen wurden, beigetragen. Positiv gewertet wurden zudem die Konsolidierungspläne der neuen Regierungen in Italien und Spanien. Bedeutsam für den Renditerückgang waren aber wohl auch die geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems, die die Lage an den europäischen Finanzmärkten beruhigt haben.

Die Renditen von Anleihen europäischer Unternehmen der Ratingklasse BBB sind im Berichtszeitraum auf 5,6% gesunken; sie liegen damit circa 80 Basispunkte unter dem Fünfjahresdurchschnitt.¹⁾ Der Zinsaufschlag gegenüber Bundesanleihen engte sich auf 395 Basispunkte ein. Getrieben wurde der Rückgang der Anleiherenditen insbesondere von finanziellen Unternehmen, deren Finanzierungsbedingungen sich zusammen mit den Anzeichen einer gewissen Entspannung am Markt für Staatsschuldverschreibungen spürbar verbesserten. Aber auch die Anleihen realwirtschaftlicher Unternehmen verzeichneten rückläufige Renditen. Die günstigeren Finanzierungsbedingungen für Unternehmen des Euro-Raums stehen

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen verbessert

¹ Hierbei werden Renditen von Anleihen der Unternehmen der Ratingklasse BBB des Anleiheindex von iBoxx zugrunde gelegt. Dieser Index umfasst Anleihen von Banken und Nichtbanken.

im Einklang mit einer gesunkenen Risikoaversion und einer merklich nachlassenden Unsicherheit am Aktienmarkt. Diese spiegelt sich außerdem an den europäischen CDS-Märkten, wo sich die Prämien für Kreditausfallversicherungen sowohl von finanziellen wie auch realwirtschaftlichen Unternehmen einengten.

Rückläufige Emissions-tätigkeit am Rentenmarkt

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt sind im vierten Quartal 2011 leicht gesunken. Insgesamt begaben deutsche Schuldner Papiere für 339½ Mrd €, verglichen mit 347½ Mrd € in den drei Monaten zuvor. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen hat sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten jedoch deutlich stärker, und zwar um 44½ Mrd €, verringert. Schuldtitel ausländischer Provenienz gaben inländische Anleger im letzten Quartal in geringem Umfang ab. Im Ergebnis sank der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal um 45½ Mrd €.

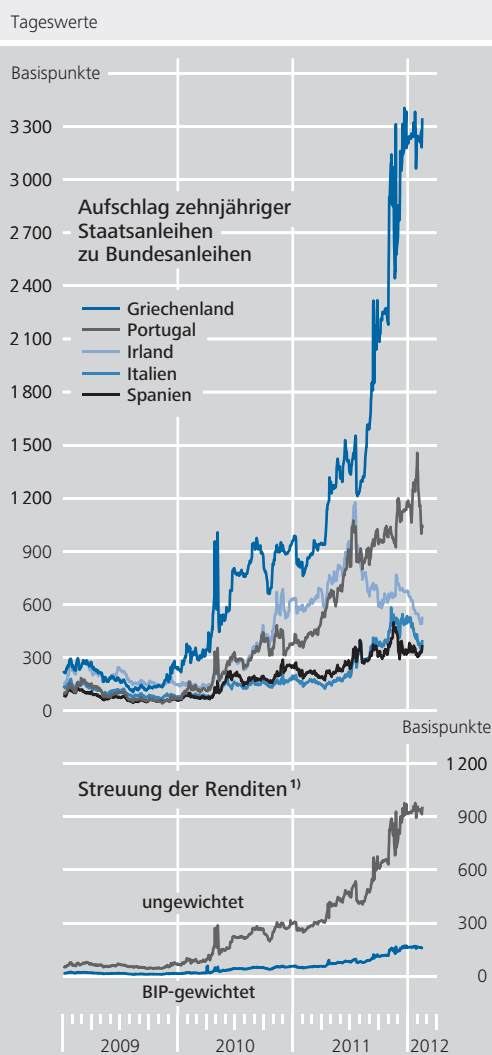
Deutliche Tilgungen von Unternehmensanleihen

Inländische Unternehmen tilgten im Berichtsquartal Anleihen für 23 Mrd €. Vor allem Finanzunternehmen ohne Banklizenz reduzierten ihre Kapitalmarktverschuldung stark (– 21½ Mrd €). Möglicherweise spiegelt sich in den Tilgungen das zeitweilig sehr geringe Vertrauen, das Marktteilnehmer ihren Finanzkontrahenten im Berichtszeitraum entgegenbrachten. Nichtfinanzielle Unternehmen, die von der Staatsschuldenkrise unmittelbar weit weniger tangiert sind, haben hingegen per saldo ihre Kapitalmarktverschuldung nahezu unverändert gelassen (– 1,0 Mrd €). Darüber hinaus liegen Hinweise vor, dass sich die Emissionstätigkeit hiesiger Unternehmen über ausländische Finanzierungstöchter – die sich nicht in der inländischen Absatzstatistik widerspiegelt – zuletzt spürbar belebt hat.

Tilgungen von Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand

Die Marktverschuldung der öffentlichen Hand reduzierte sich im vierten Quartal 2011 angesichts günstiger Steuereinnahmen um 10½ Mrd € (einschl. der Transaktionen der Abwicklungsanstalten). Der Bund tilgte vor allem unverzinsliche Bubills (15½ Mrd €), aber auch

Renditedifferenzen in der EWU



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. ¹ Standardabweichung der Renditen von Anleihen der EWU-Teilnehmerstaaten.
 Deutsche Bundesbank

fünfjährige Bundesobligationen (5½ Mrd €) sowie zweijährige Schatzanweisungen (1 Mrd €). Dem standen Emissionen von zehn- und 30-jährigen Anleihen für 11 Mrd € beziehungsweise 2½ Mrd € gegenüber. Die im November aufgelegte zehnjährige Anleihe, bei der es in einem schwierigen Marktumfeld – gemessen am angestrebten Emissionsvolumen – zu vergleichsweise geringen Bietungen gekommen war, konnte dabei im Januar 2012 zu einer rekordtiefen Durchschnittsrendite von knapp über 1,8% aufgestockt werden. Geldmarktpapiere des Bundes mit sechsmonatiger Laufzeit wiesen Anfang Januar erstmals sogar eine negative Rendite auf. Die Länder nahmen den

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2010	2011	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	106,3	- 4,0	- 9,9
Kreditinstitute	- 28,9	- 34,0	- 31,9
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	- 21,4	- 18,3	- 22,7
Deutsche Bundesbank	2,3	21,6	13,8
Übrige Sektoren	132,8	8,4	8,2
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	3,4	9,2	- 0,4
Ausländer	8,9	18,9	- 35,6
Aktien			
Inländer	25,9	- 8,1	15,4
Kreditinstitute	9,0	- 12,0	7,2
darunter:			
inländische Aktien	7,7	- 7,1	2,5
Nichtbanken	16,8	4,0	8,2
darunter:			
inländische Aktien	6,4	12,5	5,2
Ausländer	- 2,6	- 5,0	- 5,5
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	23,4	5,6	22,6
Anlage in Publikumsfonds	2,7	0,2	- 2,7
darunter:			
Aktienfonds	4,0	0,7	0,8

Deutsche Bundesbank

Rentenmarkt von Oktober bis Dezember mit netto 7 Mrd € in Anspruch.

Nettotilgungen von Bankschuldverschreibungen

Inländische Kreditinstitute verringerten im letzten Quartal 2011 ihre Kapitalmarktverschuldung um 11 Mrd €. Vor allem Öffentliche Pfandbriefe (7 Mrd €), aber auch die flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (5½ Mrd €) wurden getilgt, während der Umlauf von Hypothekendarlehen und Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute, zu denen auch die öffentlichen Förderbanken gehören, leicht anstieg (1½ Mrd € bzw. ½ Mrd €).

Erwerb von Schuldverschreibungen

Erworben wurden Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2011 von der Bundesbank im Rahmen der vom Eurosystem beschlossenen Wertpapierankaufsprogramme (14 Mrd €) sowie von heimischen Nichtbanken, die per saldo für 8 Mrd € Rentenwerte in ihre Portfolios aufnahmen.² In beiden Fällen wurden fast ausschließlich ausländische Papiere gekauft. Aus-

ländische Investoren sowie inländische Kreditinstitute trennten sich hingegen von Schuldverschreibungen für 35½ Mrd € beziehungsweise 32 Mrd €. Bei Kreditinstituten lag der Schwerpunkt der Verkäufe auf ausländischen Rentenpapieren, und zwar auch von Emittenten innerhalb der Währungsunion, deren Staatsfinanzen in Bedrängnis sind. Letztendlich sind die Verkaufszahlen Ausdruck des höheren Kreditrisikos, das die Marktteilnehmer nun einkalkulieren und in dessen Licht sie ihre Anlagen neu gewichten.

Die internationalen Aktienmärkte waren im vierten Quartal 2011 ebenfalls von der Schuldenkrise im Euro-Raum, wirtschaftspolitischen Maßnahmen zu ihrer Eindämmung und zuletzt weltweit freundlicheren Konjunkturperspektiven geprägt. Bis Ende November wechselte sich zwischenzeitliche Zuversicht der Investoren, für die unter anderem die EU-Gipfelbeschlüsse von Ende Oktober und die Aussicht auf eine Eigenkapitalstärkung der Finanzinstitute sorgten, mit Sorgen über eine Zuspitzung der Schuldenkrise in den Peripherieländern ab, wobei vor allem Italien in den Fokus der Marktteilnehmer geriet. In diesem Umfeld konnten Dividendenpapiere zunächst keine nachhaltigen Kursgewinne verzeichnen.

Internationale Aktienmärkte zwischen Schuldenkrise und günstigerer Konjunktur

Vor dem Hintergrund der Konsolidierungs- und Reformprogramme in Italien und Spanien, die von den Marktteilnehmern positiv bewertet wurden, erfolgreichen Emissionen von Staatsanleihen in mehreren EWU-Ländern und den erwähnten Maßnahmen der Notenbanken, fassten die Anleger an den Aktienmärkten dann aber zunehmend Vertrauen.³ Außerdem trugen aufgehellte Konjunktursignale wie günstige Daten vom US-Arbeitsmarkt und positiv ausgefallene Konjunkturindikatoren für Deutschland zu steigenden Notierungen bei.

² Die Größe ist allerdings residual ermittelt, da für Nichtbanken keine eigenständige Meldepflicht besteht; sie ist insofern mit größerer Unsicherheit behaftet.

³ So nahm die implizite Volatilität von Aktienoptionen, ein Maß für die Unsicherheit der Marktteilnehmer, deutlich ab und lag zuletzt unter dem Fünfjahresdurchschnitt.

Zwar dürften die eher gemischt ausgefallenen Quartalsergebnisse US-amerikanischer und europäischer Unternehmen sowie nach unten angepasste Gewinnerwartungen – die für europäische Banken besonders deutlich ausfielen – die Aktienmarktentwicklung für sich genommen gedämpft haben. Letztlich schlugen sich diese Belastungsfaktoren aber nicht erkennbar negativ in den Aktienkursen nieder.

Die Kursgewinne deutscher und europäischer Aktien gemessen an den marktbreiten Indizes CDAX und Euro Stoxx beliefen sich im Ergebnis seit Ende September auf 22% beziehungsweise 14%; US-amerikanische Dividendenpapiere (S&P 500) gewannen, 20% an Wert. Die Gewinne japanischer Aktien (Nikkei) fielen mit 6% deutlich schwächer aus; auf japanischen Unternehmen lastete insbesondere der starke Yen. Verglichen mit dem europäischen Gesamtmarkt verzeichneten europäische Bankaktien mit 8% ein geringeres Kursplus, wobei Bankwerte der Peripherieländer – mit der Ausnahme Irlands – die Kursentwicklung europäischer Banken bremsten.

Eigenkapitalkosten deutlich gesunken

Die Eigenkapitalkosten europäischer börsennotierter Unternehmen (Euro Stoxx), die sich aus dem sicheren Realzins und der Aktienrisikoprämie zusammensetzen und anhand eines Dividendenbarwert-Modells ermittelt werden können, sind im Berichtszeitraum merklich gesunken. Zuletzt betragen sie 8½% und lagen nur noch geringfügig über dem Fünfjahresdurchschnitt (8%). Der Rückgang ist ausschließlich auf eine niedrigere, von den Investoren geforderte Risikokompensation für ein Aktienengagement zurückzuführen.

Geringe Mittelaufnahme am Aktienmarkt

Die Mittelaufnahme am deutschen Aktienmarkt betrug im Berichtsquartal per saldo 2 Mrd €. Zudem stieg auch der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland, und zwar um 7½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis ausschließlich von inländischen Investoren. Die heimischen Nichtbanken nahmen Aktien für 8 Mrd € in ihr Portfolio auf, inländische Kreditinstitute erhöhten ihr Aktienenga-



gement um 7 Mrd €. Während die Nichtbanken eher heimische Aktien erwarben, standen bei den Kreditinstituten ausländische Dividendenpapiere im Vordergrund. Gebietsfremde Investoren trennten sich von deutschen Aktien im Umfang von 5½ Mrd €.

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 20 Mrd €, nach 6 Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis ausschließlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (22½ Mrd €). Unter den Publikumsfonds erzielten einzig Aktienfonds und Offene Immobilien-

Deutlicher Absatz von Investmentzertifikaten

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2010		2011	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 47,9	+ 29,8	+ 43,9	
Außenhandel 1) 3)	+ 41,0	+ 39,2	+ 40,2	
Dienstleistungen 1)	+ 2,3	- 6,4	+ 1,2	
Erwerbs- und Vermögens- einkommen 1)	+ 14,2	+ 13,5	+ 13,4	
Laufende Übertragungen 1)	- 6,5	- 10,3	- 5,6	
II. Vermögens- übertragungen 1) 4)	- 0,5	+ 0,1	- 0,1	
III. Kapitalbilanz 1)				
(Netto-Kapitalexport: -)	- 50,0	- 18,9	- 36,4	
1. Direktinvestitionen	- 1,0	+ 2,0	+ 5,1	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 11,3	- 5,6	- 5,9	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 10,3	+ 7,6	+ 10,9	
2. Wertpapiere	- 107,7	+ 30,6	- 43,2	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 115,7	+ 12,3	- 3,0	
Aktien	- 2,3	+ 11,5	- 5,7	
Investmentzertifikate	- 3,2	+ 3,4	+ 1,7	
Schuldverschreibungen	- 110,3	- 2,6	+ 1,0	
Anleihen 5)	- 115,9	+ 1,8	- 9,3	
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 60,7	+ 3,1	- 11,5	
Geldmarktpapiere	+ 5,6	- 4,4	+ 10,3	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 8,0	+ 18,3	- 40,2	
Aktien	- 2,1	- 4,5	- 5,4	
Investmentzertifikate	+ 1,2	+ 3,9	+ 0,9	
Schuldverschreibungen	+ 8,9	+ 18,9	- 35,6	
Anleihen 5)	- 7,3	+ 5,3	- 21,9	
darunter: öffentliche Anleihen	+ 8,4	+ 9,6	+ 5,2	
Geldmarktpapiere	+ 16,3	+ 13,6	- 13,8	
3. Finanzderivate 6)	+ 0,3	- 7,2	- 5,4	
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	+ 58,9	- 43,6	+ 7,4	
Monetäre Finanz- institute 8)	+ 47,0	+ 56,2	- 50,8	
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privatpersonen	+ 21,1	+ 66,6	- 34,0	
darunter: kurzfristig Staat	- 9,6	- 7,6	+ 41,1	
darunter: kurzfristig Bundesbank	+ 0,3	- 6,8	+ 23,6	
darunter: kurzfristig Bundesbank	+ 33,8	+ 17,9	- 1,6	
darunter: kurzfristig Bundesbank	+ 74,9	+ 15,4	- 2,8	
Bundesbank	- 12,3	- 110,0	+ 18,7	
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 9)	- 0,5	- 0,6	- 0,4	
IV. Statistisch nicht aufglieder- bare Transaktionen (Rest- posten)	+ 2,6	- 11,1	- 7,3	

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

fonds ein positives Mittelaufkommen (1 Mrd € bzw. ½ Mrd €), während vor allem Rentenfonds und Gemischte Wertpapierfonds Mittelabflüsse (2 Mrd € bzw. 1½ Mrd €) verzeichneten. Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland sank um 1½ Mrd €.

Erworben wurden die Investmentzertifikate wie üblich hauptsächlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen Anteilscheine für 21½ Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich ausschließlich um inländische Fondsanteile. Gebietsfremde Investoren erwarben Investmentzertifikate für 1 Mrd €, während sich heimische Kreditinstitute von Anteilscheinen für 4 Mrd € trennten.

■ Direktinvestitionen

Im Gegensatz zum grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im vierten Quartal Netto-Kapitalexporte aufwies (43 Mrd €), kam es im Bereich der Direktinvestitionen zu Netto-Kapitalimporten (5 Mrd €). Damit setzte sich die Entwicklung moderater Direktinvestitionszuflüsse aus den beiden Vorquartalen fort.

*Kapitalzuflüsse
im Bereich der
Direktinvestitionen*

Ausschlaggebend dafür waren erneut die Engagements ausländischer Firmen in Deutschland (11 Mrd €, nach 7½ Mrd € im dritten Quartal). Gebietsfremde Konzernmütter gewährten ihren hiesigen Niederlassungen insbesondere Direktinvestitionskredite (8½ Mrd €). Mittelzuführungen in Form von Beteiligungskapital und reinvestierten Gewinnen machten zusammen genommen 2½ Mrd € aus. Deutschland erwies sich in erster Linie für Unternehmen aus europäischen Ländern (7 Mrd €), allen voran Belgien und Dänemark, als attraktives Ziel für Direktinvestitionen. Ein wesentlicher Teil der Mittel floss in das Verarbeitende Gewerbe, speziell in die Chemische Industrie.

Hiesige Eigner ließen ihren Auslandsniederlassungen ebenfalls Kapital zukommen (6 Mrd €, nach 5½ Mrd € im Vorquartal). Eine wichtige Rolle spielten hierbei reinvestierte Gewinne

(7½ Mrd €), die allerdings derzeit im Wesentlichen noch auf Schätzungen beruhen. Einen geografischen Schwerpunkt der deutschen Direktinvestitionstätigkeit bildeten die Schwellen- und Entwicklungsländer (3½ Mrd €), insbesondere in Asien. Unter den Industrieländern standen europäische Standorte im Fokus (3½ Mrd €). Hier war das Bild allerdings sehr unein-

heitlich. Während Niederlassungen in Luxemburg (4½ Mrd €) und Schweden (3½ Mrd €) hohe Kapitalzuflüsse aus Deutschland verbuchen konnten, wurden aus den Niederlanden – maßgeblich über Kreditaufnahmen bei dortigen Tochtergesellschaften – in großem Umfang Mittel abgezogen (13 Mrd €).