

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

*Wechselnde
Einflussfaktoren
an den Finanz-
märkten*

In den ersten Monaten dieses Jahres überwogen an den Finanzmärkten insgesamt die Entspannungstendenzen, wenngleich sich die Stimmung zuletzt wieder erkennbar eingetrübt hat. Dabei trug die außergewöhnliche geldpolitische Lockerung beiderseits des Atlantiks zunächst wesentlich zur Beruhigung der Märkte bei. Insbesondere die dreijährigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems erleichterten zahlreichen Emittenten den Kapitalmarktzugang – allen voran den öffentlichen Schuldnern Spaniens und Italiens, deren Renditen spürbar sanken. In einem Umfeld abnehmender Risikoaversion und einer insgesamt positiven konjunkturellen Grundstimmung stiegen mit der nachlassenden „Flucht in die Sicherheit“ dagegen die Renditen von Bundesanleihen in dieser Zeit leicht an.

Das zurückgewonnene Vertrauen erfasste die Finanzmärkte im ersten Quartal auf breiter Front. Neben den Märkten für Schuldtitel und Kreditausfallswaps von Unternehmen strahlte es auch auf die Aktienmärkte aus, an denen es zu steigenden Kursen kam. In besonderem Maße profitierten dabei europäische Kreditinstitute, deren Finanzierungsbedingungen sich zeitweilig stark verbesserten. Gleichwohl bleiben sie aufgrund ihres (wachsenden) Engagements in Staatsanleihen aber höchst empfindlich gegenüber Neueinschätzungen der Marktteilnehmer über die Solvenz staatlicher Schuldner.

Dies zeigte sich ab April, als die Zuversicht der ersten Monate einer spürbaren Ernüchterung wich. Die Besorgnis über die Zukunft Griechenlands und über die Haushaltslage Spaniens erwies sich neben ungünstigeren Konjunktursignalen als Belastungsfaktor. Erneute „Safe haven“-Flüsse waren die Folge. Der Euro hat in diesem Umfeld seit Jahresbeginn – unter

Schwankungen – per saldo leicht an Wert verloren.

■ Wechselkurse

An den Devisenmärkten standen in den vergangenen Monaten die Schuldenkrise in einigen Ländern des Euro-Raums und Veränderungen in den Einschätzungen über geldpolitische Maßnahmen beiderseits des Atlantiks im Blickpunkt. Nachdem der Euro-Dollar-Kurs – gestützt durch die Freigabe des neuen Hilfspakets für Griechenland und einen unerwartet kräftigen Anstieg des ifo Geschäftsklimaindex – Ende Februar bei 1,34 US-\$ notierte, verlor er in der Folgezeit spürbar an Wert. Bis Mitte März fiel er auf 1,31 US-\$ zurück. Belastet wurde der Euro durch den Einsatz von Umschuldungsklauseln in Griechenland und zunehmende Sorgen um die Finanzlage in Spanien, nachdem die spanische Regierung bekanntgegeben hatte, dass sie ihr Haushaltsziel für 2012 nicht einhalten wird. Die Einschätzung der amerikanischen Notenbank, dass sich die Lage der amerikanischen Wirtschaft vor dem Hintergrund einer Entspannung am US-Arbeitsmarkt etwas verbessert habe, hat den Euro in dieser Zeit zusätzlich unter Druck gesetzt.

Einen großen Teil der Wertverluste konnte der Euro in der zweiten Märzhälfte vorübergehend wettmachen, nachdem Spanien eine erfolgreiche Anleiheauktion gelungen war und Spekulationen auf ein neues Anleihekaufprogramm der US-Notenbank aufkamen. Doch bereits Anfang April fiel der Euro erneut unter die Marke von 1,31 US-\$, als die bestehenden Erwartungen auf eine neue Runde der quantitativen geldpolitischen Lockerung in den USA durch die Veröffentlichung des Sitzungsprotokolls der Federal Reserve beendet wurden, während zugleich die EZB den Fortbestand ihrer geldpolitischen Sondermaßnahmen signalisiert hatte. Zudem hatte sich die Lage am spanischen und

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



italienischen Anleihemarkt erneut verschlechtert.

In der Folgezeit hat sich der Euro-Dollar-Kurs unter Schwankungen im Wesentlichen seitwärts bewegt. Einerseits wurde der Euro durch politische Unsicherheiten in einigen EWU-Mitgliedsländern und Sorgen um die Wirksamkeit des Fiskalpakts belastet. Andererseits wurde er durch die Veröffentlichung eines neuerlichen Anstiegs des ifo Geschäftsklimaindex und hinter den Erwartungen der Finanzmarktakteure zurückbleibender Arbeitsmarkt- und Wachstumszahlen aus den USA gestützt. Die Herabstufung der Kreditwürdigkeit Spaniens durch

eine Ratingagentur hatte keinen nachhaltigen Einfluss auf die Wechselkursentwicklung. Nach der gescheiterten Regierungsbildung in Griechenland und der Ankündigung von Neuwahlen ist der Euro zuletzt spürbar gefallen. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro bei 1,28 US-\$, was einer Abwertung von 1½% seit Jahresbeginn entspricht.

Gegenüber dem Yen notierte der Euro zuletzt 1% stärker als zum Jahreswechsel. Geschwächt wurde der Yen dabei zum einen durch die Ausweitung der quantitativen Lockerung der japanischen Geldpolitik. Zum anderen hat die Bekanntgabe verdeckter Devisenmarktinterventionen der Bank von Japan im vierten Quartal 2011 Spekulationen auf weitere Interventionen im Falle einer merklichen Yen-Aufwertung aufkommen lassen. Mit der gestiegenen Unsicherheit über die Bewältigung der europäischen Schuldenkrise ist die Nervosität an den Finanzmärkten in den letzten Wochen jedoch erneut gestiegen. Dies hat den Yen, der offensichtlich als vergleichsweise sicherer Anlagehafen angesehen wird, gestützt und den Anstieg des Euro-Yen-Kurses begrenzt.

Aufwertung des Euro gegenüber dem Yen ...

Gegenüber dem britischen Pfund hat der Euro im Berichtszeitraum nachgegeben. Die Herabstufung des Ausblicks für die Kreditwürdigkeit Großbritanniens durch eine Ratingagentur verhalf dem Euro-Pfund-Kurs zwar in der zweiten Märzhälfte zu leichten Kursgewinnen. Im April kehrte sich die Stimmung aber erneut zulasten des Euro um, nachdem die Risiken im Zusammenhang mit der Schuldenkrise in einigen Teilnehmerländern der Währungsunion wieder verstärkt beachtet wurden. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro bei 0,81 Pfund Sterling; er notierte damit 3½% unter seinem Wert zu Beginn des Jahres.

... und Abwertung gegenüber dem Pfund Sterling

Im Durchschnitt gegenüber den Währungen 20 wichtiger Handelspartner hat der Euro seit Jahresbeginn etwa 1½% an Wert verloren. Den erwähnten leichten Kursgewinnen gegenüber dem Yen standen Wertverluste gegenüber den meisten übrigen dieser Währungen entgegen.

Effektiver Wechselkurs des Euro

Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euro-Raums gegenüber wichtigen Handelspartnern hat sich durch die Euro-Abwertung etwas verbessert; sie ist aber – gemessen am langfristigen Durchschnitt – noch immer leicht ungünstig.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Internationale Rentenmärkte

Die Renditen von Staatsanleihen der USA, Deutschlands und Japans mit zehnjähriger Laufzeit stiegen in den ersten Monate dieses Jahres im Einklang mit der Entspannung an den Geldmärkten, der abnehmenden Risikoaversion der Marktteilnehmer und der insgesamt positiven konjunkturellen Grundtendenz zunächst leicht an.¹⁾ Im April und Mai führten erneut aufkeimende Unsicherheiten über die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen und über die Belastbarkeit des Bankensektors in einigen Ländern des Euro-Raums wieder zu sinkenden Langfristzinsen in den genannten Volkswirtschaften, die von Investoren als „sichere Häfen“ angesehen werden. Im Ergebnis ist insbesondere die Rendite deutscher Bundesanleihen im Vergleich zum Jahresanfang um gut ½ Prozentpunkt gesunken; sie lag Mitte Mai mit knapp 1,3% auf einem historisch niedrigen Niveau. Für die USA und Japan waren die Veränderungen im Ergebnis geringer; dort rentierten zehnjährige Staatsanleihen zuletzt 23 beziehungsweise 13 Basispunkte unter ihrem Stand zu Jahresbeginn. In der Folge weitete sich die Zinsdifferenz zwischen US-amerikanischen Treasuries und deutschen Bundesanleihen auf 41 Basispunkte aus. Dies ist vermutlich auf zunehmende „Safe haven“-Flüsse zurückzuführen, die in deutschen Titeln wohl stärker ausfielen als in US-Treasuries.

1 Die aus Optionskontrakten auf den Euro-Bund-Future abgeleitete implizite Volatilität, die ein Gradmesser für die Unruhe unter den Investoren ist, bewegte sich in den Frühjahrsmonaten in der Nähe ihres langjährigen Mittels von 6,6%, nachdem sie im November noch Werte von über 10% erreicht hatte. Zuletzt lag sie bei 6,4%. In den USA liegt der vergleichbare Optionswert für Treasuries mit 4,7% sogar in der Nähe des Vorkrisenniveaus.

Liquiditätsmaß: Aufschlag von KfW-Anleihen über Bundesanleihen

Basispunkte, Wochendurchschnitte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Renditedifferenzen in der EWU

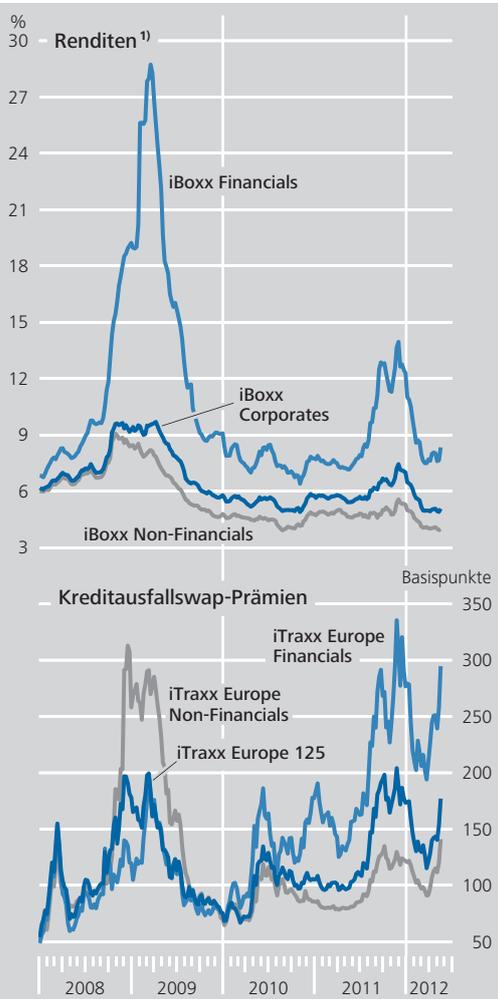
Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. 1 Schuldenschnitt vom 9. März 2012. 2 Standardabweichung der Renditen von Anleihen der EWU-Teilnehmerstaaten.
 Deutsche Bundesbank

Finanzierungsbedingungen für Unternehmen im Euro-Raum

Wochendurchschnitte



Quellen: Bloomberg und Thomson Reuters. ¹ BBB-Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren.
 Deutsche Bundesbank

Deutsche Zinsstrukturkurve verläuft flacher

Die vermehrten Zuflüsse in die als besonders liquide und sicher geltenden deutschen Bundeswertpapiere schlugen sich in einem flacheren Verlauf der aus Bundeswertpapieren geschätzten deutschen Zinsstrukturkurve nieder. Während die geldmarktnahen einjährigen Zinsen sich im Ergebnis nur wenig veränderten, sanken die Renditen vor allem im mittleren und langen Laufzeitbereich. Dabei war die Abflachung besonders deutlich im Bereich bis zu fünf Jahren Laufzeit. Hierbei könnten Liquiditätseffekte eine Rolle gespielt haben. Für diese These spricht, dass der Renditeunterschied zwischen gleich sicheren, aber unterschiedlich liquiden, von der KfW emittierten Anleihen

einerseits und Bundesanleihen andererseits deutlich gestiegen ist. Offenbar haben Investoren ihre liquiditätsgetriebene Nachfrage aber nicht nur auf lang laufende Emissionen beschränkt, sondern insbesondere mittlere Laufzeiten nachgefragt.

Zu den abnehmenden nominalen Renditen trugen auch die sinkenden Realzinsen bei, die in Deutschland inzwischen bis in den zehnjährigen Bereich ein negatives Niveau aufweisen. Im Gegensatz dazu blieben die aus dem Vergleich inflationsindexierter und nominaler Anleihen abgeleiteten Inflationserwartungen für den europäischen Verbraucherpreisindex über die nächsten zehn Jahre unverändert, während sie im fünfjährigen Bereich im Ergebnis gesunken sind. Damit hat sich die Termininflationsrate von fünf Jahren bis zu zehn Jahren um etwa 10 Basispunkte auf 2,10% erhöht. Die oben angesprochenen Sicherheits- und Liquiditätszuflüsse, die traditionell zunächst in Nominalanleihen bemerkbar sind, erschweren derzeit allerdings die Interpretation der Break-even-Inflationsraten durch zeitvariable und laufzeitabhängige Liquiditätsprämien.

Die Renditedifferenzen zwischen laufzeitgleichen Anleihen verschiedener EWU-Länder waren im Vergleich zum Jahresende 2011 zunächst geringer geworden. Sowohl die Zinsdispersion als auch der BIP-gewichtete Renditeabstand zwischen langfristigen Staatsanleihen der übrigen EWU-Länder und entsprechenden Bundesanleihen verringerten sich nach Höchstständen zum Jahresende bis März. Zu den bestimmenden Faktoren zählten der zweite Dreijahrestender des Eurosystems sowie der Umtausch von Anleihen des griechischen Nationalstaats unter einer erheblichen Beteiligung des Privatsektors in neue griechische Anleihen mit bis zu 30-jähriger Laufzeit und EFSF-Anleihen mit kürzerer Laufzeit. Im April und Anfang Mai führten allerdings ungünstige Konjunkturdaten und ein vom Markt wahrgenommenes Nachlassen der Konsolidierungsbemühungen in einigen Mitgliedsländern der Währungsunion dort zu steigenden Zehnjahreszinsen und enttäuschenden

Renditedifferenzen in der EWU auf Niveau wie zu Jahresbeginn

Primärmarktmissionen. Bei gleichzeitig sinkenden Renditen von Bundesanleihen hat dies zu wieder vergrößerten Spreads geführt. Derzeit liegt der BIP-gewichtete Renditeabstand bei 402 Basispunkten, nach 412 Basispunkten zu Jahresbeginn.

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen verbessert

Die Renditen langfristiger Anleihen europäischer Unternehmen der Ratingklasse BBB sind im Berichtszeitraum – unter Schwankungen – auf 5,2% gesunken; sie liegen damit circa 125 Basispunkte unter ihrem Fünfjahresdurchschnitt.²⁾ Der Zinsaufschlag gegenüber Bundesanleihen engte sich auf 391 Basispunkte ein.

Gestiegener Nettoabsatz am Rentenmarkt

Die veränderten Finanzierungsbedingungen an den Anleihemärkten schlugen sich zum Teil auch in den Absatz- und Erwerbsszahlen am deutschen Rentenmarkt nieder. Insgesamt belief sich hier das Brutto-Emissionsvolumen im ersten Quartal 2012 auf 396 Mrd €; es lag somit über dem Wert des Vorquartals (339½ Mrd €). Nach Abzug der ebenfalls gestiegenen Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis Schuldverschreibungen für 22 Mrd € abgesetzt. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 38 Mrd € in Deutschland unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit 60 Mrd €.

Mittelaufnahme öffentlicher Stellen

Die öffentliche Hand nahm den Rentenmarkt im ersten Quartal 2012 mit 63½ Mrd € in Anspruch, verglichen mit Nettotilgungen in Höhe von 10½ Mrd € im Quartal zuvor. In diesen Zahlen sind auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zuzurechnen sind. Der Bund selbst emittierte vor allem Bundesobligationen (13½ Mrd €), in geringerem Umfang auch zehn- und 30-jährige Anleihen (3½ Mrd € bzw. 2½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von unverzinslichen Bubills sowie von zweijährigen Schatzanweisungen in Höhe von 6 Mrd € beziehungsweise 3½ Mrd € gegenüber. Die Länder nahmen im Ergebnis

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2011		2012
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	26,4	- 9,4	47,9
Kreditinstitute	- 11,4	- 31,9	1,9
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	0,5	- 22,7	- 0,2
Deutsche Bundesbank	0,9	13,8	0,5
Übrige Sektoren	36,8	8,6	45,5
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	15,8	- 0,2	8,6
Ausländer	40,2	- 35,8	12,2
Aktien			
Inländer	8,3	15,2	7,1
Kreditinstitute	5,8	7,2	5,5
darunter:			
inländische Aktien	7,6	2,5	10,2
Nichtbanken	2,6	8,0	1,6
darunter:			
inländische Aktien	4,2	5,2	- 0,1
Ausländer	- 10,5	- 5,6	- 8,7
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	14,2	22,6	21,6
Anlage in Publikumsfonds	0,6	- 2,7	- 0,5
darunter:			
Aktienfonds	0,2	0,8	- 0,9

Deutsche Bundesbank

den Kapitalmarkt im Berichtsquartal mit 12 Mrd € in Anspruch.

Inländische Unternehmen tilgten im ersten Quartal 2012 Schuldverschreibungen für per saldo 6 Mrd €. Dabei handelte es sich überwiegend um Titel mit Laufzeiten von unter einem Jahr. Vor allem Finanzunternehmen, die nicht dem Bankensektor zuzurechnen sind, verringern seit einiger Zeit ihre Kapitalmarktverschuldung, während die in der Realwirtschaft verankerten Unternehmen den hiesigen Kapitalmarkt durchaus als Finanzierungsquelle nutzen.³⁾

Nettotilgungen von Unternehmensanleihen

²⁾ Hierbei werden Renditen von Anleihen der Unternehmen der Ratingklasse BBB des Anleiheindex von iBoxx zugrunde gelegt. Dieser Index umfasst Anleihen von Banken und Nichtbanken.

³⁾ Darüber hinaus emittieren deutsche Unternehmen über ihre Finanzierungsgesellschaften in nennenswertem Umfang Schuldverschreibungen an ausländischen Finanzplätzen. Diese Emissionen sind in den hier analysierten nationalen Zahlen nicht enthalten.

Aktienmarkt

Wochendurchschnitte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. **1** Monatsendstände; ermittelt aus dreistufigem Dividendenbarwertmodell unter Verwendung drei- bis fünfjähriger IBES-Gewinnwachstumserwartungen. **2** Erwartete zukünftige Volatilität, berechnet aus Preisen von Optionen auf den Euro Stoxx.
 Deutsche Bundesbank

*Nettotilgungen
 der Kredit-
 institute*

Die inländischen Kreditinstitute, die in der Finanzkrise ein kräftiges Einlagenwachstum verzeichnen und Mittelzuflüsse aus dem Ausland erhalten, führten im ersten Quartal 2012 ihre Kapitalmarktverschuldung weiter zurück, und zwar um 35½ Mrd €. Dabei tilgten sie vor allem die flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (19 Mrd €), aber auch Öffentliche Pfandbriefe (14 Mrd €) sowie Hypothekendarlehen (5½ Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von 3 Mrd € gegenüber.

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt traten im ersten Quartal 2012 vor allem inländische Nichtbanken in Erscheinung, die Rentenwerte für 45½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Dabei standen ausländische Titel im Fokus des Anlageinteresses. Ein großer Teil des Erwerbs von Nichtbanken ging auf Fondsgesellschaften zurück, die zu Jahresbeginn ein hohes Mittelaufkommen verzeichnet haben und sich stark in ausländischen Anleihen engagierten. Gebietsfremde Investoren erwarben deutsche Schuldverschreibungen für 12 Mrd €, dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um Titel öffentlicher Emittenten. Auch die heimischen Kreditinstitute sowie die Bundesbank kauften zinstragende Papiere für 2 Mrd € beziehungsweise ½ Mrd €.

*Erwerb von
 Schuldver-
 schreibungen*

Die internationalen Aktienmärkte verzeichneten in den Wintermonaten zunächst eine Phase der Kurserholung, die ganz wesentlich durch die dreijährigen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems geprägt war. Im Zuge des Renditerückgangs spanischer und italienischer Staatsanleihen legten vor allem die Notierungen von Banken mit starkem Engagement in diesen Ländern zu. Zusätzlich haben in dieser Zeit weltweit freundlichere Konjunkturaussichten die Kurse beflügelt.

*Internationale
 Aktienmärkte
 getragen durch
 Liquiditätseffekt
 und kon-
 junkturelle
 Hoffnungen*

Diese Triebkräfte der Kurserholung gerieten im April jedoch ins Wanken. So ließ das höher als erwartet ausgefallene Haushaltsdefizit in Spanien Zweifel an der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen dort aufkommen. Zusätzlich traten Befürchtungen über die dortigen Banken in den Vordergrund. Dies fand seinen Niederschlag in einem erschwerten Kapitalmarktzugang und in einer Ratingherabstufung Spaniens, zuletzt auch mehrerer spanischer und italienischer Banken. Zudem dürften nachlassende Reformbemühungen und anstehende Wahlen in verschiedenen EWU-Ländern die Marktteilnehmer verunsichert haben. Schließlich trübten sich angesichts zum Teil verschlechterter Frühindikatoren die Konjunkturperspektiven ein. In der Folge setzten an den Aktienmärkten im gesamten Euro-Gebiet, vor allem

*Kursverluste
 infolge höherer
 Unsicherheit
 über Wirksam-
 keit des Fiskal-
 pakts*

aber in den Peripherieländern, Kursrückgänge ein.

Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro Stoxx im Ergebnis 4,5% niedriger als Ende 2011. Der entsprechende Bankenindex ist seither sogar um 19,4% gefallen; allein seit dem Höchststand im März ergab sich ein Rückgang um 32,7%. Die überdurchschnittlichen Kursabschläge für europäische Banken stehen dabei in engem Zusammenhang mit ihrem Engagement in Staatsanleihen aus den Peripherieländern. Die Verflechtungsrisiken von Banken und Staaten sind damit erneut in den Vordergrund gerückt. Deutsche Aktien schnitten insgesamt besser ab; sie lagen zuletzt 3,9% über ihrem Stand zum Jahreswechsel.

Risikoprämien seit Jahresende gesunken, zuletzt aber wieder ansteigend

Spiegelbildlich zu den Kursen haben sich die Risikoindikatoren für den Aktienmarkt entwickelt. So nahm die implizite Volatilität von Aktienoptionen auf den Euro Stoxx, die die Unsicherheit über den weiteren Kursverlauf des Index reflektiert, bis März deutlich ab, bevor sie anschließend wieder etwas zulegte. Ebenso ist die Risikoprämie am europäischen Aktienmarkt, die sich für den Euro Stoxx anhand eines dreistufigen Dividendenbarwertmodells ermitteln lässt, im April gegenüber dem Vormonat gestiegen; damit liegt sie wieder auf ihrem Stand zum Jahresende. Die von Investoren geforderte Risikokompensation für ein Engagement in Bankaktien ist seit Dezember bei insgesamt verbesserten Gewinnwachstumserwartungen nach zwischenzeitlichem Rückgang im Ergebnis um ½ Prozentpunkt gestiegen.

Im Unterschied zum Euro-Raum entwickelten sich die Aktienkurse US-amerikanischer Unternehmen und besonders der US-Banken in den letzten Monaten weniger volatil. Der marktweite S&P 500 legte seit Jahresbeginn im Ergebnis um 3,0% zu; Bankaktien in den USA stiegen sogar um 11,4%. Die bessere Wertentwicklung der US-Banken beruht zum einen darauf, dass die Staatsschuldenkrise des Euro-Raums für US-amerikanische Banken wegen geringerer Engagements von nachrangiger Be-

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2011		2012
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
I. Leistungsbilanz ^{1) 2)}	+ 40,5	+ 47,7	+ 40,9
Außenhandel ^{1) 3)}	+ 40,8	+ 40,1	+ 45,5
Dienstleistungen ¹⁾	+ 1,9	+ 0,8	- 0,5
Erwerbs- und Vermögens-einkommen ¹⁾	+ 13,2	+ 18,7	+ 15,5
Laufende Übertragungen ¹⁾	- 13,5	- 5,7	- 15,1
II. Vermögensübertragungen ^{1) 4)}	+ 1,0	- 0,2	+ 0,2
III. Kapitalbilanz ¹⁾ (Netto-Kapitalexport: -)	- 63,2	- 36,4	- 60,7
1. Direktinvestitionen	- 23,4	+ 5,2	- 23,4
Deutsche Anlagen im Ausland	- 26,3	- 6,3	- 26,8
Ausländische Anlagen im Inland	+ 3,0	+ 11,5	+ 3,4
2. Wertpapiere	+ 14,7	- 43,7	- 36,0
Deutsche Anlagen im Ausland	- 21,2	- 3,3	- 38,6
Aktien	+ 5,3	- 5,7	+ 5,8
Investmentzertifikate	- 3,7	+ 1,7	- 6,3
Schuldverschreibungen	- 22,8	+ 0,7	- 38,1
Anleihen ⁵⁾	- 19,6	- 9,4	- 35,5
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 18,5	- 11,5	- 37,9
Geldmarktpapiere	- 3,1	+ 10,0	- 2,6
Ausländische Anlagen im Inland	+ 35,9	- 40,4	+ 2,5
Aktien	- 6,3	- 5,5	- 8,6
Investmentzertifikate	+ 2,0	+ 0,9	- 1,0
Schuldverschreibungen	+ 40,2	- 35,8	+ 12,2
Anleihen ⁵⁾	+ 33,5	- 22,1	+ 12,7
darunter: öffentliche Anleihen	+ 23,7	+ 5,2	+ 28,9
Geldmarktpapiere	+ 6,7	- 13,7	- 0,5
3. Finanzderivate ⁶⁾	- 10,4	- 5,1	- 4,0
4. Übriger Kapitalverkehr ⁷⁾	- 42,8	+ 7,6	+ 3,6
Monetäre Finanzinstitute ⁸⁾	- 4,8	- 50,4	+ 232,9
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privatpersonen	- 6,3	- 34,0	+ 215,5
darunter: kurzfristig Staat	- 31,2	+ 40,9	- 23,3
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 15,7	+ 24,2	- 20,6
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 8,1	- 1,7	- 24,6
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 11,0	- 2,8	- 25,8
darunter: kurzfristig Bundesbank	+ 1,3	+ 18,7	- 181,3
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) ⁹⁾	- 1,4	- 0,4	- 1,0
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)	+ 21,7	- 11,1	+ 19,5

1 Saldo. **2** Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. **3** Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). **4** Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. **5** Ursprungslaufzeit über ein Jahr. **6** Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. **7** Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. **8** Ohne Bundesbank. **9** Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen.

deutung ist. Zum anderen dürfte die Ankündigung der US-amerikanischen Notenbank, ihre stark akkommodierende Geldpolitik beizubehalten, den Kursen Auftrieb verliehen haben.

*Mittelaufnahme
am Aktienmarkt
und Aktien-
erwerb*

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im ersten Vierteljahr 2012 weiterhin relativ verhalten. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für 1½ Mrd €; dabei handelte es sich zu nahezu gleichen Teilen um börsennotierte und nicht börsennotierte Dividentitel. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt sank um 3 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere in erster Linie von heimischen Kreditinstituten (5½ Mrd €), die sich per saldo ausschließlich in inländischen Titeln engagierten (10 Mrd €). Gebietsansässige Nichtbanken kauften Aktien für 1½ Mrd €, hier standen ausländische Werte im Vordergrund. Hingegen trennten sich ausländische Investoren – wie in der Vergangenheit bereits häufiger vor Dividenterminen – von deutschen Aktien im Betrag von 8½ Mrd €.

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 21 Mrd €, nach einem Aufkommen von 20 Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (21½ Mrd €). Unter den Publikumsfonds konnten nahezu ausschließlich Offene Immobilienfonds neue Anteile für 1½ Mrd € unterbringen. Hingegen nahmen vor allem Aktienfonds (1 Mrd €), aber auch Geldmarktfonds und Rentenfonds Anteilsscheine zurück (je ½ Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften konnten im ersten Quartal 2012 im Ergebnis neue Mittel für 6½ Mrd € akquirieren. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilsscheine für 31½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hingegen

trennten sich heimische Kreditinstitute sowie ausländische Investoren von Investmentzertifikaten für per saldo 3 Mrd € beziehungsweise 1 Mrd €.

■ Direktinvestitionen

Wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der das erste Jahresviertel mit Netto-Kapitalexporten in Höhe von 36 Mrd € abgeschlossen hat, waren im Berichtszeitraum auch im Bereich der Direktinvestitionen Mittelabflüsse zu verzeichnen (23½ Mrd €). Damit endete die in den drei vorangegangenen Quartalen beobachtete Phase moderater Direktinvestitionszuflüsse.

Die jüngste Entwicklung war vor allem auf die lebhaften Direktinvestitionsaktivitäten deutscher Unternehmen im Ausland zurückzuführen (27 Mrd €). Hiesige Muttergesellschaften stellten ihren ausländischen Tochterunternehmen und Filialen einerseits Beteiligungskapital (12½ Mrd €) bereit, andererseits reinvestierten sie Gewinne ihrer gebietsfremden Niederlassungen (9 Mrd €). Daneben vergaben sie auch Mittel über den konzerninternen Kreditverkehr (5½ Mrd €). Der größte Teil der deutschen Direktinvestitionen entfiel im Berichtszeitraum auf europäische Länder, vor allem auf die Niederlande (11½ Mrd €) und Großbritannien (4 Mrd €). Ein weiteres bedeutendes Ziel land für deutsche Unternehmen war China (4 Mrd €).

Ausländische Firmen haben ihre Direktinvestitionsbestände in Deutschland in den ersten drei Monaten des laufenden Jahres um 3½ Mrd € leicht erhöht. Dies erfolgte fast ausschließlich über reinvestierte Gewinne bei den hiesigen Niederlassungen europäischer Konzernmütter.

*Netto-Kapital-
exporte durch
Direkt-
investitionen*

*Deutsche Direkt-
investitionen im
Ausland kräftig
gestiegen*

*Niedrigere
Direkt-
investitionen
gebietsfremder
Unternehmen
in Deutschland*