

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

*Verschlechterte
Finanzierungs-
bedingungen
südeuropäischer
Schuldner*

Sich verstärkende Konjunktursorgen und eine erneute Verschärfung der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum bestimmten seit dem Frühjahr das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten. Im Mittelpunkt standen mit Blick auf Europa die Besorgnis über das spanische Bankensystem und die dortigen öffentlichen Haushalte sowie Zweifel an der Umsetzung der Reformprogramme in einigen EWU-Ländern. Während sich in der Folge die Finanzierungsbedingungen für Banken und Staaten an den südeuropäischen Kapitalmärkten weiter verschlechterten, drückten „Safe haven“-Flüsse die Renditen in Deutschland, den USA und Japan. Zeitweilig belastend auf die Aktienmärkte wirkten die konjunkturelle Eintrübung, der in einigen Ländern weiter steigende Anteil notleidender Immobilienkredite in den Bankbilanzen sowie das gewachsene Engagement von Kreditinstituten in Staatsanleihen. Im weiteren Verlauf wurden Hilfskredite zur Rekapitalisierung spanischer Banken sowie weitere geldpolitische Sondermaßnahmen des Eurosystems in Aussicht gestellt. In der Folge kam es insbesondere zu einer Erholung der Aktienkurse. An den Devisenmärkten gab der Euro jedoch überwiegend nach.

■ Wechselkurse

*Euro verliert
gegenüber
dem US-Dollar
an Wert*

Die Staatsschuldenkrise im Euro-Raum hatte sich in den ersten Monaten dieses Jahres kaum im Wert des Euro niedergeschlagen. Erst seit dem Frühjahr büßte die Gemeinschaftswährung gegenüber den anderen Leitwährungen deutlich an Wert ein. Der ähnliche Verlauf der Kurse des Euro gegenüber US-Dollar, Yen und Pfund Sterling deutet darauf hin, dass in erster Linie die Schuldenkrise im Euro-Raum die Kursentwicklung beeinflusst hat und andere Bestimmungsfaktoren von eher nachrangiger Bedeutung waren.

Gegenüber dem US-Dollar wertete der Euro im Vergleich zu Ende März per saldo um etwa 8% ab. Zwischenzeitlich fiel der Euro-Dollar-Kurs auf den niedrigsten Stand seit Juni 2010. Ein Großteil der Kursverluste fiel im Mai an, als sich negative Meldungen über den Euro-Raum in kurzer Zeit häuften – so die Probleme bei der Regierungsbildung in Griechenland, der Wahlausgang in Frankreich und damit einhergehende Befürchtungen, der fiskalpolitische Konsolidierungskurs könne aufgeweicht werden, Sorgen um die Stabilität des spanischen Bankensektors, der Anstieg der Renditen von spanischen und italienischen Staatsanleihen sowie ungünstige Konjunkturdaten aus mehreren Ländern des Euro-Raums.

In der ersten Junihälfte konnte der Euro zunächst einen kleinen Teil der Verluste wieder wettmachen. Zum einen rechneten Marktteilnehmer nach der Veröffentlichung schwacher US-Arbeitsmarktdaten und eines Rückgangs der Verbraucherpreise mit einer weiteren Lockerung der US-Geldpolitik. Zum anderen stützte die Aussicht auf umfangreiche Hilfen der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) für den spanischen Bankensektor den Euro. Auch der Ausgang der Neuwahlen in Griechenland wirkte sich positiv aus, weil dadurch in den Augen der Marktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit eines Verbleibs Griechenlands in der Währungsunion gestiegen war. Die EU-Gipfelbeschlüsse Ende Juni sorgten ebenfalls für einen Anstieg des Euro-Dollar-Kurses, der allerdings nur kurz währte. Im Juli setzte sich der Abwärtstrend der europäischen Gemeinschaftswährung fort. Die Unsicherheit über die Verfassungskonformität des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) und des Europäischen Fiskalpakts sowie die Leitzinssenkung im Euro-Raum einerseits und ausgebliebene Hinweise auf ein neues Programm zur geldpolitischen Lockerung durch die US-Notenbank andererseits belasteten den Euro-Dollar-Kurs. Erst zuletzt konnte sich der Euro-Dollar-

Kurs nach Äußerungen von EZB-Präsident Draghi, in denen dieser ankündigte, alles Erforderliche zu tun, um den Euro zu erhalten, wieder leicht erholen. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 1,23 US- $\text{\$}$.

Kurseinbußen des Euro auch gegenüber dem Yen ...

Noch deutlicher büßte der Euro seit Ende März gegenüber dem Yen an Wert ein, der wohl – ähnlich wie der US-Dollar – von der gestiegenen Risikoaversion der Investoren und damit verbundenen Kapitalzuflüssen profitierte. Gestützt wurde der Yen zusätzlich durch überraschend starke BIP-Wachstumszahlen für das erste Quartal 2012, die aus Sicht der Marktteilnehmer eine weitere geldpolitische Lockerung in Japan unwahrscheinlicher werden ließen. Zwischenzeitlich fiel der Euro-Yen-Kurs auf den tiefsten Stand seit Herbst 2000. Zuletzt verteuerte sich der Euro – auch infolge eines schwächeren Wachstums in Japan im zweiten Quartal – wieder leicht auf 97 Yen. Per saldo notierte er damit etwa 11% schwächer als Ende März.

... und dem Pfund Sterling

Auch gegenüber dem Pfund Sterling hatte der Euro im Berichtszeitraum Kurseinbußen zu verzeichnen. Allerdings fielen diese mit insgesamt rund 6% geringer aus als gegenüber Yen und US-Dollar. Auch in Bezug auf das Pfund Sterling ist die Abwertung des Euro in erster Linie der Zuspitzung der Staatsschuldenkrise im Euro-Raum geschuldet. Einer noch deutlicheren Abwertung entgegen wirkten Erwartungen der Marktteilnehmer, die Bank von England werde ihr Wertpapier-Ankaufprogramm ausweiten sowie Meldungen über die lahrende britische Konjunktur, die eine geldpolitische Straffung in naher Zukunft unwahrscheinlicher werden ließen. Zuletzt stand der Euro bei 0,78 Pfund Sterling.

Effektiver Wechselkurs des Euro gefallen

Gegenüber den Währungen der 20 wichtigsten Handelspartner hat der Euro im Vergleich zum Ende des ersten Quartals rund 6% an Wert verloren. Zuletzt notierte die Gemeinschaftswährung 8½% unter dem Stand zu Beginn der Währungsunion. Auch real betrachtet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den wichtigen Han-

Wechselkurs des Euro

Tageswerte; log. Maßstab



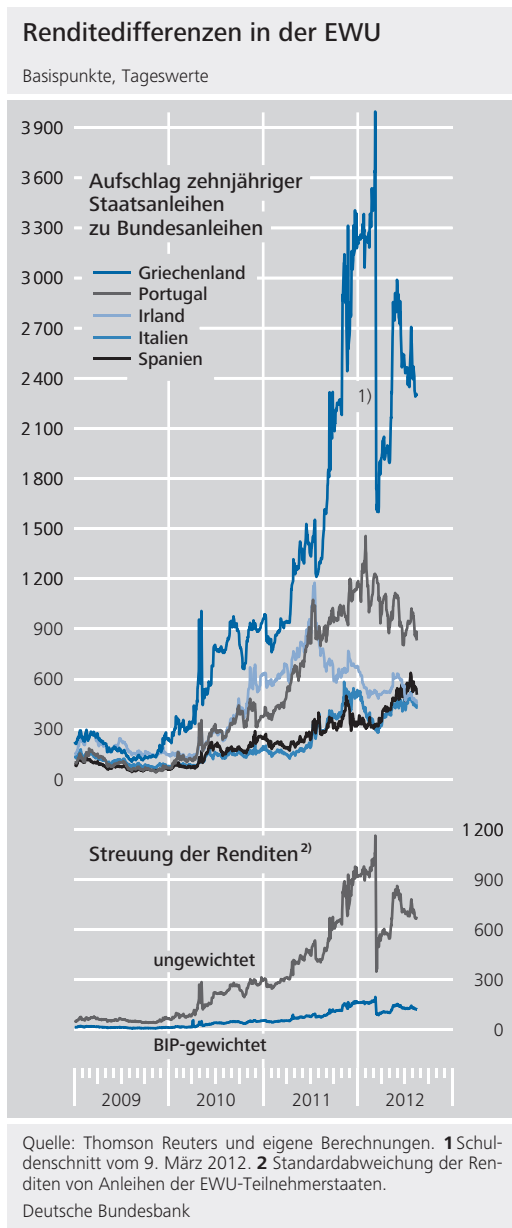
1 Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999.
 2 Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 20 Ländern.
 Deutsche Bundesbank

delspartnern – hat der effektive Euro im Berichtszeitraum deutlich abgewertet. Hierdurch hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem Euro-Raum entsprechend verbessert. Sie ist inzwischen etwas günstiger einzuschätzen als im langfristigen Durchschnitt.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Die Renditen von Staatsanleihen der USA, Deutschlands und Japans mit zehnjähriger Laufzeit sanken zur Jahresmitte auf neue

Internationale Rentenmärkte



Tiefstände. Ausschlaggebend für die lebhaftere Nachfrage nach liquiden und sicheren Schuldtiteln waren die gestiegene Risikowahrnehmung der Anleger, die Anspannungen im Euro-Raum, aber auch die Unsicherheit über die Wachstumsaussichten in allen drei großen Volkswirtschaften. In den USA fielen die neu veröffentlichten Wirtschaftsdaten teils deutlich gegenüber dem ersten Quartal zurück. Verstärkte Erwartungen eines weiteren monetären Expansionskurses in der zweiten Jahreshälfte sowie die schleppende politische Befassung mit den nach geltender Rechtslage anstehenden, einschneidenden fiskalischen Konsolidierungen zum Jahreswechsel, dem sogenannten „fiscal

cliff“, drückten zusätzlich auf die Renditen von US-Treasuries. Für Japan dämpften der sich – insbesondere aufgrund der nachlassenden Wirtschaftsdynamik in China – verschlechternde Außenbeitrag sowie die fiskalischen Konsolidierungsbeschlüsse für das nächste Jahr die Wachstumserwartungen der Marktteilnehmer. Außerdem spiegelten sich die zunehmenden politischen und konjunkturellen Unsicherheiten in der Euro-Zone zuletzt auch in einer Abwärtskorrektur der Wachstumserwartungen von Analysten für Deutschland wider. Im Ergebnis sind die Renditen in Deutschland um $\frac{1}{4}$ Prozentpunkt und in den USA um $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt sowie in Japan geringfügig im Vergleich zum Ende des ersten Quartals gesunken; sie liegen mit 1,5% und 1,8% beziehungsweise 0,9% auf niedrigen Niveaus.

Die Zinsen auf Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit innerhalb der EWU liefen dagegen im Vergleich zum Ende des ersten Quartals 2012 wieder auseinander. Sowohl die (ungewichtete) Zinsdispersion als auch der BIP-gewichtete Renditeabstand zwischen langfristigen Staatsanleihen der übrigen EWU-Länder und laufzeitgleichen Bundesanleihen lagen mit zuletzt 668 beziehungsweise 333 Basispunkten deutlich über ihrem fünfjährigen Mittel. Zweifel an der Umsetzung der angekündigten Reformprogramme in verschiedenen Ländern sowie die Sorge um das spanische Bankensystem führten bis Ende Mai zu steigenden Renditen in den südlichen Mitgliedstaaten. Nach einer kurzen Beruhigung im Juni im Zusammenhang mit dem Rettungspaket für den spanischen Bankensektor keimten im Juli die Befürchtungen um einen möglichen Austritt Griechenlands aus der Euro-Zone und die Nachhaltigkeit der Staatsfinanzen in einigen Mitgliedsländern wieder auf. Dass entschlossene Reformanstrengungen vom Kapitalmarkt honoriert werden, zeigt dagegen das Beispiel Irlands: Die Renditen irischer Staatsanleihen sind gegenüber den Höchstständen vom vergangenen Jahr erheblich gefallen. Zuletzt lagen sie für langfristige Titel bei 6,3%, verglichen mit 14,4% im Juli 2011. Zu den reduzierten Renditen gelang es Irland, erstmals seit

Renditedifferenzen in der EWU ausgeweitet

Herbst 2010 wieder Mittel am Kapitalmarkt aufzunehmen.¹⁾

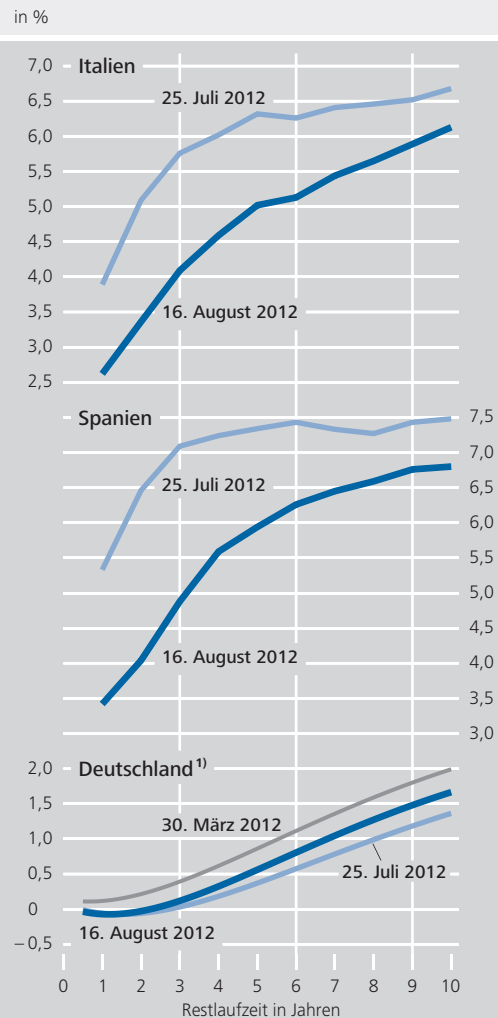
*Gegenläufige
 Bewegung der
 Zinsstruktur-
 kurven*

Nachdem EZB-Präsident Draghi in einer Rede Ende Juli weitere Maßnahmen des Eurosystems zur Stabilisierung der Finanzmärkte in Aussicht gestellt hatte und auf der Pressekonferenz am 2. August von einem neuen Anleihekaufprogramm mit einer Konzentration auf den kürzeren Teil der Renditestrukturkurve sprach, sanken die Renditen in einigen Peripherieländern deutlich. Die Rückgänge waren im Laufzeitbereich bis zwei Jahre am stärksten, setzten sich aber auch in den längerfristigen Bereich fort. Die deutsche Zinsstrukturkurve bewegte sich während dieses Zeitraums in abgeschwächtem Maß spiegelbildlich nach oben, möglicherweise aufgrund nachlassender Sicherheitszuflüsse.

Zuvor hatte sich die deutsche Zinsstruktur allerdings nochmals abgeflacht und nach unten verschoben. Für den geldmarktnahen einjährigen Bereich rentieren Staatsschuldtitle seit Anfang Juli durchgehend im negativen Bereich – zuletzt bei 7 Basispunkten. Noch deutlicher im Vergleich zum Ende des ersten Quartals gesunken sind die langfristigen Renditen von Bundesanleihen. Diese schwankten im Berichtszeitraum innerhalb einer Spanne von 1% bis 1½% und wurden hauptsächlich von Zu- und Abflüssen Liquidität und Sicherheit suchender Investoren getrieben. Dies zeigt sich beispielsweise an der inversen Relation der Renditen von Bundesanleihen und einem Liquiditätsmaß, dem Abstand zwischen gleich sicheren, aber unterschiedlich liquiden von der KfW emittierten Anleihen und Schuldverschreibungen des Bundes. Dass Bundeswertpapiere verstärkt als liquides und sicheres Wertaufbewahrungsmittel genutzt werden, belegt auch der negative Zusammenhang ihrer Rendite mit Unsicherheit ausdrückenden Indikatoren wie die aus Optionskontrakten abgeleitete implizite Volatilität am Renten- oder Aktienmarkt.

Die aus dem Vergleich inflationsindexierter und nominaler Anleihen ermittelten Inflations-

Zinsstruktur an ausgewählten Rentenmärkten



Quelle für Italien und Spanien: Bloomberg. ¹ Zinssätze für (hypothetische) Null-Kupon-Anleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren.
 Deutsche Bundesbank

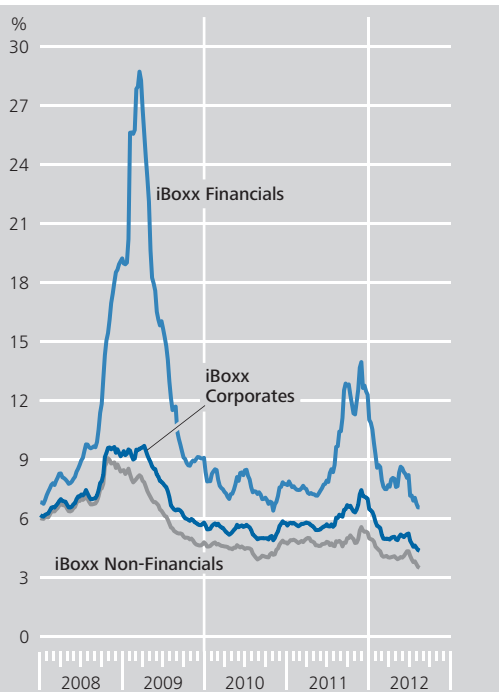
erwartungen für den europäischen Verbraucherpreisindex sind leicht gestiegen; die Termininflationrate von fünf Jahren auf zehn Jahre hat sich um 39 Basispunkte auf 2,5% erhöht. Zurückzuführen ist dies auf ein stärkeres Absinken der – mittlerweile im gesamten Laufzeitpektrum bis zehn Jahre negativen – Realrenditen als der Nominalzinsen.

Die Renditen von Anleihen europäischer Unternehmen im Investmentgrade-Bereich sind im

¹ Irland hat seit Januar 2010 keine zehnjährigen Staatsanleihen mehr begeben. Die Restlaufzeit der irischen Benchmark-Anleihe (fällig im Oktober 2020) beträgt somit noch gut acht Jahre.

Renditen für Unternehmensanleihen im Euro-Raum*)

Wochendurchschnitte



Quelle: Markt. * BBB-Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren.

Deutsche Bundesbank

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2011		2012	
	2. Vj.	1. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
Schuldverschreibungen				
Inländer	- 29,0	47,3	- 18,0	
Kreditinstitute	- 17,5	1,9	- 21,6	
darunter:				
ausländische				
Schuldverschreibungen	- 2,6	- 0,2	- 14,8	
Deutsche Bundesbank	0,5	0,5	- 1,2	
Übrige Sektoren	- 11,9	44,9	4,8	
darunter:				
inländische				
Schuldverschreibungen	- 19,0	7,2	- 13,3	
Ausländer	35,0	13,6	17,7	
Aktien				
Inländer	15,3	7,1	- 3,9	
Kreditinstitute	- 0,3	5,5	- 11,4	
darunter:				
inländische Aktien	- 5,1	10,2	- 11,9	
Nichtbanken	15,5	1,6	7,4	
darunter:				
inländische Aktien	8,2	- 0,2	4,2	
Ausländer	14,7	- 8,7	9,2	
Investmentzertifikate				
Anlage in Spezialfonds	4,2	21,6	15,8	
Anlage in Publikumsfonds	0,5	- 0,5	- 0,4	
darunter:				
Aktienfonds	1,4	- 0,9	- 1,4	

Deutsche Bundesbank

Vergleich zum Ende des ersten Quartals 2012 zurückgegangen. Unternehmensanleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren und mit einer Krediteinschätzung von BBB rentierten bei Abschluss dieses Berichts bei 4,4%.²⁾ Der Zinsaufschlag gegenüber Bundesanleihen, deren Renditen im Berichtszeitraum – wie erwähnt – nachgaben, ging ebenfalls zurück.

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen verbessert

Trotz der gesunkenen Renditen hielt sich die Kapitalnachfrage am deutschen Rentenmarkt im zweiten Quartal 2012 in engen Grenzen. Das Brutto-Emissionsvolumen belief sich auf 339½ Mrd €; es lag somit unter dem Wert des Vorquartals (396 Mrd €). Nach Abzug der ebenfalls rückläufigen Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten sank der Umlauf deutscher Anleihen um netto 2 Mrd €. Dagegen brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 2 Mrd € am deutschen Markt unter. Im Ergebnis sank der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland um ½ Mrd €.

Nettotilgungen am deutschen Rentenmarkt

Die öffentliche Hand nahm den Rentenmarkt im zweiten Quartal 2012 mit 23 Mrd € in Anspruch, nach 63½ 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 zehnjährige Bundesanleihen (14 Mrd €), in geringerem Umfang auch 30-jährige Anleihen (5 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von zweijährigen Schatzanweisungen sowie von Bundesobligationen in Höhe von 4 Mrd € beziehungsweise 2½ Mrd € gegenüber. Die Länder nahmen im Ergebnis den Kapitalmarkt im Berichtsquartal mit 13 Mrd € in Anspruch.

Mittelaufnahme öffentlicher Stellen

Inländische Unternehmen scheinen weiterhin einen vergleichsweise geringen Kapitalbedarf zu haben. Sie tilgten im zweiten Quartal Schuld-

Nettotilgungen von Unternehmensanleihen

²⁾ Hierbei werden Renditen von Anleihen der Unternehmen aus den nach Ratingklassen unterschiedenen Anleiheindizes von iBxx zugrunde gelegt. Dieser Index umfasst Anleihen von Banken und Nichtbanken.

verschreibungen für per saldo 5½ Mrd €. Dabei handelte es sich ausschließlich um Titel mit Laufzeiten über einem Jahr.

Nettотilgungen der Kreditinstitute

Die inländischen Kreditinstitute, die weiterhin hohe Mittelzuflüsse aus dem Ausland erhielten und ein rasches Einlagenwachstum verzeichneten, führten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung in Deutschland ebenfalls weiter zurück, und zwar um 20 Mrd €. Dabei tilgten sie vor allem die flexibel gestaltbaren sonstigen Bankschuldverschreibungen (15 Mrd €), aber auch Öffentliche Pfandbriefe (11½ Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von Hypothekendarlehen sowie von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von 4½ Mrd € beziehungsweise 2½ Mrd € gegenüber.

Erwerb von Schuldverschreibungen

Eine Analyse des Erwerbs von Anleihen zeigt deutlich die durch „Safe haven“-Flüsse geprägten Finanzströme. Die stärkste Erwerbergruppe am heimischen Anleihenmarkt waren im zweiten Quartal 2012 die ausländischen Investoren; sie nahmen deutsche Rentenwerte für 17½ Mrd € in ihre Portfolios auf. Bevorzugt haben sie dabei Wertpapiere öffentlicher Emittenten. Auch die inländischen Nichtbanken erwarben Schuldverschreibungen für netto 5 Mrd €, dabei handelte es sich allerdings ausschließlich um ausländische Titel. Dem standen Nettoverkäufe und Tilgungen durch Kreditinstitute sowie die Bundesbank in Höhe von 21½ Mrd € beziehungsweise 1 Mrd € gegenüber, in beiden Fällen handelte es sich vornehmlich um ausländische Wertpapiere.

Spanische Banken im Fokus der Aktienmärkte

Die ungünstigeren Konjunkturaussichten sowie die Verschärfung der Schuldenkrise in einigen südeuropäischen Ländern strahlten auch auf die Aktienmärkte aus. Das besondere Augenmerk der Marktteilnehmer lag dabei auf den spanischen Banken, die sowohl durch den Preisverfall am dortigen Immobilienmarkt als auch durch Zweifel an der Tragfähigkeit der öffentlichen Finanzen in Bedrängnis geraten waren. Die teils sehr hohen Kursverluste der Banken entstanden auch aufgrund ihres – in-



folge der Dreijahrestender – gewachsenen Engagements in Staatsanleihen der Krisenländer. Hier zeigt sich einmal mehr die Problematik der engen Verflechtung von Kreditinstituten und Staaten in der Finanz- und Staatsschuldenkrise.

Im Juni setzte jedoch eine Gegenbewegung an den Aktienmärkten ein. Getragen wurde diese Entwicklung zum einen von der Erwartung einer Rekapitalisierung angeschlagener spanischer Banken. Zum anderen stützten die Regierungsbildung in Griechenland, die Hoffnung auf eine gelockerte US-Geldpolitik sowie die im Juli in Aussicht gestellten Hilfsmaßnahmen des Eurosystems die Aktienkurse. Alles in allem no-

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2011		2012	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.	
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 25,7	+ 41,1	+ 35,6	
Außenhandel 1) 3)	+ 38,0	+ 45,4	+ 47,9	
Dienstleistungen 1)	- 3,0	- 0,4	- 1,4	
Erwerbs- und Vermögens- einkommen 1)	+ 0,1	+ 15,7	+ 4,9	
Laufende Übertragungen 1)	- 4,7	- 15,1	- 6,7	
II. Vermögens- übertragungen 1) 4)	- 0,3	+ 0,2	+ 0,4	
III. Kapitalbilanz 1)				
(Netto-Kapitalexport: -)	- 46,1	- 61,4	- 63,5	
1. Direktinvestitionen	+ 4,4	- 23,3	- 9,8	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 0,4	- 27,0	- 12,8	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 4,9	+ 3,7	+ 3,0	
2. Wertpapiere	+ 34,1	- 35,4	+ 24,5	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 15,0	- 39,4	- 0,0	
Aktien	- 8,9	+ 5,9	- 1,4	
Investmentzertifikate	- 2,0	- 6,3	+ 3,3	
Schuldverschreibungen	- 4,0	- 38,9	- 1,9	
Anleihen 5)	+ 3,7	- 36,4	- 3,6	
darunter: auf Euro lautende Anleihen	+ 6,7	- 38,5	- 4,5	
Geldmarktpapiere	- 7,7	- 2,6	+ 1,7	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 49,1	+ 4,0	+ 24,6	
Aktien	+ 13,2	- 8,6	+ 9,3	
Investmentzertifikate	+ 0,9	- 1,0	- 2,4	
Schuldverschreibungen	+ 35,0	+ 13,6	+ 17,7	
Anleihen 5)	+ 32,6	+ 14,1	+ 11,9	
darunter: öffentliche Anleihen	+ 30,7	+ 29,2	+ 23,1	
Geldmarktpapiere	+ 2,5	- 0,5	+ 5,8	
3. Finanzderivate 6)	- 5,5	- 3,5	- 6,9	
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	- 78,7	+ 1,8	- 70,5	
Monetäre Finanz- institute 8)	- 52,5	+ 232,9	- 12,7	
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privatpersonen	- 4,3	- 25,2	- 1,0	
darunter: kurzfristig Staat	+ 3,1	- 22,4	- 2,1	
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 5,7	- 24,7	- 11,1	
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 7,1	- 25,8	- 11,9	
Bundesbank	- 16,2	- 181,3	- 45,7	
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 9)	- 0,4	- 1,0	- 0,8	
IV. Statistisch nicht aufglieder- bare Transaktionen (Rest- posten)	+ 20,6	+ 20,1	+ 27,5	

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.

Deutsche Bundesbank

tierten die europäischen Aktien gemessen am Euro Stoxx zuletzt 1½% unter ihrem Niveau von Ende März. Die noch immer bestehende Besorgnis der Marktteilnehmer zeigte sich insbesondere in der Kursentwicklung europäischer Bankaktien, die seit April im Ergebnis etwa 12% ihres Wertes verloren.

Der Kursrückgang ging mit einem reduzierten Kurs-Gewinn-Verhältnis und einer gestiegenen Risikoaversion der Anleger an den Aktienmärkten einher. So stieg die implizite Aktienrisikoprämie, die sich auf der Grundlage eines dreistufigen Dividendenbarwertmodells und Gewinnerwartungen von Analysten (IBES) ermitteln lässt, insbesondere für Bankaktien an. Demzufolge zeigten sich die Anleger nur zu reduzierten Kursen bereit, Aktien zu halten. Für das Halten von Bankaktien forderten sie im Juli eine implizite Rendite von 14%, verglichen mit 11% für den Gesamtmarkt (Euro Stoxx). Im März hatte der geforderte Ertrag auf Anlagen in Bankaktien bzw. im Gesamtmarkt noch bei 7% beziehungsweise 8% gelegen.

Auch am US-amerikanischen Aktienmarkt stiegen die Risikoprämien. Dennoch unterscheiden sich die Einflussfaktoren in den USA von denen des Euro-Raums: Anders als für Unternehmen im Euro Stoxx wurden die Gewinnerwartungen auf Jahresfrist für Unternehmen im S&P500 seit April erhöht. Zudem haben US-amerikanische Aktien ihr Kursniveau gehalten.

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt war im zweiten 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 stieg zeitgleich um 4 Mrd €. Erworben wurden Dividentpapiere in erster Linie von gebietsfremden Investoren (9 Mrd €) – wie üblich nach wichtigen Dividentterminen. Gebietsansässige Nichtbanken kauften Aktien für 7½ Mrd €, hingegen trennten sich heimische Kreditinstitute von Dividen-

*Höhere Risiko-
prämien auf
Aktienanlagen*

*Mittelaufnahme
am Aktienmarkt
und Aktien-
erwerb*

Übergewichtung lokaler Aktien in den Wertpapierbeständen deutscher Privathaushalte

Nach der klassischen Portfoliotheorie profitiert ein Nutzen maximierender Investor in hohem Maße von einem gut diversifizierten Portfolio risikobehafteter Wertpapiere. Die Untersuchung tatsächlich getätigter Investitionen zeigt allerdings ein anderes Bild. So offenbaren neuere Studien, dass in den Aktiendepots nicht nur ausländische Aktien unterrepräsentiert sind,¹⁾ sondern die Investoren darüber hinaus auch bei ihren inländischen Aktieninvestments solche Unternehmen übergewichten, die sich im unmittelbaren Umkreis des eigenen Standorts befinden. Dieses Phänomen der Übergewichtung lokal ansässiger Unternehmen im Portfolio inländischer Aktienanlagen wird in der Literatur als Local Bias bezeichnet und konnte empirisch bereits für verschiedene Länder sowie sowohl für private als auch für institutionelle Investoren nachgewiesen werden.²⁾ Auch für Deutschland lässt sich die Bedeutung des eigenen Standorts für die Anlageentscheidungen von Investoren belegen.³⁾

Die Datengrundlage für die folgende Untersuchung zum Anlageverhalten deutscher Privathaushalte hinsichtlich einer Übergewichtung lokaler Aktien bildet die von der Bundesbank quartalsweise erhobene Depotstatistik. Unterteilt nach Kundengruppen enthält sie sämtliche Wertpapierbestände aller depotführenden Banken mit Sitz in Deutschland, sodass ersichtlich wird, welche inländischen Aktien von deutschen Privathaushalten bei einer bestimmten Bank gehalten werden. Die Untersuchung betrachtet den Zeitraum von Dezember 2005 bis Dezember 2009 und umfasst mit 1 317 verschiedenen Aktien praktisch das gesamte Spektrum der börsennotierten deutschen Aktiengesellschaften. Es ist vorteilhaft, sich

auf die Depotbestände bei den Sparkassen und Kreditgenossenschaften zu konzentrieren, da diese Banken traditionell ein abgestecktes, lokal begrenztes Kundeneinzugsgebiet aufweisen. Durch diese Einschränkung lässt sich die Annahme treffen, dass die betrachteten Privathaushalte in der Nähe ihrer jeweiligen Bank angesiedelt sind. Für den oben genannten Zeitraum verbleiben in dem Datensatz immer noch insgesamt 1 715 Banken.

Local-Bias-Maß

Um zwischen lokalen und nichtlokalen Aktien aus der Sicht eines einzelnen Investors unterscheiden zu können, wird ein entsprechendes Abstandsmaß benötigt. In der Literatur hat sich dafür ein Radius von 100 km um den jeweiligen Investorenstandort etabliert. Dieser wird für die vorliegende Untersuchung ebenfalls zugrunde gelegt, sodass die Ergebnisse mit anderen Studien

¹ Dieses bekannte Phänomen wird in der Literatur als Home Bias bezeichnet.

² Den Ausgangspunkt des Literaturstrangs zum Local Bias bildet die Studie von J. D. Coval und T. J. Moskowitz (1999), Home Bias at Home: Local Equity Preference in Domestic Portfolios, in: *Journal of Finance* 54, S. 2045–2073. Die Autoren weisen darin eine Präferenz für ein Investment in lokale Unternehmen bei US-amerikanischen Fondsmanagern nach. Einen Nachweis des Local Bias bei US-amerikanischen Privathaushalten liefern M. S. Seasholes und N. Zhu (2010), Individual Investors and Local Bias, *Journal of Finance* 65, S. 1987–2010. Weitere Bestätigungen dieses Phänomens bei privaten Haushalten finden sich z. B. für verschiedene skandinavische Länder (Finnland: M. Grinblatt und M. Keloharju (2001), How Distance, Language, and Culture Influence Stockholdings and Trades, *Journal of Finance* 56, S. 1053–1073; Schweden: A. Bodnaruk (2009), Proximity Always Matters: Evidence from Swedish Data, in: *Review of Finance* 13, S. 629–656).

³ Vgl. dazu ausführlich: M. Baltzer, O. Stolper und A. Walter (2011), Home-field advantage or a matter of ambiguity aversion? Local bias among German individual investors, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 23/2011.

vergleichbar werden. Auch wenn es sich bei der Wahl letztlich um eine willkürlich eingezogene Grenze handelt, so zeigt sich doch, dass sich die Ergebnisse auch bei anders gewählten Entfernungen nicht grundsätzlich ändern. Zur Berechnung des Local-Bias-Maßes wird der Anteil des Marktwerts der lokalen Aktien am Gesamtportfoliobestand der deutschen Aktien eines Investors berechnet und mit dem Anteil der Marktkapitalisierung jeweils lokaler Aktien am inländischen Gesamtmarktportfolio verglichen.⁴⁾ Dadurch wird gewährleistet, dass die unterschiedlich ausgeprägte Agglomeration börsennotierter Unternehmen in den verschiedenen Regionen Deutschlands entsprechend berücksichtigt wird. Die Differenz zwischen dem tatsächlich investierten und dem gemäß Marktportfolio vorgesehenen Anteil lokaler Aktien entspricht dem Local Bias. Der so gemessene durchschnittliche Anteil des Aktieninvestments privater Haushalte in lokale Unternehmen liegt in dem Betrachtungszeitraum bei 20,1%, wohingegen er gemäß Marktportfolio nur durchschnittlich 11,8% betragen sollte. Dementsprechend weisen die hier zugrunde liegenden Daten eine durchschnittliche substanzielle Überinvestition in lokale Aktien von 8,3 Prozentpunkten auf.⁵⁾

Eine mögliche (Teil-)Erklärung für dieses Ergebnis könnte in den als Lohnbestandteil ausgegebenen Mitarbeiteraktien liegen. Auch wenn diese Form der Mitarbeitervergütung in Deutschland immer noch einen deutlich niedrigeren Stellenwert aufweist als etwa im angelsächsischen Raum, so gibt es auch bei deutschen Aktiengesellschaften entsprechende Programme, bei denen der Mitarbeiter Aktien seines Arbeitgebers mit einem gewissen Preisabschlag erwirbt, die in der Regel einer mehrjährigen Verkaufssperre unterliegen. Unter der Annahme, dass der Mitarbeiter in der Nähe seines Arbeitgebers wohnt, würden diese Aktien

dem lokalen Anteil des Portfolios des jeweiligen Mitarbeiters zugeschlagen, was entsprechend den Local Bias erhöhen würde. Für die vorliegende Untersuchung ist dieser mögliche Einfluss aber nicht relevant, da die Mitarbeiteraktien während ihrer Sperrfrist in der Regel in einem von dem Unternehmen geführten Depot im Auftrag der Mitarbeiter gehalten werden.⁶⁾ Entsprechend führt die Depotstatistik die betroffenen Mitarbeiteraktien nicht bei den privaten Haushalten, sondern beim jeweiligen Unternehmen.

Informationsasymmetrien bei lokalen Aktien

Als Erklärung für das von der klassischen Portfoliotheorie abweichende Anlegerverhalten sehen einige Beiträge zur einschlägigen Literatur informierte (d.h. rationale) Anlageentscheidungen, indem sie von einem Informationsvorsprung bei der Bewertung lokaler Aktieninvestments ausgehen. Insbesondere bei kleineren, eher regional bekannten Unternehmen werden entsprechende renditerelevante Informationsasymmetrien vermutet. Daher würden lokale Investments übergewichtet. Für den empirischen Test dieser Hypothese werden in der Literatur in der Regel die Renditen des lokalen Aktienengagements mit den Renditen des Gesamtportfolios verglichen. Bei der Bestimmung einer Überrendite („excess return“) des lokalen Aktieninvestments

⁴ Abgestellt wird – wie in der Literatur üblich – auf den Marktwert der im Streubesitz befindlichen inländischen Aktien.

⁵ Zum Vergleich: T.M. Døskeland und H.K. Hvide (2011, Do Individual Investors Have Asymmetric Information Based on Work Experience?, in: Journal of Finance 66, S. 1011–1041) benutzen ein vergleichbares Maß und finden für norwegische private Haushalte einen Local Bias von 13 Prozentpunkten. Seasholes und Zhu (2010, a.a.O.) berechnen für private US-Investoren einen entsprechenden Wert von 14 Prozentpunkten.

⁶ Vgl.: D. Dorn und G. Huberman (2005), Talk and Action: What Investors Say and What They Do, in: Review of Finance 9, S. 437–481, hier S. 469.

haben Seasholes und Zhu (2010) auf mögliche methodologische Fallstricke hingewiesen. Einen wichtigen Punkt sehen die Autoren unter anderem darin, dass die Renditen des lokalen Aktieninvestments mit dem adäquaten Marktportfolio korrigiert werden. Daher sollte für die Ermittlung einer lokalen Überrendite nicht nur die Gesamtmarktrendite, sondern auch die Rendite des jeweiligen nur aus lokalen Aktien bestehenden Marktindex in die Regression als erklärende Variable eingehen. Erst wenn nach Korrektur mit diesen beiden Indizes immer noch ein statistisch signifikanter Koeffizient übrig bleibt, kann tatsächlich von einer renditerelevanten Outperformance der lokalen Investments ausgegangen werden. Für die deutschen Daten ergeben die durchgeführten Regressionen mit Quartalsrenditen unabhängig von der jeweiligen Spezifikation keine signifikant von null verschiedenen Überrenditen für lokale Investments, was die Ergebnisse von Seasholes und Zhu (2010) für private US-Haushalte bestätigt. Wenn zusätzlich die anfallenden Informations- und Transaktionskosten berücksichtigt werden, erzielt somit das individuell aus lokalen Unternehmen zusammengestellte Portfolio sogar einen geringeren Gesamtertrag, als das ausschließlich in den Marktindex investierte Depot.

Nicht renditerelevante Vertrautheit

Eine alternative Erklärung für das Phänomen des Local Bias führt die Übergewichtung lokaler Aktien auf eine Präferenz des Anlegers für das Vertraute zurück. Dahinter steht die Annahme, dass Investoren systematisch nichtlokale Unternehmen allein aus Gründen der geographischen Entfernung als riskanteres Investment wahrnehmen.⁷⁾ Demnach wird die Präferenz eines Investors für lokale Aktien vor allem durch die persönliche Risikowahrnehmung getrieben.⁸⁾ Ein theoretisches Konzept bieten Boyle et

al. (2012), indem sie Vertrautheit zu bestimmten Anlagen („ambiguity aversion“) als eine weitere Dimension im Portfolioselektionsprozess aufnehmen.⁹⁾ Dadurch besteht das optimale Portfolio dann aus einer Mischung von vertrauten und nichtvertrauten Anlagen. Die Portfoliozusammensetzung reagiert nach diesem Ansatz dynamisch auf sich verändernde Korrelationen der Anlagen untereinander. Die Intuition dahinter besteht darin, dass nichtvertraute Anlagen in Zeiten erhöhter Korrelation weniger nützlich für die Portfoliodiversifikation werden, sodass es sich für einen „ambiguity-aversen“ Investor nicht mehr lohnt, diese Anlagen weiterhin zu halten, und er stattdessen ihm vertraute Titel stärker gewichtet – ein Effekt, den die Autoren als „flight to familiarity“ bezeichnen. Für die empirische Anwendung dieses Konzepts auf den hier genutzten Datensatz ist es wichtig, dass es sich bei der Veränderung des Local Bias tatsächlich um eine aktive Portfolioumschichtung seitens des Investors handelt. Eine Analyse der Gesamtveränderungen des Local Bias über die Zeit reicht nicht aus, da dann auch unterschiedliche Kursbewegungen der lokalen Aktien gegenüber den nichtlokalen Aktien für eine entsprechende Anteilsveränderung verantwortlich sein könnten. Aus diesem Grund werden die tatsächlichen Bestandsveränderungen betrachtet, indem die Kurse konstant gehalten werden. Eine Regression mit der auf aktivem Handel basierenden Veränderung des Anteils lokaler Aktien als abhängiger Variable zeigt den erwarteten positiv signifikanten Einfluss der Veränderung der

⁷ Vgl.: W. N. Goetzman und A. Kumar (2008), Equity Portfolio Diversification, in: Review of Finance 12, S. 433–463.

⁸ Vgl. dazu auch zuletzt: M. Giannetti und L. Laeven (2012), Local bias and Stock Market Conditions, CEPR Discussion Paper.

⁹ P. Boyle, L. Garlappi, R. Uppal und T. Wang (2012), Keynes Meets Markowitz: The Trade-off Between Familiarity and Diversification, in: Management Science 58, S. 253–272.

Korrelation sämtlicher Portfoliotitel untereinander. Ein Anstieg der Korrelation führt zu einer entsprechenden Erhöhung des Anteils lokaler Aktien und umgekehrt. Es bleibt die Frage, ob die Umschichtung tatsächlich auf Käufen lokaler Aktien (und nicht auf Verkäufen nichtlokaler Titel) basiert, wozu eine Dummy-Variable eingeführt wird, die den Wert eins annimmt, wenn bei dem Handel mit lokalen Titeln die Käufe überwiegen. Sie erweist sich als positiv und statistisch signifikant, was auf entsprechende Käufe lokaler Anlagen in Zeiten erhöhter Korrelation schließen lässt und somit den kaufinduzierten „flight to familiarity“ bestätigt.

Zusammenfassend lässt sich festhalten, dass private Haushalte in Deutschland unabhängig von dem Besitz von Mitarbeiteraktien in lokalen Unternehmen deutlich überinvestiert sind. Es zeigt sich ferner, dass

sie im Durchschnitt keine renditerelevanten Informationsvorteile besitzen, die den beobachteten Local Bias rechtfertigen würden. Vielmehr scheint eher eine nicht renditerelevante Vertrautheit der Investoren zu den lokalen Aktien eine Rolle zu spielen. Dies spricht dafür, dass bei der Portfolioselektion neben der reinen Ertrags- und Risikoüberlegung auch die Vertrautheit mit der jeweiligen Anlage von Bedeutung ist.

denwerten in Höhe von 11½ Mrd €, nachdem sie im ersten Quartal noch auf der Käuferseite gestanden hatten.

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 15½ Mrd €, nach einem Aufkommen von 21 Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen ausschließlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (16 Mrd €). Unter den Publikumsfonds konnten Offene Immobilienfonds, Gemischte Fonds und Rentenfonds neue Anteile für jeweils ½ Mrd € unterbringen. Hingegen nahmen vor allem Aktienfonds, aber auch Gemischte Wertpapierfonds Anteilscheine zurück (1½ Mrd € bzw. ½ Mrd €). Auch am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften verzeichneten im zweiten Quartal 2012 im Ergebnis Mittelabflüsse in Höhe von 3½ Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 16½ Mrd € in ihre Portfolios

aufnahmen. Hierunter befanden sich im Ergebnis ausschließlich deutsche Fondsanteile. Hingegen trennten sich ausländische Investoren sowie heimische Kreditinstitute von Investmentzertifikaten für per saldo 2½ Mrd € beziehungsweise 2 Mrd €.

■ Direktinvestitionen

Im Gegensatz zum grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, in dem netto 24½ Mrd € nach Deutschland flossen, kam es im Bereich der Direktinvestitionen im zweiten Quartal des Jahres 2012 zu Netto-Kapitalexporten (10 Mrd €). Diese fielen aber, verglichen mit dem ersten Quartal (23½ Mrd €), deutlich niedriger aus.

Ausschlaggebend für den Rückgang war, dass hiesige Muttergesellschaften ihren Niederlassungen im Ausland weniger Kapital zuführten (13 Mrd €, nach 27 Mrd € im ersten Quartal).

Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten

Kapitalabflüsse im Bereich der Direktinvestitionen

Deutsche Direktinvestitionen im Ausland

Dabei stellten sie ihnen zusätzliche Mittel insbesondere in Form von Beteiligungskapital und reinvestierten Gewinnen (zusammen 7 Mrd €), aber auch durch Direktinvestitionskredite (6 Mrd €) zur Verfügung. Die EWU-Mitgliedsländer, darunter vor allem Luxemburg (5 Mrd €) und die Niederlande (2½ Mrd €), bildeten im zweiten Quartal neben den Vereinigten Staaten (3 Mrd €) den geographischen Schwerpunkt deutscher Direktinvestitionen im Ausland.

Ausländische Eigner ließen ihren Auslandsniederlassungen in Deutschland ebenfalls zusätzliche Mittel zukommen (3 Mrd €, nach 3½ Mrd € im ersten Quartal). Eine wesentliche Rolle spielten hierbei konzerninterne Kredite (5 Mrd €). Als Investoren traten vorwiegend Unternehmen aus den Partnerländern der Währungsunion auf.

*Ausländische
Direkt-
investitionen
in Deutschland*