

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte
im Zeichen
geopolitischer
Risiken und
geldpolitischer
Lockerung*

Die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten wurde in den Frühjahrsmonaten 2014 wesentlich von der sehr expansiv ausgerichteten Geldpolitik in den wichtigsten Währungsräumen bestimmt. So hat der EZB-Rat im Juni weitere stimulierende geldpolitische Maßnahmen beschlossen. In der Folge hat sich das Renditeniveau an den Anleihemärkten insbesondere im Euro-Raum deutlich verringert. Zugleich blieb der Risikoappetit der Marktteilnehmer hoch, sodass risikobehaftete Anlagen bis in den Juni hinein mit äußerst geringen Renditeaufschlägen gehandelt wurden. Dabei wurden die hohen Kurse von Aktien und Unternehmensanleihen durch eine positive konjunkturelle Grundeinschätzung der Marktteilnehmer gestützt. Gestiegene geopolitische Spannungen sowie – damit wohl auch zusammenhängend – zuletzt teilweise schwächer als erwartet ausgefallene Konjunkturindikatoren vor allem für den Euro-Raum belasteten anschließend aber insbesondere die Marktbewertungen europäischer Unternehmen. So mussten die europäischen Aktienmärkte seit Ende März im Ergebnis Kursverluste von rund 5% hinnehmen, während der US-Aktienmarkt günstiger abschnitt. Die Kursentwicklung an den Devisenmärkten wurde maßgeblich von den aktuellen geldpolitischen Entscheidungen und den Erwartungen über den zukünftigen geldpolitischen Kurs dies- und jenseits des Atlantiks geprägt. Im Ergebnis hat der Euro verglichen mit Ende März handelsgewichtet rund 2 ½% an Wert eingebüßt.

■ Wechselkurse

*Euro verliert per
saldo gegenüber
US-Dollar, ...*

An den Devisenmärkten hat die geldpolitische Lockerung im Euro-Raum den Kurs des Euro spürbar belastet. Gegenüber dem US-Dollar hat er im Vergleich zu Ende März 2014 per saldo rund 3% an Wert verloren.

Bis Anfang Mai legte der Euro allerdings zunächst an Wert zu; er erreichte mit knapp 1,40 US- $\text{\$}$ zwischenzeitlich sogar den höchsten Stand seit Herbst 2011. Dafür waren einerseits positive Wirtschaftsdaten aus einigen Mitgliedsländern des Euro-Raums und die vom Markt positiv aufgenommene erste Emission griechischer Staatsanleihen verantwortlich. Andererseits wurde der Euro-Dollar-Kurs durch die Veröffentlichung des Sitzungsprotokolls der US-Notenbank gestärkt, die dazu führte, dass die Marktteilnehmer eine zügige Heraufsetzung des US-Leitzinses mehrheitlich für weniger wahrscheinlich hielten.

*... steigt
zunächst aber
auf höchsten
Stand seit mehr
als zwei Jahren*

Der Aufwärtstrend der Gemeinschaftswährung kehrte sich erst um, als EZB-Präsident Draghi für Juni eine weitere geldpolitische Lockerung in Aussicht stellte. Zusätzlich geschwächt wurde der Euro in dieser Phase durch sich eintrübende Konjunkturerwartungen. Die dann tatsächlich erfolgte Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes im Euro-Raum auf ein Rekordtief von 0,15% und die Ankündigung weiterer geldpolitischer Lockerungsmaßnahmen verstärkten Anfang Juni den Druck auf den Euro.

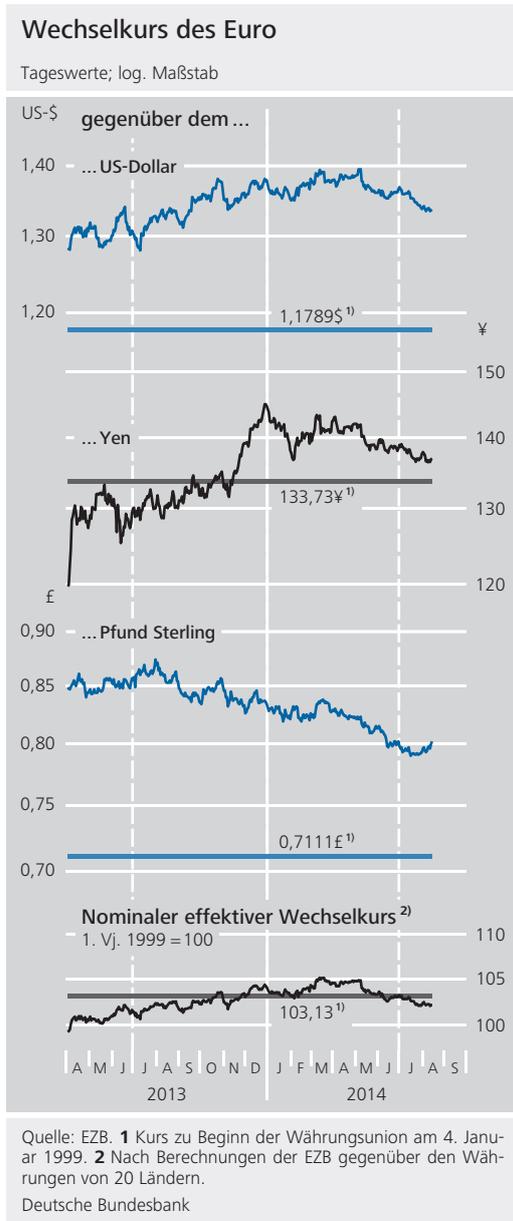
*Euro
geschwächt
durch weitere
geldpolitische
Lockerung im
Euro-Raum ...*

Nach einer zwischenzeitlichen Stabilisierung geriet der Euro erneut unter Abwertungsdruck als Anfang Juli besser als erwartet ausgefallene Zahlen zum US-Arbeitsmarkt veröffentlicht wurden. Mit den positiven Wirtschaftsdaten stieg in den Augen der Marktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit einer früheren Zinserhöhung in den Vereinigten Staaten. Zudem schwächten die politischen Spannungen im Zusammenhang mit dem Ukraine Konflikt den Euro. Zuletzt notierte die Gemeinschaftswährung mit knapp 1,34 US- $\text{\$}$ in der Nähe des Jahrestiefstandes.

*... und
infolge sich
verfestigender
Erwartungen auf
Zinswende in
den Vereinigten
Staaten*

Auch gegenüber dem Yen hatte der Euro im späten Frühjahr und im Sommer Einbußen zu verzeichnen, nachdem er im vergangenen Jahr noch um über ein Viertel an Wert gewonnen hatte. Diese sind zum einen auf ein höher als

*Gemeinschafts-
währung verliert
auch gegenüber
Yen ...*



erwartet ausgefallenes Wirtschaftswachstum in Japan für das erste Quartal zurückzuführen. Zum anderen dürfte der Yen auch von der gestiegenen Unsicherheit an den internationalen Finanzmärkten profitiert haben, was in der Vergangenheit bereits häufiger zu einem Kursanstieg der japanischen Währung geführt hat. Zuletzt notierte der Euro bei 137 Yen und damit etwa 4% schwächer als Ende März.

Kursverluste erlitt die Gemeinschaftswährung auch gegenüber dem Pfund Sterling. Ausschlaggebend waren in erster Linie wiederholte Signale der Bank von England, die Leitzinsen möglicherweise früher als von den Marktteilneh-

... und
 Pfund Sterling

mern erwartet zu erhöhen. Die überraschend zügige Erholung am britischen Arbeitsmarkt, infolge derer die Arbeitslosenquote im Vereinigten Königreich auf den niedrigsten Stand seit November 2008 gefallen war, trug ebenfalls zur Anpassung der Erwartungen der Marktteilnehmer bei und schwächte so den Euro-Pfund-Kurs. Zuletzt stand er bei 0,80 Pfund Sterling. Der Euro notierte damit rund 3% schwächer als am Ende des ersten Quartals.

Gegenüber den Währungen der 20 wichtigsten Handelspartner hat der Euro im Vergleich zu Ende März rund 2½% abgewertet. Zuletzt notierte die Gemeinschaftswährung damit rund 1% unter dem Stand zu Beginn der Währungsunion. Auch real betrachtet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den wichtigen Handelspartnern – hat der effektive Euro im Berichtszeitraum an Wert verloren. Hierdurch hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem Euro-Raum verbessert. Sie ist aber dennoch etwas ungünstiger einzuschätzen als im langfristigen Durchschnitt.

Auch effektiver Wechselkurs des Euro notiert schwächer

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Die Anleihemärkte des Euro-Raums standen im Berichtszeitraum sowohl in der Erwartung geldpolitischer Lockerungsmaßnahmen als auch unter dem Einfluss verschärfter geopolitischer Spannungen, die der Nachfrage nach sicheren Anleihen zusätzlichen Schub verliehen. Diese Sicherheitszuflüsse, die Leitzinssenkung und die Ankündigung von Sondermaßnahmen des Eurosystems trugen dazu bei, dass sich der Rückgang der Kapitalmarktrenditen in Europa fortsetzte. Zuletzt erreichte das Renditeniveau europäischer Staatsanleihen in vielen EUWU-Ländern – so auch in Deutschland – neue Tiefstände (vgl. Schaubild auf S. 53). Insgesamt fiel die BIP-gewichtete Rendite zehnjähriger Anleihen von EUWU-Staaten (ohne Deutschland) seit Ende März von 2,7% auf 2,1%, verglichen mit einem

Europäische Anleihemärkte geprägt durch niedrige Zinsen

Renditerückgang laufzeitgleicher Bundesanleihen um 54 Basispunkte auf etwas über 0,9%.

Starker Zinsrückgang bei Staatsanleihen in der EWU-Peripherie

Dabei sind die Renditen von Staatsanleihen der Peripherieländer des Euro-Gebiets überdurchschnittlich stark zurückgegangen. Innerhalb dieser Ländergruppe zeigten sich allerdings unterschiedliche Entwicklungen. So ist das Zinsniveau in Spanien stärker gesunken als in Italien, nicht zuletzt weil sich die BIP-Wachstumserwartungen (Consensus Forecast) in Spanien vergleichsweise günstiger entwickelt haben. In beiden Ländern haben sich zugleich die Kreditrisikoprämien (Credit Default Swaps: CDS) ermäßigt. Im Ergebnis haben sich mit Ausnahme Portugals und Griechenlands die Renditeaufschläge lang laufender Staatsanleihen der Peripherieländer des Euro-Gebiets gegenüber laufzeitgleichen Bundstiteln eingengt.¹⁾ Der Vertrauensvorschuss der Marktteilnehmer in künftige Reformfortschritte hat sich damit der Tendenz nach erhöht.

Rückläufige Zinsen auch in den USA

Auch das Zinsniveau am US-amerikanischen Rentenmarkt stand angesichts geopolitischer Risiken unter dem Eindruck von „Safe Haven“-Flüssen. Im Ergebnis fielen die Renditen zehnjähriger US-Treasuries im Berichtszeitraum von 2,75% auf 2,4%. Zugleich behielt die US-Notenbank ihren Kurs bei, die monatlichen Käufe von Treasuries und Hypothekenanleihen in Schritten von zusammen 10 Mrd US-\$ zu reduzieren. Da der Renditerückgang von US-Staatsanleihen schwächer ausfiel als derjenige deutscher Bundesanleihen, erreichte der Zinsabstand zehnjähriger US-Treasuries zu laufzeitgleichen Bundesanleihen zuletzt ein Niveau von 147 Basispunkten, während er im März noch bei 125 Basispunkten gelegen hatte. Er bewegte sich damit in der Nähe seines Höchststandes seit Beginn der Währungsunion.

Zinsstrukturkurve aus Bundeswertpapieren erneut verflacht

Die deutsche Zinsstrukturkurve, die aus den Renditen von Bundeswertpapieren ermittelt wird, hat sich seit Ende März – gemessen am Renditeabstand von zehnjährigen gegenüber zweijährigen Anleihen – um 40 Basispunkte auf 111 Basispunkte abgeflacht. Damit setzte sich

Anleiherenditen in Deutschland, im übrigen Euro-Raum und in den USA

Monatswerte



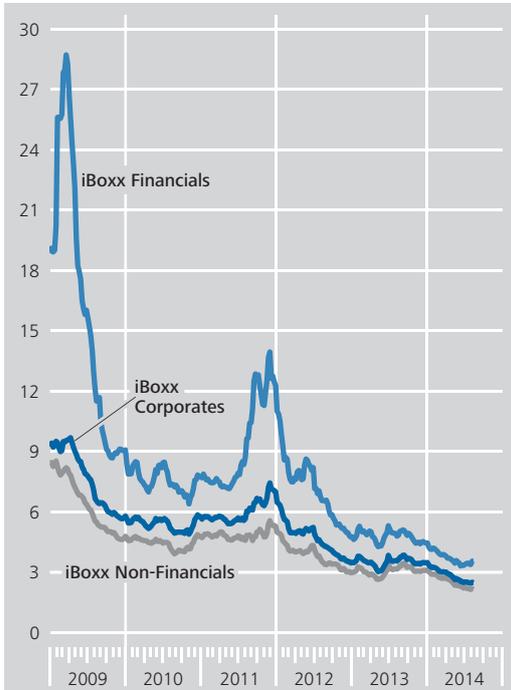
Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

die Einengung des Zinsgefälles fort, das zu Jahresbeginn noch bei 187 Basispunkten gelegen hatte. Die Verflachung der Zinsstruktur spiegelt in erster Linie die Erwartung eines für längere Zeit niedrigen Kurzfristzinses wider, zu der die geldpolitischen Maßnahmen des EZB-Rats maßgeblich beigetragen haben. Änderungen der Terminprämien waren dagegen von geringerer Bedeutung.

¹ In Portugal haben die Schwierigkeiten einer Privatbank, die vom Staat gestützt werden musste, den Renditerückgang gebremst.

Renditen für Unternehmensanleihen im Euro-Raum^{*)}

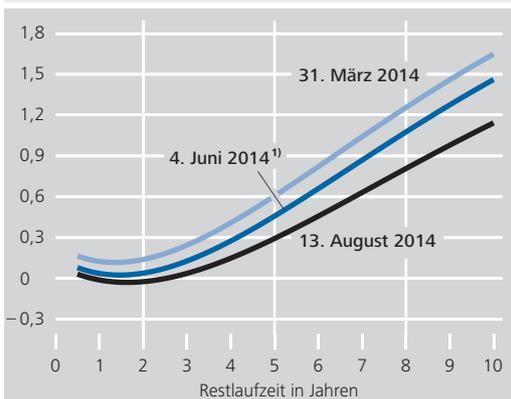
in %, Wochendurchschnitte



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

Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt^{*)}

in %



* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren.
 1 Tag vor der jüngsten Zinssenkung durch den EZB-Rat.
 Deutsche Bundesbank

Inflationserwartungen verankert

Die fünfjährige Termininflationssrate in fünf Jahren auf Basis von Inflationsswaps blieb im Ergebnis wenig verändert bei 2,1% per annum. Die längerfristigen Inflationserwartungen sind vor diesem Hintergrund im derzeitigen Zinsumfeld als verankert anzusehen.

Die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen am Kapitalmarkt haben sich seit Ende des ersten Quartals weiter verbessert. Im Juli wurden bei Renditen von Unternehmensanleihen die tiefsten Stände seit Beginn der Währungsunion erreicht, sodass es für Unternehmen aus dem Euro-Raum seither noch nie so günstig war, sich am Anleihemarkt zu finanzieren. Im Ergebnis verringerten sich für europäische finanzielle Unternehmen die Renditen von Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren und einem BBB-Rating seit Ende März von 3,8% auf zuletzt 3,5%.²⁾ Die entsprechenden Anleiherenditen von europäischen nichtfinanziellen Unternehmen sanken ebenfalls, und zwar von 2,7% auf 2,1%. Nach zunächst rückläufigen Renditeaufschlägen gegenüber Bundesanleihen setzte im Juni allerdings eine Gegenbewegung ein, weil die Erwartung einer weiterhin lockeren Geldpolitik und die „Flucht in die Sicherheit“ ihren Widerhall am Markt für Bundeswertpapiere in Form stark sinkender Renditen fand. Entsprechend weiteten sich die Renditeaufschläge europäischer Unternehmensanleihen seither etwas aus; sie liegen damit aber noch immer geringfügig (5 Basispunkte) unter dem Stand von Ende März.

Finanzierungskosten von Unternehmen am Kapitalmarkt auf historischem Tiefstand

Die Prämien für Kreditausfallversicherungen von Unternehmen sind ebenfalls gefallen. Vor dem Hintergrund des fortbestehenden globalen Niedrigzinsumfelds deutet dies auf eine weiter recht niedrige Kompensation der Investoren für implizit erwartete Kreditausfallverluste hin.

CDS-Spreads gefallen

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im zweiten Quartal 2014 auf 358½ Mrd €; es lag somit deutlich unter dem Wert des Vorquartals (395½ Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis inländische Schuldverschreibungen im Wert von 1 Mrd € getilgt. Ausländische Schuldner brachten Pa-

Gesunkener Nettoabsatz am Rentenmarkt

²⁾ Hierbei werden Renditen von Anleihen der Unternehmen aus den nach Ratingklassen unterschiedenen Anleiheindizes von iBoxx zugrunde gelegt.

piere im Wert von 28 Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 27 Mrd €.

*Größere Mittel-
aufnahme
öffentlicher
Stellen*

Die öffentliche Hand nahm den Rentenmarkt im Frühjahrsquartal mit 14½ Mrd € in Anspruch, verglichen mit 4 Mrd € im Dreimonatsabschnitt 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 und 30-jährige Anleihen (13 Mrd € bzw. 2½ Mrd €). Zudem begab er eine langfristige inflationsindexierte Anleihe in einem Umfang von 2 Mrd €. Dem standen Nettotilgungen von Bundesobligationen sowie von unverzinslichen Bubills in Höhe von jeweils 3½ Mrd € gegenüber. Die Länder emittierten im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 5½ Mrd €.

*Nettotilgungen
von Unter-
nehmens-
anleihen*

Inländische Unternehmen, die einen Großteil ihres Finanzbedarfs aus internen Quellen decken, tilgten im zweiten Vierteljahr 2014 Schuldverschreibungen für per saldo 5 Mrd €. Bei diesen handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um Titel mit Laufzeiten von bis einem Jahr. Dabei standen einer gestiegenen Kapitalmarktverschuldung von Finanzunternehmen Nettotilgungen nichtfinanzieller Unternehmen in Höhe von 6½ Mrd € gegenüber.

*Nettotilgungen
der Kredit-
institute*

Wie bereits im Vorquartal führten die inländischen Kreditinstitute ihre Kapitalmarktverschuldung zurück, und zwar um 10 Mrd €, verglichen mit 17½ Mrd € im ersten Quartal. Dabei tilgten sie vor allem Öffentliche Pfandbriefe (8 Mrd €), in geringerem Umfang auch die flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (3½ Mrd €) sowie Hypothekendarlehen (2 Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute in Höhe von 3½ Mrd € gegenüber.

Als Erwerber am heimischen Anleihemarkt traten von April bis Juni vor allem inländische Nichtbanken in Erscheinung, die Rentenwerte

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

| Position | 2013 | 2014 | |
|------------------------------|--------|--------|--------|
| | 2. Vj. | 1. Vj. | 2. Vj. |
| Schuldverschreibungen | | | |
| Inländer | 27,3 | 1,2 | 16,6 |
| Kreditinstitute | - 2,5 | - 5,4 | 1,2 |
| darunter: | | | |
| ausländische | | | |
| Schuldverschreibungen | 8,9 | 5,0 | 2,3 |
| Deutsche Bundesbank | - 3,7 | - 2,3 | - 4,4 |
| Übrige Sektoren | 33,6 | 8,9 | 19,8 |
| darunter: | | | |
| inländische | | | |
| Schuldverschreibungen | 7,7 | - 15,3 | - 9,8 |
| Ausländer | - 14,9 | 14,7 | 10,3 |
| Aktien | | | |
| Inländer | 11,5 | 10,7 | 15,7 |
| Kreditinstitute | - 1,1 | 7,2 | 2,8 |
| darunter: | | | |
| inländische Aktien | - 1,3 | 5,7 | 0,5 |
| Nichtbanken | 12,6 | 3,5 | 12,9 |
| darunter: | | | |
| inländische Aktien | 7,0 | 1,2 | 1,8 |
| Ausländer | 1,6 | - 6,0 | 7,7 |
| Investmentzertifikate | | | |
| Anlage in Spezialfonds | 13,0 | 20,9 | 11,7 |
| Anlage in Publikumsfonds | 1,5 | 2,7 | 2,5 |
| darunter: | | | |
| Aktienfonds | - 1,0 | - 0,6 | 0,4 |

Deutsche Bundesbank

für 20 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Dabei standen ausländische Titel, die typischerweise höhere Renditen aufweisen als beispielsweise Bundesanleihen, stark im Fokus ihres Anlageinteresses (30 Mrd €). Ausländische Investoren erwarben deutsche Schuldverschreibungen für 10½ Mrd €, wobei es sich im Ergebnis überwiegend um Titel privater Emittenten handelte. Auch die heimischen Kreditinstitute kauften zinstragende Papiere, und zwar für 1 Mrd €.

*Erwerb von
Schuldver-
schreibungen
vor allem durch
inländische
Nichtbanken*

Die internationalen Aktienmärkte entwickelten sich im Frühjahr noch überwiegend freundlich (vgl. Schaubild auf S. 56). Bis in den Juli hinein stiegen die Aktienkurse; einige Indizes wie der amerikanische S&P 500 oder der deutsche DAX, bei dem es sich allerdings um einen Performance-Index handelt, verzeichneten Rekordstände. Neben der durch die Leitzinssenkung und die Sondermaßnahmen des Eurosystems begründeten Erwartung auf längerfristig niedrige Zinsen stützte sich der Kursanstieg der

*Aktienmärkte
uneinheitlich*



europäischen Aktien auf ein positives Konjunkturbild und einen Anstieg der langfristigen Gewinnerwartungen. Im Juli trübten sich dann allerdings das konjunkturelle Bild und die Gewinnaussichten ein. Während die Quartalsergebnisse für US-amerikanische Aktiengesellschaften überwiegend besser als von den Analysten erwartet ausfielen, zeigte sich für deutsche Unternehmen kein vergleichbar positives Bild. Zudem rückten geopolitische Risiken stärker in den Vordergrund. Insbesondere mit dem Konflikt um die Ukraine verbanden die Marktteilnehmer in Europa und Deutschland die Sorge, dass die daraus resultierenden Wirtschaftssanktionen gegen Russland die Unternehmen belasten könnten. Im Ergebnis haben sich die Aktienmärkte seit Ende des ersten Quartals uneinheitlich entwickelt: US-amerikanische Aktien, gemessen am S&P 500, gewannen 4%, während in Europa der Euro Stoxx 5% und der CDAX-Kursindex 6% verloren.

Die Aktienmarktentwicklung in Europa stand nicht zuletzt unter dem negativen Einfluss europäischer Bankaktien; diese verzeichneten mit 11% deutlich stärkere Verluste als der Gesamtmarkt. Neben der akuten Krise einer portugiesischen Bank im Juli spielte hierbei möglicherweise auch die Unsicherheit über die Ergebnisse der Bilanzprüfung eine Rolle, die derzeit vor der Einführung des einheitlichen europäischen Überwachungsmechanismus durchgeführt wird. Ratingagenturen begründeten zudem verschlechterte Ratingausblicke damit, dass im Falle einer Schieflage staatliche Rettungsmaßnahmen nach Einführung des europäischen Abwicklungsmechanismus weniger wahrscheinlich seien. Kapitalerhöhungen im Bankensektor, um die künftigen Eigenkapitalstandards zu erfüllen, setzten die Kurse zusätzlich unter Druck. Einzig spanische Bankaktien verzeichneten leichte Kursgewinne, worin eine positive Markteinschätzung der eingeleiteten Reformen zum Ausdruck kommt.

Erhebliche Kursverluste europäischer Banken

Die mittels eines Dividendenbarwert-Modells errechneten impliziten Aktienrisikoprämien für den Euro Stoxx und den S&P 500 verharrten bei 8,5% beziehungsweise 5,8%. Während die von den Anlegern geforderte Kompensation für ein Aktienengagement damit für europäische Werte über dem langfristigen Durchschnitt liegt, notiert sie für amerikanische Werte leicht darunter. Angesichts der Kursrückgänge und kaum veränderter Gewinnerwartungen ist das Kurs-Gewinn-Verhältnis auf der Grundlage 12-monatiger Gewinnwachstumsenerwartungen für den Euro Stoxx zuletzt auf 13,8 gesunken, während es für den S&P 500 verglichen mit Ende März noch weiter gestiegen ist. Beide Bewertungsindikatoren liegen weiterhin über den fünfjährigen Durchschnitt, was nach wie vor auf eine relativ hohe Bewertung von Aktien hindeutet.

Kurs-Gewinn-Verhältnis weiterhin hoch

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt hat sich im zweiten Vierteljahr etwas belebt. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für 10 Mrd €; dabei handelte es sich überwiegend um börsennotierte Dividenden-

Mittelaufnahme am Aktienmarkt und Aktienwerb etwas belebt

titel. Ein Großteil entfiel hierbei auf eine Kapitalerhöhung eines DAX-Unternehmens. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg um 13 ½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere in erster Linie von heimischen Nichtbanken (13 Mrd €) und ausländischen Investoren (7 ½ Mrd €). Inländische Kreditinstitute kauften Dividendenwerte in Höhe von 3 Mrd €. Bei den beiden inländischen Erwerbergruppen standen jeweils ausländische Werte im Vordergrund des Kaufinteresses.³⁾

Lebhafter Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtsquartal einen Mittelzufluss in Höhe von 14 Mrd €, nach einem Aufkommen von 23 ½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (11 ½ Mrd €). In den einzelnen Anlageklassen haben hauptsächlich Aktienfonds (5 Mrd €), aber auch Gemischte Fonds und Gemischte Wertpapierfonds (je 3 ½ Mrd €) neue Anteile untergebracht. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften konnten im zweiten Quartal 2014 im Ergebnis neue Mittel für 8 ½ Mrd € akquirieren. Auf der Erwerberseite dominierten gebietsansässige Nichtbanken, die Anteilscheine für 21 ½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich in erster Linie heimische Papiere. Ausländische Investoren und inländische Kreditinstitute erwarben Investmentzertifikate für jeweils ½ Mrd €.

■ Direktinvestitionen

Kapitalexporte im Bereich der Direktinvestitionen

Ebenso wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, welcher Mittelabflüsse im Umfang von netto 22 ½ Mrd € verzeichnete, ergaben sich im Bereich der Direktinvestitionen im zweiten Quartal 2014 Netto-Kapitalexporte, und zwar in Höhe von 16 Mrd €.

Ausschlaggebend war die vergleichsweise hohe Mittelbereitstellung gebietsansässiger Unter-

³ Zu den Direktinvestitionen siehe unten.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

| Position | 2013 | 2014 | |
|---|-----------|-----------|-----------|
| | 2. Vj. p) | 1. Vj. p) | 2. Vj. p) |
| I. Leistungsbilanz | + 46,8 | + 49,4 | + 44,1 |
| 1. Warenhandel ¹⁾ | + 56,0 | + 53,1 | + 53,1 |
| 2. Dienstleistungen ²⁾ | - 11,7 | - 7,1 | - 8,7 |
| 3. Primäreinkommen | + 9,9 | + 18,2 | + 6,6 |
| 4. Sekundäreinkommen | - 7,4 | - 14,8 | - 6,9 |
| II. Vermögensänderungsbilanz | + 0,8 | + 1,7 | + 0,6 |
| III. Kapitalbilanz (Zunahme: +) | + 67,2 | + 66,7 | + 64,2 |
| 1. Direktinvestition | + 15,0 | + 25,3 | + 15,8 |
| Inländische Anlagen im Ausland | + 30,7 | + 27,1 | + 23,2 |
| Ausländische Anlagen im Inland | + 15,7 | + 1,7 | + 7,3 |
| 2. Wertpapieranlagen | + 52,3 | + 31,2 | + 22,7 |
| Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten | + 39,1 | + 40,5 | + 41,3 |
| Aktien ³⁾ | + 3,3 | + 3,4 | + 4,9 |
| Investmentfondsanteile ⁴⁾ | + 4,1 | + 9,7 | + 8,6 |
| darunter: | | | |
| Geldmarktfondsanteile | - 1,1 | + 1,1 | - 2,0 |
| langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾ | + 32,0 | + 22,5 | + 27,6 |
| darunter: | | | |
| denominiert in Euro ⁶⁾ | + 24,9 | + 22,3 | + 23,9 |
| kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾ | - 0,2 | + 4,9 | + 0,2 |
| Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten | - 13,2 | + 9,3 | + 18,6 |
| Aktien ³⁾ | + 2,5 | - 5,3 | + 7,7 |
| Investmentfondsanteile | - 0,8 | - 0,1 | + 0,7 |
| langfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾ | - 18,5 | + 7,9 | + 11,0 |
| darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾ | + 3,8 | + 19,7 | + 9,7 |
| kurzfristige Schuldverschreibungen ⁷⁾ | + 3,6 | + 6,8 | - 0,6 |
| 3. Finanzderivate ⁹⁾ | + 4,7 | + 5,0 | + 9,0 |
| 4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾ | - 4,9 | + 5,8 | + 17,3 |
| Monetäre Finanzinstitute | + 13,3 | - 0,8 | + 41,8 |
| Unternehmen und Privatpersonen ¹¹⁾ | - 10,2 | + 18,4 | - 4,0 |
| Staat | - 6,0 | + 6,0 | - 3,5 |
| Bundesbank | - 2,1 | - 17,9 | - 17,1 |
| 5. Währungsreserven ¹²⁾ | + 0,1 | - 0,6 | - 0,6 |
| IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹³⁾ | + 19,5 | + 15,7 | + 19,5 |

¹ Ohne Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. ² Einschl. Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. ³ Einschl. Genussscheine. ⁴ Einschl. reinvestierter Erträge. ⁵ Bis einschl. 2012 bereinigt um Stückzinsen. Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. ⁶ Einschl. noch ausstehender DM-Auslandsanleihen. ⁷ Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit bis zu einem Jahr. ⁸ Einschl. Anleihen der früheren Bundesbahn, der früheren Bundespost und der früheren Treuhandanstalt. ⁹ Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktienoptionen. ¹⁰ Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. ¹¹ Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck. ¹² Ohne Zuteilung von Sonderziehungsrechten und bewertungsbedingten Änderungen. ¹³ Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

*Deutsche
Direkt-
investitionen
im Ausland*

nehmen an das Ausland, die im zweiten Quartal bei 23 Mrd € lag. Dabei haben die Unternehmen im Wesentlichen den Bestand an Beteiligungskapital im engeren Sinne aufgestockt (10½ Mrd €), Gewinne reinvestiert (8½ Mrd €) und Direktinvestitionskredite ausgeweitet (4½ Mrd €).⁴ Bei Letzteren stand einer Ausweitung der Finanzkredite (5 Mrd €) – insbesondere an ausländische Tochtergesellschaften – eine Rückführung der Handelskredite (½ Mrd €) gegenüber. Eine besondere Rolle spielten im Berichtszeitraum die Beziehungen zu Schweden, der Schweiz, Luxemburg und dem Vereinigten Königreich. Während die deutschen Direktinvestitionen in Schweden (7 Mrd €) – insbesondere im Fahrzeugbau – und Luxemburg (3 Mrd €) vorwiegend durch die Aufstockung des Beteiligungskapitals getätigt wurden, erfolgte die Ausweitung des Engagements in der Schweiz (3 Mrd €) und dem Vereinigten Königreich (2 Mrd €) über Direktinvestitionskredite.

Ausländische Investoren weiteten ihr Engagement in Deutschland im zweiten Quartal leicht

aus (7½ Mrd €). Der Kapitalaufbau erfolgte dabei hauptsächlich über konzerninterne Kredite (7 Mrd €). Ein wichtiges Herkunftsland waren die Niederlande (5 Mrd €). Die ausländischen Tochtergesellschaften hiesiger Unternehmen an diesem beliebten Standort deutscher Finanzierungsgesellschaften stellten ihren in Deutschland ansässigen Muttergesellschaften überwiegend Mittel zur Verfügung, die sie zuvor über die Emission von Wertpapieren am internationalen Kapitalmarkt aufgenommen hatten.

*Ausländische
Direkt-
investitionen
im Inland*

⁴ Mit der Umsetzung der 6. Auflage des Handbuchs zur Zahlungsbilanz und zum Auslandsvermögensstatus des Internationalen Währungsfonds (BPM6) in Deutschland werden die Kreditbeziehungen verbundener Unternehmen nach dem Asset-Liability-Prinzip dargestellt. Damit enthalten Direktinvestitionskredite an das Ausland neben den von inländischen Muttergesellschaften vergebenen Krediten auch diejenigen hier ansässiger Niederlassungen an ihre gebietsfremden Eigner. Entsprechendes gilt für die aus dem Ausland zufließenden Direktinvestitionskredite. Vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Änderungen in der Methodik und Systematik der Zahlungsbilanz und des Auslandsvermögensstatus, Monatsbericht, Juni 2014, S. 59–70.