

## Finanzmärkte

### Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte bewerten wirtschaftliche Folgen der Corona-Pandemie*

Die Bewertung der wirtschaftlichen und finanziellen Folgen der Corona-Pandemie beherrschte in den letzten Wochen die Entwicklungen an den internationalen Finanzmärkten. Während die Marktteilnehmer zu Jahresbeginn 2020 die konjunkturellen Aussichten noch recht positiv einschätzten und die Aktienmärkte vielerorts neue Höchststände erreichten, bestimmte die Corona-Krise ab Ende Februar immer mehr das Marktgeschehen. An den Aktienmärkten kam es zu einem sprunghaften Anstieg der Volatilität und starken Kursverlusten. Zugleich waren Anleihen mit hoher Bonität – trotz zeitweiliger Anspannungen selbst an diesen hoch liquiden Märkten – sehr gefragt („Safe Haven“-Anlagen). So rentierten Bundeswertpapiere in der ersten Märzhälfte zu historisch niedrigen Renditen. Die Ankündigungen fiskal- und geldpolitischer Stützungsmaßnahmen stabilisierten Mitte März das Marktgeschehen: Die Notenbanken großer Währungsräume lockerten ihren geldpolitischen Kurs und nutzten dabei zum Teil neue geldpolitische Instrumente. Der EZB-Rat kündigte im März an, das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme: APP) um einen temporären Rahmen zusätzlicher Nettokäufe in Höhe von 120 Mrd € aufzustocken. Außerdem beschloss er mit dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP) ein zusätzliches Kaufprogramm. Das PEPP sieht Käufe von privaten und staatlichen Schuldverschreibungen im Umfang von 750 Mrd € bis Ende des Jahres 2020 vor. Gleichzeitig zeichneten sich zusätzliche Emissionen von Staatsanleihen ab, welche dazu beitragen sollten, die fiskalischen Belastungen der Corona-Krise zu finanzieren. Insgesamt transferieren diese Maßnahmen perspektivisch einen Teil der Kosten und Risiken der Pandemie aus dem privaten in den öffentlichen Sektor. An den Aktienmärkten machte sich dies durch eine rückläufige Volatilität und eine deutliche Kurserholung bemerkbar. Die Renditen an

den Staatsanleihenmärkten entwickelten sich dagegen uneinheitlich. Im Euroraum zogen sie nach ihren Tiefständen wieder etwas an. Die Renditeunterschiede zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums weiteten sich dabei zunächst aus, engten sich dann aber unter dem Eindruck des neuen PEPP wieder leicht ein. Die Teilnehmer an den Devisenmärkten fragten angesichts der erhöhten Unsicherheit verstärkt Währungen nach, die als vergleichsweise sicher empfunden werden. In

### Implizite Volatilitäten an den Finanzmärkten

in %, Tageswerte



Quellen: Bloomberg und Thomson Reuters. **1** Berechnet aus Preisen von Indexoptionen mit einer Laufzeit von 30 Tagen. **2** Implizite Volatilität von Währungsoptionen mit einer Laufzeit von drei Monaten. **3** Implizite Volatilität von Optionen auf den Bund Future (Deutschland) bzw. T-Note Future (USA) für einen Horizont von drei Monaten.

Deutsche Bundesbank

effektiver Rechnung werteten der US-Dollar, der Euro, der Yen und der Schweizer Franken auf. Vor allem Währungen von Rohstoffexporteuren sowie von Schwellen- und ehemaligen Transformationsländern gaben dagegen auf breiter Basis nach. Passend hierzu waren im März umfangreiche Mittelabzüge aus Investmentfonds zu beobachten, die in Schwellenländer investierten.

## ■ Wechselkurse

Die Devisenmärkte waren in den letzten Monaten geprägt von der globalen Ausbreitung des neuartigen Coronavirus sowie von den Einschätzungen der Marktteilnehmer über die daraus entstehenden wirtschaftlichen Belastungen und über die wirtschaftspolitischen Maßnahmen zur Krisenbekämpfung. Nachdem sich das Virus im Februar von Asien aus auf andere Kontinente ausgebreitet hatte und erste negative Folgen für die Weltwirtschaft sichtbar wurden, stieg die Unsicherheit an den Finanzmärkten drastisch an. Dies kam tendenziell Währungen zugute, die als vergleichsweise sicher eingeschätzt wurden.

Der Euro gewann gegenüber dem US-Dollar von Mitte Februar bis zur zweiten Märzwoche zunächst spürbar an Wert. Den US-Dollar belasteten dabei Spekulationen, dass die Federal Reserve (Fed) die Leitzinsen senken könnte, um einem krisenbedingten Abschwung der US-Wirtschaft entgegenzutreten. Zwar hatte auch das Eurosystem seine Bereitschaft zur Krisenbekämpfung angekündigt, der geldpolitische Spielraum der Fed war aber aufgrund des dort höheren Leitzinsniveaus größer. Schon vor ihrer regulären Sitzung beschloss die Fed dann bereits Anfang März tatsächlich eine Leitzinssenkung, die mit 50 Basispunkten zudem stärker als erwartet ausfiel. Da die Marktteilnehmer von Umfang und Zeitpunkt dieser Zinssenkung überrascht wurden, wertete dies den Euro gegenüber dem US-Dollar noch zusätzlich auf. Auch aufkommende Spekulationen auf mögliche weitere Zinssenkungen der Fed trugen in

der Folgezeit zunächst zu den Kursgewinnen des Euro bei.

Zu Beginn der zweiten Märzwoche brachen die Ölpreise drastisch ein, nachdem eine Einigung zwischen den OPEC-Mitgliedsländern und Russland auf eine Rückführung der Ölfördermenge vorerst gescheitert war. Dies ließ die Risikoaversion der Anleger steigen und löste heftige Turbulenzen an den Finanzmärkten aus. Auch die Volatilität wichtiger Eurokurse nahm dadurch kräftig zu. Der Euro stieg zwar zunächst auf eine Notierung von 1,15 US- $\text{\$}$  an, ein Kurs, den er zuletzt vor mehr als einem Jahr erreicht hatte. In der Folgezeit setzte aber ein Stimmungsumschwung zugunsten des US-Dollar ein. Marktteilnehmer fragten verstärkt als besonders sicher eingeschätzte Währungen wie den US-Dollar nach, als sich die Verwerfungen an den Finanzmärkten fortsetzten und die Weltgesundheitsorganisation die Ausbreitung des Coronavirus als Pandemie eingestuft hatte. Gleichzeitig schwächten den Euro die steigende Zahl an Neuinfektionen im Euroraum, die Abriegelung von Teilen Norditaliens sowie die daraus absehbar erwachsenden konjunkturellen Belastungen. Eine außerordentliche Leitzinssenkung der Fed um weitere 100 Basispunkte hatte ebenso wenig einen nachhaltigen Einfluss auf die Kursentwicklung wie das vom EZB-Rat beschlossene Anleihekaufprogramm PEPP. Im Ergebnis fiel der Euro in der zweiten Märzhälfte auf 1,07 US- $\text{\$}$  und damit auf den tiefsten Stand seit April 2017.

Erst eine konzertierte Aktion des Eurosystems, der Fed sowie der Zentralbanken von Kanada, dem Vereinigten Königreich, Japan und der Schweiz beendete den Höhenflug des US-Dollar. Dabei wurde zur weiteren Stärkung der Versorgung mit US-Dollar-Liquidität vereinbart, US-Dollar-Swaps mit einer Laufzeit von sieben Tagen nicht nur wie bisher wöchentlich, sondern täglich anzubieten. Diese ermöglichen es den beteiligten Zentralbanken, sich US-Dollar bei der Fed gegen die eigene Währung zu beschaffen und das inländische Bankensystem mit US-Dollar zu versorgen. Die konzertierte Aktion

*Corona-Pandemie stärkt sichere Währungen*

*Euro mit Wertverlusten gegenüber US-Dollar ...*

verringerte offensichtlich Sorgen der Marktteilnehmer um die Liquiditätsversorgung des Bankensystems mit US-Dollar und um eine eventuelle US-Dollar-Knappheit. Denn die bis dahin negative „Dollarbasis“ des Euro, des Yen und des Schweizer Franken, die ein Indikator für Anspannungen am Devisenmarkt ist, baute sich danach zügig ab, und die hohe Wechselkursvolatilität ging spürbar zurück.<sup>1)</sup> Damit trug die Maßnahme zu einer Marktberuhigung bei. Der Euro konnte in der Folge einen Teil der vorangegangenen Kursverluste wieder wettmachen. Seitdem bewegt sich der Euro gegenüber dem US-Dollar ohne klaren Trend in einem engen Band zwischen 1,08 US-\$ und 1,10 US-\$. Zum Ende der Berichtsperiode notierte er bei 1,08 US- $\text{\$}$ ; er hat damit seit Jahresbeginn 3,9% an Wert verloren.

... und gegenüber Yen, ...

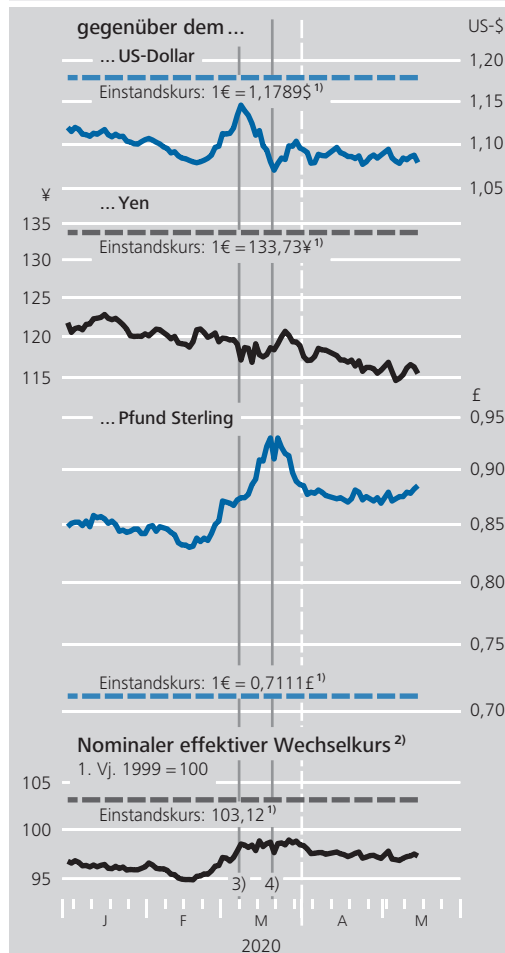
Auch gegenüber dem Yen wertete der Euro per saldo ab. Dazu trug bei, dass durch die Nutzung des Yen als Finanzierungswährung für Devisen-Carry-Trades in Zeiten steigender Unsicherheit tendenziell Netto-Kapitalflüsse nach Japan ausgelöst werden. Dabei dürfte die geringe Wechselkursvolatilität zu Beginn des Jahres das Eingehen von Devisen-Carry-Trade-Geschäften begünstigt haben. Mit der erwähnten zunehmenden Kursunsicherheit stieg dann aber auch das Wechselkursrisiko dieser Geschäfte an. Gleichzeitig erhöhte sich die Risikoaversion der Finanzmarktteilnehmer. Diese Entwicklungen führen für sich genommen tendenziell zu einer Auflösung von Devisen-Carry-Trades und einer steigenden Nachfrage nach Yen. Die geldpolitischen Lockerungsmaßnahmen der Bank von Japan zur Bekämpfung der wirtschaftlichen Belastungen durch die gegenwärtige Krise hatten auf die Entwicklungen an den Devisenmärkten dagegen keinen erkennbaren Einfluss. Zuletzt notierte der Euro bei 115 Yen; er hat damit seit Beginn des Jahres gegenüber dem Yen um 5,3% an Wert verloren.

... jedoch mit Zugewinnen gegenüber Pfund Sterling

Die Kursentwicklung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling war im Berichtszeitraum von der wechselnden Strategie der britischen Regierung zur Eindämmung des Coronavirus geprägt. Im

## Wechselkurs des Euro

Tageswerte, log. Maßstab



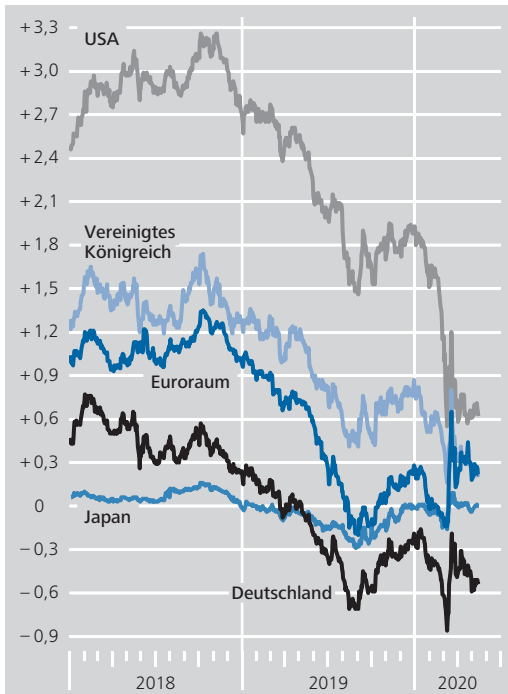
Quelle: EZB. **1** Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999. **2** Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 19 Ländern. Ein Anstieg der Werte entspricht einer Aufwertung des Euro. **3** 9. März: Einbruch der Ölpreise. **4** 20. März: Swap-Abkommen zwischen dem Eurosystem, der Fed sowie anderen Zentralbanken.

Deutsche Bundesbank

**1** Als „Dollarbasis“ wird die Differenz zwischen den Kosten einer direkten US-Dollar-Finanzierung und einer „synthetischen“ US-Dollar-Finanzierung bezeichnet. Bei der direkten Finanzierung wird ein Kredit am Interbankenmarkt in US-Dollar aufgenommen, bei der synthetischen ein Kredit bspw. in Euro, wobei die Kreditsumme mithilfe eines Swapgeschäfts in US-Dollar getauscht und gleichzeitig per Termin zum Laufzeitende zurückgetauscht wird. Die Dollarbasis errechnet sich somit als Differenz zwischen dem USD-LIBOR (London Interbank Offered Rate) einerseits und dem EUR-LIBOR plus dem Swapsatz andererseits. Bei der Berechnung des Swapsatzes werden der Terminkurs und der Kassakurs des Euro gegenüber dem US-Dollar herangezogen. Eine negative Dollarbasis impliziert, dass eine direkte US-Dollar-Finanzierung günstiger ist als eine synthetische – d. h. aus einem Swap mit dem Euro gebildete – US-Dollar-Finanzierung. Die direkte US-Dollar-Finanzierung steht ausländischen Geschäftsbanken in Phasen der Marktanspannung häufig aber nicht oder nur eingeschränkt zur Verfügung.

### Anleiherenditen\*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Tageswerte



Quelle: Bloomberg. \* Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren.  
 Deutsche Bundesbank

Gegensatz zu den Regierungen stark betroffener Länder im Euroraum hatte die britische Regierung die Wirtschaft und die Bürger stärker beeinträchtigende Maßnahmen gegen die Virusausbreitung zunächst abgelehnt. Getrieben von der Skepsis der Marktteilnehmer gegenüber dieser Politik und dem Eindruck, die eng befristeten Verhandlungen über die zukünftigen Handelsbeziehungen zur EU kämen nicht recht voran, stieg der Euro bis in die zweite Märzhälfte hinein auf bis zu 0,93 Pfund Sterling. Er erreichte damit den höchsten Stand seit 11 Jahren. Eine merkliche Kurserholung des britischen Pfund setzte erst ein, als die britische Regierung umfangreiche Schutzmaßnahmen gegen die Virusausbreitung beschlossen hatte. Bei Abschluss dieses Berichts notierte die Gemeinschaftswährung dennoch bei 0,88 Pfund Sterling und damit rund 4,0 % stärker als zu Beginn des Jahres.

Der Euro wertete im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen

Handelspartnern seit Beginn des Jahres per saldo leicht auf (+ 0,4 %). Zwar verlor er neben dem US-Dollar und dem Yen auch gegenüber dem Renminbi (– 2,0 %) und dem Schweizer Franken (– 3,2 %) an Wert. Diese Verluste wurden aber durch zum Teil kräftige Kursgewinne gegenüber anderen Währungen wettgemacht. Deutlich zugelegt hat der Euro beispielsweise gegenüber den Währungen wichtiger mittelost-europäischer Partnerländer, aus denen risikoaverse Investoren Kapital abzogen, so gegenüber dem Zloty um 7,3 %, gegenüber der tschechischen Krone um 8,5 % und gegenüber dem Forint um 7,3 %. Daneben wertete der Euro auch spürbar gegenüber den Währungen von Norwegen (+ 12,1 %) und Kanada (+ 4,3 %) auf, die durch den Verfall der Ölpreise auf breiter Basis belastet wurden. Im Ergebnis verschlechterte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euroraums im Berichtszeitraum etwas; gemessen am langfristigen Durchschnitt ist die Wettbewerbsposition derzeit aber nach wie vor als neutral einzuschätzen.

*Euro in effektiver Rechnung mit Gewinnen*

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

### Rentenmarkt

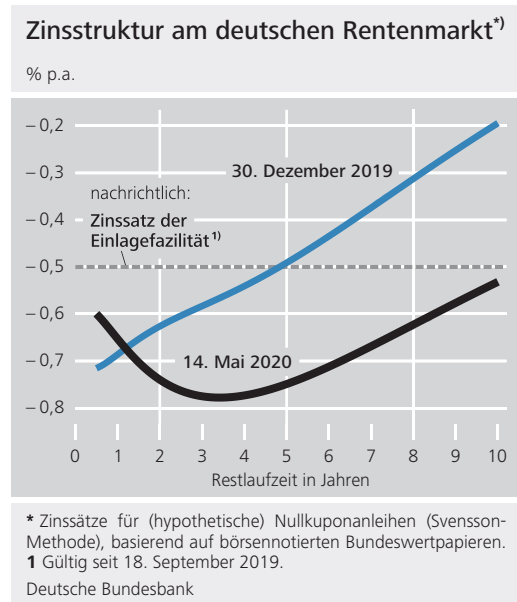
Die Renditen von Staatsanleihen in den großen Währungsräumen entwickelten sich im Berichtszeitraum volatil und uneinheitlich. In den USA sanken die Renditen zehnjähriger US-Treasuries um 131 Basispunkte auf zuletzt 0,6 %. Damit rentierten sie weiterhin in der Nähe ihres historischen Tiefs, das ebenfalls im März erreicht wurde. Der deutliche Renditerückgang ist unter anderem auf eine Reihe umfangreicher geldpolitischer Lockerungsmaßnahmen der US-Notenbank zurückzuführen. Erste Beschlüsse wurden Anfang März gefasst, weitere folgten. Die US-Notenbank senkte unter anderem das Zielband ihres Leitzinses, der Federal Funds Rate, in zwei Schritten um insgesamt 150 Basispunkte. Zudem kündigte sie Wertpapierkäufe

*Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen deutlich gesunken*

von im Voraus nicht bestimmter Höhe an.<sup>2)</sup> Die geldpolitischen Maßnahmen senkten sowohl die in den langfristigen Renditen enthaltenen Erwartungen über die US-Kurzfristzinsentwicklung, als auch und vor allem die Terminprämie. Letztere kompensiert Anleger für die Übernahme von Zinsänderungsrisiken. Die Terminprämie ist zurzeit negativ, das heißt, ein Anleger erhält im Moment im Erwartungswert einen höheren Ertrag, wenn er Papiere mit kurzer Fälligkeit revolvingend anlegt. Hierin spiegelt sich, dass die Anleger eine Prämie für die Übernahme des Risikos fordern, dass der Kurzfristzins zukünftig unerwartet niedrig sein könnte. Dämpfend auf die US-Renditen wirkt in Krisenzeiten zudem üblicherweise, dass US-Staatsanleihen als sichere Anlage gelten („Safe Haven“-Anlagen). In der ersten Märzhälfte kam es aber dennoch zwischenzeitlich zu einem deutlichen Renditeanstieg. Einer Analyse der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zufolge haben Anfang März einige institutionelle Investoren US-Staatsanleihen verkauft, um ihren Liquiditätsbedarf zu decken.<sup>3)</sup> Der Liquiditätsbedarf ergab sich dabei aus Handelsstrategien, die darauf abzielen, kleine Renditedifferenzen etwa zwischen Anleihen und Derivaten auszunutzen.

*Rendite zehnjähriger Bundesanleihen gesunken*

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen sank seit Jahresbeginn unter starken Schwankungen im Ergebnis um 33 Basispunkte auf – 0,6 %. Sie notierte damit wieder oberhalb ihres historischen Tiefs vom März 2020 (– 0,85 %). Renditesteigernd dürften die oben genannten Auftriebsimpulse aus den USA gewirkt haben. Vor allem trug zu den höheren Zinsen aber bei, dass die Finanzagentur in zwei Pressenotizen ankündigte, im laufenden Jahr zusätzliche nominalverzinsliche Bundeswertpapiere in Höhe von voraussichtlich 229 Mrd € zu emittieren. Durch die absehbaren Neuemissionen ist die Knappheitsprämie, also die Renditedifferenz zwischen einer zehnjährigen Bundesanleihe und einem EONIA-Swap mit gleicher Laufzeit, kleiner geworden. Geldpolitische Maßnahmen, wie die des Eurosystems, dürften im Berichtszeitraum hingegen dämpfend auf die Kapitalmarkrenditen gewirkt haben. Im volatilen Marktumfeld



– volatiler als im langjährigen Durchschnitt – hatte deren Ankündigung jedoch keinen unmittelbaren, messbaren Effekt auf das Niveau der Bundesanleihe-Renditen. Da die Renditen zehnjähriger amerikanischer Staatsanleihen deutlich stärker sanken als diejenigen laufzeitgleicher Bundesanleihen, engte sich der Renditeabstand deutlich ein, und zwar um – 92 Basispunkte auf 116 Basispunkte.

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve verlief zuletzt flacher als zu Jahresbeginn. Gemessen am Abstand der zehnjährigen zur zweijährigen Rendite lag die Steigung bei 21 Basispunkten. Im historischen Vergleich ist dies eine niedrige Renditedifferenz. Ein Erklärungsfaktor für die geringe Steigung ist auch die bei Bundeswertpapieren beobachtete negative Terminprämie. Zuletzt wiesen Bundesanleihen über das gesamte Laufzeitspektrum negative Renditen auf.

*Zinsstrukturkurve der Bundeswertpapiere flacher*

Der Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) stieg seit Jahresbe-

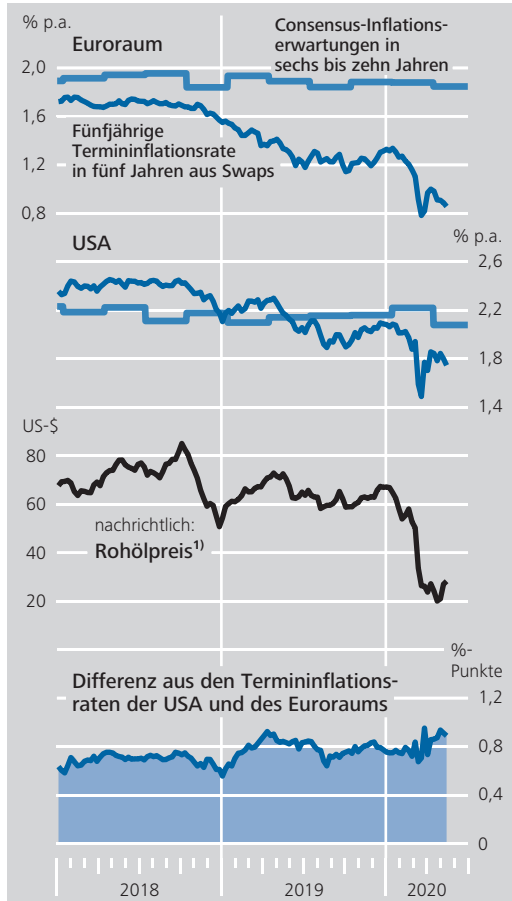
*Renditedifferenzen zu Bundesanleihen gestiegen*

2 Die US-Notenbank stellt auf ihrer Internetseite einen Überblick zu ihren Maßnahmen und Veröffentlichungen im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie bereit, vgl. <https://www.federalreserve.gov/covid-19.htm>.

3 Vgl.: Schrimpf et al. (2020).

### Termininflationen<sup>\*)</sup> und -erwartungen im Euroraum und in den USA

Wochendurchschnitte



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters, Consensus Economics und eigene Berechnungen. \* Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten (HVPI ohne Tabakwaren für den Euroraum sowie CPI Urban Consumers für die USA) der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird. <sup>1</sup> Brent Blend (für Terminlieferung in einem Monat).  
 Deutsche Bundesbank

ginn um 42 Basispunkte auf 108 Basispunkte. Im Berichtszeitraum markierte dieser durchschnittliche Renditeabstand am 18. März 2020, dem Tag des PEPP-Beschlusses, einen Höchststand, gab dann aber wieder nach. Hierzu dürfte das neue Kaufprogramm des Eurosystems beigetragen haben. Die Aufteilung der kumulierten Käufe öffentlicher Schuldverschreibungen im Rahmen des PEPP auf die einzelnen Mitgliedstaaten richtet sich zwar nach dem Anteil, welchen die jeweilige nationale Zentralbank am Kapital der EZB gezeichnet hat. Im Zeitverlauf der Ankaufphase sind jedoch Schwankungen hinsichtlich der Anlageklassen und der Länder zulässig. Aus Sicht der Markt-

teilnehmer ist mit dem PEPP das Risiko von Staatsanleihen des Euroraums mit geringerer Bonität offenbar gesunken.

Die Renditen zehnjähriger Anleihen des Vereinigten Königreichs sanken seit Jahresbeginn um 62 Basispunkte auf 0,2%. Auch die Bank von England hat im Zuge der Corona-Krise ihren geldpolitischen Kurs deutlich gelockert. Sie senkte ihren Leitzins, die Bank Rate, in zwei Schritten um insgesamt 65 Basispunkte auf einen neuen historischen Tiefstwert. Zusätzlich weitete sie ihr Anleihekaufprogramm deutlich aus. Zehnjährige japanische Staatsanleihen rentierten mit 0,0% im Vergleich zum Ende des Jahres 2019 nahezu unverändert. Die Renditen blieben damit innerhalb des Bandes, in dem die Bank von Japan nach Einschätzung der Marktteilnehmer die Zinsen im Rahmen ihrer Zinsstrukturkurvensteuerung halten möchte. Auch die Bank von Japan hat ihren geldpolitischen Kurs gelockert und im April die Ankaufgrenzen ihrer Wertpapierkaufprogramme aufgehoben.

*Renditen im Vereinigten Königreich gesunken*

Die aus Inflationsswaps abgeleiteten Termininflationen im Euroraum für einen Zeitraum von fünf Jahren, der in fünf Jahren beginnt, notierten zuletzt bei 0,8%. Sie sanken damit im Berichtszeitraum per saldo deutlich (-49 Basispunkte). Der Indikator enthält neben den langfristigen Inflationserwartungen auch Inflationsrisikoprämien sowie Liquiditätsprämien, die zum Teil durch einen Arbitragezusammenhang aus dem Anleihe- in den Swapmarkt ausstrahlen. Diese Prämien, die von Anleihe zu Anleihe unterschiedlich hoch sind, haben im Berichtszeitraum eine größere Rolle gespielt und dürften den Indikatorwert für die Termininflationen gesenkt haben. Insbesondere Mitte März verlangten die Marktteilnehmer höhere Prämien für die Übernahme von Liquiditätsrisiko. Zu dieser Zeit markierte der Indikator mit 0,7% einen historischen Tiefstand. Das lag daran, dass der Liquiditätsvorteil der zehnjährigen Benchmark-Anleihe des Bundes gegenüber anderen Anleihen, insbesondere gegenüber inflationsindexierten Schuldverschreibungen, besonders groß war. Die Termininflationen sinken in solchen

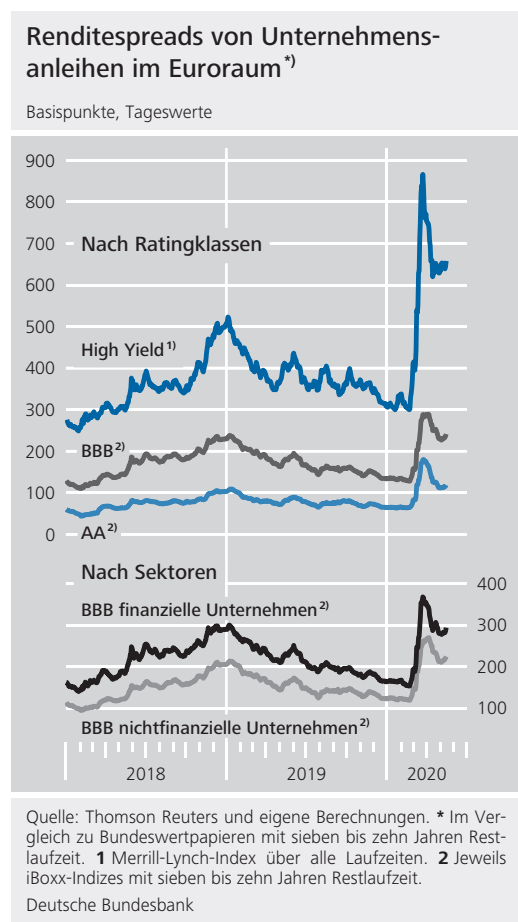
*Termininflationen im Euroraum deutlich niedriger, umfragebasierte Inflationserwartungen minimal gesunken*

Phasen dann wegen der unterschiedlichen Liquidität der in die Berechnung einfließenden Anleihen. Inflationsrisiko- und Liquiditätsprämien sind auch maßgeblich verantwortlich für den Abstand der marktbasierten Indikatoren zu den höher liegenden Inflationserwartungen aus Umfragen. Die von Consensus Economics durch eine Umfrage erhobenen, langfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum sanken im Berichtszeitraum ebenfalls leicht auf 1,8%.

*Renditen von Unternehmensanleihen angestiegen*

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen stiegen im März angesichts der sich abzeichnenden wirtschaftlichen Folgen der Corona-Pandemie stark an. Seit Ende März sind sie zwar wieder rückläufig, insgesamt verbleibt aber ein deutlicher Renditeanstieg während des Berichtszeitraums. Anleihen von Finanzunternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren rentierten bei Berichtsschluss mit 2,4% um 98 Basispunkte höher als Ende letzten Jahres. Die Renditen entsprechender Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors stiegen um 70 Basispunkte auf 1,7%. Ausschlaggebend für die Renditeanstiege waren insbesondere gestiegene Ausfallrisiken. Das zeigte sich auch in den höheren CDS-Prämien. Die Anleiherenditen bei Unternehmen mit schwächerer Bonität stiegen besonders stark. So legten die Anleiherenditen von Unternehmen im Segment für hochverzinsliche Papiere um 255 Basispunkte auf 5,9% zu. In diesem Marktsegment sagten Unternehmen angesichts der im März aufkommenden erheblichen Marktanspannungen geplante Anleiheemissionen ab oder verschoben sie. Inzwischen emittieren aber erste Unternehmen wieder.

Angesichts der gesunkenen sicheren Zinsen weiteten sich die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen gegenüber Bundesanleihen entsprechend stärker aus als die Renditeanstiege von Unternehmensanleihen. Aktuell liegen die Renditeaufschläge damit über ihren jeweiligen Fünfjahresmitteln. Gemessen an den sich abzeichnenden Risiken, wie sie in den zum Teil sehr pessimistischen Konjunktüreinschätzungen zum Ausdruck kommen, stiegen die



Spreads aber vergleichsweise wenig. In der Finanzkrise wurden im Segment für hochverzinsliche Papiere Zinsaufschläge von über 2 200 Basispunkten erreicht, verglichen mit einem Höchststand von 866 Basispunkten Mitte März. Die getroffenen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen leiten offenbar einen Teil der Risiken in die öffentlichen Haushalte.

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im ersten Quartal 2020 deutlich über dem Wert des Vorquartals. Der Anstieg folgt dem üblichen saisonalen Muster zu Jahresbeginn und ist nicht primär den wirtschaftlichen Folgen der Pandemie zuzuschreiben. Im März sind allerdings in Teilkomponenten bereits erste Einflüsse eines geänderten Emissionsverhaltens erkennbar. Insgesamt begaben deutsche Schuldner Papiere für 394 Mrd €, verglichen mit

*Hohe Nettoemissionen deutscher Schuldverschreibungen*

## Methodische Änderungen bei der Emissionsstatistik

Die Bundesbank berichtet in Pressenotizen und in ihren Berichten zur Wirtschaftslage regelmäßig über den Absatz und den Erwerb von Wertpapieren, die von inländischen Emittenten begeben werden. Die Berichte beruhen unter anderem auf der Emissionsstatistik über Schuldverschreibungen, in der monatlich Angaben zur Ausstattung von Schuldverschreibungen sowie Volumenangaben zum monatlichen Absatz, zur Tilgung und zum Umlauf erfasst werden.

Zum Januar 2020 wurde die Emissionsstatistik neu strukturiert. Die Bundesbank hat die Statistik methodisch an den freiwilligen, internationalen Standard des „Handbook on Securities Statistics“<sup>1)</sup> in der aktuellsten Version von 2015 angepasst. Das Handbuch befasst sich damit, wie Statistiken kohärent und international vergleichbar erhoben werden sollten – ein Erfordernis, das durch die globale Finanzkrise 2008 verstärkt wurde. Das Handbuch wurde gemeinsam von der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, der Europäischen Zentralbank und dem Internationalen Währungsfonds erstellt.

Die methodischen Anpassungen umfassen:

- Umlaufangaben und Eigenbestände von Schuldverschreibungen, die nun inklusive aufgelaufener Zinsen ausgewiesen werden,
- in Fremdwährung denominierte Papiere, die nun zu aktuellen Wechselkursen in Euro umgerechnet werden,

- Laufzeitberechnungen, die taggenau vorgenommen werden, sowie
- stücknotierte Papiere, wie Zertifikate und strukturierte Produkte, die gesondert zu Kurswerten dargestellt werden.

Darüber hinaus wurden Meldelücken geschlossen. So werden Commercial Paper von Nichtbanken und Genussscheine auf Ebene des einzelnen Wertpapiers in der Emissionsstatistik erfasst. Außerdem werden Wertpapiere von Banken, die keine internationale Wertpapierkennnummer (ISIN) haben, mit einbezogen.

Die Datenbasis auf Grundlage der neuen Methodik liegt nun ab Januar 2020 vor. Die Angaben von Januar und Februar 2020 wurden revidiert. Durch die Änderungen und die Erweiterung erhöht sich der Umlauf aller Schuldverschreibungen für Januar 2020 insgesamt um 66,4 Mrd € auf 3 233,2 Mrd €. Die in der Statistischen Fachreihe „Emissionsstatistiken“ gesondert ausgewiesenen stücknotierten Schuldverschreibungen zu Kurswerten beliefen sich zum Umstellungstermin auf 101,1 Mrd € (3 % des Umlaufs aller Schuldverschreibungen).

Im Ergebnis sind insbesondere die Angaben zum Umlauf von Schuldverschreibungen und zum Absatz von Schuldverschreibungen durch Banken und Unternehmen (Nicht-MFIs) von den Änderungen betroffen. Die Aggregate sind in der monatlich erscheinenden Statistischen Fachreihe „Emissionsstatistiken“ abrufbar.<sup>2)</sup> Alle Informationen zur Methodik können den Erläuterungen zu dieser Statistischen Fachreihe entnommen werden.

### Vergleich von Umlauf und Bruttoabsatz

Stand: Januar 2020, in Mio €

Position	Neues Verfahren	Altes Verfahren
Umlauf	3 233 228	3 166 822
Bruttoabsatz	157 049	148 121

Deutsche Bundesbank

<sup>1</sup> <https://www.imf.org/external/np/sta/wgsd/pdf/hss.pdf>.

<sup>2</sup> <https://www.bundesbank.de/de/publikationen/statistische-fachreihen>.



293 ½ Mrd € in den drei Monaten zuvor.<sup>4)</sup> Nach Berücksichtigung der Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen erhöhte sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 67 Mrd €. Der Umlauf von Schuldtiteln ausländischer Provenienz am deutschen Markt stieg im ersten Quartal um 15 ½ Mrd €. Im Ergebnis erhöhte sich der Umlauf von Rententpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 82 ½ Mrd €.

*Gestiegene Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand*

Die öffentliche Hand begab im ersten Quartal 2020 Schuldtitel für per saldo 46 ½ Mrd € gegenüber einer Nettotilgung in Höhe von 22 Mrd € im Quartal zuvor. Der Bund (inkl. der ihm zugerechneten Abwicklungsanstalt) erhöhte seine Kapitalmarktverschuldung dabei um netto 23 ½ Mrd €; er begab vor allem unverzinsliche Bubills (10 Mrd €) sowie fünfjährige Bundesobligationen (8 Mrd €), aber auch 30-jährige Bundesanleihen (5 Mrd €) sowie zweijährige Schatzanweisungen (2 ½ Mrd €). Die Länder und Gemeinden emittierten im Ergebnis Schuldverschreibungen für 23 Mrd €. Diese hohen Emissionsbeträge sind darauf zurückzuführen, dass einige Bundesländer Anleihen zum Teil mit Rekordvolumen platzierten, vermutlich um die von der Pandemie ausgehenden fiskalischen Belastungen über den Kapitalmarkt zu finanzieren.

*Nettoemissionen der Kreditinstitute*

Inländische Kreditinstitute erhöhten in den Monaten Januar bis März 2020 ihre Kapitalmarktverschuldung um 14 Mrd €, nachdem sie im Schlussquartal 2019 netto 8 Mrd € getilgt hatten. Vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute und Hypothekendarlehen wurden netto begeben (7 ½ Mrd € bzw. 5 ½ Mrd €), in geringerem Umfang aber auch flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen (2 ½ Mrd €). Im März hielten sich die Banken allerdings mit Emissionen deutlich zurück, hier ging ihre Kapitalmarktverschuldung sogar zurück. Der Umlauf von Öffentlichen Pfandbriefen ist weiterhin rückläufig (–1 ½ Mrd €).

Inländische Unternehmen begaben im ersten Quartal 2020 Schuldverschreibungen für netto

### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2019		2020
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	15,0	15,6	27,7
Kreditinstitute	7,0	– 15,4	30,3
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	7,4	– 8,0	19,3
Deutsche Bundesbank	– 8,1	10,0	11,9
Übrige Sektoren	16,1	21,0	– 14,5
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	– 5,1	11,1	– 8,7
Ausländer	63,5	– 37,3	54,8
<b>Aktien</b>			
Inländer	5,8	22,3	13,1
Kreditinstitute	– 1,4	3,1	– 8,7
darunter:			
inländische Aktien	– 0,6	3,0	– 4,5
Nichtbanken	7,1	19,2	21,8
darunter:			
inländische Aktien	3,9	3,8	12,1
Ausländer	– 1,5	– 1,5	– 5,8
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	20,0	52,1	33,7
Anlage in Publikumsfonds	3,1	4,9	– 0,8
darunter:			
Aktienfonds	– 0,4	0,7	– 5,8

Deutsche Bundesbank

6 ½ Mrd €; dies entspricht im Ergebnis dem üblichen saisonalen Muster. Auffällig ist allerdings, dass insbesondere Sonstige Finanzinstitute ihre Emissionstätigkeit im März reduzierten und per saldo Anleihen tilgten. Hierzu könnten die verschlechterten Finanzierungs- und Zugangsbedingungen am Markt für Unternehmensanleihen in diesem Monat beigetragen haben.

*Unternehmensanleihen per saldo emittiert*

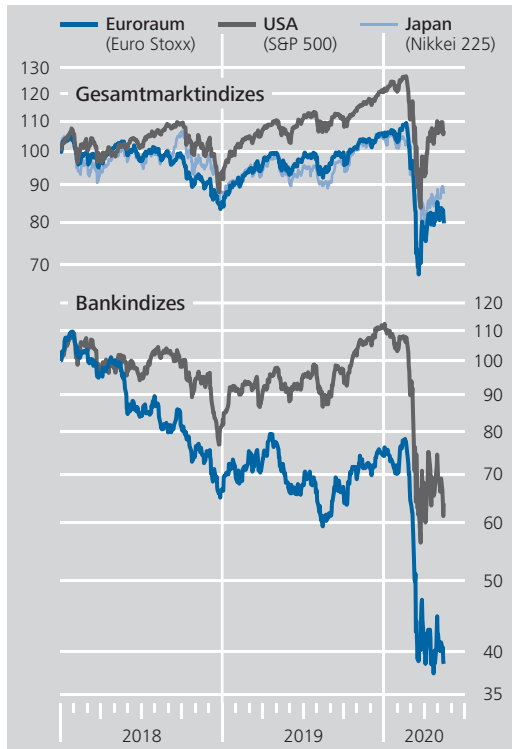
Auf der Nachfrageseite des deutschen Anleihe markts dominierten im ersten Quartal 2020 ausländische Investoren. Sie nahmen deutsche Schuldverschreibungen für per saldo 55 Mrd € in ihre Bestände. Inländische Kreditinstitute vergrößerten ihr Rentenportfolio um netto 30 ½ Mrd €, dabei überwogen ausländische Titel (19 ½ Mrd €). Die Bundesbank erwarb – vor allem über die Ankaufprogramme des Eurosys-

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

<sup>4</sup> Die Methodik der Emissionsstatistik wurde überarbeitet. Die Datenbasis auf Grundlage der neuen Methodik liegt nun ab Januar 2020 vor. Einzelne Angaben von Januar und Februar 2020 wurden revidiert (siehe hierzu die Erläuterungen auf S. 56).

## Aktienmarkt

Tageswerte, Anfang 2018 = 100, log. Maßstab



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

tems – Schuldverschreibungen im Ergebnis für 12 Mrd €. Inländische Nichtbanken veräußerten dagegen Rentenwerte für netto 14½ Mrd €, hierbei wurden vor allem deutsche Papiere abgegeben (8½ Mrd €).

## Aktienmarkt

Die weltweiten Aktienindizes verzeichneten im Berichtszeitraum deutliche Kursverluste. Zu Jahresbeginn 2020 strahlte zwar zunächst positiv auf die Aktienmärkte aus, dass sich einige lang schwelende politische Abwärtsrisiken, wie der Handelsstreit zwischen den USA und China, abzuschwächen schienen. Erste Kurskorrekturen setzten dann aber Ende Februar ein, die sich im Verlauf des März drastisch verstärkten. Es zeigte sich immer deutlicher, dass sich die negativen wirtschaftlichen Effekte der Ausbreitung des Coronavirus nicht auf Asien beschränkten, sondern zu einem globalen wirtschaftlichen Einbruch führen würden. Ihre zwischenzeitlichen

*Aktienkurse weltweit deutlich gefallen*

Tiefststände erreichten die Aktienmärkte Ende März. Zu diesem Zeitpunkt hatten sie zwischen 30 % und 40 % an Wert verloren. Das ist zwar ein starker, aber kein beispielloser Einbruch. Während der Finanzkrise 2008 gaben die Kurse noch stärker nach – allerdings gestreckt über einen längeren Zeitraum.

Seit Ende März haben die Aktienkurse knapp die Hälfte ihres Verlustes wieder wettgemacht, nicht zuletzt wegen der oben beschriebenen geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen zur Stabilisierung der Wirtschaft. Im Ergebnis fiel der europäische Euro-Stoxx-Index seit Ende letzten Jahres damit um 24,0 %, der britische FTSE-All-Share-Index um 24,9 % und der japanische Nikkei 225 um 15,8 %. Vergleichsweise glimpflich fiel der Kursverlust in den USA aus, dort sank der S&P500 um 11,7 %; er liegt damit in etwa wieder auf dem Niveau von vor einem Jahr.

Aktienkurse von Unternehmen, deren Geschäftsfelder durch die Corona-Pandemie zu großen Teilen weggebrochen sind – wie etwa Fluggesellschaften, Hotels oder Unternehmen in der Gastronomie – gaben besonders stark nach. Überdurchschnittliche Kursverluste verzeichneten auch Bankaktien; im Euroraum verloren Banktitel beispielsweise 48,1 % an Wert. Zurückzuführen sind diese Kurseinbußen vor allem auf zwei Faktoren. Zum einen rechnen die Anleger aufgrund des starken wirtschaftlichen Einbruchs mit erheblich höheren Zahlungsausfällen von Kreditnehmern, was auf die Bankbilanzen durchschlagen dürfte. Zum anderen bleibt die Zinsstrukturkurve aus Sicht der Marktteilnehmer auf absehbare Zeit flach. Dies belastet die Gewinne des Bankensektors aus der Fristentransformation.

*Aktien von Fluggesellschaften, Unternehmen aus dem Freizeitbereich und von Banken besonders unter Druck*

Die Sorgen über die wirtschaftlichen Folgen des Coronavirus führten zu großer Unsicherheit unter den Anlegern. Sowohl im Euroraum als auch in den USA stieg die Kursunsicherheit an den Aktienmärkten, gemessen anhand der impliziten Volatilität, sprunghaft an. Mitte März erreichte die implizite Volatilität Werte, die zu-

*Coronavirus führte zu sprunghaftem Anstieg der Unsicherheit*

letzt während der Finanzkrise 2008 beobachtet wurden. Der jüngste Anstieg bildete sich allerdings aus den oben erwähnten Gründen von den hohen Stressniveaus rasch wieder etwas zurück. Zuletzt lag die Unsicherheit beiderseits des Atlantiks aber noch deutlich über ihren jeweiligen fünfjährigen Durchschnitt.

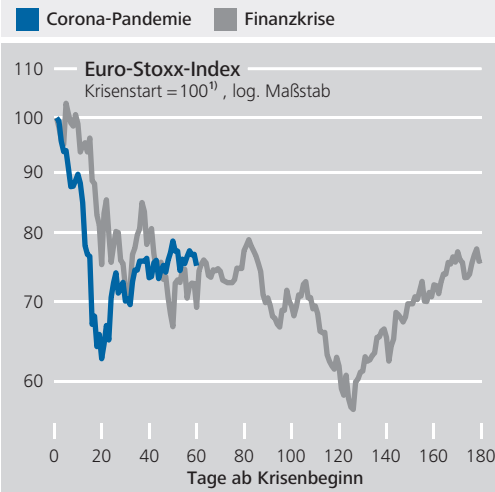
*Höhere Risikoprämien und sinkende Gewinnerwartungen belasten Aktienkurse*

Die erhöhte Unsicherheit und ein gestiegener Marktpreis für das Risiko führten dazu, dass die von den Marktteilnehmern geforderte Risikoprämie deutlich stieg. Eine höhere (erwartete) Risikoprämie geht mit fallenden Aktienkursen einher. Zudem revidierten Marktteilnehmer ihre Gewinnerwartungen zum Teil deutlich nach unten. Quantifizieren lassen sich die Erklärungsbeiträge einzelner Komponenten anhand eines Dividendenbarwertmodells. Aus Sicht dieses Modells wirkten die rückläufigen sicheren Zinsen, die den Barwert zukünftiger Dividenden erhöhten, zwar kursstützend. Der Effekt der fallenden Zinsen wurde aber durch gestiegene Risikoprämien und niedrigere Gewinnerwartungen überkompensiert. Bezogen auf den Euro-Stoxx-Index identifiziert dieses Modell die gesunkenen Gewinnerwartungen als den Haupttreiber für die beobachteten Kursverluste. Beim S&P 500-Index sind die Kursverluste hingegen überwiegend auf höhere Risikoprämien zurückzuführen. Im Ergebnis hat sich beiderseits des Atlantiks die vorher vergleichsweise hohe Bewertung der Aktienmärkte etwas zurückgebildet.

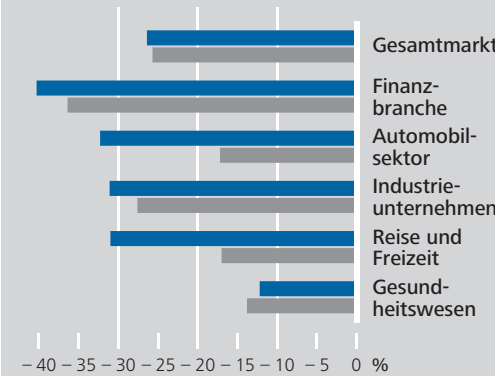
*Mittelaufnahme am Aktienmarkt*

Die Mittelaufnahme am deutschen Aktienmarkt betrug im Berichtsquartal per saldo 2 Mrd €; sie lag damit deutlich unter dem – allerdings recht hohen – Wert des Vorquartals (5½ Mrd €). Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 5½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis vor allem von inländischen Nichtbanken (22 Mrd €), zu denen beispielsweise auch Fondsgesellschaften gehören. Hingegen verringerten heimische Kreditinstitute ihre Aktienportfolios per saldo um 8½ Mrd €. Ausländische Investoren führten ihr Aktienengagement in Deutschland um netto 6 Mrd € zurück.

### Vergleich der Aktienkursentwicklung während der Corona- und der Finanzkrise



### Ausgewählte Sektoren des Euro-Stoxx-Index<sup>2)</sup>



## Investmentfonds

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im ersten Quartal 2020 einen moderaten Mittelzufluss in Höhe von 33 Mrd €, nach 57 Mrd € im Vorquartal. Im März – unter dem Einfluss der Pandemie – schwächte sich bei den Investmentfonds das Mittelaufkommen deutlich ab, bei einzelnen Fondsklassen gab es auch starke Mittelabflüsse. Die Mittel kamen im Ergebnis ausschließlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (33½ Mrd €). Unter den Anlageklassen erzielten vor allem Gemischte Wertpapierfonds ein deut-

*Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten*

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2019		2020
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj. <sup>P)</sup>
I. Leistungsbilanz	+ 64,3	+ 68,2	+ 65,0
1. Warenhandel <sup>1)</sup>	+ 56,8	+ 51,7	+ 53,3
2. Dienstleistungen <sup>2)</sup>	- 1,7	- 2,2	- 1,3
3. Primäreinkommen	+ 25,9	+ 31,1	+ 26,9
4. Sekundäreinkommen	- 16,7	- 12,4	- 14,0
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,8	- 1,0	- 0,5
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 40,5	+ 91,9	+ 16,7
1. Direktinvestition	+ 35,9	+ 25,2	+ 16,5
Inländische Anlagen im Ausland	+ 54,7	+ 4,3	+ 49,4
Ausländische Anlagen im Inland	+ 18,8	- 20,9	+ 32,9
2. Wertpapieranlagen	- 15,4	+ 71,5	- 37,5
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 41,1	+ 32,8	+ 10,5
Aktien <sup>3)</sup>	+ 1,5	+ 9,4	+ 4,8
Investmentfondsanteile <sup>4)</sup>	+ 13,4	+ 20,9	- 10,0
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	- 2,0	+ 4,7	- 4,7
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 7,7	- 2,0	+ 0,7
langfristige Schuldverschreibungen <sup>6)</sup>	+ 18,4	+ 4,4	+ 14,9
darunter:			
denominiert in Euro <sup>7)</sup>	+ 16,3	+ 3,8	+ 11,9
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	+ 56,4	- 38,7	+ 48,0
Aktien <sup>3)</sup>	- 3,1	- 2,8	- 6,0
Investmentfondsanteile	- 3,9	+ 1,4	- 0,8
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	+ 22,3	- 17,0	+ 26,6
langfristige Schuldverschreibungen <sup>6)</sup>	+ 41,2	- 20,3	+ 28,2
darunter: öffentliche Emittenten <sup>8)</sup>	+ 17,5	- 18,0	+ 1,1
3. Finanzderivate <sup>9)</sup>	+ 6,6	+ 1,8	+ 31,9
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>10)</sup>	+ 13,4	- 6,0	+ 5,7
Monetäre Finanzinstitute <sup>11)</sup>	- 51,5	+ 61,9	- 82,2
Unternehmen und Privatpersonen <sup>12)</sup>	- 22,4	+ 1,1	- 1,7
Staat	- 5,6	- 0,0	+ 1,0
Bundesbank	+ 93,0	- 69,0	+ 88,7
5. Währungsreserven	- 0,1	- 0,6	+ 0,1
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>13)</sup>	- 24,6	+ 24,6	- 47,7

1 Ohne Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels.  
 2 Einschl. Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels.  
 3 Einschl. Genußscheine. 4 Einschl. reinvestierter Erträge.  
 5 Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit von unter einem Jahr.  
 6 Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. 7 Einschl. noch ausstehender DM-Auslandsanleihen. 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 Ohne Bundesbank. 12 Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck. 13 Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

Deutsche Bundesbank

liches Mittelaufkommen (18½ Mrd €), aber auch Rentenfonds und Offene Immobilienfonds erhielten recht hohe Mittelzuflüsse (9½ Mrd € bzw. 7 Mrd €). Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland sank im Berichtszeitraum um 10 Mrd €. Mittelabflüsse gab es vor allem im März; dies steht im Einklang mit Meldungen über global zeitweilig hohe Mittelabzüge vor allem aus Schwellenländerfonds. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis nahezu ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen im Ergebnis Anteilscheine für 23½ Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um inländische Fondsanteile. Heimische Kreditinstitute vergrößerten ihr Fondsportfolio um netto ½ Mrd €, während gebietsfremde Investoren deutsche Fondsanteile für per saldo 1 Mrd € veräußerten.

## ■ Direktinvestitionen

Durch die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr ergaben sich im ersten Quartal 2020 Netto-Kapitalimporte von 37½ Mrd €. Bei den Direktinvestitionen kam es hingegen per saldo zu Mittelabflüssen, und zwar in Höhe von 16½ Mrd €.

*Netto-Kapital-  
exporte bei  
den Direkt-  
investitionen*

In Deutschland ansässige Unternehmen weiteten ihre Direktinvestitionen im Ausland im Zeitraum Januar bis März 2020 um 49½ Mrd € aus (nach 4½ Mrd € im Quartal zuvor). Sie erhöhten vor allem ihr Beteiligungskapital im Ausland (39½ Mrd €), sowohl über reinvestierte Gewinne als auch über das Beteiligungskapital im engeren Sinne. Auch über den konzerninternen Kreditverkehr stellten hiesige Firmen verbundenen Unternehmen im Ausland zusätzliche Mittel bereit (9½ Mrd €). Diese gewährten sie über Finanzkredite, während bei den Handelskrediten die Rückzahlungen überwogen. Deutsche Unternehmen investieren in einer Vielzahl von Ländern und Regionen weltweit. Im ersten Quartal 2020 wurden dabei per saldo vergleichsweise hohe Anlagen innerhalb des Euroraums getätigt (22½ Mrd €). Auch in anderen

*Kapitalabflüsse  
durch Trans-  
aktionen  
heimischer  
Unternehmen*

europäischen Ländern bauten deutsche Firmen ihre Präsenz durch Direktinvestitionen aus, dabei besonders kräftig im Vereinigten Königreich (12 Mrd €). Außerhalb Europas engagierten sie sich stark in den USA (3½ Mrd €) und in China (2 Mrd €).

*Kapitalzuflüsse durch ausländische Direktinvestitionen in Deutschland*

Ausländische Unternehmen investierten in den Monaten Januar bis März 2020 per saldo 33 Mrd € in Deutschland, nachdem sie im vierten Quartal 2019 rund 21 Mrd € abgezogen hatten. Mit 21½ Mrd € entfiel der größte Teil davon auf konzerninterne Kredite. Dabei wurden im Ergebnis die Mittel über Finanzkredite kräftig aufgestockt. Zu mehr als zwei Fünfteln bestanden diese aus „reverse investments“. Diese Kredite

gewähren im Ausland angesiedelte Niederlassungen ihren hiesigen Muttergesellschaften. Typischerweise leiten sie auf diesem Wege Erlöse aus der Emission von Wertpapieren weiter. Bei den Handelskrediten überwogen hingegen die Tilgungen. Auch das Beteiligungskapital ausländischer Unternehmen in Deutschland stieg im ersten Quartal 2020 an. Von den insgesamt 11½ Mrd € entfiel der größte Teil auf reinvestierte Gewinne. Vor allem aus den Niederlanden (11½ Mrd €) und Luxemburg (9 Mrd €) sowie aus dem Vereinigten Königreich und den Vereinigten Staaten (jeweils 3½ Mrd €) wurden vergleichsweise hohe Direktinvestitionszuflüsse verbucht.

## ■ Literaturverzeichnis

Schrimpf, A., H. S. Shin und V. Sushko (2020), Leverage and margin spirals in fixed income markets during the Covid-19 crisis, BIS Bulletin No. 2.