

Finanzmärkte

Tendenzen an den Finanzmärkten

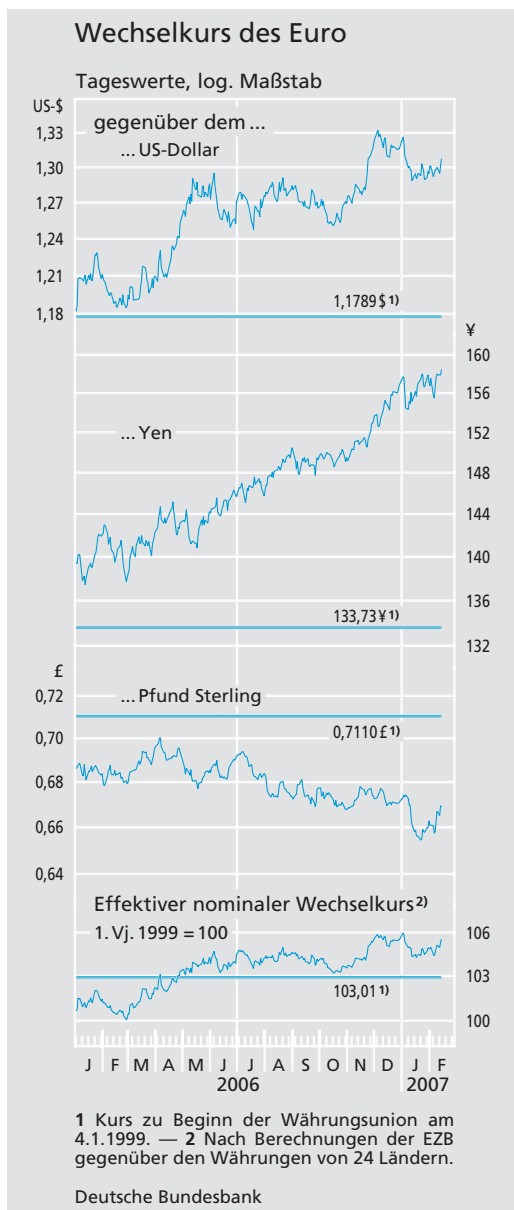
Die internationalen Finanzmärkte standen vor allem gegen Ende des vierten Quartals 2006 im Zeichen des günstigen Konjunkturklimas in Deutschland und Europa. Zudem zeigte sich die US-Wirtschaft in einer robusteren Verfassung als vielfach erwartet – gestützt nicht zuletzt von sinkenden Energiepreisen. In der Folge stiegen die langfristigen Kapitalmarktzinsen in beiden Wirtschaftsräumen etwas an. Die weitere Straffung des geldpolitischen Kurses des Eurosystems war weitgehend erwartet worden und schlug sich daher primär in den kurz- bis mittelfristigen Laufzeiten nieder. Die Aktienmärkte zeigten sich angesichts des Konjunkturoptimismus sehr freundlich, wobei die Kurse in Europa kräftiger anzogen als in den USA. Vor diesem Hintergrund gewann der Euro vor allem im November und Anfang Dezember deutlich an Wert.

*Finanzmarkt-
umfeld*

Wechselkurse

Der Euro profitierte im Schlussquartal von 2006 von günstigen Konjunkturaussichten für den Euro-Raum und den Erwartungen der Marktteilnehmer auf einen weiteren Zinsanstieg. Nach der Veröffentlichung des ifo Konjunkturindex Ende November sowie der Zinsanhebung durch den EZB-Rat Anfang Dezember erreichte der Euro gegenüber dem US-Dollar zeitweilig Werte über 1,33 US-\$. Gleichzeitig häuften sich in dieser Zeit negative Nachrichten vom US-Immobilienmarkt, was manche Akteure auf baldige Zinssenkungen in den Vereinigten Staaten spekulieren

*Wechselkurs-
entwicklung
des Euro
gegenüber dem
US-Dollar, ...*



ließ. In der Folge hielt sich der Euro-Dollar-Wechselkurs zunächst ohne klar erkennbaren Trend in einem Bereich zwischen 1,31 US-\$ und 1,33 US-\$; er notierte zum Jahresende 2006 gut 11½ % höher als im Vorjahr. Anfang 2007 drehte die Stimmung auf den Devisenmärkten aber wieder zugunsten der amerikanischen Währung, als eine Reihe positiver Nachrichten bestehende Zinssenkungserwartungen in den Hintergrund drängte. So

zeigte sich zum einen der US-Arbeitsmarkt in überraschend robuster Verfassung, zum anderen stützte der unerwartete Rückgang des US-Handelsbilanzdefizits im November 2006 den US-Dollar. Daneben betonte die Federal Reserve im Protokoll der Dezember-sitzung die Inflationsgefahren für die amerikanische Volkswirtschaft, was die Wahrscheinlichkeit einer Zinssenkung in den USA in den Augen der Marktteilnehmer weiter fallen ließ. Der Euro verlor zeitweilig einen Teil seiner Gewinne, stand aber bei Abschluss dieses Berichts wieder bei 1,31 US-\$.

Bedingt durch das steigende Renditegefälle zwischen japanischen und europäischen Schuldverschreibungen hielt der Aufwärtstrend des Euro gegenüber dem Yen zunächst weiter an. Die Revision der Wachstumsraten des Bruttoinlandsprodukts (BIP) in Japan nach unten hat vor dem Hintergrund der positiven konjunkturellen Entwicklung im Euro-Raum bewirkt, dass der Euro-Yen-Wechselkurs im Dezember neue historische Höchststände erreichte. Zum Jahresende lag der Euro mit knapp 157 Yen etwa 13 % höher als zu Beginn des Jahres. Im Januar gab der Euro zwar kurzfristig einen Teil seiner Gewinne wieder ab, als sich Spekulationen über eine Leitzinsanhebung der Bank of Japan verdichteten. Als diese jedoch ausblieb, hat er die Höchststände vom Jahreswechsel wieder erreicht und zum Teil auch übertroffen. Zuletzt lag er bei knapp 158 Yen und damit 18 % über dem Stand zu Beginn der Währungsunion.

Von vielen Marktteilnehmern wird die Euro-Stärke im Verhältnis zur japanischen Währung auf sogenannte Carry Trades zurückge-

... dem Yen...

führt. Ökonometrische Untersuchungen ergeben allerdings eher eine umgekehrte Kausalität und führen die spekulativen Positionen an den Derivatmärkten auf vorangegangene Wechselkursbewegungen zurück (siehe Erläuterungen auf S. 32 f.).

... und dem
Pfund Sterling

Gegenüber dem Pfund Sterling hielt sich der Euro Ende 2006 in einem engen Band um 0,67 Pfund Sterling. Dies bestätigte damit zunächst die Vermutung eines engen Gleichlaufs von Euro und Pfund Sterling gegenüber dem US-Dollar. Nachdem die Bank von England jedoch Anfang Januar 2007 überraschend ihren Leitzins auf 5,25 % anhob, verlor der Euro merklich an Wert. Auch in der Folge deutete der unerwartet starke Anstieg der Immobilien- und Verbraucherpreise auf eine hohe Gangart der britischen Volkswirtschaft hin und löste zunächst Spekulationen über weitere Zinsschritte der Zentralbank aus. Diese wurden aber nach der Veröffentlichung des Sitzungsprotokolls der Bank von England gedämpft, aus dem hervorging, dass der letzte Zinsschritt nur mit knapper Mehrheit beschlossen worden war. Zum Ende der Berichtsperiode hielt sich der Euro-Pfund-Kurs bei geringen Ausschlägen um 0,67 Pfund Sterling je Euro; er liegt damit gut 5 ½ % unter seinem Wert zu Beginn der Währungsunion.

Effektiver
Wechselkurs
des Euro

Durch den Beitritt Sloweniens zur EWU sowie die Aufnahme Bulgariens und Rumäniens in die EU wird der Index des effektiven Euro seit Jahresbeginn gegenüber 24 anstelle von 23 wichtigen Handelspartnern berechnet. Gegenüber den Währungen dieses neuen Länderkreises hat er seit Mitte November im

Durchschnitt etwas an Wert gewonnen. Der effektive Wechselkurs notierte zuletzt etwa auf seinem Niveau vom Jahresanfang 2007 und gut 2 ½ % über dem Stand vom Beginn der Währungsunion. Real gerechnet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und wichtigen Handelspartnern – lag der effektive Wechselkurs des Euro, der ein Maß für die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem Euro-Raum ist, damit wieder etwas deutlicher über seinem Wert zu Anfang der Währungsunion.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Am Rentenmarkt haben die Renditen europäischer Staatsanleihen seit Anfang Oktober um knapp einen halben Prozentpunkt auf gut 4 % zugelegt. Nach einem Rückgang im November war der Anstieg seit Mitte Dezember besonders ausgeprägt. Er wurde von positiven Konjunkturmeldungen für das Euro-Gebiet und insbesondere für Deutschland begleitet. Im Einklang mit einem freundlichen wirtschaftlichen Ausblick ging der Zinsanstieg mit einem höheren Realzinsniveau einher.¹⁾ Dabei nahm die Unsicherheit über die künftige Kursentwicklung, gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf den Bund-Future, ab.

Steigende
Kapitalmarkt-
zinsen im Euro-
Gebiet...

¹ Realzinsen errechnet aus Umfragen von Consensus Economics sowie Renditen inflationsindexierter Staatsanleihen.

Zum Zusammenhang zwischen Currency Futures und Wechselkursentwicklung

Makroökonomische Informationen werden auf den Devisenmärkten zurzeit vor allem vor dem Hintergrund ihres Einflusses auf die Geldmarktzinsen interpretiert, weil Marktbeobachter die Wechselkursentwicklung überwiegend von Zinsdifferenzen zwischen den Währungsräumen getrieben sehen. Als Ursache hierfür werden immer wieder sogenannte Currency Carry Trades angeführt, wobei internationale Investoren Kapital in niedrig verzinsten Währungen aufnehmen und in hoch verzinsten Währungen anlegen. Da diese Kapitalströme nicht systematisch erfasst werden, ist die Abschätzung ihres Umfangs und ihres Einflusses auf den Wechselkurs jedoch problematisch. Einen Hinweis geben möglicherweise die auf Terminbörsen, wie zum Beispiel der Chicago Mercantile Exchange (CME), gehandelten Currency Futures, da die Rendite dieser Termingeschäfte der von Carry Trades entspricht. Die Übereinstimmung der Renditen basiert auf der Gültigkeit der gedeckten Zinsparität

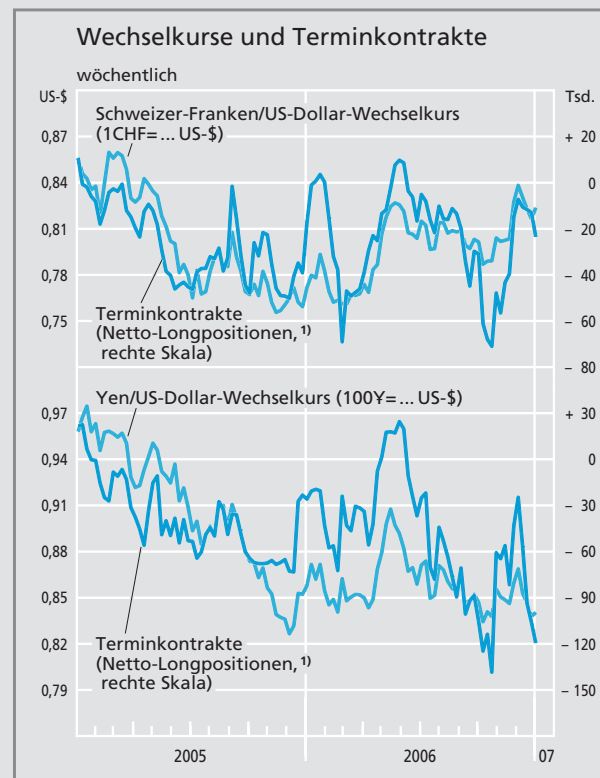
$$(1) f_{t,t+k} - s_t = i_{t,t+k} - i_{t,t+k}^*$$

wobei $f_{t,t+k}$ den (logarithmierten) Terminkurs, s_t den (logarithmierten) Kassakurs, $i_{t,t+k}$ den Inlandszins und $i_{t,t+k}^*$ den Auslandszins bezeichnen. Durch Erweitern mit dem (logarithmierten) zukünftigen Kassakurs s_{t+k} und Umstellen zeigt sich, dass

$$(2) s_{t+k} - f_{t,t+k} = s_{t+k} - s_t + i_{t,t+k}^* - i_{t,t+k}$$

Dabei stehen der Ausdruck auf der linken Seite von Gleichung (2) für die Rendite des Termingeschäfts und die Summe auf der rechten Seite für die Rendite des Carry Trades. Aus der Sicht internationaler Investoren bieten also beide Geschäfte dieselbe Rendite/Risiko-Struktur. Currency Futures werden deshalb häufig zur Beurteilung der aktuellen Entwicklung auf den internationalen Finanzmärkten herangezogen, auch wenn der Anteil börslich gehandelter Kontrakte am Gesamtvolumen des Terminmarkts noch relativ unbedeutend ist. Im Folgenden soll untersucht werden, inwieweit sich diese Daten zur Erklärung und Prognose der Wechselkursentwicklung eignen. Zugrunde gelegt werden dabei die an der CME gehandelten Terminkontrakte auf Australischen Dollar, Euro, Pfund Sterling, Schweizer Franken, Yen und die jeweiligen US-Dollar-Wechselkurse. Da ein an der CME abgeschlossener Terminkontrakt jeweils einen Kauf und einen Verkauf von Termindevisen impliziert, entspricht die Summe aller Shortkontrakte zunächst

1 Differenz aus der Anzahl von Long- und Shortkontrakten auf Schweizer Franken (über CHF 125 000) bzw. Yen (über ¥ 12 500 000). — 2 Die Korrelation zwischen Wechselkurs und spekulativer Nettoposition nimmt jedoch merklich ab, wenn längere Zeiträume betrachtet werden.



der Summe aller Longkontrakte. Die Kontraktpartner werden jedoch von der US Commodity Futures Trading Commission (CFTC) im Wesentlichen entsprechend ihrer Handelsmotive in zwei Gruppen aufgeteilt. Kontraktpartner, die Currency Futures überwiegend zur Absicherung offener Positionen nutzen, sind als „Commercial Traders“ klassifiziert, wohingegen alle anderen, insbesondere jene mit vorwiegend spekulativen Absichten, als „Non-Commercial Traders“ eingestuft werden. Die Unterscheidung zwischen Commercial und Non-Commercial Traders basiert dabei laut CFTC auf den Angaben der Marktteilnehmer. Durch Fokussierung auf die Handelsaktivitäten der Non-Commercial Traders sollte es damit zumindest näherungsweise möglich sein, die Wechselkurerwartungen des „Marktes“ abzuschätzen. Ist zum Beispiel die Summe der spekulativen Shortkontrakte auf den Yen größer als die Summe der spekulativen Longkontrakte, sollten risikoneutrale Non-Commercial Traders im Durchschnitt erwarten,

den. — 3 GMM-Schätzer der Regressionen mit Newey-West-Korrektur der Kovarianzmatrix. Abhängige Variable ist die prozentuale Veränderung des jeweiligen US-Dollar-Wechselkurses ($dspot$); $dnetlong$ ist die Veränderung der Netto-Longpositionen. t -Statistik in Klammern.

dass der Yen prozentual um weniger steigt, als die Zinsdifferenz zwischen beiden Währungen vorgibt. In der Praxis wird eine solche Situation freilich einfach als Hinweis für zukünftige Kursverluste des Yen gegenüber dem US-Dollar gewertet.

Die auf wöchentlicher Basis vorliegenden Zeitreihen (Dienstagswerte) für die spekulativen Nettopositionen einerseits und die Wechselkurse andererseits weisen für den Yen, der als Ausgangspunkt von Carry Trades gilt, seit Anfang 2005 mit einem Korrelationskoeffizienten von 61% einen beachtlichen Gleichlauf auf. Aber auch für den Australischen Dollar (79%), den Euro (53%), das Pfund Sterling (90%) und den Schweizer Franken (66%) ergeben sich ähnlich hohe Werte, woraus sich sicherlich auch das Interesse der Marktbeobachter an den spekulativen Nettopositionen als Indikator für die Wechselkursentwicklung ableitet.²⁾

Der gefundene statistische Zusammenhang soll nun ökonomisch näher untersucht werden. Da das Niveau des Wechselkurses in der Regel eine Einheitswurzel aufweist, wird in der ökonomischen Analyse die prozentuale Wechselkursänderung auf die Veränderung der Nettoposition regressiert. Die Koeffizienten sind durchweg vom richtigen Vorzeichen und statistisch signifikant auf dem 1%-Niveau. Ein Koeffizient von 0,09 (für den Euro) bedeutet beispielsweise, dass ceteris paribus eine Erhöhung um 1000 Longkontrakte mit einer Aufwertung des Euro um 0,09 % einhergeht. Zudem lässt ein vergleichsweise hohes R² einen signifikanten Erklärungsbeitrag der Nettopositionen vermuten. Natürlich sind Spekulanten auf Devisenmärkten in erster Linie daran interessiert, ob das Vorzeichen ihrer Positionsveränderung mit dem Vorzeichen der Wechselkursänderung übereinstimmt. Deshalb wurden ergänzend sogenannte Success Rates berechnet, die als relative Anzahl der Wochen definiert sind, in welchen Non-Commercial Trader ihre Netto-Longposition erhöht haben und die Währung aufwertete bzw. vermindert haben und die Währung abwertete. Tatsächlich weisen die Kennziffern mit Werten überwiegend über 70% auf eine relativ hohe Erfolgsquote der marktweiten spekulativen Positionierung hin. Damit können die Nettopositionen auf den Futures-Märkten durchaus als Indikator für die aktuelle Entwicklung auf dem Devisenmarkt angesehen werden.

(*, **, ***) bedeutet statistische Signifikanz auf dem 10% (5%, 1%) Niveau. Success ist definiert als eine Woche, in der Non-Commercial Trader ihre Netto-Longposition erhöht haben und die Währung aufwertete

Wenn diese Daten jedoch zur Prognose der Wechselkursentwicklung herangezogen werden sollen, müssen sie systematische Vorlaufeigenschaften aufweisen. Die Vorlaufeigenschaft einer Variablen kann mit Hilfe von Granger-Kausalitätstests überprüft werden, wobei Vergangenheitswerte der Positionsveränderung auf ihre statistische Signifikanz für die aktuelle Wechselkursänderung zu untersuchen sind. Die Testergebnisse zeigen, dass die Positionsveränderungen in der Regel keine Prognosebeziehungswise Erklärungskraft aufweisen; Positionsveränderungen sind (außer im Fall des Euro) nicht Grangerkausal für die Wechselkursänderungen. Dagegen ist eine Granger-kausale Beziehung von den Wechselkursänderungen zu den Positionsveränderungen festzustellen. Das ökonomische Modell lässt demnach nicht darauf schließen, dass der Wechselkurs durch die spekulativen Aktivitäten internationaler Investoren getrieben wird. Im Gegenteil, Spekulanten scheinen auf Wechselkursänderungen mit Änderungen ihrer Netto-Longposition zu reagieren, was man als Indiz für Feedback-Trading auffassen könnte.

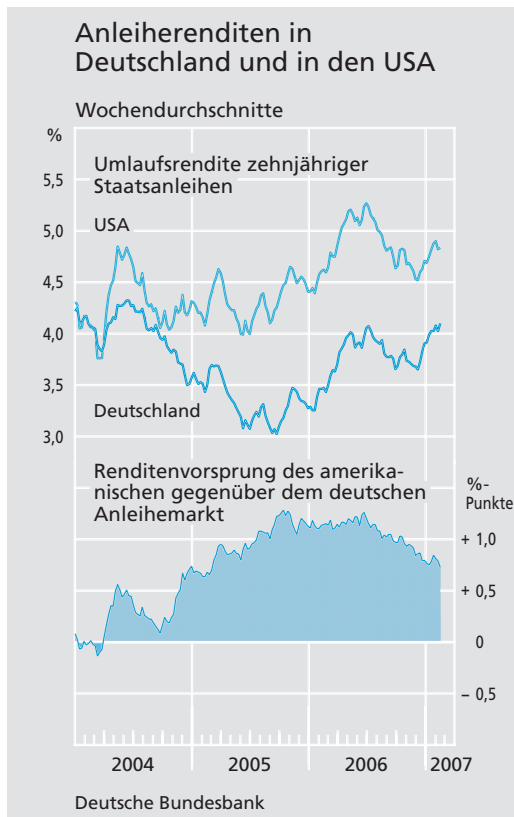
Wenn die ökonomischen Tests hier auch überwiegend negativ ausfallen, so ist eine Vorlaufeigenschaft von spekulativen Positionen nicht völlig auszuschließen. Da die Tests auf wöchentlichen Daten basieren, wird jede kurzfristige Beziehung zwischen den beiden Variablen nicht erfasst. Folgt man neueren Ansätzen in der Wechselkurs-theorie, welche die Mikrostruktur der Devisenmärkte explizit berücksichtigen, könnte zumindest für Intratagesdaten eine kausale Bedeutung offener Positionen für die Wechselkursentwicklung gegeben sein.

Schätzergebnisse ³⁾

Wöchentliche Daten von 5. Januar 1999 bis 2. Januar 2007

Position	AUD	CHF	EUR	GBP	YEN
Konstante	0,03 (0,53)	0,04 (0,77)	0,01 (0,21)	0,03 (0,71)	0,03 (0,06)
dnetlong	0,13 (10,12)***	0,11 (11,24)***	0,09 (8,52)***	0,09 (9,17)***	0,06 (11,65)***
R ²	0,22	0,39	0,24	0,28	0,33
Success rate	63,31	73,86	70,50	70,98	72,66
Granger Kausalität					
dnetlong >> dspot	9,77	0,17	6,22**	2,30	2,71
dspot >> dnetlong	19,31**	13,30**	8,74**	10,79**	8,31**

bzw. vermindert haben und die Währung abwertete (Success Rate in %). Granger Kausalitätstest basierend auf VAR-Schätzungen (Wald-Test): χ^2 – Test Statistik.



... und im
Dollar-Raum

Die Renditen am europäischen Rentenmarkt entwickelten sich in einem recht engen Gleichlauf zu den Zinsen im Dollar-Raum. Auch dort zogen die Zinsen seit Mitte Dezember, als sich ein optimistischeres Konjunktur-bild durchzusetzen begann, auf zuletzt knapp 5 % an. Dies dürfte neben den gesunkenen Ölpreisen unter anderem auf die robustere Verfassung des Immobilienmarkts zurückzuführen sein. Insgesamt gesehen sind zuvor erwartete negative Effekte auf den für die US-Konjunktur besonders bedeutenden privaten Konsum bisher weitgehend ausgeblieben. Im Einklang hiermit stiegen für die USA die aus Umfragen gewonnenen BIP-Wachstumserwartungen für das Jahr 2007 im Januar leicht auf 2,4 %.²⁾

Am deutschen Rentenmarkt bildete sich im November im kurzen bis mittleren Laufzeitsegment der Zinsstrukturkurve für Bundesanleihen ein inverser Verlauf heraus. Am kurzen Ende stiegen die Renditen durch die Zinserhöhungen des Eurosystems, während die mittel- und langfristigen Renditen nachgaben. Oft wird ein solches Muster als Vorlaufindikator für eine merkliche konjunkturelle Abkühlung gewertet, die sich allerdings – abgesehen von den bekannten Verschiebungen im Konjunkturprofil durch die Mehrwertsteuererhöhung – für Deutschland nicht abzeichnete. Nach zum Teil überraschend positiven Wirtschaftsdaten im Dezember haben daher die Renditen besonders im mittleren und langfristigen Segment wieder deutlich angezogen, so dass sich letztlich wieder eine steigende Zinsstrukturkurve etablierte.

*Auflösung der
inversen
Zinsstruktur*

Bei einem leicht steigenden Zinsniveau ging im Euro-Raum die Renditedifferenz von Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB zu Staatsanleihen um etwa ein Fünftel auf 99 Basispunkte zurück. Somit hat sich der erhöhte Risikoaufschlag, der sich in den angespannten Finanzmärkten im Mai/Juni 2006 herausgebildet hatte, mehr als abgebaut. Die rückläufigen Renditedifferenzen deuten auf eine anhaltend hohe Risikoübernahmebereitschaft von Investoren hin, von der nicht zuletzt das weiterhin sehr lebhaftes Geschäft mit Fusionen und Übernahmen profitiert.

*Aufschläge auf
Unternehmens-
anleihen rück-
läufig*

Die Emissionstätigkeit am deutschen Rentenmarkt war im vierten Quartal mit einem Brutto-Absatz inländischer Schuldverschrei-

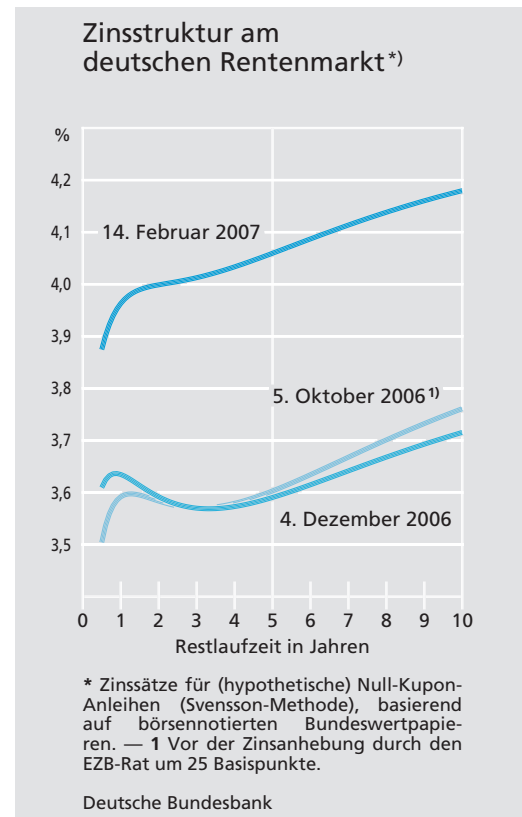
*Emissions-
tätigkeit am
deutschen
Rentenmarkt
etwas lebhafter*

² Quelle: Consensus Economics.

bungen in Höhe von 256 Mrd € kräftiger als im dritten Quartal. Jedoch erlösten deutsche Emittenten nach Berücksichtigung von Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen mit 2 ½ Mrd € netto weniger als die Hälfte des Absatzes des vorangegangenen Vierteljahres (6 Mrd €). In deutlich größerem Umfang wurden im Berichtszeitraum ausländische Anleihen und Geldmarktpapiere am deutschen Markt untergebracht (42 Mrd €). Zum weit überwiegenden Teil handelte es sich dabei um auf Euro lautende Staatsschuld-titel aus EWU-Partnerländern. Der Netto-Absatz dieser Titel, die wegen ihres leichten Zinsvorsprungs gegenüber der Benchmark-Anleihe des Bundes regelmäßig bei heimi-schen Anlegern gefragt sind, belief sich im Berichtszeitraum damit auf mehr als das Dop-pelte des Vorquartals. Ausländische Schuld-verschreibungen, die auf eine Fremdwährung lauten, wurden zudem für 3 ½ Mrd € am deutschen Markt untergebracht. Somit er-reichte das gesamte Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Schuldver-schreibungen von Oktober bis Dezember 44 ½ Mrd €, verglichen mit 25 Mrd € in den drei Monaten davor.

*Geringes
Mittel-
aufkommen
der öffentlichen
Hand*

Die öffentliche Hand hat ihre Rentenmarkt-verschuldung im vierten Quartal mit knapp 4 ½ Mrd € deutlich schwächer ausgebaut als im Quartal zuvor (gut 20 Mrd €). Im Ergebnis nahmen vor allem die Länder den Kapitalmarkt in Anspruch (2 ½ Mrd €). Das Mittelaufkommen des Bundes belief sich – auch aufgrund der günstigen Kassenlage – auf lediglich 2 Mrd €, verglichen mit 21 ½ Mrd € im dritten Vierteljahr. Er begab per saldo aus-schließlich fünfjährige Obligationen (9 Mrd €)



und Finanzierungsschätze (½ Mrd €), wäh- rend er seine Marktverschuldung in den übrigen Schuldinstrumenten reduzierte. So tilgte er zweijährige Schatzanweisungen und zehn-jährige Anleihen für netto 4 Mrd € bezie- hungsweise 2 Mrd €. Zudem verringerte er den Umlauf dreißigjähriger Anleihen und Un- verzinslicher Schatzanweisungen um jeweils ½ Mrd €.

Nachdem die deutschen Kreditinstitute eige- ne Anleihen im Vorquartal per saldo getilgt hatten, nahmen sie den Rentenmarkt in der Berichtsperiode in geringem Umfang (2 ½ Mrd €) in Anspruch. Das Mittelaufkommen aus der Emission der Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten und der flexibel ausgestaltbaren Sonstigen Bankschuldver- schreibungen erreichte im vierten Quartal 8 ½

*Markt-
verschuldung
der Kredit-
institute leicht
gestiegen*

**Mittelanlage an den deutschen
Wertpapiermärkten**

Mrd €

Position	2005		2006	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	3. Vj.
Schuldverschreibungen				
Inländer	- 5,9	6,6	4,0	
Kreditinstitute	- 1,3	- 0,8	21,7	
darunter:				
ausländische Schuldverschreibungen	24,3	10,0	38,4	
Nichtbanken	- 4,6	7,5	- 17,7	
darunter:				
inländische Schuldverschreibungen	- 14,3	- 1,6	- 21,5	
Ausländer	16,8	18,4	40,6	
Aktien				
Inländer	5,3	16,3	- 20,0	
Kreditinstitute	7,2	3,7	9,7	
darunter:				
inländische Aktien	1,6	- 2,5	5,1	
Nichtbanken	- 1,9	12,6	- 29,7	
darunter:				
inländische Aktien	- 14,0	4,6	- 25,1	
Ausländer	19,2	2,0	22,2	
Investmentzertifikate				
Anlage in Spezialfonds	13,9	5,7	7,0	
Anlage in Publikumsfonds	- 3,4	- 3,9	- 1,9	
darunter: Aktienfonds	1,7	- 1,1	- 1,9	

Deutsche Bundesbank

Mrd € beziehungsweise 7 Mrd €. Hingegen verringerten die deutschen Kreditinstitute ihre Verschuldung über Hypothekendarlehen um 9 Mrd € und öffentliche Pfandbriefe um 4 Mrd €.

Anders als die übrigen Emittenten haben nichtfinanzielle Unternehmen den Umlauf eigener Anleihen und Geldmarktpapiere im vierten Quartal per saldo zurückgeführt, und zwar um 4 ½ Mrd € und damit in ähnlicher Größenordnung wie im vorangegangenen Vierteljahr (4 Mrd €). Dabei tilgten sie zu etwa gleichen Teilen kurzlaufende und längerfristige Titel. Ausschlaggebend hierfür dürfte der geringe externe Mittelbedarf der Unternehmen gewesen sein.

*Nettotilgungen
von
Unternehmens-
anleihen*

Wie schon im dritten Quartal wurden deutsche Schuldverschreibungen auch im letzten Vierteljahr vorrangig von ausländischen Investoren erworben. Sie nahmen Papiere öffentlicher Schuldner für 20 ½ Mrd € und private Schuldtitel für 20 Mrd € in ihren Bestand. Zudem engagierten sich hiesige Kreditinstitute für netto 21 ½ Mrd € in Rentenwerten. Dagegen verkauften inländische Nichtbanken festverzinsliche Wertpapiere im Umfang von 17 ½ Mrd €. Beide heimischen Anlegergruppen trennten sich dabei von inländischen Schuldverschreibungen (16 ½ Mrd € bzw. 21 ½ Mrd €). Während die Kreditinstitute hauptsächlich Bankschuldverschreibungen abgaben, verkauften Nichtbanken Papiere der öffentlichen Hand und von Kreditinstituten in vergleichbarer Größenordnung. Das Kaufinteresse der Inländer richtete sich hingegen auf ausländische Titel. Insbesondere die Banken nahmen sie in ihre Rentenportefeuilles auf (38 ½ Mrd €), aber auch die Nichtbanken zählten zu den Käufern ausländischer Schuldverschreibungen (4 Mrd €).

*Erwerb von
Schuldver-
schreibungen*

Die Kurse an den internationalen Aktienmärkten haben sich seit Ende September ausgesprochen positiv entwickelt. Dabei lagen die Kursgewinne in Deutschland und Europa mit 17 % (CDAX) beziehungsweise 12 % (DJ Euro Stoxx) deutlich über dem Anstieg des US-amerikanischen S&P-500-Index (9 %).³⁾

*Kursgewinne
an den Aktien-
märkten*

³⁾ Im gesamten Kalenderjahr 2006 lag der Kursanstieg in Deutschland und im Euro-Raum ebenfalls über jenem des US-Marktes, während japanische Dividendenwerte geringere Zuwächse erzielten. Dort lastete im vierten Quartal wie auch im gesamten Jahr die verhaltene konjunkturelle Gangart, bei einem rückläufigen privaten Konsum, auf den Aktienkursen. Zuletzt wirkte allerdings die ausgebliebene Leitzinserhöhung der Bank of Japan, zumindest kurzfristig, kurssteigernd.

Hierin dürften sich auch veränderte Wachstumserwartungen der Kapitalmarktteilnehmer widerspiegeln. Für konjunkturelle Einflüsse auf die Kursbewegungen spricht auch das gute Abschneiden der Teilindizes für besonders konjunkturreagible Werte. Auf die Kursentwicklung nicht durchgeschlagen hat dagegen, dass das erwartete Gewinnwachstum für europäische Unternehmen leicht zurückgenommen wurde.⁴⁾ So prognostizieren Analysten im Januar für die nächsten drei bis fünf Jahre einen Gewinnanstieg von durchschnittlich 7,3 % im Jahr, nach 8,6 % im September.

*Leicht
gesunkene
Mittelaufnahme
am Aktien-
markt*

Trotz steigender Kurse hat sich die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt im vierten Quartal abgeschwächt. Inländische Gesellschaften emittierten neue Aktien für insgesamt rund 2 Mrd €, nach gut 4 Mrd € in den drei Monaten davor. Hierbei handelte es sich überwiegend um börsennotierte Dividentitel. Ausländische Aktien wurden zwischen Oktober und Dezember per saldo in Deutschland nicht abgesetzt.

Aktienwerb

Wie am Rentenmarkt traten auch am deutschen Aktienmarkt im vierten Quartal mit 22 Mrd € ausländische Investoren als stärkste Anlegergruppe in Erscheinung. Sie tätigten dabei überwiegend Portfolioinvestitionen (13 ½ Mrd €).⁵⁾ Die heimischen Kreditinstitute stockten ihre Bestände an deutschen Aktien um 5 Mrd € auf und engagierten sich in ausländischen Dividendenwerten für netto 4 ½ Mrd €. Hingegen trennten sich die inländischen Nichtbanken ungeachtet der positiven Kursentwicklung an den Aktienmärkten per

4 Analystenprognosen von I/B/E/S für den DJ Euro Stoxx.
5 Zu den Direktinvestitionen im Einzelnen siehe S. 39.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2006		
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 19,4	+ 18,7	+ 35,4
Außenhandel 1) 3)	+ 33,6	+ 39,5	o) + 46,3
Dienstleistungen 1)	- 4,3	- 11,3	- 3,0
Erwerbs- und Vermögenseinkommen 1)	+ 3,5	+ 3,3	+ 5,3
Laufende Übertragungen 1)	- 7,6	- 7,6	- 8,1
II. Vermögensübertragungen 1) 4)	+ 0,1	- 0,3	- 0,1
III. Kapitalbilanz 1)			
(Netto-Kapitalexport: -)	- 41,0	- 16,7	- 47,3
1. Direktinvestitionen	+ 20,5	- 13,0	+ 8,6
Deutsche Anlagen im Ausland	+ 4,0	- 16,9	- 8,8
Ausländische Anlagen im Inland	+ 16,5	+ 3,8	+ 17,3
2. Wertpapiere	- 44,9	+ 4,0	+ 1,8
Deutsche Anlagen im Ausland	- 59,9	- 22,1	- 53,4
Aktien	- 20,6	- 1,9	- 3,1
Investmentzertifikate	- 5,3	- 1,1	- 8,1
Schuldverschreibungen	- 34,1	- 19,1	- 42,2
Anleihen 5)	- 32,6	- 17,6	- 44,1
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 25,3	- 15,5	- 38,6
Geldmarktpapiere	- 1,5	- 1,5	+ 1,9
Ausländische Anlagen im Inland	+ 15,0	+ 26,1	+ 55,2
Aktien	+ 0,1	+ 6,5	+ 13,3
Investmentzertifikate	- 1,9	+ 1,2	+ 1,4
Schuldverschreibungen	+ 16,8	+ 18,4	+ 40,6
Anleihen 5)	+ 24,7	+ 22,7	+ 48,5
darunter: öffentliche Anleihen	+ 14,3	+ 10,1	+ 21,3
Geldmarktpapiere	- 7,9	- 4,3	- 8,0
3. Finanzderivate 6)	- 3,2	- 0,3	- 3,0
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	- 15,4	- 8,3	- 55,3
Monetäre Finanzinstitute 8)	+ 10,6	+ 13,0	- 56,1
darunter: kurzfristig	+ 38,4	+ 28,3	- 23,0
Unternehmen und Privatpersonen	+ 4,7	+ 0,8	- 13,2
darunter: kurzfristig	+ 10,1	+ 4,1	- 4,9
Staat	- 6,2	+ 5,9	+ 4,2
darunter: kurzfristig	- 6,0	- 1,0	+ 2,9
Bundesbank	- 24,5	- 28,0	+ 9,8
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 9)	+ 1,9	+ 0,8	+ 0,6
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)	+ 21,6	- 1,7	+ 12,0

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

Deutsche Bundesbank

Mittelabzüge aus inländischen Investmentfonds im Jahr 2006

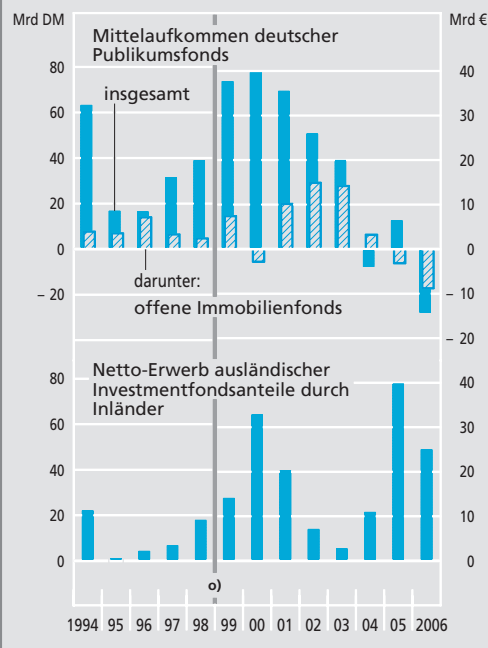
Inländische Nichtbanken haben im vergangenen Jahr ihre Portfolioanlagen neu ausgerichtet. Betroffen hiervon waren auch die Investmentfonds. So mussten heimische Publikumsfonds 2006 im Ergebnis Anteilscheine für gut 14 Mrd € zurücknehmen. Dieser bislang größte Mittelabfluss ist zu einem erheblichen Teil auf den Abzug von Kapital aus Offenen Immobilienfonds (9 Mrd €) zurückzuführen, der nach der zeitweiligen Aussetzung der Anteilsrücknahme durch eine große Fondsgesellschaft um den Jahreswechsel 2005/2006 bis Mitte letzten Jahres anhielt. Darüber hinaus hatten auch die beiden anderen klassischen Fondssparten, Aktienfonds und Rentenfonds, Rückzahlungen zu leisten (6 ½ Mrd € bzw. 4 Mrd €). Dies ist insofern bemerkenswert, als auch die Direktanlagen heimischer Nichtbanken in Dividendenwerten rückläufig waren, obwohl Aktien im vergangenen Jahr weltweit bedeutende Kursgewinne erzielt haben.

Ein Teil der freigesetzten Mittel kam Gemischten Fonds und Gemischten Wertpapierfonds zugute, die per saldo Anteilscheine für 2 Mrd € beziehungsweise 1 Mrd € absetzen konnten. Ein noch stärkeres Gegengewicht bildete der Erwerb ausländischer Investmentzertifikate durch inländische Nichtbanken (25 Mrd €, verglichen mit 40 Mrd € im Jahr 2005). Der Netto-Absatz ausländischer Investmentanteile lag somit seit der Vereinfachung ihres Vertriebs im Rahmen der europäischen Harmonisierung Anfang 2004 in jedem Jahr über dem Mittelaufkommen inländischer Publikumsfonds. Dies ist jedoch nicht notwendigerweise gleichbedeutend mit einem Abzug von Anlegermitteln aus den Konzernen deutscher Kapitalanlagegesellschaften. Ein Vergleich mit der Fonds-Statistik des Bundesverbands Investment und Asset Management (BVI) deutet darauf hin, dass ausländische Investmentzertifikate hauptsächlich von ausländischen Töchtern deutscher Kapitalanlagegesellschaften abgesetzt wurden. Des Weiteren war 2006 ein starkes Wachstum des auf Privatanleger zielenden Derivatemarkts zu beobachten. Solche mit bedingten Zahlungsverprechen ausgestatteten Instrumente („Zertifikate“ und Ähnliches) dürften von Anlegern zum Teil als Substitut für Investmentfonds angesehen werden.¹⁾

Den Mittelabflüssen aus inländischen Publikumsfonds standen im Jahr 2006 Wertsteigerungen in größerem Ausmaß gegenüber, so dass sich ihr verwaltetes Ver-

¹ In der Kapitalmarktstatistik werden diese Produkte, die im Gegensatz zu Investmentfonds kein Sondervermögen bilden und daher mit einem Kreditrisiko gegenüber dem Emit-

Absatz von Investmentfonds in Deutschland



mögen im Ergebnis um 1 ½ Mrd € auf 354 ½ Mrd € erhöhte. Dabei stieg der Anteil des Aktienbesitzes relativ zum Anteil der Schuldverschreibungen, was vorrangig an der unterschiedlichen Kursbewegung auf beiden Märkten lag. Ein möglicher Grund für das zurückhaltende Aktienengagement der hier primär infrage kommenden privaten Anleger bei steigenden Kursen könnte eine geringere Risikoübernahmebereitschaft sein, was jedoch in einem gewissen Gegensatz zu den Verhaltensweisen anderer Anlegergruppen stünde, die letztlich zu der allgemein zu beobachtenden Kompression von Risikoaufschlägen an den Finanzmärkten beigetragen haben. Unabhängig davon könnten aber gerade bei Privatanlegern auch verhaltenspsychologische Aspekte relevant gewesen sein, die das zurückhaltende Anlageverhalten der privaten Sparer erklären. So notierten viele Aktien im Jahr 2006 zumindest in der Nähe ihrer historischen Höchststände, was Anlegern, die in Zeiten der letzten Hausse investiert hatten, einen Ausstieg ohne nominellen Kapitalverlust ermöglichte.

tenten behaftet sind, unter den Sonstigen Bankschuldverschreibungen ausgewiesen. — o Ab 1999 Angaben in Euro.

saldo sowohl von deutschen als auch von ausländischen Dividentiteln im Umfang von 25 Mrd € beziehungsweise 4 ½ Mrd €, nachdem sie ihre Aktienanlagen im vorangegangenen Quartal ausgeweitet hatten.

*Absatz von
Investment-
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im vierten Quartal 2006 ein Mittelaufkommen von 5 Mrd €, und damit mehr als im vorangegangenen Berichtszeitraum (2 Mrd €). Im Ergebnis flossen neue Mittel dabei ausschließlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zu (7 Mrd €). Anteilscheine von deutschen Publikumsfonds wurden hingegen erneut per saldo zurückgegeben (2 Mrd €), wenngleich sich der Mittelabzug gegenüber Juli bis September (4 Mrd €) verlangsamt hat (vgl. Erläuterungen auf S. 38). Vor allem Aktien- und Rentenfonds mussten Abflüsse hinnehmen (2 Mrd € bzw. 1 ½ Mrd €). Dagegen konnten Offene Immobilienfonds und Geldmarktfonds Zertifikate im Umfang von gut 1 Mrd € beziehungsweise ½ Mrd € unterbringen. Der Anteilsbestand bei den Gemischten Fonds und Altersvorsorgefonds blieb unverändert. Deutlich erhöht hat sich indes der Verkauf von Zertifikaten ausländischer Fondsgesellschaften (8 Mrd €), die im Vorquartal für lediglich 1 Mrd € am deutschen Markt abgesetzt werden konnten.

*Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

Erworben wurden Investmentzertifikate vor allem von inländischen Nichtbanken (10 Mrd €), die zu zwei Dritteln Fondsanteile ausländischer Kapitalanlagegesellschaften in ihre Portefeuilles nahmen. Inländische Kreditinstitute erhöhten per saldo ihren Bestand an Investmentzertifikaten leicht um 2 Mrd €; auch

bei ihnen standen im Ergebnis ausländische Anteilscheine im Vordergrund (1 ½ Mrd €). Ausländische Anleger engagierten sich auf dem deutschen Fondsmarkt in Höhe von knapp 1 ½ Mrd €.

Direktinvestitionen

Wie die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, führten auch die Direktinvestitionen im letzten Quartal des Jahres 2006 zu Kapitalimporten, und zwar in Höhe von (netto) 8 ½ Mrd €; in den drei vorangegangenen Quartalen war es hier jeweils noch zu nennenswerten Mittelabflüssen gekommen. Ausschlaggebend für den Umschwung war zum einen ein höheres Engagement ausländischer Firmen in Deutschland (17 ½ Mrd €, nach 4 Mrd € im dritten Quartal). Diese stockten ihr Beteiligungskapital um 9 ½ Mrd € auf, wobei Unternehmensakquisitionen im pharmazeutischen Bereich eine große Bedeutung zukam. Ferner vergaben sie an ihre hiesigen Niederlassungen vermehrt Kredite. Zum anderen reichten die Direktinvestitionen deutscher Firmen im Dreimonatsabschnitt von Oktober bis Dezember (9 Mrd €) nicht an den Wert des Vorzeitraums heran (17 Mrd €). Der Rückgang wurde entscheidend durch einen Unternehmensverkauf im Versorgungssektor geprägt, nachdem im vorangegangenen Dreimonatszeitraum eine größere Übernahmetransaktion zu Buche geschlagen hatte. Dämpfend wirkten sich ferner Mittelzuflüsse durch die Kreditaufnahme deutscher Muttergesellschaften bei ihren Töchtern im Ausland aus.

*Umschwung
bei den Direkt-
investitionen*