

Finanzmärkte

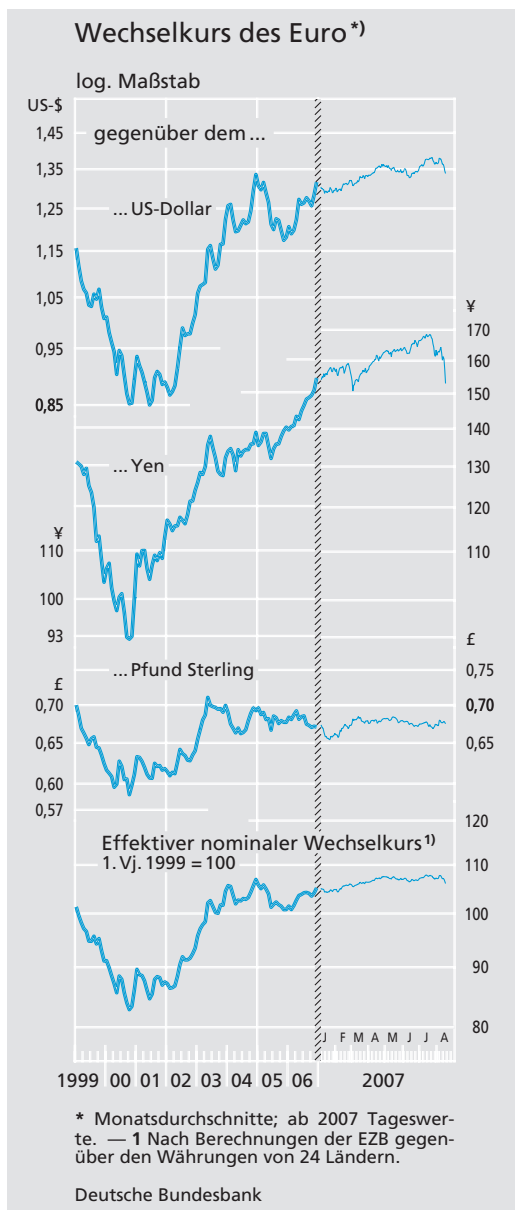
Tendenzen an den Finanzmärkten

Die Entwicklung an den internationalen Finanzmärkten war im Frühjahr und Frühsommer erheblichen Schwankungen unterworfen. So führten die robuste Weltkonjunktur und viel Zuversicht seitens der Marktteilnehmer zunächst weltweit zu steigenden Anleiherenditen und höheren Aktienkursen. Velerorts bewegten sich die Unternehmensbewertungen auf mehrjährigen Höchstständen; teilweise notierten die entsprechenden Indizes sogar auf einem bisher noch nicht erreichten Niveau. Ab Mitte Juli führten dann allerdings verstärkt zutage tretende Probleme am US-Hypothekenmarkt zu einer grundlegend veränderten Risikowahrnehmung von Investoren. In der Folge gaben die Aktienkurse deutlich nach, und die Zinsaufschläge von mit einem höheren Risiko behafteten Titeln weiteten sich spürbar aus. Umgekehrt drückte die „Flucht in die Qualität“ die Anleiherenditen erstklassiger Schuldner. An den Devisenmärkten zeigte sich der Euro gegenüber verschiedenen Währungen über weite Strecken ausgesprochen fest, da die Konjunkturerwartungen für den Euro-Raum nach oben gerichtet waren und die Marktteilnehmer überwiegend mit einer weiteren geldpolitischen Straffung rechneten. Erst im Zuge der gestiegenen Unsicherheit an den Finanzmärkten gab er zuletzt wieder etwas nach.

*Finanzmarkt-
umfeld*

Wechselkurse

Nachdem der Euro-Dollar-Kurs Ende April dieses Jahres mit über 1,36 US-\$ vorübergehend einen neuen Höchststand erreicht hatte, ver-



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

lor er in der Folgezeit zunächst an Wert und fiel bis Mitte Juni auf 1,33 US-\$. Dem US-Dollar kam dabei zugute, dass Spekulationen auf Zinssenkungen in den USA durch Warnungen der amerikanischen Notenbank vor bestehenden Inflationsrisiken und durch günstige Daten vom US-Arbeitsmarkt gedämpft wurden. Die mit der Krise am US-Immobilienmarkt verbundenen möglichen Belastungen für die US-Konjunktur, die entscheidend zu dem Auf-

wertungsschub des Euro-Dollar-Kurses in den ersten Monaten des Jahres beigetragen hatten, sind in dieser Zeit offenbar weniger stark beachtet worden.

Ein erneuter Anstieg des Euro-Dollar-Kurses setzte Anfang Juli ein, als nach der Veröffentlichung positiver Stimmungsindikatoren und angesichts anhaltender Risiken für die Preisstabilität im Euro-Raum an den Märkten zunehmend mit einer weiteren Anhebung der EWU-Zinsen im Herbst gerechnet wurde. Nach der Bekanntgabe der Schieflage zweier am US-Hypothekenmarkt engagierter Hedgefonds rückte zudem die Krise am US-Immobilienmarkt wieder stärker in das Bewusstsein der Anleger, woraufhin der US-Dollar gegenüber den wichtigen Währungen zusätzlich unter Druck geriet. Am 24. Juli erreichte der Euro mit gut 1,38 US-\$ einen neuen „historischen“ Höchststand. In der Folgezeit notierte der Euro allerdings wieder etwas schwächer. Dabei dürften Gewinnmitnahmen, die Veröffentlichung der überraschend hohen Wachstumsrate des US-BIP für das zweite Quartal und eine verstärkte Nachfrage nach Dollarliquidität eine Rolle gespielt haben. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro bei 1,34 US-\$ und damit 2 % über seinem Stand zu Beginn des Jahres.

Bedingt durch das große Renditegefälle zwischen japanischen und europäischen Anlagen wertete sich der Euro gegenüber dem Yen im Berichtszeitraum zunächst weiter auf und erreichte im Frühjahr immer neue Rekordstände. Anfang Juli lösten die Veröffentlichung des Tankan-Berichts und Äußerungen seitens der Bank von Japan zwar Spekulationen

... gegenüber
dem Yen ...

nen auf eine Leitzinserhöhung in Japan aus, die Aufwärtsbewegung des Euro-Yen-Kurses hielt aber zunächst noch an. Mitte Juli erreichte der Euro mit 169 Yen den bislang höchsten Stand seit Beginn der Währungsunion. Er lag damit etwa 7 ½ % über dem Niveau vom Jahresanfang und über ein Viertel höher als bei seiner Einführung. Der Höhenflug des Euro-Yen-Kurses fand in der letzten Juliwoche ein Ende, als mit dem weltweiten Kursverfall an den Aktienmärkten der Euro gegenüber dem Yen unter Abgabedruck geriet. Die Befestigung des Yen gewann Mitte August an Kraft. Sie wird von vielen Marktteilnehmern auf die erhöhte Unsicherheit auf den Finanzmärkten zurückgeführt, welche die Risikobereitschaft gedämpft und zu einer Auflösung von Carry Trades geführt habe. Zuletzt notierte der Euro-Yen-Kurs bei 153 Yen. Er lag damit 2 ½ % unter seinem Stand zu Beginn des Jahres.

... und gegen-
über dem
Pfund Sterling

Gegenüber dem Pfund Sterling bewegte sich der Euro im Berichtszeitraum in einem engen Band zwischen 0,67 und 0,68 Pfund. Die Leitzinserhöhung der Bank von England im Juli war an den Märkten allgemein erwartet worden und hatte daher keinen erkennbaren Einfluss auf die weitere Entwicklung des Euro-Pfund-Kurses. Angesichts des robusten Wachstums der britischen Wirtschaft und der bestehenden Inflationsrisiken rechneten viele Marktteilnehmer allerdings damit, dass auch die Bank von England ihren Straffungskurs weiter fortsetzen wird. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro-Pfund-Kurs bei 0,68 Pfund Sterling und damit ½ % über seiner Notierung zum Jahresanfang.

Im Durchschnitt gegenüber den im Wechselkursindex enthaltenen 24 wichtigen Währungen hat sich der Euro seit Ende März im Ergebnis kaum verändert. Der effektive Wechselkurs des Euro notierte damit zuletzt ½ % über seinem Niveau vom Jahresanfang und 3 % über seinem Stand zu Beginn der Währungsunion. Real gerechnet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitigen Entwicklung der Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den wichtigen Handelspartnern – lag der effektive Wechselkurs des Euro knapp 3 ½ % über seinem Wert zu Beginn der Währungsunion.

Effektiver
Wechselkurs
des Euro

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Vor dem Hintergrund des freundlichen konjunkturellen Umfelds und in der Erwartung steigender Notenbankbankzinsen in verschiedenen Volkswirtschaften zogen die Renditen langfristiger Schuldverschreibungen erstklassiger Emittenten im Frühjahr weltweit merklich an. An den europäischen Anleihemärkten betrug das Plus sowohl in nominaler als auch in realer Betrachtung bis Mitte Juli gut einen halben Prozentpunkt;¹⁾ etwas schwächer war der Anstieg in den USA. Seitdem sind die Renditen von europäischen Staatsanleihen allerdings wieder um gut einen viertel Prozentpunkt zurückgegangen; zuletzt wurden zehnjährige Papiere in der EWU mit knapp 4 ½ % verzinst. US-amerikanische Renditen

Anstieg der
Kapitalmarkt-
zinsen bis
Mitte Juli

1 Die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer – gemessen an der aus inflationsindexierten Anleihen abgeleiteten Break-even-Inflationsrate – blieben im Euro-Raum über den Berichtszeitraum hinweg praktisch unverändert. Siehe auch die Erläuterungen auf S. 36 f.

Euro-Realzinsstrukturkurven und Break-even-Inflationsraten

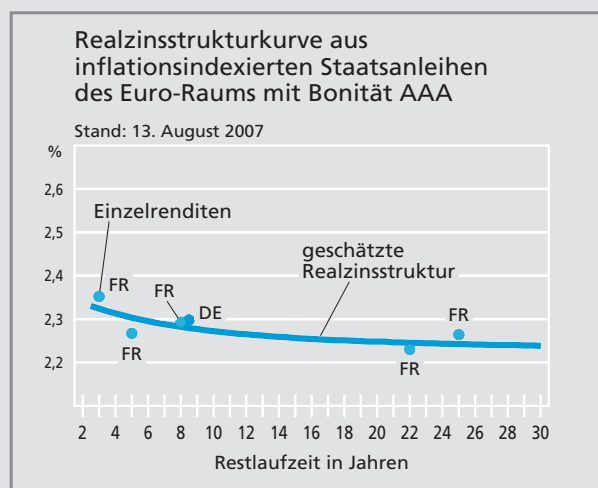
Der Markt für inflationsindexierte Staatsanleihen im Euro-Raum entwickelt sich zunehmend. Seit 2001 beziehungsweise 2003 laufen auf den harmonisierten europäischen Verbraucherpreisindex (ohne Tabakwaren) indexierte Anleihen von Frankreich, Italien und Griechenland um, und im letzten Jahr wurde die erste deutsche inflationsindexierte Bundesanleihe begeben. Die mittlerweile 16 inflationsgeschützten Schuldverschreibungen der EWU-Mitgliedsländer mit einem Umlaufvolumen von insgesamt knapp 150 Mrd € eröffnen die Möglichkeit, analog zu der europäischen und den nationalen nominalen Renditestrukturkurven, eine reale Null-Kupon-Zinsstrukturkurve für den Euro-Raum zu schätzen.

Eine solche Realzinsstrukturkurve ermöglicht es, reale Renditen mit konstanter Laufzeit abzuleiten. So werden Vergleiche über die Zeit etwa des zehnjährigen Realzinses nicht durch die abnehmende Restlaufzeit einer Einzelanleihe verzerrt. Die aus dem Abstand der realen Null-Kupon-Zinsstrukturkurve zu einer entsprechenden nominalen Zinsstrukturkurve abgeleitete Break-even-Inflationsratenkurve (BEIR-Kurve) beruht zudem nicht nur auf exakt laufzeitgleichen, sondern auch auf durationsgleichen Renditen für jeden Zeitpunkt. Aus einer

Zinsstrukturkurve können des Weiteren implizite Terminzinsen abgeleitet werden, das heißt, es lässt sich berechnen, mit welchen zukünftigen Zinssätzen die Marktteilnehmer zu einem bestimmten Zeitpunkt (im Durchschnitt) rechnen. Ebenso lässt sich eine implizite Termin-BEIR-Kurve ermitteln. Während die Break-even-Inflationsrate die Erwartungen der Marktteilnehmer über die Höhe der durchschnittlichen Preissteigerungsrate bis zu einem künftigen Zeitpunkt abbildet, geben implizite Termin-BEIR die Inflationserwartungen des Marktes für einen zukünftigen Zeitraum wieder. Beide Maße enthalten allerdings zusätzlich Inflationsrisikoprämien.¹⁾

Zinsstrukturkurven spiegeln dann die Erwartungen der Marktteilnehmer über die Entwicklung der zukünftigen Realzinsen oder der zukünftigen Inflation besonders gut wider, wenn sie nicht durch zeitvariable Bonitäts-, Liquiditäts- oder anders geartete Risikoprämien „verzerrt“ werden und eine gute Anpassung an die Marktpreise der gehandelten Anleihen darstellen. Beiden Anforderungen ließe sich am besten mit der Verwendung eines möglichst homogenen und möglichst breiten Datensatzes nachkommen. Hier setzt die Anzahl derzeit umlaufender inflationsindexierter Anleihen der EWU-Mitgliedsländer allerdings Grenzen. Zum einen ist die Restlaufzeit der noch relativ „jungen“ Emissionen im mittleren bis langfristigen Bereich angesiedelt, so dass keine realen Renditen und BEIR für kurze Laufzeiten berechnet werden können.²⁾ Zum anderen unterscheiden sich die Emissionen deutlich in ihrer Bonität; die Spanne reicht von AAA bis A. Des Weiteren bieten manche Länder ein Spektrum an Anleihen mit variierender Laufzeit, andere Länder nur Einzel-emissionen.³⁾

Schätzungen der Null-Kupon-Zinsstrukturkurven mit dem parametrischen Verfahren nach Nelson und Siegel (1987)⁴⁾ haben gezeigt, dass die Anpassungsqualität an die Ursprungsdaten bei Verwendung ausschließlich der Anleihen bester Bonität (mit einem AAA-Rating nach Standard & Poor's) besser ist als bei Hinzunehmen von Anleihen geringerer Bonität (A-Rating).⁵⁾



¹ Die Differenz zwischen Renditen von Nominal- und inflationsindexierten Anleihen enthält neben den Erwartungen über die Höhe der Inflation im betrachteten Zeitraum auch eine Prämie zur Kompensation möglicher Änderungen der Inflation während dieses Zeitraums. Dadurch liegt die BEIR im Allgemeinen über der „reinen“ Inflationserwartung. Bei inflationsgeschützten Anlagen entfällt diese Unsicherheit, sie muss daher auch nicht kompensiert werden. Zwar besteht auch bei inflationsindexierten Anleihen durch die nachträgliche Zahlung der mit einer Zeitverzögerung ermittelten Kompensation für die Inflationsrate ein kurzer Zeitraum ohne Schutz vor Inflationsänderungen. Da dieser aber erheblich geringer ist (drei Monate) als bei mehrjährigen Nominalanleihen, kann er hier vernachlässigt werden.

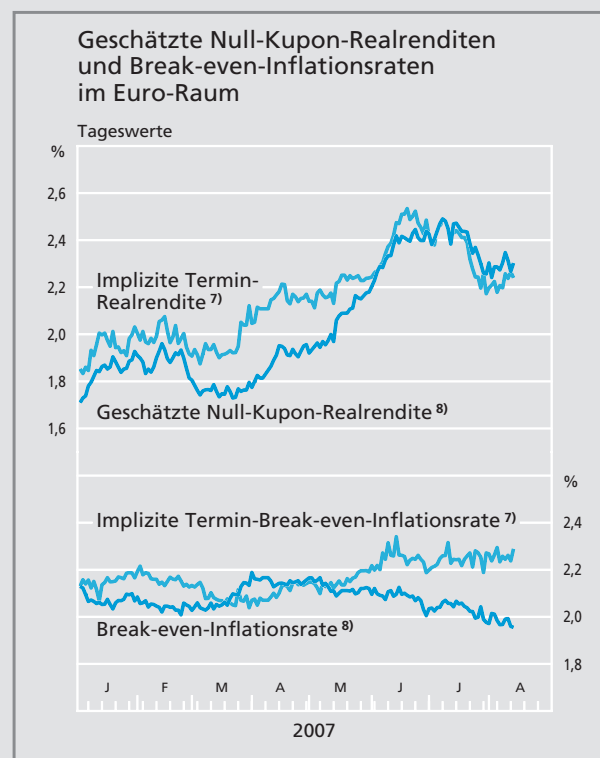
Eine weitere Verzerrung ist durch Liquiditätsprämien möglich. Diese sind aber im Allgemeinen relativ konstant im Zeitablauf, da es keine Terminmarkteinflüsse wie bei nominalen Staatsanleihen (cheapest-to-deliver) gibt. — ² Die Schätzung der Parameter für die Kurven wird nur an die Renditen der vorhandenen Anleihen angepasst. Daher zeigen mittels der geschätzten Parameter berechnete Werte, die außerhalb des Laufzeitspektrums liegen, keine extrapolierten Markterwartungen. Vielmehr können sich insbesondere im kurzen Laufzeitsegment ökonomisch unplausible, ja teils sogar Kurvenverläufe mit negativen Werten ergeben. — ³ Da inflationsgeschützte Anleihen u.a. zur Finanzierung langlaufender realer Verbindlichkeiten gekauft werden, ist es für Anleger von Wert, ein Spektrum an Anleihen unterschiedlicher Laufzeit zur

Betrachtet man die Entwicklung des mit Hilfe der geschätzten Null-Kupon-Rendite für eine Laufzeit von zehn Jahren ermittelten langfristigen Realzinses, so zeigt sich, dass dieser nach einem leichten Anstieg zu Beginn dieses Jahres im Zuge der vom chinesischen Aktienmarkt und dem amerikanischen Subprime-Hypothekenmarkt angestoßenen Finanzmarkt-turbulenzen zunächst fiel. Die entsprechenden langfristigen Inflationserwartungen, gemessen an den zehnjährigen BEIR, blieben dabei stets bei gut 2%. Bemerkenswert war die Entwicklung im zweiten Quartal, in dem der langfristige Realzins dann um gut 60 Basispunkte zulegte, bei lediglich geringfügig erhöhten BEIR. Hierin spiegelt sich zum einen die lebhaftere konjunkturelle Gangart des Euro-Raums wider. Zum anderen dürfte die Zinsentwicklung durch den internationalen Zinsverbund beeinflusst worden sein. In den USA, deren Wirtschaft sich robuster entwickelte als zu Jahresbeginn erwartet, folgten Realzins und BEIR einem ähnlich charakteristischen Muster wie im Euro-Raum.⁶⁾ Zuletzt gaben die realen Renditen dann aber wieder nach. Während der Realzins im Vergleich zum Jahresanfang damit gut einen halben Prozentpunkt höher notierte, liegen die zehnjährigen Inflationserwartungen leicht unterhalb des Niveaus, das sie sowohl zu Beginn des Jahres als auch des zweiten Quartals aufgewiesen hatten.

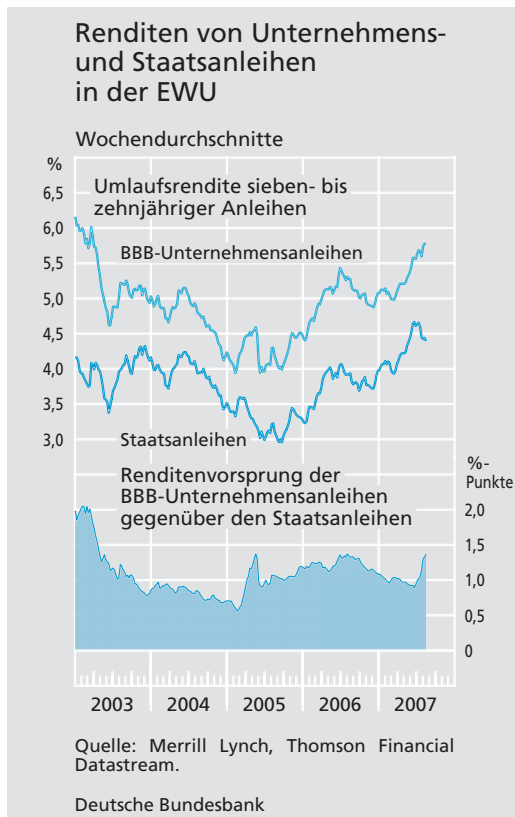
Heutige Erwartungen über die zukünftige reale Zinsentwicklung lassen sich mit Hilfe von aus der Zinsstruktur abgeleiteten Terminzinsen beschreiben, zum Beispiel mittels eines Fünfjahreszinses in fünf Jahren. Dabei wiesen der fünfjährige Kassarealzins als auch der Terminrealzins zwischen den Jahren fünf und zehn im bisherigen Jahresverlauf einen hohen Gleichlauf auf. Auch liegt der implizite Terminzins fast im gesamten Zeitraum über dem aktuellen Kassazins, was einem „normalen“, das heißt aufwärts gerichteten, Verlauf der Realzinsstrukturkurve entspricht. Erst im Juli drehte sich das Verhältnis zwischen beiden Zinsen um. Dies ist Ausdruck eines inversen Verlaufs der Realzinsstrukturkurve und deutet auf Erwartungen eines sinkenden Realzinses hin.

Verfügung zu haben. Dies drückt sich in den variierenden Renditen von Anleihen gleicher Bonität und ähnlicher Liquidität aus. — 4 Siehe: C. Nelson und A. Siegel (1987), Parsimonious modeling of yield curves for U.S. Treasury yields, *Journal of Business*, Vol. 60, S. 473-489. Hier werden die Parameter einer funktionalen Form so bestimmt, dass sie die Abweichungen der theoretischen (geschätzten) Null-Kupon-Renditen von den beobachteten Renditen inflationsindexierter Anleihen minimieren. Die so geschätzte Zinsstruktur kann nicht alle Formen annehmen, weshalb die Zinsstruktur schätzung nominaler Anleihen meist mit der Svensson-Erweiterung (L. Svensson (1994), Estimating and interpreting forward interest rates: Sweden 1992-1994, IMF Working

Bei der BEIR schwankte hingegen im Jahresverlauf die fünfjährige Terminrate in fünf Jahren stärker um die fünfjährige Kassarate. Zuletzt lag die Terminrate etwas über der Kassarate. Dies kann zum einen Ausdruck leicht gestiegener langfristiger Inflationserwartungen sein. Zum anderen spiegelt sich darin möglicherweise eine „Normalisierung“ der BEIR-Strukturkurve wider, die, getrieben durch die Inflationsrisikoprämie, selbst bei stabilen Inflationserwartungen einen steigenden Verlauf aufweisen kann. Insgesamt gesehen hielten sich die Veränderungen der BEIR im bisherigen Jahresverlauf allerdings in engen Grenzen, so dass von weitgehend stabilen langfristigen Inflationserwartungen ausgegangen werden kann.



Paper No 114, Washington D.C.) oder der noch flexibleren nicht-parametrischen Schätzung mittels abschnittsweise bestimmter kubischer Splines vorgenommen wird. Alle drei Ansätze liefern jedoch eine vergleichsweise gute Anpassung an die Daten, so dass bei einer geringen Anzahl von verfügbaren Anleihen die Schätzung von wenigen Parametern vorzuziehen ist. — 5 Der mittlere quadrierte Renditenfehler lag bei Verwendung aller Anleihen etwa dreimal so hoch wie bei der Verwendung nur deutscher und französischer AAA-Anleihen. — 6 Gemessen an einzelnen inflationsindexierten und passenden nominalen Anleihen. — 7 Fünf Jahre in fünf Jahren. — 8 Horizont fünf Jahre.



fielen dagegen stärker auf zuletzt $4\frac{3}{4}\%$. Dabei dürfte sich eine im Zuge der Krise der US-Hypothekmärkte erhöhte Nachfrage nach sicheren Anlagemöglichkeiten auf die Zinsentwicklung im gesamten Laufzeitspektrum niedergeschlagen haben. Zudem lasteten zeitweise einzelne ungünstig ausgefallene Konjunkturindikatoren auf dem Kapitalmarkt. Im Ergebnis verflachte sich die deutsche Zinsstrukturkurve erneut.

Höhere
Unsicherheit

Die gestiegene Nervosität der Marktteilnehmer als Folge der US-Hypothekenkrise lässt sich auch an der impliziten Volatilität von Optionen auf Anleihe-Futures ablesen. Diese bildet die Unsicherheit des Marktes über die weitere Entwicklung der Kapitalmarktrenditen ab. An allen großen Finanzplätzen hat die so gemessene Unsicherheit deutlich zuge-

nommen. Für den Bund-Future lag sie zuletzt fast doppelt so hoch wie Ende März und damit deutlich über dem Durchschnittswert seit 1999.

In den Finanzmarktbebewegungen der letzten Wochen kommt letztlich eine allgemeine Neubewertung von Risiken zum Ausdruck. So erhöhten sich die Zinsaufschläge von Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB gegenüber EWU-Staatsanleihen um ein Drittel auf 138 Basispunkte, nachdem sie noch im Juni auf den tiefsten Stand seit zwei Jahren gefallen waren. Diese Entwicklung steht im Einklang mit zum Teil erheblichen Prämienanstiegen am Markt für Kreditrisikotransfer (vgl. Schaubild auf S. 39). Hier zeigten sich auch Friktionen bei der Syndizierung von Großkrediten. Besondere Beachtung fanden zwei Unternehmensübernahmen, in deren Rahmen Kredite nicht planmäßig an Finanzinvestoren weitergereicht werden konnten. Durch die Probleme auf dem Verbriefungsmarkt wird auch das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen, bei dem häufig ein hoher Fremdkapitalanteil eingesetzt wird, belastet. Eine angemessenere Bewertung von Risiken durch die Märkte, die in der Vergangenheit nicht immer und überall gegeben schien, ist aus geldpolitischer Sicht und zur nachhaltigen Wahrung der Finanzstabilität notwendig. Insofern sind die Korrekturen der Spreads als Normalisierung zu werten. Probleme bereitete den Akteuren allerdings, dass sich die Anpassungen abrupt vollzogen und in einem Umfeld erhöhter Unsicherheit mit einer Verknappung der Liquidität in verschiedenen Marktsegmenten einhergingen.

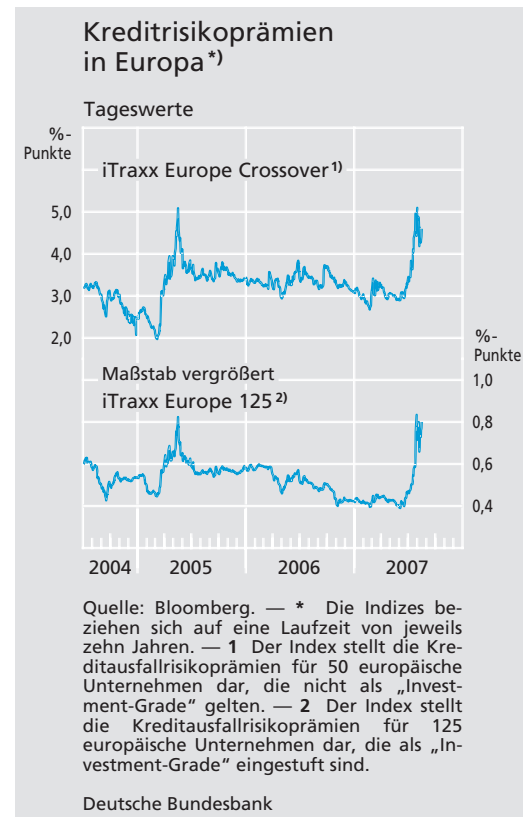
Ausweitung der
Zinsaufschläge
auf Unter-
nehmens-
anleihen

*Schwächere
Emissions-
tätigkeit am
Rentenmarkt*

Die Emissionstätigkeit am deutschen Rentenmarkt im zweiten Quartal 2007 war von den geschilderten Turbulenzen, die erst im Juli einsetzten, nicht betroffen. Insgesamt belief sich der Brutto-Absatz inländischer Schuldverschreibungen auf 290 ½ Mrd €. Er war damit zwar deutlich niedriger als in den vorangegangenen drei Monaten (324 Mrd €); nach Berücksichtigung von Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen flossen den deutschen Emittenten aber mit 45 ½ Mrd € netto nur etwas weniger Mittel zu als im vorangegangenen Vierteljahr (50 ½ Mrd €). Ausländische Schuldverschreibungen wurden mit per saldo 43 Mrd € in ähnlicher Größenordnung am deutschen Markt abgesetzt; davon waren etwa vier Fünftel in Euro denominated. Insgesamt betrug das Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Schuldverschreibungen im zweiten Vierteljahr gut 88 Mrd €, verglichen mit 122 ½ Mrd € in den drei Monaten davor.

*Höheres Mittel-
aufkommen
der öffentlichen
Hand*

Im Gegensatz zur insgesamt schwächeren Emissionstätigkeit nahm die öffentliche Hand den Kapitalmarkt im Berichtszeitraum mit 25 Mrd € stärker in Anspruch als im Vorquartal (5 ½ Mrd €). Dabei entfiel mit 24 Mrd € (netto) der weit überwiegende Teil der aufgenommenen Mittel – wie üblich – auf den Bund. Er begab insbesondere im längerfristigen Laufzeitbereich fünfjährige Obligationen (11 Mrd €) und zehnjährige Anleihen (11 Mrd €). Zudem emittierte er zweijährige Schatzanweisungen für 2 Mrd €. Die Länder weiteten ihre Kapitalmarktverschuldung im zweiten Quartal um knapp 1 Mrd € aus, und damit in geringerem Umfang als in den vorangegangenen drei Monaten (3 Mrd €).

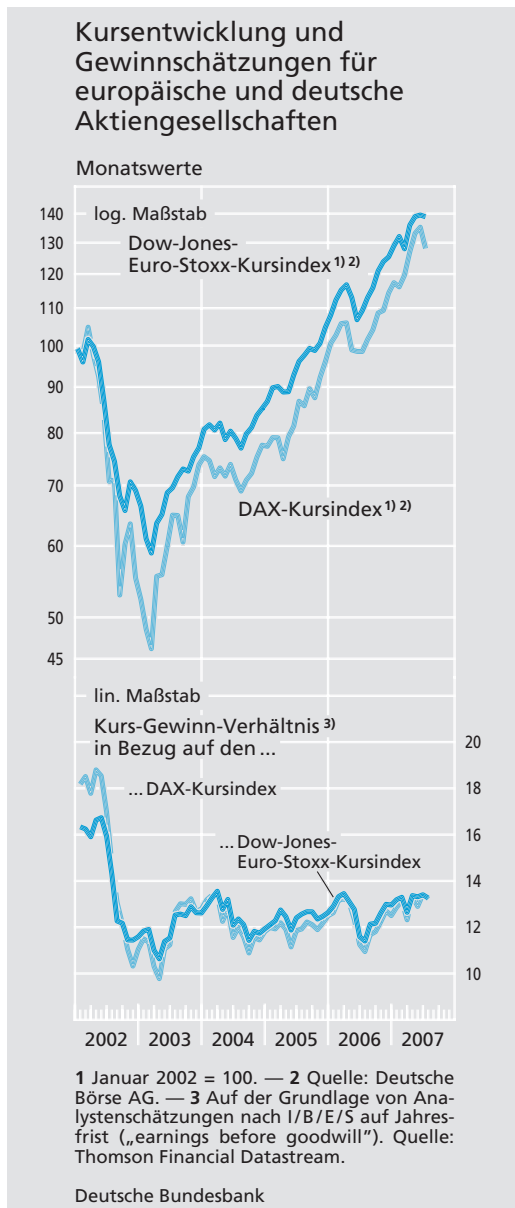


Die deutschen Kreditinstitute nahmen den Rentenmarkt im zweiten Quartal mit 15 ½ Mrd € in Anspruch, nach 39 Mrd € im ersten Vierteljahr. Im Vordergrund ihrer Emissionstätigkeit standen wie im Vorquartal die flexibel ausgestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (21 ½ Mrd €). Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten wurden für netto 10 ½ Mrd € begeben, verglichen mit einem Netto-Absatz in Höhe von 25 Mrd € im vorangegangenen Vierteljahr. Wie im Vorquartal reduzierten die inländischen Banken hingegen ihre Verschuldung aus öffentlichen Pfandbriefen und Hypothekenspfandbriefen (15 ½ Mrd € bzw. 1 Mrd €).

Inländische Unternehmen nahmen im zweiten Quartal 4 ½ Mrd € am heimischen Rentenmarkt auf, verglichen mit 6 Mrd € im ers-

*Niedrigere
Mittelaufnahme
der Kredit-
institute...*

*... und der
Unternehmen*



ten Vierteljahr. Im Ergebnis begaben sie kurzlaufende Titel für 5 ½ Mrd € und verringerten gleichzeitig ihre Verschuldung in längerfristigen Anleihen um 1 Mrd €.

Beim Erwerb von Schuldverschreibungen standen im Zeitraum von April bis Juni – wie bereits im ersten Quartal – ausländische Investoren im Vordergrund. Sie übernahmen per saldo Papiere inländischer privater und öf-

fentlicher Emittenten für 39 ½ Mrd € beziehungsweise 23 ½ Mrd €. Heimische Kreditinstitute weiteten ihre Rentenmarktportfolios ebenfalls kräftig aus (25 Mrd €). Sie engagierten sich dabei letztlich fast ausschließlich in ausländischen Titeln. Inländische Nichtbanken schichteten ihre Rentenportfolios von inländischen in ausländische Papiere um; per saldo verkauften sie im Berichtszeitraum für ½ Mrd € (netto) Schuldverschreibungen aus ihren Beständen.

An den internationalen Aktienmärkten überwog bis in den Sommer hinein der Optimismus. Ein kräftiges Wachstum der Weltwirtschaft, überwiegend positive Unternehmensdaten und lebhafte Übernahmeaktivitäten trieben die großen Aktienindizes weltweit auf mehrjährige Höchststände. Die verstärkt zutage tretende Krise um die US-amerikanischen Hypothekenmärkte, die im März bereits zu einem zwischenzeitlichen Tief geführt hatte, löste ab Mitte Juli dann aber im Zuge einer allgemein erhöhten Risikosensitivität einen kräftigen Kursrückgang aus. Unterdurchschnittlich entwickelten sich insbesondere Titel des Finanzsektors, der von den Problemen unmittelbar betroffen war. Auch einige etwas schlechter als erwartet ausgefallene Konjunkturindikatoren sowie die Anspannungen am Geldmarkt belasteten die Märkte. Dabei stieg die Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung auf ein erhöhtes Niveau.²⁾ Ungeachtet dieser Entwicklungen weisen die Unternehmensgewinne insgesamt gesehen aber weiterhin ein robustes Wachs-

*Aktien nach
Hausse
schwächer*

*Erwerb von
Schuldver-
schreibungen*

2 Gemessen an Indizes impliziter Volatilität, wie dem VIX bzw. dem VDAX.

tum auf und dürften tendenziell stabilisierend auf die Aktienmärkte wirken.

Dies gilt insbesondere auch für deutsche Dividendenwerte, die sich nicht zuletzt wegen der anhaltend günstigen Konjunktorentwicklung hierzulande vergleichsweise gut behauptet haben. So legte der marktweite CDAX-Index seit dem Beginn des zweiten Quartals – trotz des jüngsten Kursrückgangs – um knapp 1% zu, während der amerikanische S&P 500-Index sein Niveau nur knapp gehalten hat, und der europäische Dow Jones Euro Stoxx letztlich 5% verlor. Heimische Aktien verzeichneten damit seit Jahresbeginn im Durchschnitt einen Kursanstieg von 7%.

*Mittelaufnahme
am Aktien-
markt leicht
gesunken*

Trotz insgesamt steigender Notierungen hat sich die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt im zweiten Quartal etwas abgeschwächt. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für 2 ½ Mrd €, nach knapp 3 ½ Mrd € im ersten Vierteljahr. Hierbei handelte es sich etwa zur Hälfte um börsennotierte Dividentitel. Zudem wurden ausländische Aktien für netto 8 ½ Mrd € am deutschen Markt abgesetzt.

Aktienwerb

Inländische Nichtbanken traten im zweiten Quartal 2007 als stärkste Erwerbergruppe am Aktienmarkt in Erscheinung. Sie nahmen in- und ausländische Dividendenwerte für 13 ½ Mrd € in ihre Portefeuilles. Ausländische Anleger engagierten sich per saldo mit 12 ½ Mrd € in inländischen Aktien; dabei handelte es sich überwiegend um Portfolioinvestitionen (8 ½ Mrd €).³⁾ Hingegen trennten sich heimische Kreditinstitute von Dividentiteln im Umfang von 12 ½ Mrd €.

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Position	Mrd €		
	2006 2. Vj.	2007 1. Vj.	2007 2. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	57,7	83,6	24,8
Kreditinstitute	23,6	46,0	25,2
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	25,5	49,4	32,4
Nichtbanken	34,1	37,6	- 0,4
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	18,3	15,5	- 11,0
Ausländer	10,9	38,8	63,4
Aktien			
Inländer	- 9,7	- 10,9	1,0
Kreditinstitute	- 8,2	5,0	- 12,3
darunter:			
inländische Aktien	- 5,1	1,3	- 17,8
Nichtbanken	- 1,5	- 15,9	13,3
darunter:			
inländische Aktien	3,1	4,0	10,0
Ausländer	4,0	- 2,0	12,3
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	9,7	12,3	1,0
Anlage in Publikumsfonds	- 2,1	0,0	- 0,7
darunter: Aktienfonds	- 3,0	- 2,6	- 2,8
Deutsche Bundesbank			

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im zweiten Quartal mit ½ Mrd € ein deutlich niedrigeres Mittelaufkommen als in den vorangegangenen drei Monaten (12 ½ Mrd €). Der Rückgang ist fast ausschließlich auf die institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zurückzuführen, denen zusätzliche Mittel in Höhe von lediglich 1 Mrd € zugute kamen (Vorquartal: 12 ½ Mrd €). Der Umlauf von Anteilscheinen deutscher Publikumsfonds, der im Vorquartal unverändert geblieben war, reduzierte sich um ½ Mrd €. Unter den Publikumsfonds mussten erneut vor allem Renten- und Aktienfonds Abflüsse hinnehmen (4 Mrd € bzw. 3 Mrd €). Auch Anteilscheine von Hedgefonds und Dachfonds wurden in geringem Umfang zurückgegeben.

*Absatz von
Investment-
zertifikaten*

³ Zur Entwicklung der Direktinvestitionen im zweiten Quartal siehe S. 42 f.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2006		2007	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.	2. Vj.
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 25,7	+ 37,2	+ 35,8	
Außenhandel 1) 3)	+ 36,9	+ 48,8	+ 48,8	
Dienstleistungen 1)	- 3,6	- 4,7	- 3,4	
Erwerbs- und Vermögens- einkommen 1)	+ 1,6	+ 7,4	- 2,0	
Laufende Übertragungen 1)	- 5,0	- 10,8	- 4,7	
II. Vermögensübertragungen 1) 4)	+ 0,0	+ 0,2	+ 0,8	
III. Kapitalbilanz 1)				
(Netto-Kapitalexport: -)	- 56,1	- 75,4	- 88,9	
1. Direktinvestitionen	- 5,4	- 6,3	- 22,0	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 11,1	- 13,8	- 23,9	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 5,7	+ 7,6	+ 1,9	
2. Wertpapiere	- 9,9	- 35,8	+ 13,0	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 25,5	- 72,1	- 60,7	
Aktien	+ 12,7	+ 12,1	- 2,8	
Investmentzertifikate	+ 3,0	- 12,7	- 16,9	
Schuldverschreibungen	- 41,2	- 71,6	- 41,0	
Anleihen 5)	- 33,5	- 65,8	- 38,0	
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 28,7	- 53,7	- 32,4	
Geldmarktpapiere	- 7,7	- 5,7	- 3,0	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 15,6	+ 36,3	+ 73,7	
Aktien	+ 3,3	- 3,2	+ 8,6	
Investmentzertifikate	+ 1,4	+ 0,7	+ 1,7	
Schuldverschreibungen	+ 10,9	+ 38,8	+ 63,4	
Anleihen 5)	+ 8,6	+ 29,0	+ 57,7	
darunter: öffent- liche Anleihen	+ 1,4	- 7,3	+ 25,7	
Geldmarktpapiere	+ 2,3	+ 9,8	+ 5,7	
3. Finanzderivate 6)	+ 2,4	- 10,0	- 12,0	
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	- 43,6	- 23,5	- 66,5	
Monetäre Finanz- institute 8)	- 55,8	- 10,6	- 60,9	
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privat- personen	- 38,9	+ 8,9	- 40,4	
darunter: kurzfristig	+ 13,4	- 11,3	+ 13,5	
Staat	+ 7,2	- 4,0	+ 23,3	
darunter: kurzfristig	- 15,2	+ 13,6	- 23,4	
Bundesbank	- 15,1	+ 14,6	- 23,1	
5. Veränderung der Währungs- reserven zu Transaktions- werten (Zunahme: -) 9)	+ 14,0	- 15,3	+ 4,3	
+ 0,4	+ 0,1	- 1,4		
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)	+ 30,4	+ 38,0	+ 52,2	

1 Saldo. — 2 Enthält auch die Ergänzungen zum Warenverkehr. — 3 Spezialhandel nach der amtlichen Außenhandelsstatistik (Quelle: Statistisches Bundesamt). Ab Januar 2007 ohne Warenlieferungen zur bzw. nach Reparatur/Wartung, die bis Dezember 2006 über die Ergänzungen zum Außenhandel abgesetzt wurden. — 4 Einschl. Kauf/Verkauf von immateriellen nichtproduzierten Vermögensgütern. — 5 Ursprungslaufzeit über ein Jahr. — 6 Verbriefte und nicht verbiefte Optionen sowie Finanztermingeschäfte. — 7 Enthält Finanz- und Handelskredite, Bankguthaben und sonstige Anlagen. — 8 Ohne Bundesbank. — 9 Ohne SZR-Zuteilung und bewertungsbedingte Veränderungen. — o Ausföhren positiv beeinflusst durch Nachmeldungen. — Abweichungen bedingt durch Runden der Zahlen.

Deutsche Bundesbank

Dagegen konnten Offene Immobilienfonds und Gemischte Wertpapierfonds Zertifikate im Umfang von jeweils 2 ½ Mrd € unterbringen. Geldmarktfonds veräußerten Anteile für netto 1 ½ Mrd €. Das Mittelaufkommen ausländischer Fondsgesellschaften in Deutschland ist mit 17 Mrd € erneut deutlich gestiegen.

Erworben wurden Investmentzertifikate wie schon im vorangegangenen Quartal vor allem von inländischen Nichtbanken (11 Mrd €), die im Ergebnis ausschließlich Fondsanteile ausländischer Kapitalanlagegesellschaften in ihre Portefeuilles nahmen (12 ½ Mrd €). Auch das Engagement inländischer Kreditinstitute (5 Mrd €) bezog sich fast ausschließlich auf ausländische Fondsanteile. Gebietsfremde Investoren traten am deutschen Fondsmarkt mit Käufen in Höhe von 1 ½ Mrd € in Erscheinung.

*Erwerb von
Investment-
zertifikaten*
Direktinvestitionen

Im Gegensatz zum Wertpapierverkehr, der mit Netto-Kapitalimporten von 13 Mrd € abgeschlossen hat, kam es bei den Direktinvestitionen im zweiten Quartal zu Mittelabflüssen in Höhe von 22 Mrd €, verglichen mit Netto-Kapitalexporten von 6 ½ Mrd € in den Monaten Januar bis März.

*Hohe Netto-
Kapitalexporte
bei den Direkt-
investitionen*

Ausschlaggebend war das gestiegene Engagement hiesiger Firmen, die ihren Niederlassungen im Ausland Kapital im Umfang von insgesamt 24 Mrd € zur Verfügung stellten. Davon entfielen 11 Mrd € auf die Aufstockung des Beteiligungskapitals und 8 ½ Mrd € auf konzerninterne Kredite. Beim Beteiligungserwerb kam insbesondere Italien

und dem Vereinigten Königreich eine größere Bedeutung als Zielländer zu.

Ausländische Firmen hielten sich im Berichtszeitraum hingegen mit Investitionen in

Deutschland zurück (2 Mrd €). Ausschlaggebend für die Kapitalimporte war die Zuführung von Beteiligungskapital (4 Mrd €). Dies stammte vorrangig aus Frankreich, Spanien und Italien.