

## Finanzmärkte

### Finanzmarktumfeld

---

Im Sommer 2011 richtete sich die Aufmerksamkeit der Finanzmarktteilnehmer mehr und mehr auf die hohe Staatsverschuldung der entwickelten Länder. Der Konsolidierungsdruck auf die Haushalte zeigte sich dabei auch in innenpolitischen Auseinandersetzungen in den betreffenden Ländern, die die Verunsicherung der Investoren schürten. Daneben schwächten sich die globalen Auftriebskräfte im zweiten Quartal spürbar ab, und auch die weltweiten konjunkturellen Aussichten trübten sich etwas ein. Dämpfend wirkte nicht zuletzt der Kaufkraftentzug durch die gestiegenen Ölpreise und höhere Inflationsraten. Mit Blick auf Europa entlastete die Märkte nur kurz, dass ein Zahlungsausfall Griechenlands durch ein weiteres, Mitte Juli durch die Staats- und Regierungschefs beschlossenes Rettungspaket abgewendet wurde. Anfang August spitzte sich die Situation an den Finanzmärkten zu. Vor dem Hintergrund einer heftigen parlamentarischen Diskussion darüber, ob die gesetzlich vorgesehene Schuldenobergrenze angehoben werden sollte, wurden die USA von einer Ratingagentur – zum ersten Mal – in ihrer Bonität herabgestuft. Gleichzeitig zogen im Euro-Raum neben spanischen Renditen nun auch die Renditen des hoch verschuldeten Italiens deutlich an. In diesem Umfeld brachen die Aktienkurse weltweit ein, und die Renditen von Staatsanleihen in den größten Industrieländern gaben infolge von „Safe haven“-Zuflüssen stark nach. Die Verunsicherung der Marktteilnehmer hinsichtlich der wirtschaftlichen Entwicklung beiderseits des Atlantiks resultierte in spürbaren Schwan-

*Tendenzen an  
den Finanz-  
märkten*

kungen des Euro-Dollar-Kurses und in Verlusten beider Währungen gegenüber dem Yen und insbesondere dem Schweizer Franken.

## Wechselkurse

*Euro-Dollar-Kurs per saldo nahezu unverändert*

Im Blickfeld des Devisenmarkts befand sich vor allem der Euro-Dollar-Kurs, der im Spannungsfeld gegenläufiger Einflussfaktoren aus Europa und den USA stand. So gab es Phasen einer merklichen Abwertung des Euro, in denen die Schuldenproblematik der Peripherieländer des Euro-Raums die Kursentwicklung bestimmte. Dem standen Zeiten einer stärkeren Gemeinschaftswährung gegenüber, in denen unter den Erwartungen liegende Zahlen zur US-Wirtschaft und zeitweise auch die Auseinandersetzungen um die Schuldenobergrenze in den USA in den Mittelpunkt rückten.

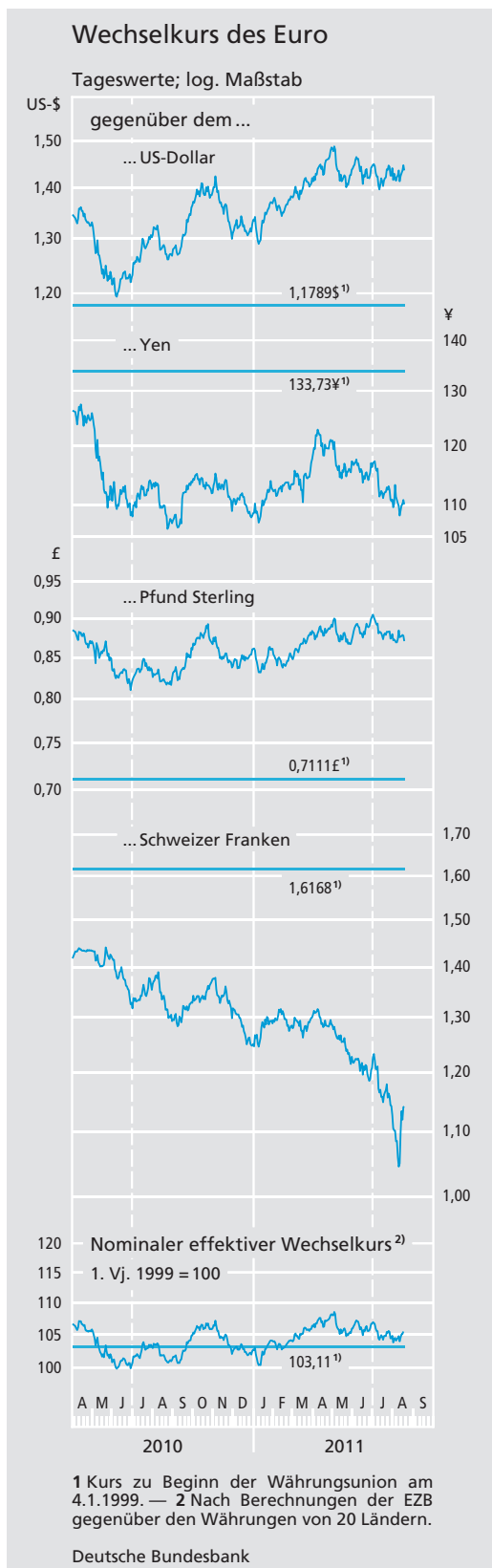
Von Ende März bis Anfang Mai 2011 wertete der Euro zunächst um fast 5% auf. Mit 1,49 US-\$ erreichte er seinen höchsten Wert seit Dezember 2009. Verantwortlich dafür waren Konjunkturmeldungen, die für den Euro-Raum tendenziell günstiger ausfielen als für die USA, und der sich daraus entwickelnde Zinsvorsprung des Euro-Raums. Nachdem Anfang Mai das von einigen Marktteilnehmern erwartete Signal für eine weitere Leitzinserhöhung im Euro-Raum bereits im Juni ausblieb, wertete der Euro dann allerdings merklich ab. Zudem lasteten eine erneute Bonitäts-herabstufung griechischer Staatspapiere und Gerüchte über eine möglicherweise bald bevorstehende Umschuldung Griechenlands auf dem Euro. Erst als sich Anfang Juni die

Anzeichen mehrten, dass die nächste Tranche aus dem vereinbarten Hilfsprogramm an Griechenland ausgezahlt werden würde und zugleich enttäuschende US-Wirtschaftsdaten veröffentlicht wurden, verlagerte sich der Fokus wieder in Richtung USA – verbunden mit einer deutlichen Erholung des Euro.

Seither verlor der Euro jedoch wieder an Wert. Dies hing mit der abermaligen Zuspitzung der Schuldenkrise in verschiedenen Ländern des Euro-Raums zusammen. Beispielhaft genannt seien die Sorge, das griechische Sparpaket könnte vom Parlament nicht gebilligt werden, die Herabstufung der Kreditwürdigkeit Portugals und schließlich der Anstieg der Risikoaufschläge für italienische und spanische Staatspapiere. Größeren Kursverlusten des Euro wirkte allerdings der parlamentarische Streit über die Erhöhung der US-Schuldenobergrenze entgegen. Zuletzt notierte der Euro mit 1,44 US-\$ etwa 1% stärker als am Ende des ersten Quartals 2011.

Der Yen profitierte von der Verunsicherung der Anleger über die Entwicklungen im Euro-Raum und in den USA, was zu einer Abwertung des Euro gegenüber der japanischen Währung um rund 6½% seit Ende März führte. Zudem wurde der Yen durch Anzeichen für eine rasche Erholung der japanischen Wirtschaft von dem Einbruch nach der Natur- und Reaktorkatastrophe gestützt. Die Industrieproduktion in Japan legte wieder deutlich zu, ebenso stiegen die Einzelhandelsumsätze und die realen Warenexporte. Die japanische Zentralbank reagierte Anfang August auf die Aufwertung der Landeswährung mit Devisenmarktinterventionen, die zwar kurzfristig er-

*Abwertung gegenüber dem Yen*



folgreich waren, eine weitere Aufwertung des Yen in der Folgezeit aber nicht verhindern konnten. Zuletzt lag der Euro bei 110 Yen.

Gegenüber dem Pfund Sterling hat sich der Euro im Berichtszeitraum im Ergebnis nur wenig verändert. Meldungen über die lahrende Konjunktur im Vereinigten Königreich führten im Verlauf des Juni vorübergehend zu einer Aufwertung des Euro. Trotz einer über der Zielvorgabe der Bank von England liegenden Inflationsrate verringerte sich in den Augen der Marktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit für eine Leitzinserhöhung. Seit Anfang Juli belastete jedoch wieder die Schuldenkrise in der EWU den Euro. Zuletzt stand er bei 0,87 Pfund Sterling, etwa 1½% niedriger als Ende März.

*Euro gegenüber Pfund Sterling im Ergebnis nur wenig verändert*

Deutliche Verluste verzeichnete die Gemeinschaftswährung gegenüber dem Schweizer Franken. Im Vergleich zum Ende des ersten Quartals notierte der Euro zuletzt 12½% schwächer, kurz nachdem er einen historischen Tiefstand von 1,05 Schweizer Franken erreicht hatte. Der Schweizer Franken profitierte als sicherer Hafen von der hohen Unsicherheit der Anleger bezüglich der Entwicklungen im Euro-Raum und in den USA sowie von der soliden wirtschaftlichen Verfassung der Schweiz. Zuletzt erholte sich der Euro wieder etwas nach einer Lockerung der Schweizer Geldpolitik sowie Berichten über eine mögliche Bindung des Schweizer Franken an den Euro.

*Merkliche Kursverluste des Euro zum Schweizer Franken*

Gegenüber den Währungen der 20 wichtigsten Handelspartner hat der Euro im Vergleich zum Beginn des zweiten Quartals etwa 1%

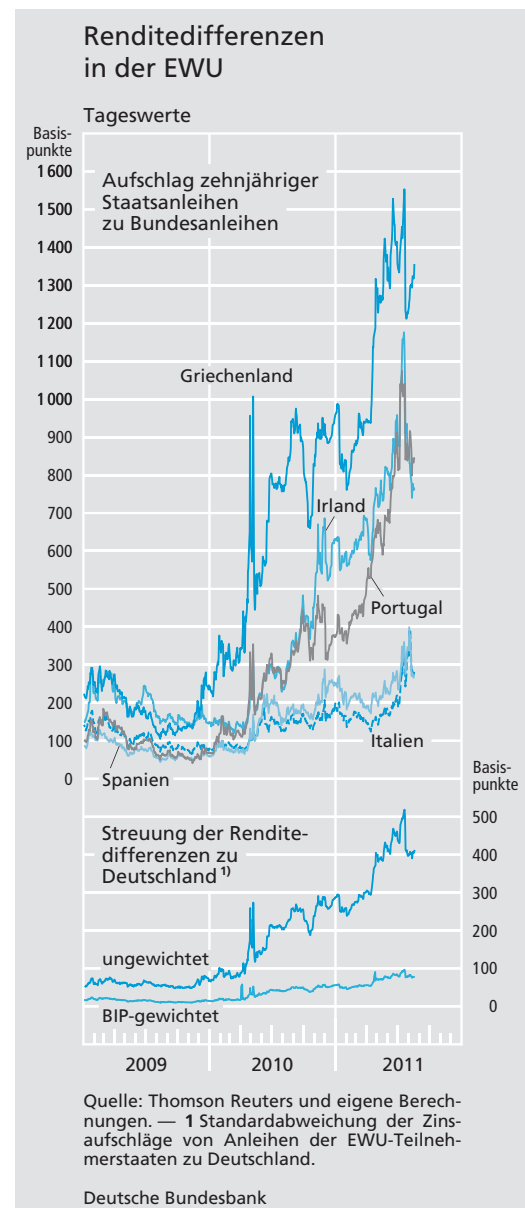
*Effektiver Wechselkurs des Euro*

an Wert verloren. Allerdings notierte die Gemeinschaftswährung noch immer 2% über dem Stand zu Beginn der Währungsunion. Damit ist die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euro-Raums gegenüber wichtigen Handelspartnern weiterhin relativ ungünstig.

### Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

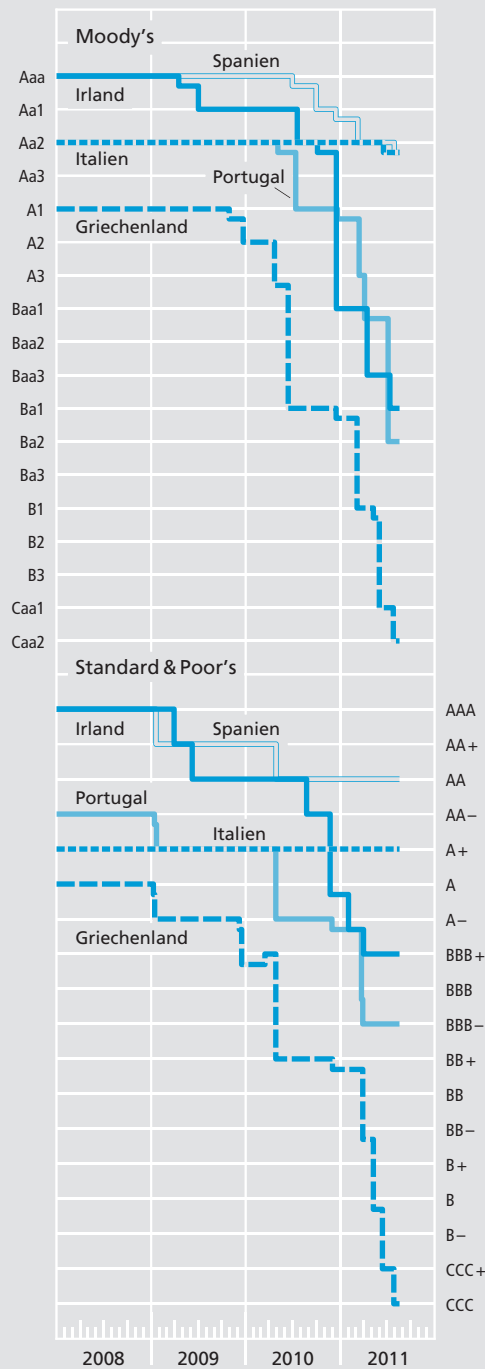
*Internationale Rentenmärkte unter dem Eindruck von „Safe haven“-Flüssen*

Die Renditen von Staatsanleihen der USA, Japans und Deutschlands sind im Verlauf des Frühjahrs und Sommers beständig zurückgegangen; sie bewegten sich Mitte August in der Nähe ihrer historischen Tiefststände. So verringerte sich die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen seit Ende März 2011 um mehr als 120 Basispunkte auf 2,1%, diejenige US-amerikanischer Staatsanleihen mit gleicher Laufzeit sank nahezu im Gleichschritt auf ebenfalls 2,1%. Die entsprechende Rendite von Papieren der japanischen Zentralregierung fiel von einem niedrigeren Niveau aus um 20 Basispunkte auf gut 1%. In einem durch hohe Unsicherheit geprägten Umfeld – gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf Zinsterminkontrakte, die über dem Fünfjahresmittel lag – spiegelte sich in den Renditerückgängen die Suche der Anleger nach sicheren und liquiden Anlagen. Daneben kamen in ihnen aber auch die ungünstigeren globalen Konjunkturaussichten zum Ausdruck. Für die USA und dann auch den Euro-Raum zeigten die Indikatoren eine Dämpfung der Aufschwungtendenz an. Zuletzt wurden die Märkte durch die Herabstufung der Kreditwürdigkeit der USA ge-



prägt. Dabei kam es zu einer paradoxen Reaktion der Renditen. Zwar wirkte sich die Neubewertung negativ auf die Anlageneigung der Investoren in Bezug auf Staatsschuldtitel der USA aus. Angesichts der fragilen Marktsituation überlagerte aber die erhöhte Unsicherheit einen möglichen Substitutionseffekt und führte letztlich zu einer verstärkten Nachfrage nach den nach wie vor als sicherer Hafen angesehenen US-Staatsanleihen. Japa-

Ratings von Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien \*)



\* Langfristiges Fremdwährungsrating. In der Darstellung entspricht ein negativer bzw. positiver Ausblick dem Drittel einer Stufe.

Deutsche Bundesbank

nische Staatstitel konnten unter dem Eindruck einer zügigen Erholung nach dem verheerenden Erdbeben stabilere Kurse verzeichnen als die Regierungsanleihen beiderseits des Atlantiks.

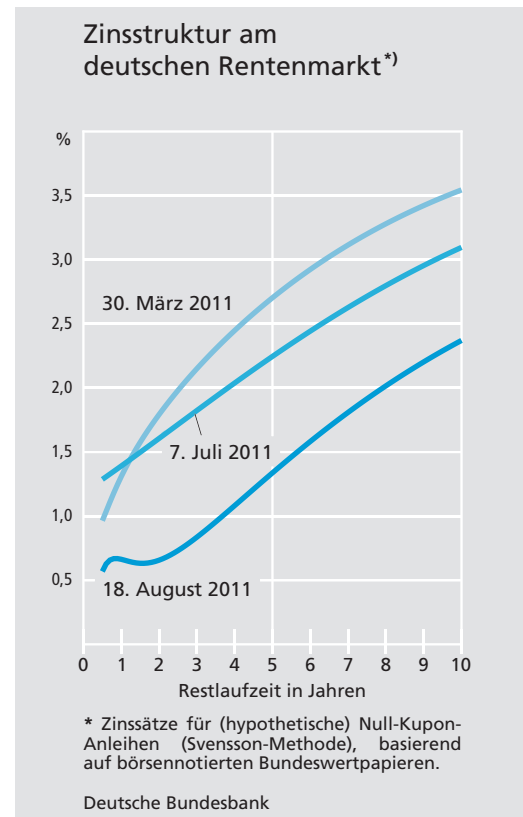
Beherrschend für die Renditedifferenzen innerhalb der EWU war für den gesamten Zeitraum die Frage der Marktteilnehmer nach der Zahlungsfähigkeit hoch verschuldeter Staaten. Zunächst stand die Sorge um ein mögliches Kreditereignis griechischer Anleihen im Vordergrund. Die Märkte belastete dabei, dass eine an strenge Auflagen geknüpfte Kredittranche durch den IWF dadurch gefährdet war, dass Griechenland Rückstände bei seinen Konsolidierungsbemühungen aufwies und das griechische Parlament erst im letzten Moment ein zwingend notwendiges, mit der Europäischen Kommission, der EZB und dem IWF vereinbartes Sparpaket verabschiedete. Im Quartalsverlauf rückte außerdem die politische Auseinandersetzung darüber in den Fokus, ob die öffentliche Hand die vom Privatsektor bei seinem Engagement in Griechenland eingegangenen Risiken zur Gänze abdecken sollte. Auf dem EU-Gipfel am 21. Juli 2011 wurde schließlich ein neues Rettungsprogramm für Griechenland beschlossen und ein Plan für eine Laufzeitverlängerung der kapitalmarktfinanzierten Staatsschulden unter Beteiligung des Privatsektors vorgelegt. Die Renditen hoch verschuldeter Euro-Länder reagierten hierauf aber nur kurz mit Rückgängen. Als die Ratingagenturen in schneller Folge ihre Einschätzung der Kreditwürdigkeit nicht nur für die bisherigen Krisenländer, sondern auch für Spanien und Italien senkten, stiegen die Ren-

*Renditedifferenzen in der EWU auf Rekordniveau*

diteabstände langfristiger Staatstitel der EWU-Länder gegenüber Bundesanleihen im August auf neue Rekordhöhen. Die Marktteilnehmer sorgte dabei vor allem, ob die Finanzpolitik Italiens entschlossen genug die Konsolidierung der Haushalte vorantreiben würde. Vor dem Hintergrund von Sekundärmarktkäufen des Eurosystems und zusätzlicher Konsolidierungsanstrengungen in Italien engte sich der Spread dann allerdings wieder ein; er lag zuletzt bei über 240 Basispunkten und damit immer noch 130 Basispunkte über dem Wert von Ende März 2011.

*Zinsstrukturkurve nach unten verschoben*

Die deutsche Zinsstrukturkurve hat sich seit März deutlich nach unten verschoben. Dabei sind die Zinsen im kurzfristigen Segment des Kapitalmarkts weniger stark gesunken als die langfristigen Renditen. Hierin spiegeln sich die Leitzinserhöhungen in der EWU, die zu steigenden Geldmarktsätzen geführt haben und die auf den kurzen Laufzeitbereich des Kapitalmarkts ausstrahlten. Allerdings hat sich aus Sicht der Marktteilnehmer zudem der Zeitpunkt weiterer geldpolitischer Schritte im Vergleich zu Ende März nach hinten verlagert. Die implizite Termin-Break-even-Inflationsrate zwischen fünf und zehn Jahren hat sich seit Mitte Juni deutlich erhöht. Bei aller Unsicherheit in der Interpretation von Finanzmarktdaten angesichts der hohen „Safe haven“-Flüsse kann nicht ausgeschlossen werden, dass die Marktteilnehmer für die lange Frist durchaus erhöhte Inflationsrisiken sehen. Zumindest hat sich der seit Herbst 2010 zu beobachtende Trend dieses Indikators für die längerfristigen Inflationserwartungen nach oben fortgesetzt.



Die Renditen von Anleihen europäischer Unternehmen der Ratingklasse BBB sind im Berichtszeitraum zunächst gefallen und erst mit der Zuspitzung der Schuldenkrise im August leicht gestiegen.<sup>1)</sup> Da zugleich die Zinsen von Bundesanleihen stark nachgaben, vergrößerte sich der Abstand zur Benchmark auf 380 Basispunkte. Er lag damit deutlich über dem Fünfjahresmittel. Hierin und in den gestiegenen Kreditausfallderivateindizes (iTraxx) zeigt sich, dass die Marktteilnehmer die Kreditrisiken von Unternehmen etwas kritischer bewerten als zu Beginn des zweiten Quartals. Zudem nahm – wie bei Staatsanleihen – die Renditestreuung zwischen den

*Finanzierungsbedingungen für Unternehmen nicht ungünstig*

1 Hierbei werden Renditen von Anleihen der Unternehmen der Ratingklasse BBB des Anleiheindex von iBoxx zugrunde gelegt. Dieser Index umfasst Anleihen von Banken und Nichtbanken.

### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

| Position                           | 2010   |        | 2011   |  |
|------------------------------------|--------|--------|--------|--|
|                                    | 2. Vj. | 1. Vj. | 2. Vj. |  |
| <b>Schuldverschreibungen</b>       |        |        |        |  |
| Inländer                           | - 4,2  | 16,0   | - 54,0 |  |
| Kreditinstitute                    | - 44,5 | - 11,4 | - 17,5 |  |
| darunter:                          |        |        |        |  |
| ausländische Schuldverschreibungen | - 40,3 | 0,5    | - 2,6  |  |
| Nichtbanken                        | 40,3   | 27,4   | - 36,5 |  |
| darunter:                          |        |        |        |  |
| inländische Schuldverschreibungen  | 0,4    | 5,4    | - 43,1 |  |
| Ausländer                          | 1,0    | 50,3   | 60,1   |  |
| <b>Aktien</b>                      |        |        |        |  |
| Inländer                           | 13,4   | 7,4    | 15,9   |  |
| Kreditinstitute                    | - 1,6  | 5,8    | - 0,3  |  |
| darunter:                          |        |        |        |  |
| inländische Aktien                 | - 4,6  | 7,6    | - 5,1  |  |
| Nichtbanken                        | 15,0   | 1,7    | 16,2   |  |
| darunter:                          |        |        |        |  |
| inländische Aktien                 | 6,8    | 2,4    | 10,5   |  |
| Ausländer                          | - 1,5  | - 8,7  | 12,4   |  |
| <b>Investmentzertifikate</b>       |        |        |        |  |
| Anlage in Spezialfonds             | 14,0   | 14,2   | 4,2    |  |
| Anlage in Publikumsfonds           | 0,6    | 0,6    | 0,5    |  |
| darunter: Aktienfonds              | - 1,4  | 0,2    | 1,4    |  |

Deutsche Bundesbank

Ländern zu, wobei Banken in einigen Peripherieländern einen besonders starken Anstieg der Fremdfinanzierungskosten verzeichneten. Absolut rentierten Papiere von am Kapitalmarkt finanzierten Firmen zuletzt mit gut 5,9% und damit leicht unterhalb des Durchschnitts der letzten fünf Jahre. Alles in allem sind die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen am Kapitalmarkt deshalb nicht als ungünstig einzuschätzen.

*Starke Emission  
am Renten-  
markt*

Die Emissionstätigkeit am deutschen Rentenmarkt lag in den Monaten April bis Juni mit 349 Mrd € unter dem Wert des Vorquartals (371½ Mrd €). Nach Abzug der ebenfalls gesunkenen Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten nahm der Umlauf inländischer Anleihen im Ergebnis jedoch um 2 Mrd € zu.

Ausländische Schuldner setzten Schuldverschreibungen in Höhe von lediglich 4 Mrd € am deutschen Markt ab. Das ist gemessen an den zweistelligen Milliardenbeträgen, die vor der Krise hier aufkamen, ein vergleichsweise geringer Wert. So konnten vor Ausbruch der Schuldenkrise regelmäßig hohe Beträge selbst von – aus finanzpolitischer Sicht – schwächeren Partnerländern in Deutschland platziert werden. Das geringere Absatzvolumen zeigt, dass einige Länder der Währungsunion die Fähigkeit verloren haben, sich bei privaten Investoren Kapitalmarktmittel zu beschaffen. Insgesamt betrug das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt damit per saldo 6 Mrd €.

Die öffentliche Hand hat ihre Kapitalmarktverschuldung im zweiten Quartal um 35½ Mrd € erhöht. Auf den Bund (einschl. der FMS Wertmanagement) entfielen hierbei 22 Mrd €. Der Bund selbst belastete den Kapitalmarkt mit knapp 9½ Mrd €. Auffällig war, dass er bei seinen Emissionen weiter auf eine Verlängerung der Laufzeit seiner Verschuldung setzte und sich auf diese Weise das günstige Zinsniveau sicherte. So begab er vor allem zehnjährige Bundesanleihen (13 Mrd €), in geringerem Umfang aber auch zweijährige Schatzanweisungen sowie dreißigjährige Anleihen (je 2 Mrd €). Dem standen Tilgungen von Bundesobligationen und unverzinslichen Schatzanweisungen für 4 Mrd € beziehungsweise 3½ Mrd € gegenüber. Die Länder nahmen den Kapitalmarkt mit 13½ Mrd € in Anspruch.

*Hohe Mittel-  
aufnahme  
öffentlicher  
Stellen*

Inländische Unternehmen ohne Banklizenz begaben im Berichtsquartal Schuldverschrei-

*Geringe  
Emissionen von  
Nichtbanken*

bungen für 3 Mrd €, wobei im Ergebnis ausschließlich Anleihen mit einer Laufzeit von über einem Jahr emittiert wurden.

*Nettotilgungen  
der Kredit-  
institute*

Die inländischen Kreditinstitute haben dagegen im Berichtszeitraum ihre Kapitalmarktverschuldung – dem Trend der letzten Jahre folgend – um netto gerechnet 36 ½ Mrd € abgebaut (Vorquartal: + 4 ½ Mrd €). Getilgt wurden vor allem flexibel ausgestaltete Sonstige Bankschuldverschreibungen (31 ½ Mrd €) sowie Öffentliche Pfandbriefe (10 ½ Mrd €). Hingegen begaben Spezialkreditinstitute, zu denen die öffentlichen Förderbanken gehören, Anleihen für netto 5 ½ Mrd €.

*Erwerb von  
Schuldver-  
schreibungen  
durch aus-  
ländische  
Investoren*

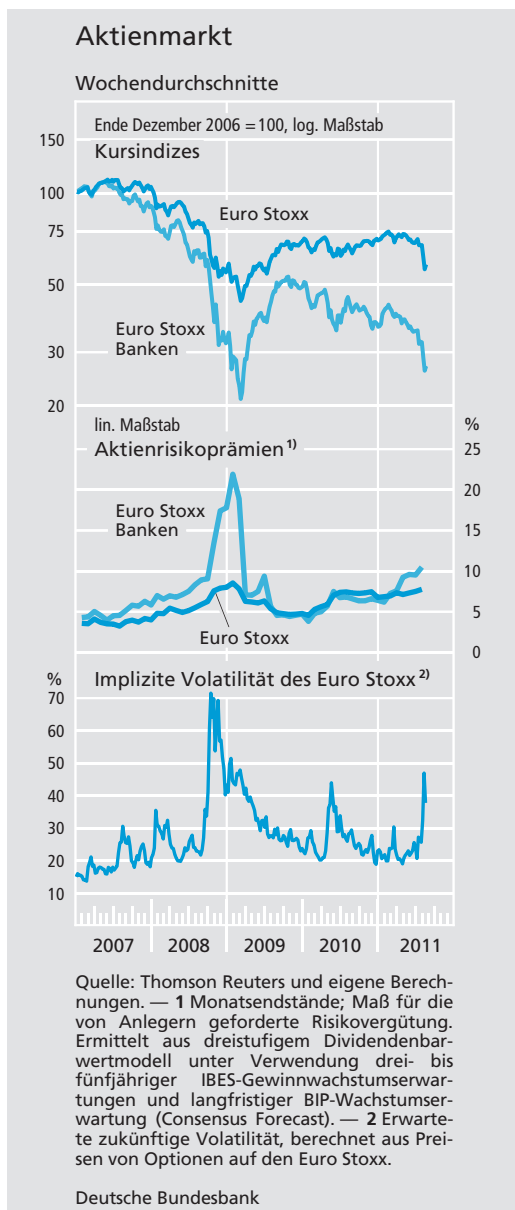
Als Erwerber deutscher Schuldverschreibungen traten im Frühjahr 2011 ausschließlich ausländische Investoren in Erscheinung. Sie kauften hiesige Rentenwerte für 60 Mrd €. Dabei standen Papiere öffentlicher Emittenten im gesamten Quartalsverlauf im Vordergrund des Interesses. In den Zahlen spiegelt sich einmal mehr wider, dass weltweit operierende Finanzmarktakteure in Krisenzeiten in die Solidität des Bundes als Schuldner vertrauen. So löste die Schuldenproblematik in der Währungsunion mehrmals starke Zuflüsse in Bundeswertpapiere aus. Inländer traten hingegen als Verkäufer am deutschen Rentenmarkt auf (54 Mrd €), wobei vor allem die heimischen Nichtbanken zinstragende Titel veräußerten (36 ½ Mrd €). Die inländischen Kreditinstitute trennten sich von Schuldverschreibungen in Höhe von 17 ½ Mrd €; hierbei handelte es sich zum großen Teil um deutsche Papiere. Auf Euro lautende Staatsschuldtitel aus hochverschuldeten Ländern der Währungsunion wurden kaum nachgefragt.

Die Staatsschuldenkrise in Europa und die Auseinandersetzungen um die Schuldengrenze in den USA schlugen sich im Sommer an den Aktienmärkten in einer erhöhten Unsicherheit und deutlich einbrechenden Kursen nieder. Zwar kam es durch die Einigung auf ein neues Rettungspaket für Griechenland und die Veröffentlichung der Ergebnisse der Bankenstresstests durch die europäische Bankenaufsicht zeitweilig zu Kurserholungen. Mit den insgesamt eher enttäuschenden Konjunkturnachrichten, zunächst aus den USA, später auch aus dem Euro-Raum, sowie den Sorgen um die Haushaltslage in großen Ländern fielen die Notierungen an den Aktienmärkten aber binnen weniger Tage um teilweise über 20% und erreichten Niveaus des Rezessionsjahres 2009.

Betroffen von den Wertverlusten waren auch börsennotierte amerikanische Unternehmen, obwohl die Aussicht auf eine weiter anhaltende Niedrigzinspolitik dort für negative erwartete Realzinsen sorgt. In Europa entwickelten sich die Dividendenwerte sehr divergent. Während insbesondere Titel der Peripherieländer auch schon im Zeitraum April bis Ende Juli deutliche Kursrückgänge verzeichneten, stabilisierten sich die Indizes der Kernländer zunächst um das Niveau von Ende März. Zuletzt schlugen aber auch hier die Sorgen um die Stabilität der Staatsfinanzen und ungünstigere Konjunkturdaten auf die Kurse durch. Im Ergebnis musste der europäische Gesamtindex Euro Stoxx seit Ende März einen Wertverlust von 23 ½% hinnehmen; beim CDAX lagen die Verluste kaum geringer. Angesichts dieser hohen Abschlüsse rückte ein wenig in den Hintergrund, dass

*Starke  
Verluste an den  
internationalen  
Aktienmärkten*





sich die Erwartungen über das Gewinnwachstum nur leicht eingetrübt haben. Insgesamt gesehen liegt das Kurs-Gewinn Verhältnis europäischer Aktien mit 8,9 deutlich unter seinem langjährigen Durchschnitt. Japanische Aktien verloren – gemessen am Nikkei 225-Index – 8 ½% an Wert, und das trotz der zügiger als erwarteten Erholung nach dem Erdbeben.

Spiegelbildlich zum gesunkenen Kurs-Gewinn-Verhältnis stieg die von den Investoren geforderte Risikokompensation für ein Engagement in europäischen Aktien (Euro Stoxx) gegenüber einer sicheren Anlage, die anhand eines Dividendenbarwert-Modells ermittelt werden kann, um knapp einen halben Prozentpunkt auf circa 7 ¾%. Sie liegt damit nach wie vor deutlich über dem Fünfjahresdurchschnitt (ca. 5 ½%). Die implizite Risikoprämie eines Engagements in europäischen Banktiteln erhöhte sich zuletzt merklich auf 10 ½%, da deren Kurse noch stärker zurückgegangen sind als die Gewinnerwartungen für Banken. Die Aktienrisikoprämie für Dividendenwerte von Banken liegt damit auf einem Niveau, das zuletzt Anfang 2009 – während der Bankenkrise – verzeichnet wurde.

*Aktienrisikoprämie recht hoch*

Das insgesamt raue Börsenklima hat sich nicht negativ auf die Emissionstätigkeit in Deutschland ausgewirkt. So begaben inländische Unternehmen im zweiten Quartal 2011 junge Aktien für 18 Mrd €, verglichen mit 1 ½ Mrd € in den Monaten Januar bis März. Hierbei spielten vor allem Kapitalerhöhungen eine maßgebliche Rolle. Die größte Neuemission ging auf ein Immobilienunternehmen zurück, das in Deutschland gute Investitionsmöglichkeiten sieht. Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland erhöhte sich um 10 ½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere vor allem von gebietsansässigen Nichtbanken (16 Mrd €), die sich überwiegend in heimischen Aktien engagierten (10 ½ Mrd €). Die Kreditinstitute schichteten ihre Aktienbestände von inländischen Titeln (– 5 Mrd €) in ausländische Papiere um

*Mittelaufnahme und -erwerb am Aktienmarkt nicht beeinträchtigt*

(+ 5 Mrd €). Gebietsfremde Investoren erhöhten ihr Engagement am deutschen Aktienmarkt um 12 ½ Mrd €, wobei es sich weit überwiegend um Portfolioinvestitionen handelte.

*Absatz und  
Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten  
rückläufig*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten in den Monaten April bis Juni einen Mittelzufluss in Höhe von 4 ½ Mrd €, nach 15 Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen fast ausschließlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (4 Mrd €). Unter den Publikumsfonds erzielten vor allem Aktienfonds, aber auch Offene Immobilienfonds ein positives Mittelaufkommen (1 ½ Mrd € bzw. ½ Mrd €). Hingegen mussten Rentenfonds und Geldmarktfonds Mittelabflüsse in Höhe von 1 Mrd € beziehungsweise ½ Mrd € hinnehmen. Ausländische Fondsanteile wurden in Deutschland für 1 ½ Mrd € abgesetzt.

Erworben wurden die Investmentzertifikate wie bereits im ersten Vierteljahr in erster Linie von inländischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 7 ½ Mrd € in ihre Portfolios nahmen. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile (7 Mrd €). Gebietsfremde Investoren stockten ihre Bestände an inländischen Fondsanteilen um 1 Mrd € auf. Hingegen trennten sich heimische Kreditinstitute von Anteilscheinen für 2 ½ Mrd €, wobei sie per saldo nur inländische Investmentzertifikate veräußerten (3 Mrd €).

### Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

| Mrd €  | 2010   |        | 2011   |  |
|--|--------|--------|--------|--|
|  | 2.Vj.  | 1.Vj.  | 2.Vj.  |  |
| <b>I. Leistungsbilanz <sup>1) 2)</sup></b>   | + 28,5 | + 35,3 | + 27,6 |  |
| Außenhandel <sup>1) 3)</sup>   | + 37,4 | + 40,8 | + 38,3 |  |
| Dienstleistungen <sup>1)</sup>   | - 2,6  | - 0,2  | - 2,3  |  |
| Erwerbs- und Vermögens-<br>einkommen <sup>1)</sup>   | + 3,1  | + 13,3 | + 0,7  |  |
| Laufende Übertragungen <sup>1)</sup>   | - 6,6  | - 14,1 | - 5,6  |  |
| <b>II. Vermögensübertragungen <sup>1) 4)</sup></b>   | - 0,4  | + 0,9  | - 0,3  |  |
| <b>III. Kapitalbilanz <sup>1)</sup></b><br>(Netto-Kapitalexport: -)                            | - 31,7 | - 53,8 | - 22,4 |  |
| 1. Direktinvestitionen   | - 24,2 | - 24,5 | + 4,5  |  |
| Deutsche Anlagen im<br>Ausland   | - 33,7 | - 26,4 | + 1,7  |  |
| Ausländische Anlagen<br>im Inland  | + 9,5  | + 1,8  | + 2,9  |  |
| 2. Wertpapiere   | - 9,1  | + 27,1 | + 58,8 |  |
| Deutsche Anlagen<br>im Ausland   | - 6,3  | - 20,7 | - 13,8 |  |
| Aktien   | - 3,7  | + 4,8  | - 8,4  |  |
| Investmentzertifikate  | - 3,1  | - 2,9  | - 1,4  |  |
| Schuldverschreibungen  | + 0,4  | - 22,6 | - 4,0  |  |
| Anleihen <sup>5)</sup>   | - 2,8  | - 20,0 | + 3,7  |  |
| darunter: auf Euro<br>lautende Anleihen  | - 2,4  | - 18,7 | + 6,4  |  |
| Geldmarktpapiere   | + 3,2  | - 2,6  | - 7,7  |  |
| Ausländische Anlagen im<br>Inland  | - 2,8  | + 47,8 | + 72,5 |  |
| Aktien   | - 3,8  | - 4,9  | + 11,6 |  |
| Investmentzertifikate  | + 0,1  | + 2,4  | + 0,9  |  |
| Schuldverschreibungen  | + 1,0  | + 50,3 | + 60,1 |  |
| Anleihen <sup>5)</sup>   | + 20,9 | + 32,4 | + 38,3 |  |
| darunter: öffent-<br>liche Anleihen  | + 22,4 | + 24,1 | + 31,3 |  |
| Geldmarktpapiere   | - 19,9 | + 17,9 | + 21,7 |  |
| 3. Finanzderivate <sup>6)</sup>  | - 6,3  | - 11,5 | - 5,5  |  |
| 4. Übriger Kapitalverkehr <sup>7)</sup>  | + 8,7  | - 43,5 | - 79,8 |  |
| Monetäre Finanz-<br>institute <sup>8)</sup>  | + 49,9 | - 4,8  | - 52,4 |  |
| darunter: kurzfristig  | + 41,0 | - 6,3  | - 47,6 |  |
| Unternehmen und Privat-<br>personen  | + 3,0  | - 30,6 | - 3,1  |  |
| darunter: kurzfristig  | + 13,1 | - 15,3 | + 2,8  |  |
| Staat  | - 3,9  | - 9,3  | - 8,1  |  |
| darunter: kurzfristig  | + 6,9  | - 11,4 | - 8,6  |  |
| Bundesbank   | - 40,2 | + 1,3  | - 16,2 |  |
| 5. Veränderung der Währungs-<br>reserven zu Transaktions-<br>werten (Zunahme: -) <sup>9)</sup> | - 0,8  | - 1,4  | - 0,4  |  |
| <b>IV. Statistisch nicht aufgliederbare<br/>  Transaktionen (Restposten)</b>                   | + 3,6  | + 17,5 | - 4,9  |  |

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

Deutsche Bundesbank

## Direktinvestitionen

---

*Netto-Kapital-  
importe im  
Bereich  
der Direkt-  
investitionen*

Wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der im zweiten Quartal 2011 hohe Netto-Kapitalimporte verzeichnete (59 Mrd €), flossen auch im Bereich der Direktinvestitionen im Berichtszeitraum Mittel nach Deutschland (4 ½ Mrd €). In den drei Monaten zuvor hatten hier noch Netto-Kapitalexporte im Umfang von 24 ½ Mrd € zu Buche gestanden. Ausschlaggebend für den Umschwung war, dass inländische Firmen Gelder aus dem Ausland abgezogen haben (1 ½ Mrd €), während sie im Vorquartal ihre Auslandsniederlassungen noch mit Kapital im Umfang von 26 ½ Mrd € ausgestattet hatten. Maßgeblichen Anteil daran hatten konzerninterne Kredite, über die im zweiten Jahresviertel per saldo Mittel an die hiesigen Muttergesellschaften geflossen sind (15 ½ Mrd €). Darüber hinaus sind die reinvestierten Gewinne auf 6 ½ Mrd €

zurückgegangen. Dagegen lag die Ausstattung mit zusätzlichem Beteiligungskapital mit 7 ½ Mrd € leicht über dem Niveau des Vorquartals. Geografischer Schwerpunkt deutscher Direktinvestitionen waren im Berichtszeitraum die Schwellen- und Entwicklungsländer (3 ½ Mrd €), während aus den Industrieländern im Ergebnis Mittel abgezogen wurden (5 ½ Mrd €).

Auch die Transaktionen ausländischer Eigner mit ihren hiesigen Niederlassungen führten von April bis Juni 2011 zu Netto-Kapitalimporten (3 Mrd €). Diese erfolgten im Wesentlichen über den konzerninternen Kreditverkehr. Von dem Mittelzufluss profitierten vor allem Unternehmen des Verarbeitenden Gewerbes. Die Gelder kamen vorwiegend von verbundenen Unternehmen in Luxemburg und den Niederlanden sowie aus der Schweiz.