

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Finanzmärkte von Ankündigung geldpolitischer Maßnahmen getrieben

Im Herbst und Winter 2012/2013 hat der Risikoappetit der Marktteilnehmer an den internationalen Finanzmärkten spürbar zugenommen. Ausschlaggebend für die verbesserte Stimmung waren sowohl die etwas aufgehellten Konjunkturaussichten für das laufende Jahr als auch die Krisenmaßnahmen der Notenbanken der großen Währungsräume. Im Euro-Raum wirkte vor allem das dem Volumen nach potenziell unbegrenzte, bisher aber noch nicht aktivierte Anleihekaufprogramm (OMT) positiv auf die Kursentwicklung. Zudem stützte die Märkte, dass sich der Ecofin auf einen einheitlichen Aufsichtsmechanismus für Banken (Single Supervisory Mechanism: SSM) unter dem Dach der Europäischen Zentralbank geeinigt hat und dass – mit dem Abschluss eines Anleiherückkaufprogramms – der Weg für weitere Hilfgelder nach Griechenland frei wurde. Außerdem zeigten sich die Investoren darüber erleichtert, dass in den USA eine Teileinigung im Haushaltsstreit erzielt werden konnte. Belastende Faktoren, wie beispielsweise politische Schwierigkeiten in einigen Ländern des Euro-Raums bei der Umsetzung der erforderlichen Reform- und Konsolidierungsmaßnahmen, traten hingegen etwas in den Hintergrund. Von der gestiegenen Zuversicht der Finanzmarktteilnehmer profitierten vor allem risikobehaftete Vermögenswerte. So verzeichneten sowohl Staatsanleihen der Peripherieländer als auch Aktien nennenswerte Kursgewinne. An den Devisenmärkten wertete der Euro im Berichtszeitraum deutlich auf – besonders stark gegenüber dem Yen.

TARGET2-Salden gesunken, ...

Die Salden im Zahlungsverkehrssystem TARGET2 sind in den letzten Monaten spürbar zurückgegangen. Die TARGET2-Forderungen der Bundesbank lagen Ende Januar 2013 bei 617 Mrd € und damit um 134½ Mrd € unter dem Stand von Ende August 2012. Auch die von der Finanzkrise besonders betroffenen Länder ver-

zeichneten seit letztem Herbst durchweg Rückgänge ihrer TARGET2-Verbindlichkeiten. Diese Entwicklung ist einerseits auf die allgemeine Entspannung an den Finanzmärkten zurückzuführen. Andererseits stand sie im Zusammenhang mit Hilfsmaßnahmen der Partnerländer sowie der vorzeitigen Rückzahlung von Mitteln aus dem ersten Dreijahrestender. Die momentane Beruhigung der Lage an den Finanzmärkten sowie die Rückbildung der TARGET2-Positionen sollten allerdings nicht darüber hinwegtäuschen, dass in vielen Ländern weiterhin erhebliche strukturelle Anpassungen erforderlich sind.

... aber weiterhin erheblicher Anpassungsbedarf

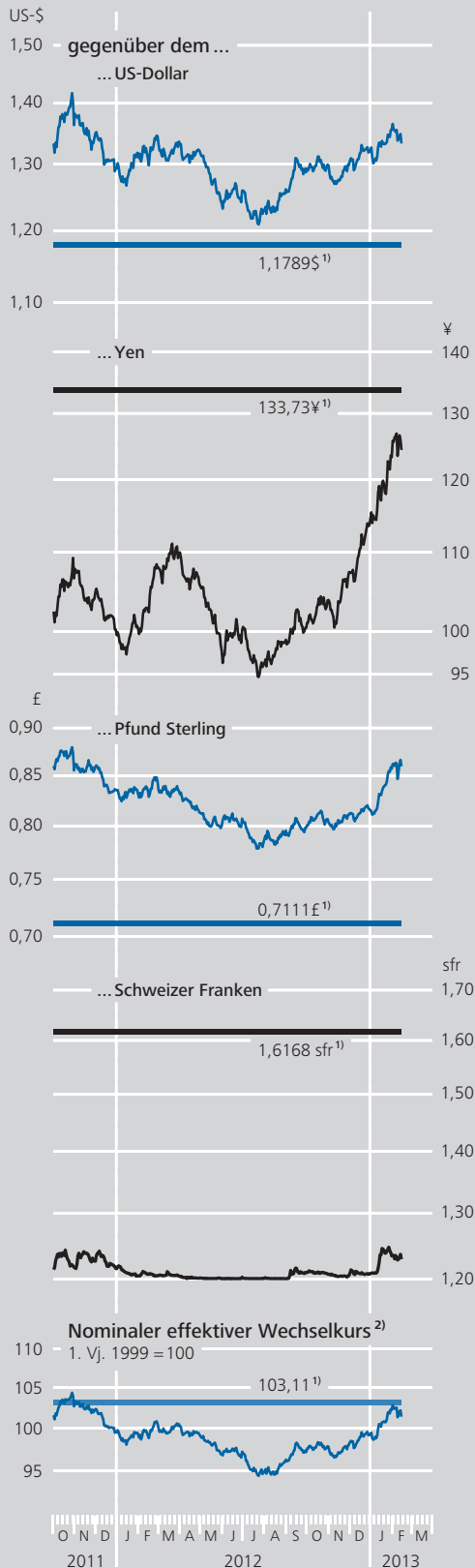
■ Wechselkurse

Der Euro hat seit dem Beginn des vierten Quartals 2012 auf breiter Front an Wert gewonnen, so unter anderem auch gegenüber dem US-Dollar. Bis Mitte November allerdings stand er aufgrund der Unsicherheit darüber, ob Griechenland seine Reformpolitik fortsetzen würde, noch unter Druck. Nach den Wahlen in den USA richtete sich die Aufmerksamkeit der Marktteilnehmer jedoch verstärkt auf den politischen Streit in Washington über geeignete Maßnahmen zur Abwendung der sonst automatisch zum Jahresende wirksam werdenden drastischen Einsparungen im amerikanischen Staatshaushalt („Fiscal cliff“). Dies gab dem Euro gegenüber dem US-Dollar ebenso Auftrieb wie die Veröffentlichung eines Sitzungsprotokolls des Offenmarktausschusses der Federal Reserve, das auf kommende Beschlüsse zu einer weiteren quantitativen geldpolitischen Lockerung hindeutete. Unterstützt wurde die Euro-Aufwertung durch eine sukzessive Entspannung an den Finanzmärkten in der EWU, die sich in sinkenden Risikoprämien für Staatsanleihen der Peripherieländer des Euro-Raums niederschlug.

Euro gewinnt gegenüber dem US-Dollar an Wert

Wechselkurs des Euro

Tageswerte; log. Maßstab



¹ Kurs zu Beginn der Währungsunion am 4. Januar 1999.
² Nach Berechnungen der EZB gegenüber den Währungen von 20 Ländern.

So erreichte der Euro zum Jahresende 2012 einen Kurs von 1,32 US-\$. Unmittelbar nach dem Jahreswechsel wurde in den USA ein kurzfristig wirksamer Kompromiss im Haushaltsstreit geschlossen. Aus einem weiteren Sitzungsprotokoll der Federal Reserve wurde darüber hinaus bekannt, dass mehrere Ausschussmitglieder noch im Laufe des Jahres 2013 das amerikanische Anleihekaufprogramm verringern oder gar beenden wollen. Beide Ereignisse trugen dazu bei, dass der Euro zwischenzeitlich einen Teil seiner Wertgewinne wieder abgab. Die Euro-Aufwertung setzte sich jedoch fort, nachdem der EZB-Rat in seiner Januarsitzung entgegen den Erwartungen eines Teils des Marktes keine weitere geldpolitische Lockerung beschloss, sondern vielmehr zu einer recht zuversichtlichen Einschätzung der konjunkturellen Aussichten für den Euro-Raum gelangte. Zuletzt notierte der Euro bei 1,33 US-\$ und damit 3% höher als Ende September 2012.

Gegenüber dem Yen wertete sich der Euro seit Mitte November in erheblichem Maße auf. Dazu leisteten vor allem Entwicklungen in Japan selber einen Beitrag. Schon im November wurden für das dritte Quartal 2012 ein starker Rückgang des japanischen Bruttoinlandsprodukts (BIP) und ein unerwartet hohes Handelsbilanzdefizit gemeldet. Im gleichen Monat noch gab der japanische Premierminister die Auflösung des Parlaments bekannt und kündigte Neuwahlen an. Die Opposition, die diese Wahlen Mitte Dezember deutlich gewann, setzte die japanische Zentralbank unter massiven Druck, die Geldpolitik aggressiv weiter zu lockern. Dabei stellte sie auch die Unabhängigkeit der Bank von Japan offen zur Disposition. Auch wenn die Zentralbank nach einer Aufstockung ihres Wertpapierkaufprogramms im Vormonat im Januar keine weiteren unmittelbar wirksamen Lockerungsmaßnahmen beschloss, resultierte letztlich ein drastischer Kursanstieg des Euro um 24% seit Ende September 2012 auf einen Wert von zuletzt 124 Yen.

Sprunghafter Kursanstieg des Euro zum Yen

Kursgewinne des Euro auch gegenüber dem Pfund Sterling ...

Der Wechselkurs des Euro zum Pfund Sterling veränderte sich im vierten Quartal 2012 per saldo nur geringfügig. Im neuen Jahr jedoch setzte mit der etwas gestiegenen Zuversicht hinsichtlich der Konjunkturaussichten für den Euro-Raum auch bei diesem Währungspaar eine Aufwertung des Euro ein. In der Folge belasteten das Pfund außerdem die Diskussion um ein für das Jahr 2017 von der jetzigen Regierung beabsichtigtes Referendum über den Verbleib des Vereinigten Königreichs in der Europäischen Union und eine Reihe von ungünstigen Konjunkturnachrichten, die in der Meldung eines unerwartet kräftigen Rückgangs des britischen BIP im letzten Quartal 2012 gipfelten. Zuletzt stand der Euro bei einem Kurs von 0,86 Pfund und war damit um 7½% höher bewertet als Ende September 2012.

... sowie in effektiver Rechnung

In effektiver Rechnung gegenüber 20 wichtigen Handelspartnern hat sich der Euro seit Beginn des vierten Quartals 2012 um 4% aufgewertet. Dazu trugen nicht nur die oben beschriebenen Wertgewinne gegenüber dem US-Dollar, dem Yen und dem Pfund Sterling bei. Die Aufwertungstendenz war vielmehr recht breit angelegt. Dies zeigt sich auch darin, dass der Euro per saldo Kursgewinne gegenüber dem Schweizer Franken verzeichnete und zwischenzeitlich bei 1,25 Franken notierte, nachdem er das ganze letzte Jahr über knapp oberhalb des von der Schweizerischen Nationalbank festgelegten Mindestkurses von 1,20 Franken verharrt hatte.

Gemeinsame Erklärung der G7-Finanzminister und -Notenbankgouverneure

Die Finanzminister und Notenbankgouverneure der sieben großen Industriestaaten (G7) haben erneut ihre gemeinsame Überzeugung zum Ausdruck gebracht, dass starke Wechselkurschwankungen die wirtschaftliche und finanzielle Stabilität der beteiligten Länder beeinträchtigen können. Sie bekräftigten ihre Auffassung, dass sich Wechselkurse marktbestimmt bilden sollten und dass sie allenfalls in enger Abstimmung untereinander an den Devisenmärkten eingreifen würden.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

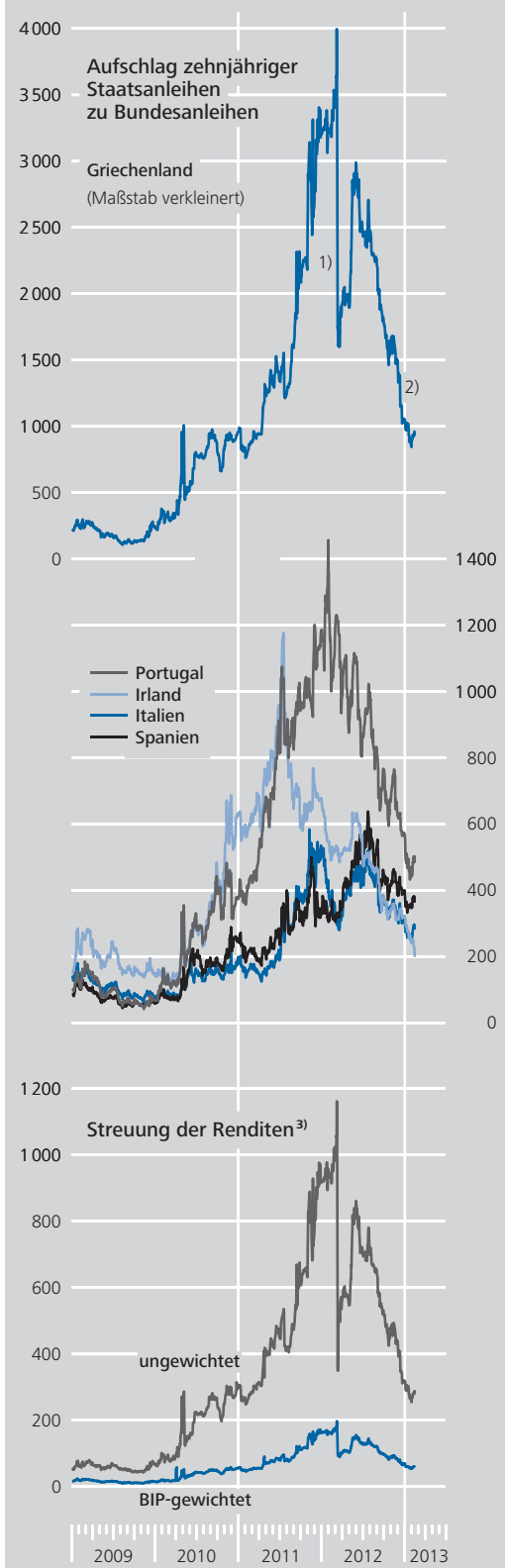
Die gestiegene Risikobereitschaft der Marktteilnehmer hat auch auf den internationalen Rentenmärkten Spuren hinterlassen. So deutet die über implizite Volatilitäten abgeschätzte, zurückgehende Unsicherheit über die zukünftige Kursentwicklung auf eine Entspannung an den Märkten für Schuldverschreibungen hin. Ausschlaggebend waren neben einer insgesamt positiven tagespolitischen Nachrichtenlage vor allem die Maßnahmen wichtiger Notenbanken. So kauft die amerikanische Zentralbank Federal Reserve seit Jahresbeginn unbefristet jeden Monat Staatsanleihen im Wert von vorerst 45 Mrd US-\$ auf, und zwar zusätzlich zu den im September beschlossenen Ankäufen von mit Wohnungsbaukrediten unterlegten Wertpapieren (Mortgage-backed securities) im Volumen von monatlich 40 Mrd US-\$. Zugleich kündigte der Offenmarktausschuss der Federal Reserve an, den Leitzins solange bei 0,25% zu halten, wie die US-amerikanische Arbeitslosenquote über 6,5% liegt und die erwartete Inflationsrate nicht über 2,5% steigt. Diesseits des Atlantiks hat das einsatzfähige, aber noch nicht aktivierte Anleihekaufprogramm des Eurosystems (OMT) die Märkte für Schuldtitel beruhigt. Verstärkt wurde die positive Stimmung dadurch, dass es dem US-amerikanischen Kongress gelang, über den Jahreswechsel eine als zu abrupt eingeschätzte automatische Straffung der Finanzpolitik abzuwenden. Vor diesem Hintergrund haben Investoren offenbar sichere Benchmark-Positionen aufgelöst und sich verstärkt in risikobehafteteren, etwas höher verzinslichen Anlagen engagiert. In der Folge zogen die Renditen von als besonders sicher und liquide geltenden Papieren, wie Staatsanleihen der USA, des Vereinigten Königreichs und Deutschlands, deutlich an. Zudem haben sich die Konjunkturperspektiven weltweit zuletzt etwas aufgehellt, was für sich genommen auch für höhere Renditen spricht. Im Ergebnis stiegen die Renditen von öffentlichen Schuldverschreibungen mit zehnjähriger Laufzeit in Deutschland seit Ende September 2012 um

Internationale Rentenmärkte

Maßnahmen der Notenbanken ...

Renditedifferenzen in der EWU

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. **1** Schuldenschnitt vom 9. März 2012. **2** Bekanntgabe der Konditionen für das griechische Schuldenrückkaufprogramm am 11. Dezember 2012. **3** Standardabweichung der Renditen von Anleihen der EWU-Teilnehmerstaaten.

Deutsche Bundesbank

20 Basispunkte auf zuletzt 1,6%, in den USA und dem Vereinigten Königreich sogar um über 30 beziehungsweise über 50 Basispunkte auf 2,0% beziehungsweise 2,2%. Lediglich in Japan notierten zehnjährige Staatstitel nahezu unverändert bei 0,8%.

Die Portfolioumschichtungen zugunsten riskanterer Anleihen zeigten sich auch innerhalb der EWU. Im Vergleich zum Ende des dritten Quartals 2012 hat sich sowohl die Zinsdispersion zwischen langfristigen Staatsanleihen innerhalb des Euro-Raums als auch der BIP-gewichtete Renditeabstand von Staatsanleihen der übrigen EWU-Länder und laufzeitgleichen Bundesanleihen zurückgebildet. Sie liegen mit 270 beziehungsweise 205 Basispunkten deutlich niedriger als Ende September. Vor dem Hintergrund der geschilderten Stützungsmaßnahmen der Notenbanken und der internationalen Gemeinschaft – wie beispielsweise die Übertragung von ESM-Papieren an den spanischen Bankenrettungsfonds FROB (Fund for Orderly Banking Restructuring) sowie die Auszahlung weiterer Tranchen an Griechenland – zeigte die Herabstufung Frankreichs durch eine Ratingagentur keine große Wirkung, zumal der Schritt weitgehend antizipiert worden war. Trotz der insgesamt freundlichen Stimmung an den Rentenmärkten des Euro-Raums differenzierten die Anleger weiter zwischen den Emittenten. So verlangten sie für das Halten spanischer Papiere eine deutlich höhere Rendite als für italienische. Zeitweilig betrug der Zinsabstand zwischen den beiden Ländern im Berichtszeitraum über 100 Basispunkte. Hierin spiegelt sich vor allem die gemessen an den Fundamentaldaten angespanntere Lage Spaniens. Die Zinsunterschiede senden den wichtigen Hinweis an die Entscheidungsträger, in ihren Reformbemühungen nicht nachzulassen.

... verringern Renditedifferenzen in der EWU

Deutsche Zinsstrukturkurve nach oben verschoben

Die genannten Einflussfaktoren strahlten auf das gesamte Laufzeitspektrum der aus Bundeswertpapieren geschätzten deutschen Zinsstrukturkurve aus. Diese hat sich seit Ende September 2012 unter Schwankungen im Ergebnis nach oben verschoben. Bemerkenswert war

der Anstieg im geldmarktnahen Segment der Strukturkurve, das nun wieder deutlich im positiven Bereich verläuft. Anlagen mit beispielsweise zwei Jahren Laufzeit wurden zuletzt wieder mit über 15 Basispunkten verzinst. Zuvor hatten Anleger noch Prämien in Höhe von bis zu 10 Basispunkten dafür gezahlt, Mittel in kurzlaufenden Bundesanleihen anzulegen. Zu diesem Anstieg beigetragen hat auch die Bereitschaft der Banken, mehr Mittel aus dem ersten Dreijahrestender zurückzuzahlen als ursprünglich erwartet worden war. Das hat die Erwartung genährt, dass perspektivisch die Überschussliquidität weiter zurückgehen und sich damit die Funktionalität des Interbankengeldmarkts verbessern könnte. In der Folge sind die erwarteten Geldmarktzinssätze gestiegen.

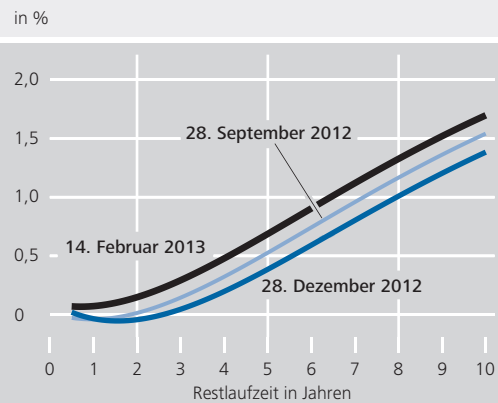
Termininflationen leicht über 2%

Die aus Finanzmarktpreisen abgeleiteten Termininflationserwartungen (Break-even-Inflationsrate: BEIR) für den harmonisierten europäischen Verbraucherpreisindex ohne Tabakwaren für fünf bis zehn Jahre liegen etwas über 2%. Während die aus dem Vergleich inflationsindexierter und nominaler Staatsanleihen aus Deutschland und Frankreich ermittelte BEIR im Berichtszeitraum leicht auf 2,2% nachgab, stieg die weniger von markttechnischen Bewegungen betroffene Termininflation aus Inflationsswaps auf 2,4%.

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen verbessert

Die Finanzierungsbedingungen kapitalmarktaktiver europäischer Unternehmen haben sich seit Ende des dritten Quartals 2012 ebenfalls verbessert. Anleihen europäischer finanzieller und realwirtschaftlicher Unternehmen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren und einem BBB-Rating rentierten zuletzt bei 5,0% beziehungsweise bei 3,2%.¹⁾ Die Renditen lagen damit merklich unter ihren jeweiligen Fünfjahresmitteln. Finanzunternehmen verzeichneten einen besonders starken Renditerückgang von 80 Basispunkten. Bei zugleich anziehenden Bundesanleiherenditen engten sich die Renditeaufschläge gegenüber Bundesanleihen deutlich ein. Die rückläufigen Spreads, die auf eine verringerte Risikoaversion der Marktteilnehmer hinweisen, stehen im Einklang

Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt^{*)}



* Zinssätze für (hypothetische) Null-Kupon-Anleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren.

Deutsche Bundesbank

Inflationserwartungen aus Finanzmarktpreisen

% p. a., Tageswerte



Quellen: BGC Partners, Bloomberg, EuroMTS und eigene Berechnungen. **1** Ohne Tabakwaren. **2** Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird. **3** Abgeleitet aus getrennt geschätzten und anschließend mit BIP-Gewichten aggregierten Zinsstrukturkurven aus deutschen und französischen inflationsindexierten und laufzeitgleichen Nominalanleihen.

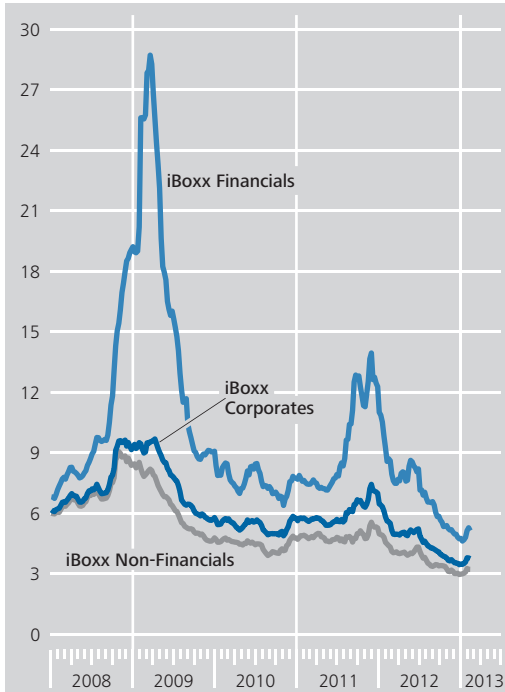
Deutsche Bundesbank

mit ebenfalls gefallenem Kreditausfallrisikoprämien (iTraxx) und einer gesunkenen Unsicherheit am Aktienmarkt. Die Unternehmen nutzen die günstigen Finanzierungsbedingungen

¹ Hierbei werden Renditen von Anleihen der Unternehmen aus den Anleiheindizes von iBoxx zugrunde gelegt.

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

in %, Wochendurchschnitte



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

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2011	2012	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	- 9,4	9,2	- 26,1
Kreditinstitute	- 31,9	- 4,9	- 17,3
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	- 22,7	- 5,7	0,3
Deutsche Bundesbank	13,8	- 0,6	- 2,4
Übrige Sektoren	8,6	14,7	- 6,4
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	- 0,2	- 9,3	- 27,6
Ausländer	- 35,8	1,8	11,9
Aktien			
Inländer	15,2	5,0	20,2
Kreditinstitute	7,2	7,9	8,3
darunter:			
inländische Aktien	2,5	4,7	0,4
Nichtbanken	8,0	- 2,9	11,9
darunter:			
inländische Aktien	5,2	- 3,9	0,6
Ausländer	- 5,6	0,8	- 0,3
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	22,6	21,1	29,4
Anlage in Publikumsfonds	- 2,7	0,0	3,0
darunter:			
Aktienfonds	0,8	- 0,5	0,7

Deutsche Bundesbank

für umfangreiche Anleiheemissionen. Nach Angaben privater Datenanbieter lag das Bruttoemissionsvolumen im Euro-Raum zwischen Oktober und Januar deutlich über dem entsprechenden Wert des Viermonatsabschnitts im Jahr davor.²⁾

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt sind hingegen im vierten Quartal 2012 leicht gesunken. Insgesamt begaben deutsche Schuldner Papiere für 329 Mrd €, verglichen mit 343½ Mrd € in den drei Monaten zuvor. Nach Berücksichtigung der sehr hohen Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen hat sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten jedoch um 34½ Mrd € verringert. Schuldtitel ausländischer Provenienz wurden im vierten Quartal für netto 20 Mrd € am deutschen Markt abgesetzt. Im Ergebnis sank der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 14½ Mrd €.

Rege Emissionstätigkeit am Rentenmarkt

Inländische Kreditinstitute, die mit dem nicht zuletzt durch die Stützungsmaßnahmen der europäischen Hilfsfonds zunehmenden Vertrauen der Anleger in Geldhäuser der Peripherieländer nun wieder Mittelabflüsse ins Ausland und sinkende Einlagen verzeichneten, haben auch ihre Kapitalmarktverschuldung im letzten Quartal 2012 reduziert, und zwar um 24 Mrd €. Vor allem Öffentliche Pfandbriefe – die von deutschen Instituten seit Jahren strukturell weniger aufgelegt werden – wurden getilgt (10 Mrd €). Daneben sank aber auch der Umlauf von Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute (6 Mrd €), von Hypothekendarlehen (5 Mrd €) sowie von flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (3 Mrd €).

Sinkende Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute

Die Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand reduzierte sich im vierten Quartal 2012 um 15 Mrd €.³⁾ Die günstige Kassenlage des

² Ausgewertet wurden Emissionsdaten aus Bloomberg und Dealogic.

³ Hier schlug vor allem eine Nachmeldung von Tilgungen durch die dem Bund zugerechnete Abwicklungsanstalt zu Buche.

Tilgungen von Schuldverschreibungen der öffentlichen Hand

Bundes begrenzte dessen Finanzbedarf. So emittierte er unverzinsliche Bubills für 7 Mrd € sowie 10- und 30-jährige Anleihen für 6 1/2 Mrd € beziehungsweise 2 Mrd €. Zugleich tilgte er aber auch fünfjährige Bundesobligationen (3 1/2 Mrd €) und zweijährige Schatzanweisungen (2 Mrd €). Die Länder nahmen den Rentenmarkt von Oktober bis Dezember 2012 mit netto 5 1/2 Mrd € in Anspruch.

Anleihen ab Januar 2013 mit einer Umschuldungsklausel

Die Anleihen des Bundes werden ab Januar 2013 mit einer Umschuldungsklausel, einer sogenannten „collective action clause“ oder CAC, begeben, die es einer Gläubigerversammlung per Mehrheitsbeschluss erlaubt, bindend für alle Gläubiger Änderungen der Anleihebedingungen zu beschließen. Die Klausel gilt seit Jahresbeginn für alle Schuldtitel im Euro-Raum mit einer Laufzeit von mehr als 12 Monaten (siehe Erläuterungen auf S. 44 f.).

Nettoabsatz von Unternehmensanleihen

Inländische Unternehmen begaben im Berichtsquartal Anleihen für netto 4 1/2 Mrd €. Dabei wurden im Ergebnis nur Papiere mit Laufzeiten von über einem Jahr emittiert. Der Nettoabsatz von Anleihen, die über ausländische Finanzierungstöchter begeben werden, ist hierin nicht enthalten.

Erwerb von Schuldverschreibungen ausschließlich von ausländischen Investoren

Erworben wurden Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2012 ausschließlich von ausländischen Investoren, die Rentenwerte per saldo für 12 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Heimische Kreditinstitute und inländische Nichtbanken trennten sich hingegen von festverzinslichen Werten für 17 1/2 Mrd € beziehungsweise 6 1/2 Mrd €. Bei beiden Gruppen lag der Fokus der Verkäufe auf inländischen Rentenpapieren.

Kräftige Kursgewinne seit Mitte November

An den internationalen Aktienmärkten dominierten im Herbst 2012 zunächst noch die belastenden Faktoren, bevor sich ab Mitte November die Stimmung deutlich verbesserte. Die Erleichterung über die Teilerklärung im US-Haushaltsstreit und die zusätzlichen expansiven Notenbankmaßnahmen in den USA und Japan haben hierzu sicherlich ebenso beigetragen wie die leicht aufgehellten Konjunkturaussichten.

Aktienmarkt

Wochendurchschnitte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. **1** Monatsendstände; ermittelt aus dreistufigem Dividendenbarwertmodell unter Verwendung drei- bis fünfjähriger IBES-Gewinnwachstumserwartungen. **2** Erwartete zukünftige Volatilität, berechnet aus Preisen von Optionen auf den Euro Stoxx.

Deutsche Bundesbank

Außerdem dürfte die Übereinkunft, eine gemeinsame Bankenaufsicht im Euro-Raum anzustreben, eine Stabilisierung im europäischen Bankensektor begünstigt haben. Auch die erfolgreichen Anleiheplatzierungen europäischer Kreditinstitute führten zu positiven Vertrauenseffekten. Gegen Ende des Berichtszeitraums nährten außerdem überraschend günstige Quartalsergebnisse US-amerikanischer Unternehmen den Optimismus der Anleger. Im Ergebnis legten der CDAX seit Ende September um 7,2%, der Euro Stoxx um 8,6% und der S&P500 um 5,6% zu. Aktien im japanischen Nikkei-Index gewannen sogar 27,5% an Wert. Europäische Banktitel verzeichneten mit 18,3%

Zur Einführung von Umschuldungsklauseln in die Anleihebedingungen der öffentlichen Hand

Anfang Februar 2012 haben die Mitgliedstaaten der Wirtschafts- und Währungsunion den zwischenstaatlichen Vertrag über einen dauerhaften Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) unterzeichnet. Darin wird unter anderem festgelegt, dass ab dem 1. Januar 2013 neue Staatsschuldtitle der Mitgliedstaaten des Euro-Raums (mit Laufzeiten von mehr als einem Jahr) mit Umschuldungsklauseln (sog. „collective action clauses“ oder CACs) zu versehen sind. Der Inhalt der Klauseln ist mit den nationalen Schuldenverwaltungen abgestimmt und in ihrer Ausgestaltung einheitlich. In der Bundesrepublik Deutschland erfolgte die rechtliche Umsetzung durch Änderung des Bundesschuldenwesengesetzes.

Die Umschuldungsklauseln regeln, wie Bedingungen von Staatsanleihen der WWU-Mitgliedstaaten im Falle von Zahlungsschwierigkeiten geändert werden können. Zentral sind hierbei vor allem sogenannte wesentliche Änderungen, also Änderungen, die die Gläubiger dadurch schlechter stellen können, dass beispielsweise Fälligkeitstermine verschoben, Zinszahlungen herabgesetzt oder Rechte im allgemeinen (beispielsweise Kündigungsrechte oder Gerichtsstand) geändert werden. Sämtliche Änderungen von Konditionen bedürfen der Zustimmung des Emittenten und einer Mehrheit der Gläubiger. Beschlussfähig sind die Gläubiger im Falle wesentlicher Angelegenheiten, wenn bei einer Gläubigerversammlung mindestens 66⅔% des ausstehenden Nennwerts vertreten sind. Rechtlich bindend für alle Gläubiger werden die Beschlüsse, wenn mindestens 75% des bei der Gläubigerversammlung vertretenen Nennwerts zustimmen. Im Extremfall können also Vertreter von 50% des gesamten Kapitals einen Beschluss fassen. Bei emis-

sionsübergreifenden Abstimmungen über wesentliche Änderungen auf Gläubigerversammlungen besteht neben der Zustimmungquote von 75% des ausstehenden Nennwerts aller vertretenen Schuldverschreibungen zudem eine notwendige Zustimmungquote des vertretenen ausstehenden Nennwerts für die einzelnen Emissionen in Höhe von jeweils 66⅔%. Daneben besteht die Möglichkeit, schriftlich abzustimmen. Insgesamt definieren die Klauseln die Bestimmungen, unter denen Schuldnerstaat und Gläubiger die Umschuldungskonditionen verhandeln.

Aus Sicht des staatlichen Emittenten eröffnen die Umschuldungsklauseln die Möglichkeit, die Zahlungsbedingungen seiner Anleihen per Vertragsbestimmung und ohne gesetzliche Anordnung zu ändern. Damit können einzelne Gläubiger, die versuchen sich möglicherweise mit Blick auf bessere Konditionen für einzelne Emissionen Sperrminderheiten zu verschaffen, nur noch erschwert aus strategischen Gründen Vereinbarungen über Schuldenerleichterungen blockieren („hold out“). Zudem beinhalten CACs Elemente eines kollektiven Vollstreckungsverfahrens. Damit wird ausgeschlossen, dass einzelne Gläubiger auf dem Klageweg eine bevorzugte, möglicherweise vollständige Befriedigung ihrer individuellen Forderungen erwirken können und so einen Wettlauf zu den Gerichten auslösen („rush to the courthouse“). Im Kern helfen daher CACs, Koordinierungsprobleme von Gläubigern zu reduzieren. Dies verringert die Kosten eines Zahlungsausfalls.

Welchen Effekt CACs auf die Finanzierungskosten der öffentlichen Schuldner haben, ist theoretisch nicht eindeutig. Einerseits könn-

ten sie sich erhöhen, wenn die Anleger befürchten, dass der Staat durch einen leichter erzielbaren Schuldenerlass zu einer weniger ambitionierten Haushaltskonsolidierung veranlasst werden könnte. Außerdem besteht für einen Gläubiger die Gefahr, im Falle eines Zahlungsausfalls überstimmt zu werden, wodurch er schlechter gestellt sein könnte als ein Gläubiger einer traditionellen Anleihe. Dieses Risiko könnte insbesondere in der Einführungsphase der CACs, in der erst wenige Anleihen CACs enthalten, eine Rolle spielen. Auch kann es infolge einer mangelnden Fungibilität zwischen Emissionen mit und ohne CACs zu einem gewissen Liquiditätsabfall und damit zu höheren Liquiditätsprämien kommen. Andererseits sprechen das reduzierte Risiko eines verschleppten Zahlungsausfalls und die vereinfachte Umschuldung für niedrigere Finanzierungskosten. Neuere empirische Untersuchungen weisen darauf hin, dass der Gesamteffekt die Renditen tendenziell senken könnte, was dafür spricht, dass die Kosten der angesprochenen kollektiven Koordinierungsprobleme nicht unerheblich sind.¹⁾

Aus Investorensicht hat die Einführung der CACs in dem jetzigen Finanzierungsumfeld offenbar keine substanziellen Auswirkungen auf die Ertragsaussichten bei einem Investment in Staatsanleihen der WWU-Mitgliedstaaten. Jedenfalls deutet darauf die eher ruhige Renditeentwicklung von Staatsanleihen seit Anfang des Jahres hin. Vonseiten staatlicher Emittenten ist nach Einführung der neuen CACs jedoch ein gewisses Ausweichen in den unterjährigen Geldmarktbereich denkbar, der von den CAC-Regelungen nicht betroffen ist. Grundsätzlich sind außerdem auch Aufstockungen bereits emittierter Anleihen ohne CACs innerhalb festgelegter Höchstgrenzen möglich.

Unabhängig von solchen Reaktionen können CACs dazu beitragen, das „no bail out“-Prinzip einzuhalten. Denn CACs signalisieren den Anlegern ex ante, dass ein staatlicher Zahlungsausfall möglich ist und gegebenenfalls geordnet sowie in einem festgelegten Rahmen abgewickelt wird. Damit würden sie dazu beitragen, dass die Marktteilnehmer über angemessene risikoadäquate Renditeforderungen disziplinierend auf das Ausgabeverhalten der Staaten einwirken, was auch die Gefahr systemischer Ansteckungseffekte reduziert. Auch nimmt der Druck auf die zwischenstaatliche Solidargemeinschaft ab, zu intervenieren und die Lasten eines Zahlungsausfalls von den ursprünglichen Investoren auf andere Länder und Sektoren umzuverteilen. Da eine Umschuldung aber nach wie vor Ultima Ratio ist, bleiben Strukturreformen und die Wiederherstellung der Balance zwischen selbst erwirtschafteten Einnahmen und Ausgaben eines Staates Kernelemente für die Krisenlösung.

Kritisch sind vor dem Hintergrund einer möglichen Umschuldung die Anleihebestände des Eurosystems zu sehen. Nehmen die Notenbanken des Eurosystems ihre Stimmrechte wahr, könnte ihnen bei Überschreiten kritischer Stimmrechtanteile de facto ein Vetorecht zuwachsen. Eine freiwillige Umschuldung könnte unter diesen Umständen erschwert werden.

¹ Vgl.: A. Bardozzetti und D. Dottori, 2013, *Collective Action Clauses: How Do They Weigh On Sovereigns?*, Banca d'Italia Working Paper 897, und M. Bradley und G. M. Gulati, 2012, *Collective Action Clauses for the Eurozone: An Empirical Analysis*, Duke Law Faculty Scholarship Working Paper.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2011		2012	
	4. Vj.	3. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
I. Leistungsbilanz 1) 2)	+ 46,9	+ 41,5	+ 46,7	+ 44,6
Außenhandel 1) 3)	+ 39,6	+ 50,1	+ 44,6	+ 44,6
Dienstleistungen 1)	+ 0,5	- 7,1	+ 0,9	+ 0,9
Erwerbs- und Vermögens-einkommen 1)	+ 18,7	+ 15,6	+ 15,0	+ 15,0
Laufende Übertragungen 1)	- 5,7	- 9,4	- 5,9	- 5,9
II. Vermögensübertragungen 1) 4)	- 0,2	+ 0,1	- 0,6	- 0,6
III. Kapitalbilanz 1) (Netto-Kapitalexport: -)	- 29,0	- 56,4	- 84,0	- 84,0
1. Direktinvestitionen	+ 5,2	- 14,9	- 5,4	- 5,4
Deutsche Anlagen im Ausland	- 6,3	- 5,8	- 4,3	- 4,3
Ausländische Anlagen im Inland	+ 11,5	- 9,1	- 1,1	- 1,1
2. Wertpapiere	- 43,7	- 25,6	- 33,6	- 33,6
Deutsche Anlagen im Ausland	- 3,3	- 26,8	- 45,9	- 45,9
Aktien	- 5,7	- 2,4	- 13,3	- 13,3
Investmentzertifikate	+ 1,7	- 6,5	- 12,6	- 12,6
Schuldverschreibungen	+ 0,7	- 17,8	- 20,0	- 20,0
Anleihen 5)	- 9,4	- 17,3	- 23,8	- 23,8
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 11,5	- 15,5	- 16,6	- 16,6
Geldmarktpapiere	+ 10,0	- 0,6	+ 3,7	+ 3,7
Ausländische Anlagen im Inland	- 40,4	+ 1,2	+ 12,3	+ 12,3
Aktien	- 5,5	+ 0,5	- 0,2	- 0,2
Investmentzertifikate	+ 0,9	- 1,1	+ 0,6	+ 0,6
Schuldverschreibungen	- 35,8	+ 1,8	+ 11,9	+ 11,9
Anleihen 5)	- 22,1	+ 16,3	+ 10,9	+ 10,9
darunter: öffentliche Anleihen	+ 5,2	+ 12,4	+ 14,2	+ 14,2
Geldmarktpapiere	- 13,7	- 14,5	+ 1,0	+ 1,0
3. Finanzderivate 6)	- 5,1	- 3,6	- 4,3	- 4,3
4. Übriger Kapitalverkehr 7)	+ 15,0	- 12,3	- 41,3	- 41,3
Monetäre Finanzinstitute 8)	- 50,4	- 36,4	- 69,9	- 69,9
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privatpersonen	- 34,0	- 43,2	- 79,5	- 79,5
darunter: kurzfristig Staat	+ 48,4	- 7,7	+ 10,8	+ 10,8
darunter: kurzfristig Bundesbank	+ 31,6	- 2,9	+ 11,0	+ 11,0
	- 1,7	- 12,2	- 32,4	- 32,4
	- 2,8	- 14,1	- 15,1	- 15,1
	+ 18,7	+ 44,0	+ 50,2	+ 50,2
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) 9)	- 0,4	- 0,1	+ 0,5	+ 0,5
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)	- 17,8	+ 14,7	+ 37,9	+ 37,9

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

einen deutlich größeren Wertzuwachs als der Gesamtmarkt, wozu vor allem irische und italienische Kreditinstitute beitrugen.

Zusammen mit dem Kursanstieg bildete sich die Unsicherheit über die weitere Aktienkursentwicklung deutlich zurück. Gemessen an der impliziten Volatilität von Aktienoptionen lag sie bei Abschluss dieses Berichts weit unter dem Fünfjahresdurchschnitt. Zugleich erhöhten sich das Kurs-Gewinn-Verhältnis und der Risikoappetit der Anleger. Die von Anlegern geforderte implizite Aktienrisikoprämie, die sich mit einem Dividendenbarwertmodell und Gewinnerwartungen von Analysten (IBES) ermitteln lässt, fiel für den europäischen Gesamtmarkt (Euro Stoxx) um gut ½ Prozentpunkt; für europäische Bankaktien betrug der Rückgang etwa 1 Prozentpunkt. Gleichwohl liegen die impliziten Aktienrisikoprämien noch deutlich über ihrem Tiefstand von Anfang 2010.

Die Mittelaufnahme am deutschen Aktienmarkt betrug trotz des günstigen Börsenumfelds im Berichtsquartal per saldo nur ½ Mrd €. Dies deutet auf einen geringen Eigenmittelbedarf der hiesigen Kapitalgesellschaften hin. Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 19 Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis ausschließlich von inländischen Investoren. Die heimischen Nichtbanken, zu denen auch Kapitalanlagegesellschaften und Versicherungsunternehmen gehören, nahmen Aktien für 12 Mrd € in ihr Portfolio auf; auch inländische Kreditinstitute erhöhten ihr Aktienengagement um 8½ Mrd €. In beiden Fällen standen ausländische Dividendenpapiere im Vordergrund des Interesses. Gebietsfremde Investoren trennten sich von inländischen Aktien im Umfang von ½ Mrd €.

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im letzten Quartal 2012 einen Mittelzufluss in Höhe von 32½ Mrd €, nach 21 Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis weit überwiegend den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute

Kursunsicherheit und Risikoaversion zurückgebildet

Kaum Mittelaufnahme am Aktienmarkt

Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten

(29½ Mrd €). Unter den Publikumsfonds erzielten vor allem Rentenfonds ein positives Mittelaufkommen (1 Mrd €), in geringerem Umfang auch Aktienfonds, Gemischte Wertpapierfonds, Offene Immobilienfonds sowie Gemischte Fonds (jeweils ½ Mrd €). Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 12½ Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate fast ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen Anteilscheine für 44 Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich weit überwiegend um inländische Fondsanteile. Gebietsfremde Investoren und heimische Kreditinstitute erwarben Investmentzertifikate für jeweils ½ Mrd €.

■ Direktinvestitionen

Wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der Abflüsse im Umfang von netto 33½ Mrd € verzeichnete, ergaben sich auch im Bereich der Direktinvestitionen im Jahreschlussquartal 2012 Netto-Kapitalexporte. Im Ergebnis lagen diese mit 5½ Mrd € aber deut-

lich unter denen des vorangegangenen Dreimonatsabschnitts (15 Mrd €).

Ausschlaggebend waren die grenzüberschreitenden Direktinvestitionen hiesiger Eigner (4½ Mrd €). Zwar stockten sie das Beteiligungskapital bei ihren Niederlassungen außerhalb Deutschlands deutlich auf (14½ Mrd €). Dem standen aber Mittelzuflüsse im konzerninternen Kreditverkehr in Höhe von 11 Mrd € gegenüber. Maßgeblich dazu beigetragen hat die Mittelaufnahme hiesiger Mütter bei ihren Auslandsstöchern (8 Mrd €). Bedeutendste Zielländer deutscher Auslandsinvestitionen waren im Berichtszeitraum Luxemburg (9 Mrd €) und die Vereinigten Staaten (8 Mrd €).

Deutsche Direktinvestitionen im Ausland per saldo gering

Ausländische Investoren zogen aus ihren hiesigen Niederlassungen in geringem Umfang Mittel ab (1 Mrd €), und zwar per saldo ausschließlich über den konzerninternen Kreditverkehr. Auch hier standen die Transaktionen mit Luxemburg im Vordergrund (6½ Mrd €), während aus den USA und den Niederlanden Mittel zuflossen.

Mittelabzüge aus Deutschland durch ausländische Direktinvestoren

Kapitalexporte im Bereich der Direktinvestitionen