

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Geldpolitik und wechselnde Konjunktur-signale prägen Finanzmärkte

Die internationalen Finanzmärkte wurden seit Ende März 2013 maßgeblich von wechselnden Konjunktursignalen und – eng damit verbunden – sich ändernden Erwartungen bezüglich des künftigen geldpolitischen Kurses jenseits des Atlantiks geprägt. Darüber hinaus haben wichtige Notenbanken ihre ohnehin expansive Geldpolitik noch weiter gelockert. So führte die Bank von Japan ein neues geldpolitisches Rahmenprogramm ein,¹⁾ und das Eurosystem senkte den Leitzins. Die Lockerungsmaßnahmen führten zunächst weltweit zu Renditeverlusten bei lang laufenden Anleihen. Im Mai begannen dann aber die Zinsen vor dem Hintergrund positiv aufgenommener Wirtschaftsdaten weltweit zu steigen. Zudem verfestigte sich in der Folge die Erwartung, dass die US-Geldpolitik möglicherweise schneller als bislang unterstellt gestrafft werden könnte. Gegen Ende des Berichtszeitraums trug dann aber die Bekräftigung der US-Notenbank Federal Reserve (Fed), auf absehbare Zeit akkommodierend zu bleiben, zur Eindämmung und teilweisen Umkehr des Zinsanstiegs bei. In Deutschland kamen neben dem Zinsverbund mit den USA auch etwas verbesserte konjunkturelle Frühindikatoren zum Tragen. Die gestiegenen Zinsen für Staatsanleihen setzten die Aktienmärkte vorübergehend unter Druck. In einem Umfeld niedriger Kursunsicherheit, überwiegend positiver Quartalsergebnisse von US-Unternehmen und aufkommender Hoffnung auf eine Überwindung der Rezession in der EWU erhielten die Aktienmärkte jedoch so viel Auftrieb, dass sie im Ergebnis merkliche Kursgewinne verzeichneten. An den Devisenmärkten konnte der Euro gegenüber den anderen zentralen Währungen zulegen. Besonders deutlich fielen die Zuwächse gegenüber dem Yen aus.

■ Wechselkurse

Die Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar spiegelt die genannten wechselnden Einflüsse wider. So wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar im Vergleich zu Ende März zwar per saldo um 4% auf, jedoch schwankte er in der Zwischenzeit spürbar.

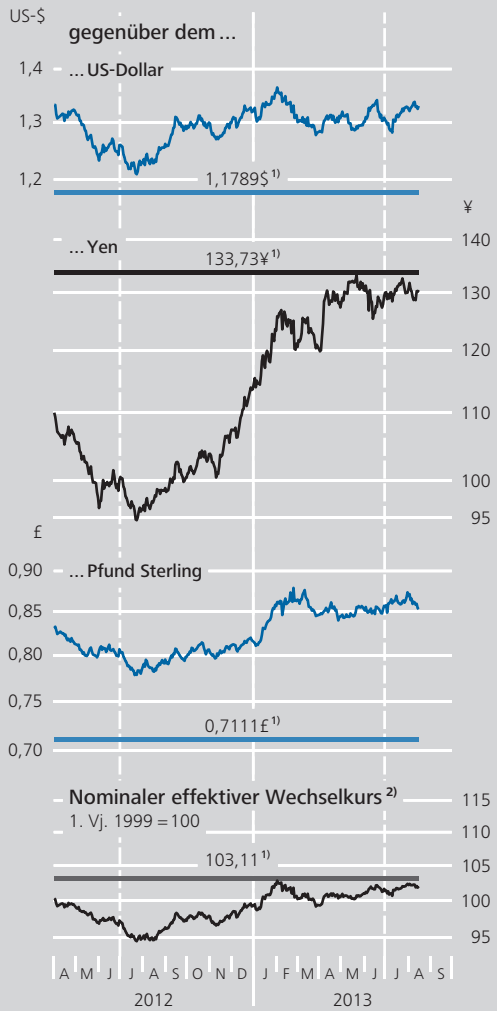
Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem US-Dollar, ...

Anfang April wurde der Euro zunächst durch schwächer als erwartet ausgefallene US-Konjunkturdaten und Arbeitsmarktzahlen gestützt. Nach der Leitzinssenkung im Euro-Raum Anfang Mai geriet der Euro dann aber unter Abwertungsdruck und büßte bis Mitte Mai einen Großteil seiner bis dahin aufgelaufenen Gewinne wieder ein. In der Folgezeit lösten günstig ausgefallene Konjunkturindikatoren für den Euro-Raum einen Aufwärtstrend der Gemeinschaftswährung aus. Dieser wurde zeitweilig unterbrochen, als Äußerungen des US-Notenbankpräsidenten Bernanke am 19. Juni 2013 so verstanden wurden, dass die Fed möglicherweise einen rascheren Ausstieg aus den expansiven geldpolitischen Maßnahmen erwäge. Abwärtsdruck auf den Euro entstand auch durch zum Teil überraschend positive US-Arbeitsmarktdaten Anfang Juli, die Marktspekulationen aufkommen ließen, dass die Fed ihre Anleihekäufe womöglich früher als ursprünglich erwartet drosseln könnte. Nach der Veröffentlichung des Sitzungsprotokolls der US-Notenbanksitzung und nach Klarstellungen von Notenbankpräsident Bernanke, dass die US-Wirtschaft auf absehbare Zeit eine sehr expansiv ausgerichtete Geldpolitik benötige, wertete der Euro ab Mitte Juli dann aber wieder kontinuierlich auf. Weitere Unterstützung erhielt der Euro gegenüber dem US-Dollar durch verbesserte Konjunkturindikatoren für Deutschland und den Euro-Raum. Zuletzt notierte die Gemeinschaftswährung bei 1,33 US- $\text{\$}$.

¹ Zur japanischen Geld- und Wirtschaftspolitik siehe auch S. 16 ff.

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 21 Ländern.
 Deutsche Bundesbank

... dem Yen ...

Deutlicher gewann der Euro seit Ende März gegenüber dem Yen. Zwischenzeitlich erreichte er sogar ein neues Dreijahreshoch. Auch wenn die Gemeinschaftswährung bereits im Vorfeld der geldpolitischen Entscheidungen der Bank von Japan Anfang April merklich an Wert zugelegt hatte, sorgte die Bekanntgabe der über den Erwartungen liegenden Maßnahmen für eine weitere deutliche Aufwertung des Euro. Binnen einer Woche legte die Gemeinschaftswährung um mehr als 8% zu. Anschließend schwankte der Euro-Yen-Wechselkurs in eine Seitwärtsbewegung ein und pendelte zwischen 125 und 133 Yen. Zuletzt notierte der Euro bei

130 Yen und damit etwa 8% fester als Ende März.

Auch gegenüber dem Pfund Sterling konnte der Euro im Berichtszeitraum Kursgewinne verzeichnen, allerdings fielen diese mit insgesamt rund 1% geringer aus als gegenüber US-Dollar und Yen. Zum einen mutmaßten einige Marktteilnehmer, dass der Wechsel an der Spitze der britischen Notenbank eine noch expansivere Geldpolitik nach sich ziehen könnte. Dies stärkte den Euro gegenüber dem Pfund Sterling. Dem wirkte aber ein unerwartet deutlicher Anstieg des britischen Einkaufsmanagerindex entgegen. Zwar ließ die Bank von England den Leitzins Anfang Juli unverändert. Allerdings kommentierte sie ihren Zinsentscheid dahingehend, dass der Markt zu früh mit einer Erhöhung des Leitzinses rechnete. Letzteres führte zu einer Stärkung der Gemeinschaftswährung. Zuletzt stand sie bei 0,85 Pfund Sterling.

... und dem Pfund Sterling

Infolge des Beitritts Kroatiens zur EU am 1. Juli 2013 hat sich der Länderkreis, gegenüber dem der effektive Wechselkurs des Euro ausgewiesen wird, von 20 auf 21 vergrößert (Details zu dieser und einer weiteren Anpassung bei der Berechnung bestimmter realer effektiver Wechselkurse siehe Erläuterungen auf S. 51 ff.). Auch gegenüber den Währungen dieser 21 wichtigen Handelspartner hat der Euro im Vergleich zum Ende des ersten Quartals an Wert gewonnen. Zuletzt notierte die Gemeinschaftswährung rund 2½% fester als Ende des ersten Quartals beziehungsweise 1% schwächer als zu Beginn der EWU. Auch real betrachtet – also unter Berücksichtigung der gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen dem Euro-Währungsgebiet und den wichtigen Handelspartnern – hat der effektive Euro im Berichtszeitraum aufgewertet. Hierdurch hat sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern aus dem Euro-Raum entsprechend verschlechtert. Sie ist zum Abschluss dieses Berichts etwas ungünstiger einzuschätzen als im langfristigen Durchschnitt.

Effektiver Wechselkurs des Euro

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

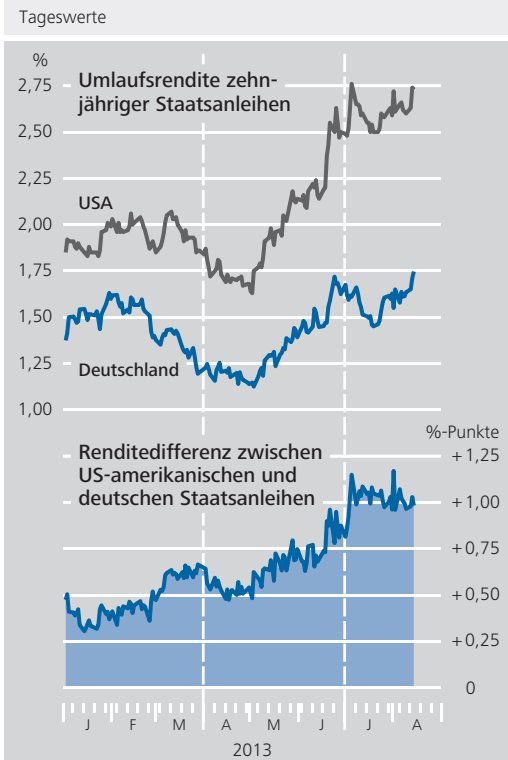
Internationale Rentenmärkte im Zeichen steigender Zinsen in den USA, ...

Die internationalen Rentenmärkte waren im zweiten Quartal von zunächst fallenden, dann aber rasch steigenden Zinsen gekennzeichnet. Besonders ausgeprägt war der Renditeanstieg in den USA, wo die Zinsen zehnjähriger Treasuries von 1,6% im Mai und Juni auf in der Spitze knapp 2,8% anzogen. Ausschlaggebend hierfür dürften die erwähnten Spekulationen über den Kurs der US-amerikanischen Geldpolitik gewesen sein, die auch zu der Vermutung führten, dass der Pfad künftiger US-Leitzinsen möglicherweise steiler als bislang vermutet verlaufen könnte. Zudem stiegen mit den Renditen die Laufzeitprämien, die sich unter dem Einfluss der geldpolitischen Sondermaßnahmen auf historisch niedrigen Niveaus bewegt hatten. Nachdem die US-amerikanische Notenbank dann aber im Juli ihre Absicht zu einer weiter expansiven Geldpolitik bekräftigt und mitgeteilt hatte, ihre beschlossenen monatlichen Anleihekäufe im bisherigen Umfang von 85 Mrd US-\$ bis auf Weiteres beizubehalten, machten US-Staatsanleihen ihre vorangegangenen Wertverluste zunächst etwas wett. Zuletzt zogen die Renditen unter dem Einfluss insgesamt positiv aufgenommener US-Konjunkturdaten aber spürbar an und lagen bei Abschluss dieses Berichts wieder bei 2,8%. Gemessen an den zehnjährigen nominalen Consensus-Wachstumserwartungen (4¾%) erscheint dieses Renditeniveau jedoch weiterhin relativ niedrig.

... in Deutschland und den EWU-Kernländern sowie ...

Über den Zinsverbund mit den USA haben die Kurse zehnjähriger Anleihen des Bundes (sowie Anleihen von EWU-Kernländern) die Preisbewegungen gleich lang laufender US-Treasuries teilweise nachvollzogen. Nachdem die deutschen Kapitalmarktzinsen Anfang Mai unmittelbar nach dem Zinsschritt des Eurosystems zunächst bis auf gut 1,1% nachgegeben hatten, legten die Renditen bis zur Jahresmitte um mehr als ½ Prozentpunkt auf über 1,7% zu. Für sich genommen wirkten zudem einige verbesserte konjunkturelle Indikatoren in Deutschland und

Anleiherenditen in Deutschland und in den USA

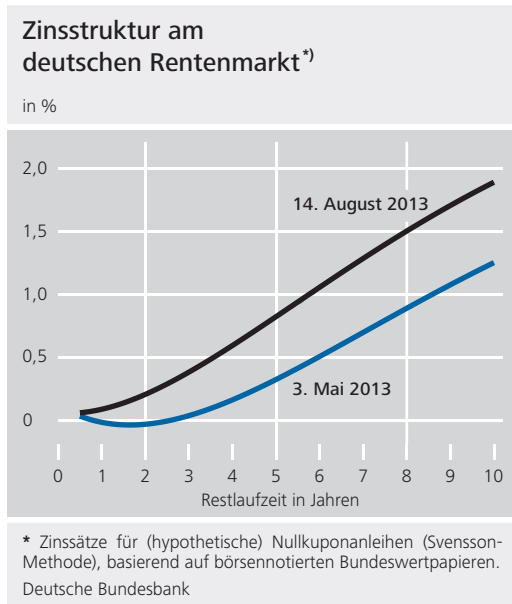


Deutsche Bundesbank

im Euro-Raum renditestützend. Im Ergebnis weitete sich der Zinsvorsprung der USA gegenüber Deutschland um 35 auf knapp 105 Basispunkte aus.

Die längerfristigen Zinsen in größeren Peripherieländern fielen mit der Leitzinssenkung des Eurosystems ebenfalls, und zwar zunächst sogar auf den tiefsten Stand seit dem Jahr 2010. Der von den US-Treasuries ausgehende Impuls übertrug sich aber auch auf die Kurse von Staatsanleihen der Peripherieländer, deren Renditen innerhalb kurzer Zeit um mehr als 100 Basispunkte anzogen. Seit der Jahresmitte gaben sie aber wieder nach und lagen bei Abschluss dieses Berichts mit Ausnahme portugiesischer Staatsanleihen unterhalb ihrer Niveaus von Ende März 2013. Hierzu hat neben dem einsatzfähigen, aber noch nicht aktivierten Anleihekaufprogramm des Eurosystems (OMT) auch das leicht aufgehellte Konjunkturbild des Euro-Raums insgesamt beigetragen, vor dessen Hintergrund Marktteilnehmer die Ausfallrisiken

... fallender Renditen in der EWU-Peripherie



tierten mit zuletzt knapp 0,8% rund 20 Basispunkte höher als Ende März. Das entspricht ungefähr den langfristigen Wachstumserwartungen für Japan, die zwischen April und Juli bei Umfragen (Consensus Forecast) ermittelt wurden.

Die aus Bundeswertpapieren ermittelte deutsche Zinsstruktur wurde im Quartalsverlauf steiler. Die Differenz zwischen zehnjährigen Anleihen liegt derzeit mit knapp 170 Basispunkten etwa 30 Basispunkte über dem Niveau von Ende März und knapp 45 Basispunkte über dem Durchschnitt seit Gründung der EWU. Ausschlaggebend hierfür waren die aus den USA kommenden Zinsauftriebskräfte seit Anfang Mai, die besonders stark auf das lange Ende des Laufzeitspektrums wirkten und hier zu einem Anstieg von knapp 60 Basispunkten führten. Im Laufzeitsegment zwischen einem Jahr und drei Jahren, wo die Renditen bis in den Mai hinein negativ waren, liegen die Renditen nun wieder deutlich im Plus. Hierin spiegelt sich, dass viele Spannungsindikatoren insgesamt auf recht niedrigem Niveau verblieben und zum Teil deutlich unterhalb ihrer Fünfjahresdurchschnitte liegen.

Deutsche Zinsstrukturkurve steiler

geringer einschätzten. Hierfür sprechen zumindest die – mit Ausnahme von Portugal – ebenfalls gesunkenen CDS-Prämien der Programm- und Reformländer. Weiterhin bestehende Zweifel über die Durchführung notwendiger politischer Reformen vor allem in den Peripherieländern rückten dabei etwas in den Hintergrund. Die Ratingherabstufungen von Italien und Frankreich belasteten die Märkte in diesem Umfeld kaum.

Renditedifferenzen in der EWU im Ergebnis weiter eingeengt

Der BIP-gewichtete Renditeabstand von Staatsanleihen der übrigen EWU-Länder und laufzeitgleichen Bundesanleihen lag am Ende des Berichtszeitraums mit 170 Basispunkten zuletzt rund 70 Basispunkte unter seinem Stand zum Ende des ersten Quartals und damit sogar leicht unterhalb seines Fünfjahresdurchschnitts. Auch die Zinsdispersion zwischen langfristigen Staatsanleihen innerhalb des Euro-Raums hat sich im Ergebnis eingeengt.

Steigende Renditen auch in Japan

Traditionell schwächer ausgeprägt ist der internationale Zinsverbund mit Japan, wo eher binenwirtschaftliche Faktoren dominieren. Vor dem Hintergrund eines Bündels an fiskalischen und monetären Maßnahmen, die mit dem Ziel beschlossen wurden, die Deflation zu bekämpfen und nachhaltiges Wachstum zu fördern, legten aber auch die Langfristzinsen in Japan zu: Zehnjährige japanische Staatsanleihen ren-

Gemessen an inflationsindexierten Anleihen sind die Realzinsen seit Ende März stärker gestiegen als die nominalen Renditen. Dieser Unterschied im Zinsanstieg ist im fünfjährigen Laufzeitbereich besonders ausgeprägt, was bei niedrigeren Kassa-break-even-Inflationsraten (BEIR) zu gestiegenen Termininflationserwartungen für den harmonisierten europäischen Verbraucherpreisindex ohne Tabakwaren führte. Die aus deutschen und französischen Indexanleihen ermittelte Termin-BEIR für fünf bis zehn Jahre stieg seit Ende März von 1,9% auf zuletzt 2,0%. Die weniger von Sicherheitszuflüssen in Nominalanleihen beeinflussten, zwischen Banken gehandelten Inflationsswaps weisen auf keine nennenswert veränderte Termininflationssrate hin.

Termininflationserwartungen gestiegen

Die Finanzierungsbedingungen für Unternehmen am Kapitalmarkt sind weiterhin günstig.

Anpassung der Berechnung von effektiven Wechselkursen sowie Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit im August 2013

Beginnend mit dieser Ausgabe werden im Monatsbericht effektive Wechselkurse des Euro und Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft ausgewiesen, die auf einem in zweifacher Hinsicht umgestellten Berechnungsverfahren basieren. Zum einen wird Kroatien, das zum 1. Juli 2013 der Europäischen Union (EU) beigetreten ist, in den mittleren Länderkreis aufgenommen. Von dieser Anpassung sind zahlreiche effektive Wechselkurse des Euro und Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit betroffen. Ihre Auswirkung bleibt aber aufgrund des geringen Gewichts Kroatiens in der Regel vernachlässigbar. Zum anderen konnte der bisher nicht vorliegende Deflator des Gesamtabsatzes für China approximiert werden. Diese Anpassung betrifft zwar nur wenige (wenn auch maßgebliche) Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit, sie führt aber zu einer erheblichen Veränderung der entsprechenden Indikatoren, auch für Deutschland.

In der Tabelle XII.13 des Statistischen Teils des Monatsberichts (bis Juli 2013 Tabelle XI.13) werden effektive Wechselkurse des Euro und Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft ausgewiesen. Der nominale effektive Wechselkurs des Euro bildet den gewichteten Durchschnitt der bilateralen Euro-Wechselkurse gegenüber wichtigen Handelspartnern ab. Reale effektive Wechselkurse des Euro und Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands werden ebenfalls gegenüber dem gewichteten Durchschnitt wichtiger Handelspartner berechnet, berücksichtigen aber neben nominalen Wechselkursen auch die Preisentwicklung im In- und Ausland. Eine nominale effektive Abwertung des Euro begünstigt die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft ebenso

wie ein im Vergleich zum gewichteten Durchschnitt der wichtigsten Handelspartner geringerer heimischer Preisauftrieb.

Beitritt Kroatiens zur Europäischen Union

Der Beitritt Kroatiens zur EU am 1. Juli 2013 macht eine Anpassung einiger Indikatoren notwendig. Der bisherige Kreis von 20 Handelspartnern, gegenüber dem mehrere effektive Euro-Kurse ermittelt wurden („EWK-20“), beinhaltet standardmäßig auch alle nicht dem Euro-Raum angehörenden EU-Länder. Dieser Kreis wird nun um Kroatien auf 21 Handelspartner erweitert („EWK-21“). Dies betrifft sowohl den nominalen effektiven Wechselkurs des Euro als auch alle drei in der Tabelle des Monatsberichts angegebenen realen effektiven Euro-Kurse.

Von den Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands werden diejenigen angepasst, die bisher gegenüber einem Kreis von 36 Ländern berechnet wurden. Dieser Länderkreis umfasste bisher neben den übrigen Staaten der Europäischen Währungsunion (EWU) den EWK-20. Analog zu dessen Erweiterung wird dieser Wettbewerbsindikator nun unter Einschluss Kroatiens gegenüber 37 Handelspartnern ermittelt. Aufgrund des geringen Gewichts Kroatiens im Außenhandel der EWU (zuletzt 0,63% im EWK-21) beziehungsweise Deutschlands (zuletzt 0,23% im erwähnten Kreis von 37 Ländern) beeinflusst diese Umstellung die betroffenen effektiven Euro-Kurse und Wettbewerbsindikatoren Deutschlands nur in sehr geringem Maße.

Deflator des Gesamtabsatzes für China

Anders verhält es sich bei der zweiten Anpassung. Diese betrifft von den in Tabelle XII.13 des Monatsberichts ausgewiesenen

Preisliche Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber 36 Ländern

1. Vj. 1999 = 100, vierteljährlich, log. Maßstab¹⁾

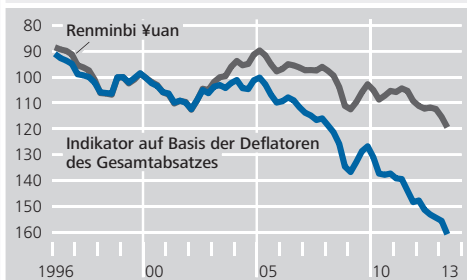


1 Skala invertiert: Anstieg der Kurven (Rückgang der Werte) kennzeichnet Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit. **2** Der Indikator erfasste China bislang nicht. Er wurde de facto also nur gegenüber 35 Ländern ausgewiesen.

Deutsche Bundesbank

Preisliche Wettbewerbsfähigkeit der chinesischen Wirtschaft und nominaler effektiver Wechselkurs des Renminbi ¥uan gegenüber 37 Ländern

1. Vj. 1999 = 100, vierteljährlich, log. Maßstab¹⁾



1 Skala invertiert: Anstieg der Kurven (Rückgang der Werte) kennzeichnet Zunahme der Wettbewerbsfähigkeit der Wirtschaft bzw. Abwertung des Renminbi ¥uan.

Deutsche Bundesbank

Zeitreihen ausschließlich den Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes gegenüber 37 (bisher 36) Ländern. Zu den in diesem Länderkreis berücksichtigten Handelspartnern gehört auch China. Im Falle dieses besonders aussagekräftigen Indikators blieb China aufgrund fehlender Daten bisher unberücksichtigt. Dies lag daran, dass China zwar Daten zu seinen nominalen Importen, nicht aber zu seinen realen Importen veröffentlicht. Letztere sind jedoch für die Ermittlung des Deflatoren des Gesamtabsatzes erforderlich. Dem wird nun dadurch begegnet, dass beim realen Import auf Daten aus dem „World Economic Outlook“ (WEO) des Internationalen Währungs-

fonds zurückgegriffen wird. Hierbei werden die offiziellen nominalen Importe Chinas mithilfe eines Importdeflatoren bereinigt.¹⁾

Das obere Schaubild stellt die Entwicklung des infrage stehenden Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft dar. Die graue Kurve gibt den bisher verwendeten Indikator ohne Berücksichtigung Chinas wieder, die blaue den neuen Indikator mit China.²⁾ Der Unterschied zwischen den zwei Zeitreihen war bis zum Jahr 2007 vergleichsweise gering. Das lag an dem bis dahin noch relativ geringen Gewicht Chinas. Ab 2007 geht China jedoch infolge seines stark gestiegenen Handelsvolumens in den betrachteten Länderkreis mit einem Gewicht von 9,7% in die Berechnung ein, das nur noch von dem Frankreichs (9,9%) übertroffen wird.³⁾ Dem neuen Indikator zufolge hat sich seither die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands noch stärker verbessert, als dies der alte Indikator anzeigte. Am aktuellen Rand macht der Unterschied 3 Prozentpunkte aus.

Die blaue Kurve im unteren Schaubild spiegelt die Entwicklung des Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der chinesischen Wirtschaft gegenüber 37 Ländern auf Basis der Deflatoren des Gesamtabsatzes wider. Dieser zeigt vom ersten

1 Bis 2004 wird dafür der WEO Importdeflator verwendet, der sich als gewichtetes Mittel aus den Exportpreisen der wichtigsten chinesischen Handelspartner sowie aus den Weltmarktpreisen für Chinas Rohstoffeinfuhren darstellt. Ab 2005 findet der offizielle Importdeflator für Warenimporte, wie er von der chinesischen Zollbehörde ausgewiesen wird, Verwendung. Die Berechnung des Deflatoren des Gesamtabsatzes kann aber wegen fehlender Daten nur in jährlicher Frequenz erfolgen. Die benötigten Quartalsreihen werden daraus interpoliert. Fehlende Quartalswerte am aktuellen Rand werden mit Hilfe des chinesischen Deflatoren des Bruttoinlandsprodukts, der sich in der Vergangenheit recht ähnlich entwickelt hat, fortgeschrieben.

2 Kroatien ist bei keiner der beiden Kurven berücksichtigt.

3 Die verwendeten Gewichte werden im Einklang mit der Entwicklung der Handelsverflechtungen regelmäßig angepasst. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Neuberechnung der Gewichte für die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft, Monatsbericht, Februar 2012, S. 36 f.

Quartal 2005 bis zum zweiten Quartal 2013 eine rasante Verschlechterung um etwa 60% an. Die graue Kurve im unteren Schaubild auf Seite 52 beschreibt die nominale effektive Wechselkursentwicklung des Renminbi. Sie verdeutlicht, dass die Veränderung des Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Chinas seit dem ersten Quartal 2005 nur etwa zur Hälfte auf eine nominale effektive Aufwertung des Renminbi zurückgeht. In ähnlichem Umfang ist sie also auch einem im Vergleich zum Ausland höheren Preisauftrieb in China zuzuschreiben.

Schlussbemerkung

Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit sind allerdings mit Vorsicht zu interpretieren. Im vorliegenden Fall muss insbesondere mit ins Bild genommen werden, dass der zuletzt betrachtete Länderkreis auch Schwellen- und ehemalige Transformationsländer wie eben China enthält,

die sich im Aufholprozess zu den Industrieländern befinden. Bei der Interpretation entsprechender Indikatoren sollte deshalb auch die Produktivitätsentwicklung der beteiligten Staaten berücksichtigt werden. Hier ist festzustellen, dass in China in den vergangenen Jahren auch die Produktivität stärker zugenommen hat als im gewichteten Durchschnitt der Partnerländer. Aus diesem Grunde überzeichnet der Indikator tendenziell sowohl die dargestellte Verbesserung der Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands (siehe oberes Schaubild auf S. 52, blaue Kurve) als auch die Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Chinas (siehe unteres Schaubild auf S. 52, blaue Kurve). Im Falle Deutschlands bleibt aber der verzerrende Einfluss eher gering.

Finanzierungsbedingungen von Unternehmen günstig

Zwar schlug sich der Renditeanstieg von Bundesanleihen auch in Unternehmensanleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren und einem BBB-Rating nieder, deren Rendite sich leicht auf 3,7% erhöhte (+20 Basispunkte). Trotz dieses moderaten Anstiegs bewegen sich die Renditen im langjährigen Vergleich noch auf einem sehr niedrigen Niveau und liegen auch deutlich unter ihren Werten aus der Vorkrisenzeit. Anleihen finanzieller Unternehmen rentierten mit 4,9% weiterhin über Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Unternehmen 3,3%.²⁾ Die Renditeaufschläge gegenüber Bundesanleihen gleicher Laufzeit engten sich auf 330 Basispunkte für finanzielle und auf 165 Basispunkte für nichtfinanzielle Unternehmensanleihen ein. Die rückläufigen Spreads, die jeweils unter ihrem Fünfjahresdurchschnitt liegen, stehen im Einklang mit ebenfalls gefallenem Kreditausfallrisikoprämien (iTraxx) und Liquiditätsprämien. Sie deuten darauf hin, dass für die Anleger die Suche nach Rendite („search for yield“) trotz der gestiege-

nen sicheren Zinsen weiterhin ein relevantes Motiv darstellt.

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt belief sich im zweiten Quartal 2013 auf 396 Mrd €; es lag somit über dem Wert des Vorquartals (379½ Mrd €). Nach Abzug der gestiegenen Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis 19½ Mrd € getilgt. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 28½ Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 9½ Mrd €.

Die öffentliche Hand nahm im zweiten Quartal den Rentenmarkt mit 8 Mrd € in Anspruch, verglichen mit 7 Mrd € im Quartal zuvor. In diesen

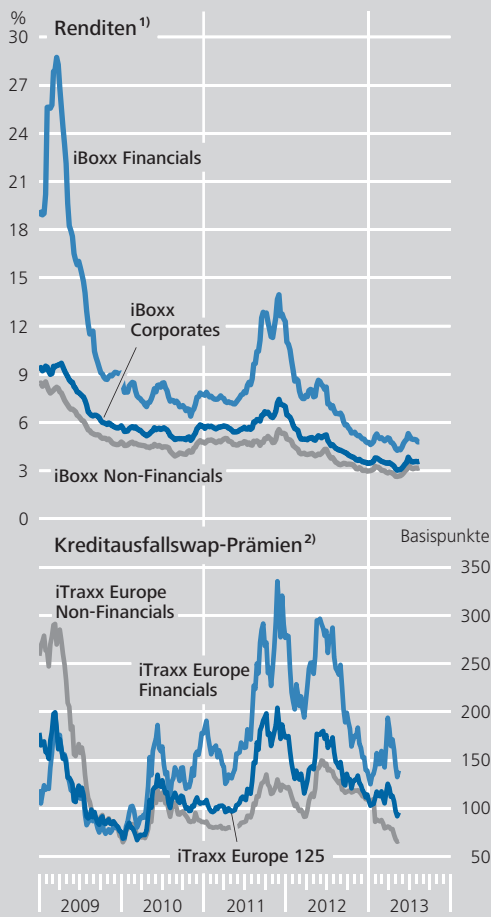
Nettoabsatz am Rentenmarkt

Mittelaufnahme öffentlicher Stellen

²⁾ Hierbei werden Renditen von Anleihen der Unternehmen aus den nach Ratingklassen unterschiedenen Anleiheindizes von iBoxx zugrunde gelegt.

Finanzierungsbedingungen für Unternehmen im Euro-Raum

Wochendurchschnitte



1 Euro denominated BBB-Anleihen mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren, zusammengefasst in den Rentenmarktindizes (iBoxx) der International Index Company. Quelle: Thomson Reuters. **2** Prämien für fünfjährige Kreditausfallswap (CDS)-Kontrakte, abgebildet in den Indizes (iTraxx) der International Index Company. Quelle: Bloomberg.

Deutsche Bundesbank

Zahlen sind auch die Emissionen von Abwicklungsanstalten deutscher Banken enthalten, die statistisch dem öffentlichen Sektor zuzurechnen sind. Der Bund emittierte vor allem zehnjährige Anleihen (18½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von Bundesobligationen in Höhe von 12 Mrd € gegenüber. Die Länder tilgten im Berichtsquartal im Ergebnis Anleihen für 4 Mrd €.

Nettotilgungen von Unternehmensanleihen

Inländische Unternehmen tilgten im zweiten Quartal Schuldverschreibungen für per saldo 2½ Mrd €, und zwar im Ergebnis überwiegend Titel mit Laufzeiten von über einem Jahr. Dabei kam es zu gegenläufigen Entwicklungen bei

nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften einerseits und sonstigen Finanzinstituten beziehungsweise Versicherungsunternehmen andererseits.

Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften emittierten im zweiten Dreimonatsabschnitt dieses Jahres 4 Mrd €. Sie setzten in diesem Jahr bereits verbrieft Schuldtitel für 12½ Mrd € ab und damit nahezu doppelt so viel wie im Vorjahreszeitraum (6½ Mrd €). Offenbar nutzen viele Firmen die zurzeit historisch günstigen Finanzierungsbedingungen.

Nettoabsatz von nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften ...

Die inländischen Kreditinstitute, die in der Finanzkrise ein kräftiges Einlagenwachstum verzeichnet und Mittelzuflüsse aus dem Ausland erhalten hatten, führten hingegen im Berichtsquartal – wie bereits in den Quartalen zuvor – ihre Kapitalmarktverschuldung weiter zurück (25 Mrd €, gegenüber 27 Mrd € im ersten Quartal). Dabei tilgten sie vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute (11 Mrd €), aber auch die flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (8½ Mrd €), Öffentliche Pfandbriefe sowie Hypothekendarlehen (4½ Mrd € bzw. 1 Mrd €).

... stehen Nettotilgungen der Kreditinstitute gegenüber

Als Erwerber am heimischen Anleihemarkt traten im zweiten Quartal einzig inländische Nichtbanken in Erscheinung, die Rentenwerte für 28 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Dabei standen ausländische Titel, aber auch Anleihen der öffentlichen Hand im Fokus des Anlageinteresses (23 Mrd € bzw. 10 Mrd €). Heimische Kreditinstitute trennten sich hingegen von zinstragenden Papieren (2½ Mrd €). Bei der Bundesbank reduzierten sich die Bestände in erster Linie durch Tilgungen von Anleihen, die im Rahmen der Euro-Ankaufprogramme erworben worden waren. Anders als inländische Nichtbanken verringerten ausländische Investoren ihre Nettobestände an deutschen Schuldverschreibungen. Sie veräußerten Zinstitel privater Emittenten (13½ Mrd €) und hielten sich angesichts des insgesamt ruhigeren Finanzmarktumfelds auch beim Erwerb von

Erwerb von Schuldverschreibungen

den als sehr sicher geltenden Bundesanleihen zurück. Mit 1 Mrd € nahmen sie netto jedenfalls deutlich weniger deutsche Staatsanleihen in ihre Depots als im Quartalsdurchschnitt seit Beginn der Finanz- und Staatsschuldenkrise Mitte 2007 (16½ Mrd €). Hierzu passen auch die im Ergebnis anziehenden deutschen Renditen.

Auf und Ab an Aktienmärkten bis Ende Juni

Die internationalen Aktienmärkte haben sich im zweiten Quartal 2013 im Ergebnis freundlich entwickelt. Dabei hielten sich kursstützende und belastende Einflüsse bis Ende Juni die Waage. Zu Beginn des Quartals sorgten das globale Niedrigzinsumfeld, das Portfolioumschichtungen zugunsten von Aktien begünstigt, und verbesserte Konjunkturdaten vor allem in den USA weltweit für Kursauftrieb. Japanische Dividentitel zogen zudem vor dem Hintergrund der massiv ausgeweiteten geldpolitischen Lockerung der Bank of Japan und verbesserter Exportaussichten japanischer Unternehmen an. Die in diesem Umfeld erzielten Kursgewinne wurden aber nach den oben erwähnten Andeutungen der Fed zu verlangsamt Anleihekäufen zunächst wieder aufgezehrt. Die daraufhin steigenden Staatsanleiherenditen, die über einen höheren Diskontfaktor den Barwert zukünftiger Unternehmensgewinne reduzieren und ein Engagement in Staatsanleihen attraktiver machen, setzten die Aktienkurse weltweit unter Druck. Zusätzlich belastet wurden die internationalen Aktienmärkte durch Anspannungen am chinesischen Geldmarkt, die Sorgen vor einer Kreditklemme in China schürten.

Kursgewinne gegen Ende des Berichtszeitraums

Gegen Ende des Berichtszeitraums nährten Signale der Fed, lange an der expansiven Geldpolitik festzuhalten, relativ günstige US-Arbeitsmarktzahlen und positive Quartalsergebnisse US-amerikanischer Unternehmen jedoch erneut den Optimismus der Anleger. In der EWU stützten aufkommende Hoffnungen auf ein Ende der Rezession, verbesserte Konjunkturindikatoren für Deutschland und die verfestigte Erwartung niedriger zukünftiger Leitzinsen die Aktienkurse. Im Ergebnis legten der CDAX seit Ende März um 5,0%, der Euro Stoxx um 8,0%

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

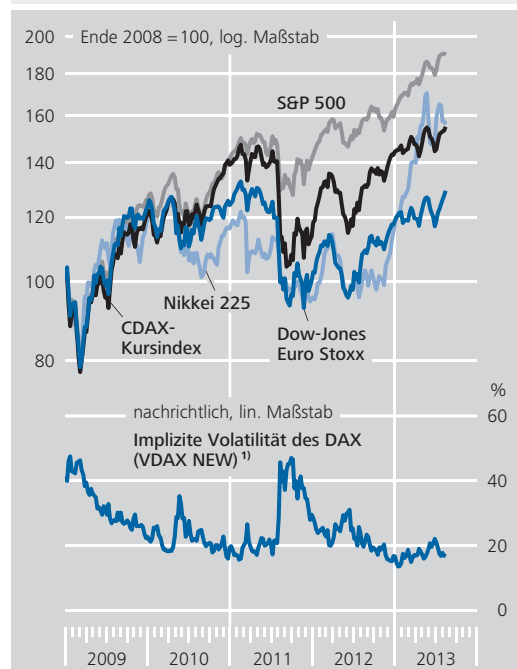
Mrd €

Position	2012		2013	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.	
Schuldverschreibungen				
Inländer	- 16,0	2,6	21,8	
Kreditinstitute	- 21,6	- 14,9	- 2,5	
darunter:				
ausländische Schuldverschreibungen	- 14,8	- 2,7	8,9	
Deutsche Bundesbank	- 1,2	- 4,1	- 3,7	
Übrige Sektoren	6,8	21,6	28,1	
darunter:				
inländische Schuldverschreibungen	- 12,2	- 8,7	5,3	
Ausländer	16,6	10,8	- 12,6	
Aktien				
Inländer	- 15,0	14,4	11,3	
Kreditinstitute	- 11,4	8,3	- 1,1	
darunter:				
inländische Aktien	- 11,9	4,4	- 1,3	
Nichtbanken	- 3,7	6,0	12,4	
darunter:				
inländische Aktien	3,7	2,1	6,8	
Ausländer	9,7	- 5,4	1,8	
Investmentzertifikate				
Anlage in Spezialfonds	15,8	24,5	13,0	
Anlage in Publikumsfonds	- 0,4	5,0	1,5	
darunter:				
Aktienfonds	- 1,4	0,0	- 1,0	

Deutsche Bundesbank

Kurse an wichtigen Aktienmärkten*)

Wochendurchschnitte



Quellen: Deutsche Börse AG, Thomson Reuters und eigene Berechnungen. * Kursindizes (ohne Berücksichtigung bzw. Wiederanlage von Dividenden). 1 Erwartete Volatilität in den kommenden 30 Tagen, berechnet aus Preisen von Optionen auf den DAX.

Deutsche Bundesbank

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2012		2013	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.	
I. Leistungsbilanz ^{1) 2)}	+ 41,4	+ 45,1	+ 45,3	
Außenhandel ^{1) 3)}	+ 48,0	+ 49,3	+ 48,5	
Dienstleistungen ¹⁾	+ 1,4	- 0,2	+ 0,0	
Erwerbs- und Vermögenseinkommen ¹⁾	+ 7,3	+ 18,7	+ 8,0	
Laufende Übertragungen ¹⁾	- 6,4	- 15,8	- 7,5	
II. Vermögensübertragungen ^{1) 4)}	+ 0,4	+ 0,3	+ 0,3	
III. Kapitalbilanz ¹⁾ (Netto-Kapitalexport: -)	- 49,2	- 40,7	- 61,5	
1. Direktinvestitionen	- 6,0	- 12,0	- 12,5	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 11,4	- 19,7	- 5,5	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 5,4	+ 7,7	- 7,0	
2. Wertpapiere	+ 23,5	- 41,1	- 46,6	
Deutsche Anlagen im Ausland	- 0,4	- 46,7	- 36,0	
Aktien	- 1,4	- 9,8	- 3,3	
Investmentzertifikate	+ 3,7	- 10,7	- 4,1	
Schuldverschreibungen	- 2,8	- 26,1	- 28,7	
Anleihen ⁵⁾	- 3,8	- 21,1	- 29,8	
darunter: auf Euro lautende Anleihen	- 4,6	- 20,9	- 22,8	
Geldmarktpapiere	+ 1,0	- 5,0	+ 1,1	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 23,9	+ 5,5	- 10,6	
Aktien	+ 9,7	- 5,4	+ 2,8	
Investmentzertifikate	- 2,4	+ 0,1	- 0,8	
Schuldverschreibungen	+ 16,6	+ 10,8	- 12,6	
Anleihen ⁵⁾	+ 10,5	- 1,5	- 18,3	
darunter: öffentliche Anleihen	+ 22,9	+ 6,8	+ 2,7	
Geldmarktpapiere	+ 6,1	+ 12,3	+ 5,7	
3. Finanzderivate ⁶⁾	- 7,5	- 3,9	- 6,1	
4. Übriger Kapitalverkehr ⁷⁾	- 58,5	+ 16,4	+ 3,8	
Monetäre Finanzinstitute ⁸⁾	- 12,7	- 8,8	- 13,7	
darunter: kurzfristig Unternehmen und Privatpersonen	- 16,7	- 10,2	- 24,5	
darunter: kurzfristig Staat	+ 10,8	- 19,7	+ 5,9	
darunter: kurzfristig Bundesbank	+ 9,6	- 15,8	+ 8,2	
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 10,9	+ 4,1	+ 9,4	
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 11,9	+ 3,9	+ 8,3	
darunter: kurzfristig Bundesbank	- 45,7	+ 40,8	+ 2,1	
5. Veränderung der Währungsreserven zu Transaktionswerten (Zunahme: -) ⁹⁾	- 0,8	- 0,1	- 0,1	
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen (Restposten)	+ 7,4	- 4,8	+ 15,9	

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

und der US-amerikanische S&P 500 um 5,9% zu. Aktien im japanischen Nikkei-Index gewannen sogar 10,9% an Wert. Europäische Banktitel verzeichneten mit 19,8% einen merklich höheren Wertzuwachs als der Gesamtmarkt, wozu vor allem irische und italienische Kreditinstitute beitrugen, die auch an steigenden Kursen von Staatsanleihen aus der EWU-Peripherie partizipieren.

Die Unsicherheit der Aktienmarktteilnehmer über die weitere Kursentwicklung blieb im zweiten Quartal im Ergebnis weitgehend unverändert. Gemessen an der impliziten Volatilität von Aktienoptionen lag die Kursunsicherheit damit beiderseits des Atlantiks weiterhin unter dem Fünfjahresdurchschnitt. Während sich das Kurs-Gewinnverhältnis europäischer Aktien (Euro Stoxx) auf 12,0 erhöhte, änderte sich die mit einem Dividendenbarwertmodell ermittelte, von Anlegern geforderte Aktienrisikoprämie (9,0%) kaum. Hierin kommt zum Ausdruck, dass die Analysten im Einklang mit den Kurszuwächsen und Hoffnungen auf eine Konjunkturaufhellung ihre Schätzungen zu den Unternehmensgewinnen (IBES) auf mittlere und längere Sicht etwas angehoben haben.

Implizite Volatilität kaum verändert

Die Emissionstätigkeit am heimischen Aktienmarkt belebte sich im zweiten Vierteljahr leicht. Inländische Unternehmen emittierten neue Aktien für 7 Mrd €; dabei handelte es sich überwiegend um börsennotierte Dividentitel. Der Löwenanteil entfiel hierbei auf einen Börsengang sowie Kapitalerhöhungen größerer finanzieller Unternehmen. Insgesamt hat sich in der jüngsten Vergangenheit jedoch ein leichter Trend abgezeichnet, dass die Emissionen von Aktien hinter denen von Schuldverschreibungen zurückblieben. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg um 6 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere in erster Linie von heimischen Nichtbanken (12½ Mrd €), die sich per saldo eher in inländischen Titeln engagierten (7 Mrd €). Ausländische Investoren kauften Aktien für 2 Mrd €. Hingegen trennten sich die inländischen Kreditinstitute von Dividendenwerten in Höhe von 1 Mrd €.

Mittelaufnahme am Aktienmarkt und Aktienenerwerb

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtsquartal einen Mittelzufluss in Höhe von 14½ Mrd €, nach einem Aufkommen von 29½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (13 Mrd €). Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds (7 Mrd €), aber auch Offene Immobilienfonds und Gemischte Fonds (je 2½ Mrd €) neue Anteile unterbringen. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften konnten im ersten Quartal 2013 im Ergebnis neue Mittel für 4 Mrd € akquirieren. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 19½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Hierunter befanden sich in erster Linie heimische Papiere. Hingegen trennten sich ausländische Investoren von Investmentanteilen für netto 1 Mrd €. Inländische Kreditinstitute waren im Ergebnis nur marginal am Fondsmarkt beteiligt.

■ Direktinvestitionen

*Kapitalexporte
im Bereich
der Direkt-
investitionen*

Wie im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr, der Abflüsse im Umfang von netto 46½ Mrd € verzeichnete, ergaben sich auch im Bereich der Direktinvestitionen im zweiten Quartal 2013 Netto-Kapitalexporte. Im Ergebnis lagen diese mit 12½ Mrd € etwa auf dem Niveau des vorangegangenen Dreimonatsabschnitts. Ausschlaggebend für die Entwicklung war im Berichtszeitraum, dass einerseits deutsche Firmen

das Engagement bei ihren Auslandstöchtern ausweiteten (5½ Mrd €), während andererseits gebietsfremde Firmen von ihren hiesigen Niederlassungen Mittel abzogen (7 Mrd €).

Deutsche Konzernmütter stellten ihren ausländischen Niederlassungen im zweiten Vierteljahr Beteiligungskapital und reinvestierte Gewinne zur Verfügung (je 6 Mrd €). Dem standen Mittelzuflüsse nach Deutschland im konzerninternen Kreditverkehr in Höhe von 6½ Mrd € gegenüber. Entscheidend hierfür waren – vorwiegend langfristige – Kredite gebietsfremder Niederlassungen an hiesige verbundene Unternehmen in Höhe von 22½ Mrd €. Mit Abstand bedeutendste Quelle solcher „reversen“ Kredite waren im Berichtszeitraum die Niederlande (17½ Mrd €), wo traditionell Finanzierungsgesellschaften deutscher multinational operierender Unternehmen ihren Sitz haben. Umgekehrt haben deutsche Unternehmen vorwiegend nordamerikanische Tochtergesellschaften durch Kredite unterstützt (6 Mrd €), während die Aufstockungen beim Beteiligungskapital zu einem großen Teil nach Luxemburg geflossen sind (3½ Mrd €).

*Deutsche
Direkt-
investitionen
im Ausland*

Ausländische Investoren nutzten für ihren Mittelabzug vorwiegend den konzerninternen Kreditverkehr (5 Mrd €) sowie zu einem kleineren Teil Gewinnausschüttungen und Herabsetzungen des Beteiligungskapitals. Maßgeblich dafür waren im Berichtszeitraum Eigner aus Italien (2 Mrd €), Spanien und den Vereinigten Staaten (je 1½ Mrd €) sowie den arabischen Golfstaaten (1 Mrd €).

*Ausländische
Direkt-
investitionen in
Deutschland*