

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Renditen steigen angesichts persistenter Kerninflation und geldpolitischer Straffung

Der Inflationsausblick prägte auch das Geschehen an den Finanzmärkten. Vor allem bei den weniger volatilen Kernkomponenten der Verbraucherpreise erwies sich der Preisdruck als unerwartet persistent. Auch die Arbeitsmärkte, die eine wichtige Rolle für die Geschwindigkeit spielen, mit der die Inflation zurückgeht, zeigten sich robust. Vor diesem Hintergrund beschlossen die Notenbanken der meisten großen Währungsräume weitere Leitzinserhöhungen und stellten klar, dass der Restriktionsgrad der Geldpolitik weiter steigen würde. Erst gegen Ende des Berichtszeitraums kam – vor allem für die USA – die Erwartung auf, dass das Ende des Zinserhöhungszyklus in naher Zukunft erreicht sein könnte. Im Ergebnis stiegen über den Berichtszeitraum die risikofreien Renditen an den Anleihemärkten an.

An den Märkten für risikobehaftete Anlageklassen war die Stimmung insgesamt optimistisch, was sich in einem robusten Risikoappetit widerspiegelte. Hierzu trug die weiter abnehmende Unsicherheit in Bezug auf den US-Regionalbankensektor bei. In der Folge fielen die Zinsaufschläge für weniger liquide Anleihen, Unternehmensanleihen und einige andere Staatsanleihen auch im Euroraum. Auch der Beschluss des EZB-Rats, die Tilgungsbeträge aus dem Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) ab Juli 2023 nicht wieder anzulegen, führte zu keiner Neubewertung der Bonitätsunterschiede zwischen den europäischen Staatsanleihen.

Divergierender Konjunkturausblick führt zu uneinheitlicher Entwicklung an internationalen Aktienmärkten

An den Aktienmärkten gaben die anhaltend hohe Risikoneigung der Investoren sowie das robustere US-Konjunkturbild dem US-amerikanischen S&P 500 deutlich Auftrieb; der europäische Euro Stoxx verzeichnete infolge des eingetrübten Konjunkturausblicks im Euroraum hingegen leichte Kurseinbußen. Insgesamt zeigte sich, dass die ergriffenen geldpolitischen

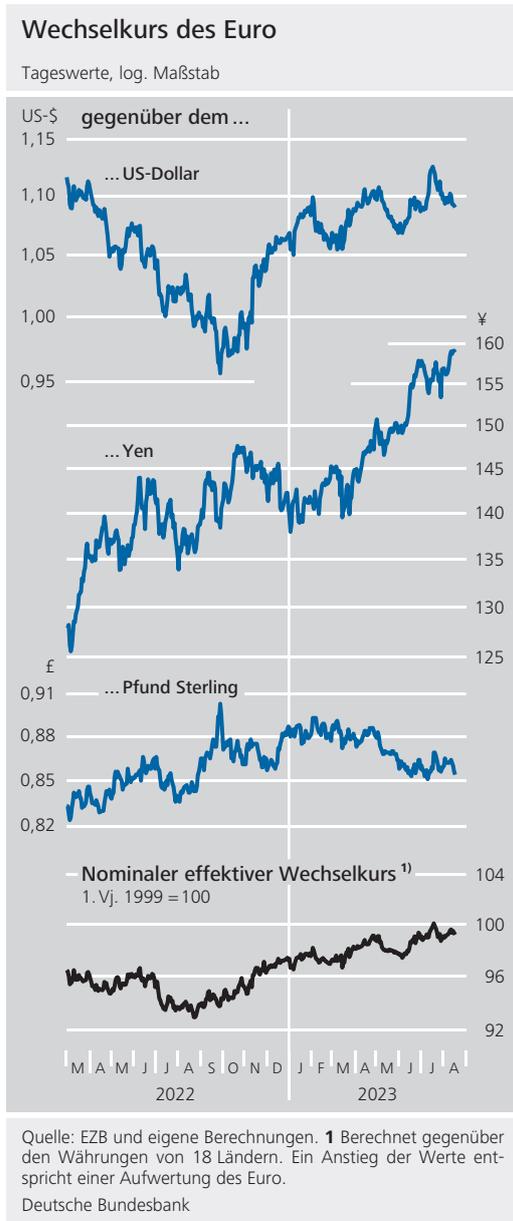
Maßnahmen ähnlich stark auf die Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt des Euroraums durchwirken, wie es die historische Erfahrung nahelegen würde. Die Einschätzungen der Marktteilnehmer über den zugrunde liegenden Preisdruck in den verschiedenen Währungsräumen und damit über die zukünftige Notenbankpolitik gaben auch den Devisenmärkten wichtige Impulse. In diesem Zusammenhang wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar vorübergehend auf, konnte die Wertgewinne aber nicht halten, sodass der Wechselkurs per saldo nahezu unverändert blieb.

■ Wechselkurse

Der Kurs des Euro gegenüber dem US-Dollar blieb seit Beginn des zweiten Quartals 2023 per saldo nahezu unverändert. Dabei geriet der Euro im Laufe des Mai allerdings zunächst unter Druck. Dazu trugen eine Reihe von Konjunkturzahlen bei, die für die USA unerwartet kräftig, für den Euroraum jedoch schwächer ausfielen. Nicht nur zeigte sich die US-Konjunktur damit dynamischer als die des Euroraums und stützte so den US-Dollar. Auch verstärkten die Zahlen den Eindruck der Marktteilnehmer, dass die Federal Reserve den Leitzins auch über den Sommer hinaus weiter anheben würde. Weil sich die Renditedifferenz der USA gegenüber dem Euroraum damit erhöhte, fragten die Investoren vermehrt auf US-Dollar lautende Anlagen nach und schwächten so die europäische Gemeinschaftswährung.

Euro nahezu unverändert gegenüber US-Dollar, ...

Die Stimmung an den Devisenmärkten drehte sich von Juni an. Vor allem durch Veröffentlichungen der US-Inflationszahlen im Juni und Juli mehrten sich die Anzeichen eines nachlassenden Preisdrucks in den USA und schürten die Erwartung der Marktteilnehmer, dass ein weiterer Zinsschritt der Fed im Juli doch der vorerst letzte gewesen sein könnte. Gleichzeitig zogen die Zinserwartungen für den Euroraum weiter



an. Hinzu kamen Signale, dass es in den USA zu keinem Wirtschaftseinbruch würde kommen müssen, um die Inflation wirksam in Richtung der Zielmarke zu drücken. Am Devisenmarkt führte dies zu einer merklichen Stimmungsaufhellung, und der globale Risikoappetit nahm zu. Diese Konstellation aus Zinserwartung und zunehmender Risikoneigung induzierte Nettokapitalflüsse aus den USA heraus und schwächte so den Außenwert des US-Dollar gegenüber dem Euro. Dieser wertete bis auf 1,13 US-\$ auf und erreichte damit seinen höchsten Stand seit Februar 2022. Einen Teil seiner Zugewinne gab der Euro jedoch unter dem Eindruck wieder ab, dass es auch im Euroraum zumindest vorerst zu

keinen weiteren Leitzinsschritten mehr kommen könnte. Am Ende der Berichtsperiode notierte er bei 1,09 US-\$ und lag damit 0,2 % über seinem Wert von Ende März.

Merklich fester zeigte sich der Euro zum Yen. Die wichtigste Ursache der anhaltenden Abwertung des Yen gegenüber einer Vielzahl von Währungen ist die Geldpolitik der Bank of Japan. Diese hielt trotz fortbestehenden Preisdrucks und entgegen der steigenden Leitzinsen anderer großer Zentralbanken am Negativzins fest. Die damit vorerst weiter zunehmende Differenz zu den auch im Euroraum ansteigenden Renditen schwächte den Yen gegenüber dem Euro. Im Juli kam die Euro-Aufwertung mit aufkommenden Spekulationen zum Erliegen, dass die japanischen Währungshüter die Steuerung der Zinskurve bald lockern könnten. Die tatsächliche Flexibilisierung des Bandes Ende des Monats verlieh dem Yen keinen weiteren dauerhaft stützenden Impuls (siehe auch Abschnitt Kapitalmärkte auf S. 44). In der Gesamtbetrachtung steht ein merklicher Wertegewinn des Euro von 9,7 % seit Ende März zu Buche, womit der Euro am Ende der Berichtsperiode bei 159 Yen gehandelt wurde.

... merklichen Zugewinnen gegenüber Yen, ...

Kursverluste erfuhr der Euro gegenüber dem Pfund Sterling. Wie auch im Vergleich zum US-Dollar verlor der Euro gegenüber der britischen Währung im Laufe des Mai unter dem Eindruck einiger schwacher Konjunkturzahlen für den Euroraum sukzessive an Wert. Zwar ist das Vereinigte Königreich selbst seit längerer Zeit mit einer schwachen wirtschaftlichen Dynamik bei gleichzeitig hartnäckig hoher Inflation konfrontiert. Beobachter gingen angesichts des anhaltend hohen Preisdrucks jedoch zunehmend davon aus, dass die Bank of England den Leitzins über das Niveau in anderen entwickelten Volkswirtschaften würde erhöhen müssen. Dass die Renditen damit spürbar stärker anzogen als im Euroraum, stärkte das Pfund bis in die Sommermonate hinein. Erst als im Juli die Inflationszahlen im Vereinigten Königreich nicht so hoch wie erwartet ausfielen, gingen die Erwartungen an weitere Zinsschritte der britischen Wäh-

... jedoch mit Kursverlusten gegenüber Pfund Sterling

rungshüter zurück, und der Euro wertete zwischenzeitlich wieder leicht auf. Zuletzt kostete ein Euro 0,85 Pfund und damit 2,9 % weniger als zum Ende des ersten Quartals.

Euro in effektiver Rechnung per saldo stärker

Im Ergebnis wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 18 wichtiger Handelspartner auf (1,1 %). Dies ging vor allem auf die Kursgewinne des Euro gegenüber dem Yen sowie dem Renminbi (6,2 %) zurück. Berechnet man die Wertveränderung des effektiven Euro gegenüber einem weiten Kreis von 41 Währungen, betrug das Plus sogar 2,7 %. Diese Entwicklung ist jedoch vornehmlich auf den starken Wertverlust einiger weniger Währungen zurückzuführen. Hier sticht insbesondere die Euro-Aufwertung gegenüber der türkischen Lira (41,6 %) und gegenüber dem Rubel (25,5 %) hervor. Damit erreichte der effektive Euro gegenüber dem weiten Kreis von Partnerwährungen Ende Juli einen Höchststand. Dabei sollte aber beachtet werden, dass der Außenwert des Euro gegenüber Währungen mit einer ähnlich stabilitätsorientierten Geldpolitik wie der des Eurosystems weit von Höchstständen entfernt liegt.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

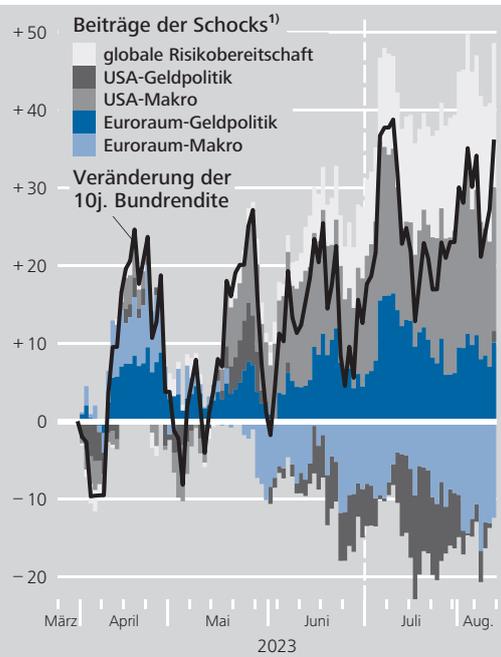
Rentenmarkt

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum und in den USA gestiegen

Die nominalen Renditen von Staatsanleihen stiegen seit Ende des ersten Quartals 2023 vor allem in den USA, in moderaterem Umfang aber auch im Euroraum. Im Fokus der Staatsanleihemärkte standen dabei die Persistenz der Inflationsdynamik und die Frage, wie restriktiv der Pfad der geldpolitischen Straffungsmaßnahmen sein muss, um zeitnah zur Stabilitätsmarke von 2 % zurückzukehren. Die US-Notenbank erhöhte ihren Leitzins im Berichtszeitraum zweimal um jeweils 25 Basispunkte. Die Erwartungen weiterer Leitzinsanhebungen wurden zu Beginn des Berichtszeitraums zunächst von der Sorge gedämpft, dass weitere Probleme im US-Regionalbankensektor die Konjunktur stärker

Historische Zerlegung zehnjähriger Bundesanleihen

kumulierte Veränderung seit 31. März 2023 in Basispunkten, Tageswerte



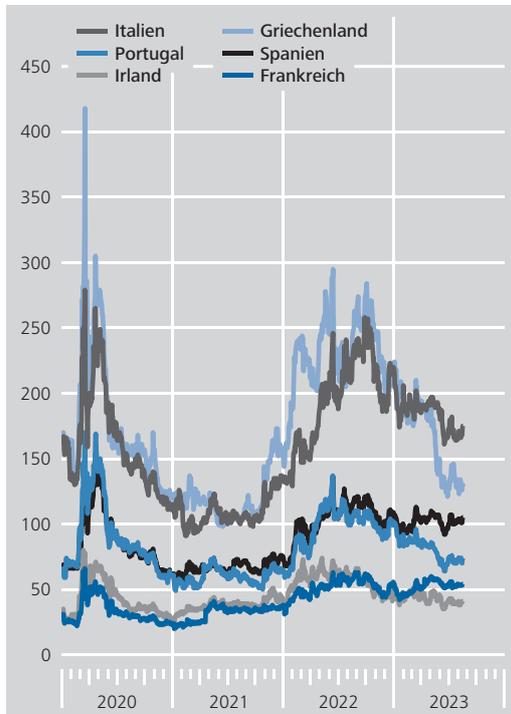
Quelle: Refinitiv und eigene Berechnungen. ¹ Auf Basis eines VAR-Modells mit Vorzeichenrestriktionen (vgl. Brandt et al., 2021). Schätzzeitraum: Januar 1999 bis August 2023.

Deutsche Bundesbank

belasten könnten. Diese Unsicherheiten nahmen dann aber im weiteren Verlauf sukzessive ab. Demzufolge verschob sich der von den Marktteilnehmern erwartete US-Leitzinspfad angesichts der robusten US-Konjunktur und der unerwartet persistenten Inflation weiter nach oben, auch wenn die Marktakteure einen weiteren Zinsschritt in naher Zukunft zuletzt nur noch für wenig wahrscheinlich hielten. Die gestiegenen Leitzinserwartungen trugen auch am langen Ende zu höheren US-Staatsanleiherenditen bei. Zudem verstärkten höhere Terminprämien den Aufwärtsdruck auf die Renditen langfristiger US-Treasuries. Dass die Ratingagentur Fitch das US-Rating von „AAA“ um eine Stufe auf „AA+“ absenkte, beeinflusste die Renditen zehnjähriger US-Treasuries nicht wesentlich; über den gesamten Berichtszeitraum erhöhten sie sich um 82 Basispunkte auf 4,3 %. Das Eurosystem führte die geldpolitische Straffung ebenfalls fort und erhöhte die Leitzinsen seit Ende des ersten Quartals in drei Schritten um insgesamt 75 Basispunkte. Dem weiterhin hohen

Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Inflationsdruck stand im Euroraum ein sich eintrübendes Konjunkturbild gegenüber, das den Renditeanstieg für sich genommen aber nicht entscheidend dämpfte. Im Ergebnis zog die nach dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) gewichtete zehnjährige EWU-Rendite um 40 Basispunkte auf 3,3% an.

Höhere zehnjährige Bundeswertpapierrenditen

Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen stiegen unter geringen Schwankungen in ähnlichem Umfang (+ 42 Basispunkte auf 2,7%). Eine Modellzerlegung der Zinsstrukturkurve von Bundeswertpapieren in einen erwarteten Leitzinspfad und in Terminprämien zeigt, dass dieser Renditeanstieg allen voran gestiegene nominale Terminprämien reflektiert. Nominale Terminprämien schließen auch Inflationsrisikoprämien ein, die für das Risiko entschädigen, dass die Inflation unerwartet hoch ausfällt. Insbesondere für dieses Inflationsrisiko verlangten die Marktteilnehmer zuletzt eine höhere Prämie (vgl. die Ausführungen zur Inflationsrisikoprämie auf S. 45).

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve verschob sich im Berichtszeitraum nach oben. Insbesondere am kurzen Ende stiegen die Renditen infolge der (erwarteten) Leitzinsanhebungen durch das Eurosystem. Weil die kurzfristigen Renditen stärker stiegen als die langfristigen Renditen, nahm die Inversion der Zinsstrukturkurve weiter zu. Eine stark invertierte Zinsstrukturkurve gilt empirisch als ein Signal dafür, dass die Marktteilnehmer eine Rezession in den nächsten zwölf Monaten erwarten. Die aus der Steigung der Zinsstruktur geschätzte modellimplizite Wahrscheinlichkeit einer anstehenden Rezession stieg dementsprechend deutlich.¹⁾

Zinsstrukturkurve von Bundeswertpapieren stärker invertiert

Im Vereinigten Königreich stiegen die Renditen zehnjähriger Gilts im Berichtszeitraum merklich (+ 128 Basispunkte auf 4,8%). Weil die britischen Inflationsaussichten weiterhin hoch blieben, erhöhte die Bank of England im Berichtszeitraum ihren Leitzins um insgesamt 100 Basispunkte. Auch in Japan zogen die Renditen infolge geldpolitischer Entscheidungen an. Die Bank of Japan beschloss im Juli, ihre Zinsstrukturkurvensteuerung flexibler zu gestalten. Ihr Ziel sei zwar weiterhin, die langfristigen Zinssätze in der Nähe von 0% zu halten. Sie erhöhte aber die strikte Obergrenze des Zielbandes um 50 Basispunkte auf 1%, zu der sie gegebenenfalls in unbegrenztem Umfang Staatsanleihen aufkaufe. Die Rendite zehnjähriger japanischer Staatsanleihen stieg vor diesem Hintergrund vergleichsweise deutlich auf 0,7% (+ 33 Basispunkte), was sich auch zeitweise in globalen Renditeanstiegen niederschlug. Die japanischen Anleihen rentierten damit auf einem Niveau, das zuletzt 2014 beobachtet wurde.

Renditen stiegen im Vereinigten Königreich und in Japan

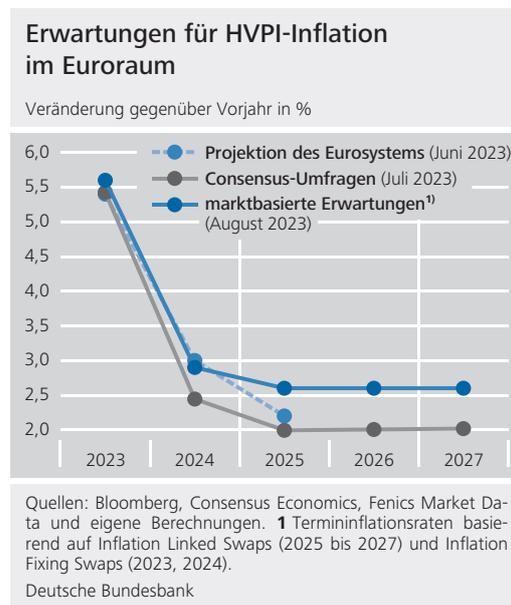
¹ Auf Basis von unterschiedlichen Modellansätzen und unter Berücksichtigung der Zinsdifferenz zwischen zehnjähriger und dreimonatiger Staatsanleiherendite ergibt sich aktuell eine historisch betrachtet hohe marktbasierende Rezessionswahrscheinlichkeit. Frühere Rezessionsphasen werden im Modellansatz nach der Definition des Sachverständigenrats datiert. Für eine Diskussion des Modellansatzes vgl.: Deutsche Bundesbank (2023).

*Renditedifferenzen im Euro-
raum kaum
verändert*

Zehnjährige Bundesanleihen rentierten zuletzt 0,9 Prozentpunkte niedriger als laufzeitgleiche Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt). Der Renditeabstand änderte sich im Ergebnis kaum und lag weiterhin nahe am fünfjährigen Mittel (0,8 Prozentpunkte). Die Einstellung der Reinvestitionen fälliger Wertpapiere im Rahmen des APP im Juli 2023 gab den Renditeaufschlägen also keinen sichtbaren Auftrieb. Sehr stark sanken die Renditeaufschläge für Griechenland (– 64 Basispunkte), wozu die Wiederwahl der griechischen Regierung im Juni beigetragen haben dürfte. Sie kündigte an, bilaterale Hilfskredite der Eurostaaten aus der Zeit der Staatsschuldenkrise vorzeitig zurückzahlen zu wollen.

*Marktteilnehmer erwarteten kurz-
bis mittelfristig
weiter hohe
Inflationsraten*

Die marktbasieren Inflationserwartungen für den Euroraum verharrten entlang des gesamten Betrachtungshorizonts über die nächsten zehn Jahre deutlich über der Stabilitätsnorm von 2 %. Zwar sanken angesichts der langsam zurückgehenden Inflationsszahlen die marktbasieren Inflationserwartungen für das laufende Jahr 2023. Ungeachtet dessen näherten sich die Termininflationen über das laufende Jahr hinaus aber nicht nachhaltig an das Inflationsziel an. So erwarteten die Marktteilnehmer für die Jahre 2024 und 2025 zuletzt eine Inflationsrate in Höhe von 2,9 % beziehungsweise 2,6 %, sodass auch in der mittleren Frist die marktbasieren Inflationsmaße über der Stabilitätsnorm lagen. Demgegenüber gingen die Fachleute des Eurosystems in den Juni-Projektionen von einem Basisszenario für den Inflationausblick aus, laut dem die Inflation im Jahr 2025 ein Niveau von 2,2 % erreicht. Obwohl die invertierte Zinsstrukturkurve darauf hindeutete, dass die Marktteilnehmer eine konjunkturelle Abkühlung erwarteten, rechnen sie also auch mittelfristig mit zu hohen Inflationsraten. Die umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics wiesen im Juli für die Jahre 2023, 2024 und 2025 Inflationsraten von 5,4 %, 2,4 % sowie 2,0 % aus und deuteten dabei ein Verlaufprofil an, das mit dem Erreichen des Inflationszieles bis zum Jahr 2025 eher kompatibel war. Aus Sicht der Marktteil-



nehmer war aber das Risiko hoch, dass dieses Ziel verfehlt wird.

Die längerfristigen marktbasieren Inflationserwartungen waren weiterhin besorgniserregend hoch und stiegen weiter an. Die in fünf Jahren beginnende fünfjährige Termininflation, die aus Inflationsswaps hergeleitet wird, lag zuletzt bei 2,6 % und damit um 20 Basispunkte höher als Ende des ersten Quartals. Sie übertraf damit das Niveau von Anfang März dieses Jahres, das bis dahin einen Höchststand seit 2012 markierte. Die vierteljährlichen umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren änderten sich hingegen kaum. Sie lagen damit auch im Juli weiterhin nahe am Inflationsziel von 2 %. Die Differenz zwischen marktbasieren und umfragebasierten langfristigen Inflationserwartungen weitete sich folglich aus. Diese Differenz gilt vor allem als ein Maß für die Inflationsrisikoprämie. Ihr Anstieg reflektierte die zunehmende Sorge der Marktteilnehmer, dass die Inflation mittel- und langfristig über dem Inflationsziel liegen könnte. Auch die aus Inflationsoptionen extrahierten Wahrscheinlichkeiten für künftige Inflationsraten deuteten auf eine hohe Inflationsunsicherheit der Marktteilnehmer hin. Eine durchschnittliche Inflationsrate von über 2 % über die

*Langfristige
Inflationserwartungen
angestiegen*



nächsten fünf Jahre wurde implizit als das deutlich wahrscheinlichste Szenario angesehen.

Langfristige Inflationserwartungen in den USA gestiegen; Umfragewerte leicht gesunken

Die marktbasieren fünfjährigen US-Termininflationen in fünf Jahren stiegen auf 2,7 % (+ 10 Basispunkte). Die vierteljährlichen umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics in sechs bis zehn Jahren sanken dagegen von April bis Juli um 11 Basispunkte auf 2,2 %. Die Inflationsrisikoprämie als Differenz zwischen marktbasieren und umfragebasierten Inflationserwartungen stieg also auch in den USA im Betrachtungszeitraum.

Renditen von Unternehmensanleihen leicht gestiegen

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB und hochverzinslicher Anleihen mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren stiegen etwas an. Innerhalb der Ratingklasse BBB sanken die Anleiherenditen finanzieller Unternehmen um 13 Basispunkte, wohingegen sie für nichtfinanzielle Unternehmen anzogen (+ 29 Basispunkte). Die rückläufigen Renditen finanzieller Unterneh-

mensanleihen standen im Einklang mit merklich nachlassenden Anspannungen im europäischen Bankensektor. Dies schlug sich auch in sichtbar rückläufigen Kreditausfallprämien nachrangiger Anleihen finanzieller Unternehmen (gemessen am „iTraxx-Europe-Subordinated Financials“-Index) sowie in Aktienkursgewinnen europäischer Kreditinstitute nieder (vgl. S. 48). Die Renditeaufschläge gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen engten sich im BBB- als auch im Hochzinssegment merklich ein. Die deutlich gestiegenen risikofreien Zinsen übertrugen sich damit nicht in verschärfte Finanzierungsbedingungen bei Unternehmensanleihen. Gleichwohl lagen die an den Renditeaufschlägen gemessenen Finanzierungskosten europäischer Unternehmen für alle Ratingklassen weiterhin deutlich über ihren jeweiligen fünfjährigen Durchschnitten.

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im zweiten Quartal 2023 mit 465½ Mrd € etwas unter dem Wert des ersten Vierteljahres (473½ Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten hat sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 52½ Mrd € erhöht. Der Umlauf von Schuldtiteln ausländischer Provenienz am deutschen Markt stieg im zweiten Quartal um 48 Mrd €. Im Ergebnis stieg der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 100½ Mrd €.

Hohe Nettoemissionen deutscher Schuldverschreibungen

Die öffentliche Hand begab im zweiten Quartal 2023 Schuldtitel für netto 26½ Mrd €, nach 30 Mrd € im Quartal zuvor. Der Bund (inkl. der ihm zugerechneten Abwicklungsanstalt) emittierte vor allem sieben- und 30-jährige Bundesanleihen (10 Mrd € bzw. 14½ Mrd €) sowie unverzinsliche Bubills (10½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen zehnjähriger Bundesanleihen in Höhe von 5½ Mrd € gegenüber. Die Länder und Gemeinden tilgten im Ergebnis Schuldverschreibungen für 7 Mrd €.

Nettoemissionen der öffentlichen Hand

Inländische Kreditinstitute erhöhten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 21

Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute erhöht

Mrd € (Vorquartal: 47 ½ Mrd €). Die Emissionen betrafen vor allem Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten sowie flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen (8 ½ Mrd € bzw. 7 Mrd €), in geringerem Umfang aber auch Hypothekenpfandbriefe und öffentliche Pfandbriefe (4 Mrd € bzw. 1 Mrd €).

Unternehmensanleihen per saldo emittiert

Inländische Unternehmen emittierten im zweiten Quartal Anleihen für netto 5 Mrd €, nach 1 Mrd € im Quartal zuvor. Im Ergebnis ist dies vor allem auf nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen (2 ½ Mrd €). Aber auch Sonstige Finanzinstitute und Versicherungen emittierten neue Anleihen für netto jeweils 1 ½ Mrd €.

Erwerb von Schuldverschreibungen

Inländische Nichtbanken erweiterten ihre Rentenportfolios am Anleihemarkt im zweiten Quartal 2023 um per saldo 69 Mrd €, wobei sich in- und ausländische Papiere nahezu die Waage hielten. Gebietsfremde Investoren erweiterten ihr hiesiges Anleiheportfolio um netto 38 ½ Mrd €. Inländische Kreditinstitute erwarben Rentenwerte für netto 17 Mrd €. Dabei handelte es sich nahezu ausschließlich um ausländische Werte. Der Bestand an Schuldverschreibungen der Bundesbank sank im Ergebnis um 24 Mrd €, dies ist vor allem auf auslaufende Papiere aus den Ankaufprogrammen des Eurosystems zurückzuführen, welche bis Juli nur teilweise und seitdem nicht mehr reinvestiert werden.

Aktienmarkt

Robuste US-Konjunktur und Risikoappetit der Investoren stützen internationale Aktienmärkte

Die internationalen Aktienmärkte waren von divergierenden Konjunktursignalen beiderseits des Atlantiks und einem gestiegenen globalen Risikoappetit geprägt. In den USA stützten vor allem günstige Makrodaten den Optimismus der Anleger, insbesondere das überraschend starke Wirtschaftswachstum im zweiten Quartal sowie anhaltend positive Signale vom US-Arbeitsmarkt. Zusammen mit den Anzeichen eines jenseits des Atlantiks nachlassenden Preisdrucks nährte dies die Hoffnung, dass es der

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2022	2023	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	35,5	85,4	62,3
Kreditinstitute	– 3,0	32,1	17,2
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	6,8	27,9	16,3
Deutsche Bundesbank	25,2	1,1	– 23,8
Übrige Sektoren	13,3	52,2	68,8
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	26,3	15,2	35,8
Ausländer	– 6,2	57,1	38,4
Aktien			
Inländer	– 10,5	14,9	4,7
Kreditinstitute	– 1,2	9,4	– 2,6
darunter:			
inländische Aktien	– 0,2	– 0,8	0,5
Nichtbanken	– 9,2	5,4	7,3
darunter:			
inländische Aktien	11,3	9,8	8,5
Ausländer	– 8,6	– 4,8	– 4,8
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	15,6	14,9	4,0
Anlage in Publikumsfonds	3,3	5,8	1,2
darunter:			
Aktienfonds	3,4	4,8	0,8

Deutsche Bundesbank

US-Notenbank gelingen könnte, die Inflation ohne Inkaufnahme einer starken Konjunkturertrübung zu senken. Diese Aussicht wurde zusätzlich dadurch gestärkt, dass die vorherigen Anspannungen im US-Regionalbankensystem weiter abklagen und zuletzt für die Finanzmarktentwicklungen keine nennenswerte Rolle mehr spielten. Damit schwanden auch im ersten Quartal aufgekommene Sorgen, dass die Spannungen im US-Regionalbankensektor die Inflationsbekämpfung durch die Fed erschweren könnten. Besonders starken Auftrieb gab die gewachsene Zuversicht der Anleger Aktien von Technologieunternehmen, bei denen die Anleger vor allem auf günstige langfristige Perspektiven der Unternehmen vertrauen. Sie äußerte sich zudem in einer kräftig rückläufigen Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung von US-Aktien, die sich an der impliziten Volatilität marktbreiter Aktienindizes messen lässt.

Die überraschend positiven US-Konjunktursignale und der gestiegene globale Risikoappetit

Europäische Aktienmärkte leicht im Minus, starke Zuwächse in den USA und Japan

gaben für sich genommen zwar auch europäischen Aktien Auftrieb. Im Euroraum standen diesen kursstützenden Faktoren aber neben den gestiegenen risikofreien Zinsen vor allem die sich seit Ende April deutlich eintrübenden Konjunkturperspektiven gegenüber, die die Aufwärtsbewegung an den Aktienmärkten bremsen. Die Marktteilnehmer richteten ihren Fokus außerdem wie bereits im Vorquartal auf die weitere geldpolitische Ausrichtung. Spekulationen, dass das Eurosystem seinen Kurs der Inflationsbekämpfung angesichts der Konjunkturuntrübung aufweichen könnte, beeinflussten die Aktienkurse aber letztlich nur temporär. Im Ergebnis büßten die Kurse europäischer Aktien (Euro Stoxx), deutscher Aktien (CDAX) und Dividentitel des Vereinigten Königreichs (FTSE 100) seit dem Ende des ersten Quartals leicht an Wert ein (– 2,2 %, – 2,9 % bzw. – 4,2 %). US-amerikanische Aktien (S&P 500), die relativ stark von Technologieunternehmen geprägt sind, verzeichneten hingegen ein Plus von 6,4 %. Japanische Aktien (Nikkei-Index) gewannen sogar 12,8 % an Wert.

Bankaktien mit stärkerem Plus als der Gesamtmarkt

Europäische und US-amerikanische Bankaktien setzten ihre Erholung im Berichtszeitraum fort und holten die Verluste nach den Turbulenzen im US-Regionalbankensystem vom März nahezu auf. Überraschend gute Quartalsergebnisse und gestiegene Zinsmargen bei den Großbanken auf beiden Seiten des Atlantiks dürften zu den Kursgewinnen wesentlich beigetragen haben. Im Ergebnis stiegen die Notierungen europäischer und US-amerikanischer Banken seit Ende des ersten Quartals um 8,1 % beziehungsweise 5,6 % an.

Bewertungsniveau beiderseits des Atlantiks leicht gestiegen

Die Bewertungsniveaus europäischer und US-amerikanischer Aktien stiegen seit dem Ende des ersten Quartals etwas an. Diese Bewertungsmaße ergeben sich aus einem Dividendenbarwertmodell, das auch die mittelfristigen Gewinnaussichten der Unternehmen und die risikofreie Zinsentwicklung berücksichtigt. Demnach fielen sowohl die Aktienrisikoprämie als auch die Eigenkapitalkosten für den Euro Stoxx und S&P 500 leicht. Die mittelfristigen Ertrags-

aussichten US-amerikanischer und europäischer Unternehmen entwickelten sich jedoch unterschiedlich. Für europäische Unternehmen korrigierten die Analysten die mittelfristigen Gewinnaussichten angesichts des eingetrübten Konjunkturausblicks nach unten, was die Aktienkursentwicklung deutlich bremste. Die Gewinnaussichten börsennotierter Unternehmen in den USA stiegen hingegen deutlich an. Im langfristigen Vergleich legen sowohl die Aktienrisikoprämien als auch die impliziten Eigenkapitalkosten aktuell eine relativ hohe Bewertung europäischer und US-amerikanischer Aktien nahe.

Deutsche Aktiengesellschaften nahmen im zweiten Quartal 2023 per saldo 4 Mrd € an neuen Mitteln auf (Vorquartal: ebenfalls 4 Mrd €). Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland sank im gleichen Zeitraum um 4½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis allein von inländischen Nichtbanken (7½ Mrd €). Hingegen verringerten ausländische Investoren und heimische Kreditinstitute ihre Aktienportfolios um netto 5 Mrd € beziehungsweise 2½ Mrd €.

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtsquartal einen schwachen Mittelzufluss in Höhe von 5 Mrd €, nach 21 Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis weit überwiegend den Spezialfonds zugute (4 Mrd €), die institutionellen Anlegern vorbehalten sind. Unter den Anlageklassen erzielten vor allem Rentenfonds und Offene Immobilienfonds ein deutliches Mittelaufkommen (3½ Mrd € bzw. 2 Mrd €). Hingegen nahmen Gemischte Wertpapierfonds Anteilscheine für netto 1 Mrd € zurück. Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 4½ Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis nahezu ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen im Ergebnis Anteilscheine für 11 Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile. Gebietsfremde Investoren verringerten ihre hiesigen Fondsportfolios um netto 1 Mrd €.

Mittelaufnahme am Aktienmarkt

Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten

■ Direktinvestitionen

*Netto-Kapital-
exporte bei
den Direkt-
investitionen*

Vor dem Hintergrund der persistent hohen Inflation und rückläufiger Unsicherheit an den Finanzmärkten, die zwischenzeitlich von der US-Bankenkrise ausgegangen war, führten die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr im zweiten Quartal 2023 zu Netto-Kapitalexporten von 16 Mrd €. Bei den Direktinvestitionen ergaben sich ebenfalls Mittelabflüsse (11½ Mrd €).

*Kapitalexporte
bei deutschen
Direktinvestitionen
im Ausland*

Unternehmen mit Sitz in Deutschland weiteten von April bis Juni 2023 ihre Direktinvestitionen im Ausland per saldo um 25 Mrd € aus (28 Mrd € in den drei Monaten zuvor). Dabei stellten sie verbundenen Einheiten im Ausland vor allem zusätzliches Beteiligungskapital zur Verfügung (25 Mrd €). Reinvestierte Gewinne trugen rund zwei Drittel zu dieser Entwicklung bei. In geringem Umfang gewährten hiesige Unternehmen verbundenen Konzerneinheiten im Ausland auch zusätzliche Kreditmittel (½ Mrd €). Dies geschah im Ergebnis ausschließlich über Finanzkredite. Bei den Handelskrediten überwogen hingegen die Tilgungen. Deutsche Direktinvestitionsmittel flossen in bedeutendem Umfang nach China (6½ Mrd €), nach Luxemburg und in die Schweiz (in beide Länder 4½ Mrd €). Dagegen reduzierten deutsche Unternehmen ihre Direktinvestitionsbestände in Irland, den Niederlanden und Finnland (jeweils 1 Mrd €).

*Kapitalzuflüsse
über ausländische Direkt-
investitionen in
Deutschland*

Ausländische Unternehmen erhöhten ihre Direktinvestitionen in Deutschland im zweiten Quartal um 13½ Mrd € (nach einem Rückgang um 10 Mrd € im Vorquartal). Sie stockten ihr Beteiligungskapital an deutschen Töchtern um 5½ Mrd € auf. Zudem erhöhten sie das Volumen der an hiesige Gesellschaften vergebenen Kredite um 8½ Mrd €, vornehmlich über Finanzkredite. Unternehmen aus Luxemburg (8 Mrd €) und den USA (5 Mrd €) stellten besonders hohe zusätzliche Direktinvestitionsmittel in Deutschland zur Verfügung. Dagegen waren aus Malta, der Slowakei und dem Vereinigten Königreich Abflüsse von Direktinvestitionsmitteln zu verzeichnen (jeweils 1 Mrd €).

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2022	2023	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj. P)
I. Leistungsbilanz	+ 30,5	+ 69,9	+ 60,1
1. Warenhandel	+ 27,0	+ 55,2	+ 56,4
2. Dienstleistungen	- 5,3	- 6,7	- 14,4
3. Primäreinkommen	+ 22,3	+ 41,1	+ 27,5
4. Sekundäreinkommen	- 13,5	- 19,6	- 9,3
II. Vermögensänderungsbilanz	- 4,8	- 11,3	- 4,0
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 67,3	+ 100,4	+ 60,5
1. Direktinvestition	+ 53,0	+ 38,1	+ 11,5
Inländische Anlagen			
im Ausland	+ 59,2	+ 27,9	+ 25,2
Ausländische Anlagen	+ 6,2	- 10,2	+ 13,7
2. Wertpapieranlagen	+ 12,8	+ 25,7	+ 15,8
Inländische Anlagen in			
Wertpapieren ausländischer			
Emittenten	+ 1,6	+ 78,9	+ 48,1
Aktien ¹⁾	+ 3,2	+ 4,1	- 4,7
Investmentfonds-			
anteile ²⁾	+ 3,6	+ 10,9	+ 4,7
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 1,5	+ 0,5	+ 1,7
kurzfristige Schuld-			
verschreibungen ³⁾	+ 0,3	+ 7,6	+ 2,9
langfristige Schuld-			
verschreibungen ⁴⁾	- 5,5	+ 56,3	+ 45,1
darunter:			
denominiert in Euro ⁵⁾	- 1,1	+ 55,9	+ 34,4
Ausländische Anlagen in			
Wertpapieren inländischer			
Emittenten	- 11,1	+ 53,2	+ 32,3
Aktien ¹⁾	- 5,9	- 4,9	- 5,1
Investmentfondsanteile	+ 1,0	+ 0,9	- 1,0
kurzfristige Schuld-			
verschreibungen ³⁾	- 2,7	+ 1,6	+ 9,5
langfristige Schuld-			
verschreibungen ⁴⁾	- 3,6	+ 55,6	+ 28,9
darunter: öffentliche			
Emittenten ⁶⁾	- 2,8	+ 47,5	+ 23,7
3. Finanzderivate ⁷⁾	+ 12,9	+ 20,2	+ 11,2
4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾	- 11,9	+ 16,1	+ 20,9
Monetäre			
Finanzinstitute ⁹⁾	- 25,5	- 42,6	+ 10,8
Unternehmen und			
Privatpersonen ¹⁰⁾	- 7,2	+ 28,6	+ 37,8
Staat	- 10,5	+ 8,4	- 2,8
Bundesbank	+ 31,3	+ 21,7	- 24,9
5. Währungsreserven	+ 0,6	+ 0,2	+ 1,1
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹¹⁾	+ 41,6	+ 41,8	+ 4,5

1 Einschl. Genussscheine. **2** Einschl. reinvestierter Erträge. **3** Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit bis zu einem Jahr. **4** Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. **5** Einschl. noch ausstehender DM-Auslandsanleihen. **6** Einschl. Anleihen der früheren Bundesbahn, der früheren Bundespost und der früheren Treuhandanstalt. **7** Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktienoptionen. **8** Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. **9** Ohne Bundesbank. **10** Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck. **11** Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

Deutsche Bundesbank

■ Literaturverzeichnis

Brandt, L., A.S. Guilhem, M. Schröder und I. Van Robays (2021), *What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk*, Europäische Zentralbank, Working Paper Series, No 2560.

Deutsche Bundesbank (2023), *Aktuelle Einflussfaktoren auf marktbasierende Rezessionswahrscheinlichkeiten aus der Zinsstrukturkurve*, Monatsbericht, Januar 2023, S. 68–69.