

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Finanzmärkte vor allem in Europa wieder im Zeichen der Pandemie

Die kräftige konjunkturelle Erholung prägte im Sommer 2020 auch die internationalen Finanzmärkte. Hauptsächlich in den USA, aber auch in Europa nährten (erwartete) geld- und fiskalpolitische Hilfsmaßnahmen sowie freundliche Konjunktursignale den Optimismus unter den Finanzmarktteilnehmern. Mit den seit Herbst wieder deutlich steigenden Infektionszahlen und den damit verbundenen erwarteten sowie teils bereits beschlossenen Einschränkungen kam es dann aber vor allem in Europa zu einer deutlichen Korrektur. Infolge von „Safe Haven“-Umschichtungen der Marktteilnehmer, die risikoreiche Anlagen tendenziell mieden und risikoärmere Wertpapiere wie zum Beispiel Staatsanleihen bevorzugten, gerieten die Aktienmärkte im Euroraum unter Druck. Zum Ende des Berichtszeitraums sorgten dann jedoch Hoffnungen auf einen bald verfügbaren Impfstoff wieder für mehr Zuversicht. Im Ergebnis legten die Aktienkurse seit Ende Juni zu, während die durchschnittliche Rendite langfristiger Staatsanleihen im Euroraum nachgab.

Die US-amerikanischen Finanzmärkte zeigten sich hingegen gegenüber dem laufenden Infektionsgeschehen vergleichsweise robust. Gestützt auf überwiegend gute Quartalsergebnisse und verbesserte Gewinnerwartungen der Unternehmen legten US-amerikanische Aktienkurse insgesamt deutlich zu; sie erreichten zwischenzeitlich sogar ein Allzeithoch. Die neue Strategie der Fed, sich zukünftig an einer durchschnittlichen Inflationsrate zu orientieren, dürfte den Renditen von US-Treasuries über höhere Terminprämien Auftrieb gegeben haben. So erklärte Fed-Präsident Powell in einer Rede unter anderem, die Federal Reserve könnte künftig Inflationsraten von zeitweise etwas über 2 % als angemessen erachten, sollte der Preisauftrieb zuvor längere Zeit unter der Marke von 2 % gelegen haben. Einen zusätzlichen positiven Einfluss auf die Renditen, die im Ergebnis merklich

anzogen, hatten Erwartungen der Marktteilnehmer, dass die US-Fiskalpolitik mit den steigenden Infektionszahlen noch expansiver ausgerichtet werden könnte. Die Veränderungen im Infektionsgeschehen und die Reaktionen der Politik darauf spiegelten sich zum Teil auch an den Devisenmärkten wider. Im Ergebnis gewann der Euro leicht an Wert.

■ Wechselkurse

Der Euro verzeichnete seit Anfang Juli 2020 per saldo merkliche Zugewinne gegenüber dem US-Dollar. Die amerikanische Währung wurde zu Beginn des dritten Quartals erheblich von der Ausbreitung des Coronavirus in den USA belastet. Mit der vorläufigen Eindämmung des Infektionsgeschehens in den USA im August stabilisierte sich der Euro-US-Dollar-Kurs zwar zunächst etwas. Nachdem die US-Zentralbank die erwähnte Anpassung ihrer geldpolitischen Strategie bekannt gegeben hatte, gewann die Gemeinschaftswährung jedoch weiter an Wert und erklomm Anfang September mit 1,20 US-\$ ein Zweijahreshoch zum US-Dollar.

Euro mit merklichen Kursgewinnen gegenüber US-Dollar

Der Aufwärtstrend des Euro setzte sich im weiteren Verlauf des Septembers nicht fort. Vor dem Hintergrund des wieder anziehenden Infektionsgeschehens im Euroraum und damit verbundener Erwartungen weiterer Maßnahmen zur Eindämmung verlagerte sich die Nachfrage der Investoren zugunsten des US-Dollar. Auch im Oktober stand das Marktgeschehen im Zeichen einer wechselnden Risikoneigung der Investoren. So kam es zu Ausschlägen des Euro-US-Dollar-Kurses in Reaktion auf die sich immer wieder ändernden Aussichten über ein weiteres US-Fiskalpaket. In der Folge lasteten der sich zuspitzende Pandemieverlauf und die Aussicht auf weitere geldpolitische Lockerungen im Euroraum auf der Gemeinschaftswährung, bevor sie im Nachgang der US-Präsidentenwahl Anfang November wieder an Wert gewann. Im Er-

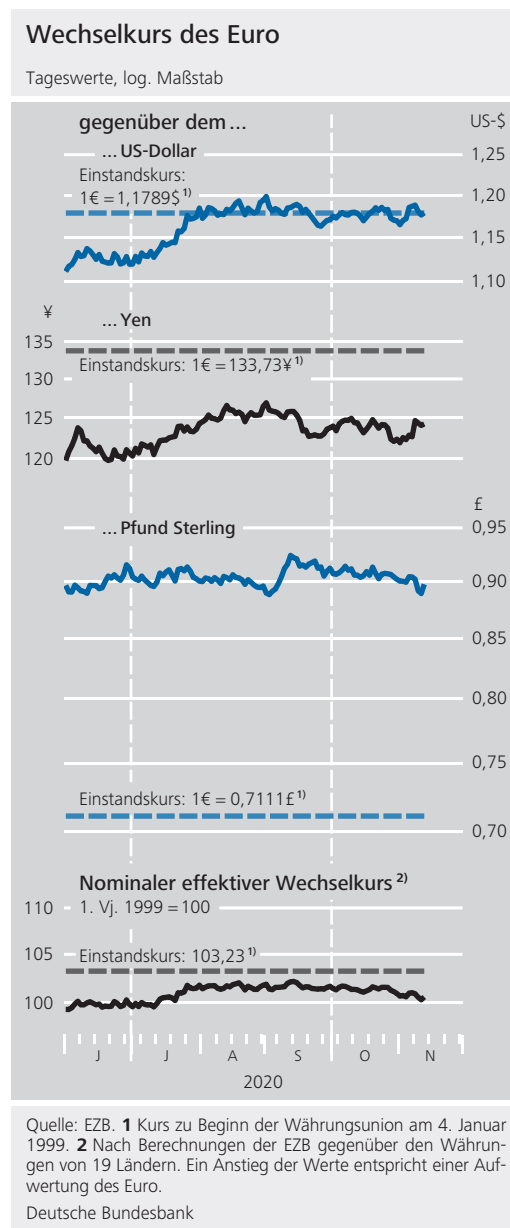
gebnis notierte der Euro zuletzt bei 1,18 US-\$ und damit 5,3 % höher als zum Ende des zweiten Quartals.

Euro legt auch gegenüber Yen zu, ...

Zugewinne verzeichnete der Euro auch gegenüber dem Yen. Angesichts zwischenzeitlich abnehmender Risikoaversion gewann der Euro gegenüber der japanischen Währung bis Ende August an Wert. Nur vorübergehend wurde die Gemeinschaftswährung dabei von schwachen Konjunkturzahlen aus dem Euroraum belastet sowie von der Ankündigung Premierminister Abes, aus gesundheitlichen Gründen zurücktreten zu wollen. Unsicherheit darüber, ob in seiner Nachfolge eine fortgesetzte geldpolitische Lockerung weiter politisch unterstützt werden würde, stärkte den Yen. Im Laufe des Septembers drehte sich die Stimmung mehr und mehr zugunsten der japanischen Währung, die tendenziell von Netto-Kapitalzuflüssen im Zuge erhöhter Risikoaversion profitiert. So dämpften der Pandemieverlauf sowie der Streit um weitere US-Konjunkturlösungen den Risikoappetit am Devisenmarkt und sorgten in der Folge wiederholt für gleichlaufende Bewegungen des Yen und des US-Dollar gegenüber dem Euro. Zuletzt lasteten dann aber die bekannt gegebenen Fortschritte in der Impfstoffentwicklung auf der japanischen Währung, und der Euro notierte am Ende der Berichtsperiode bei rund 124 Yen; damit steht seit Ende Juni 2020 ein Kursgewinn des Euro von 3,0 % zu Buche.

... verzeichnet jedoch Kursverluste gegenüber Pfund Sterling

Die Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling war im Berichtszeitraum geprägt von wechselnden Einschätzungen der Marktteilnehmer über das Zustandekommen eines Handelsabkommens zwischen dem Vereinigten Königreich und der Europäischen Union. So wertete der Euro nach der Ankündigung Premier Johnsons, ein umstrittenes Binnenmarktgesetz trotz Protests aus Brüssel auf den Weg bringen zu wollen, merklich auf. Das Gesetz sieht vor, dass das Vereinigte Königreich einseitig von zuvor im EU-Austrittsabkommen gemachten Zusagen abweichen kann, und stellte in den Augen der Marktteilnehmer einen Erfolg der Verhandlungen mit der EU infrage. In



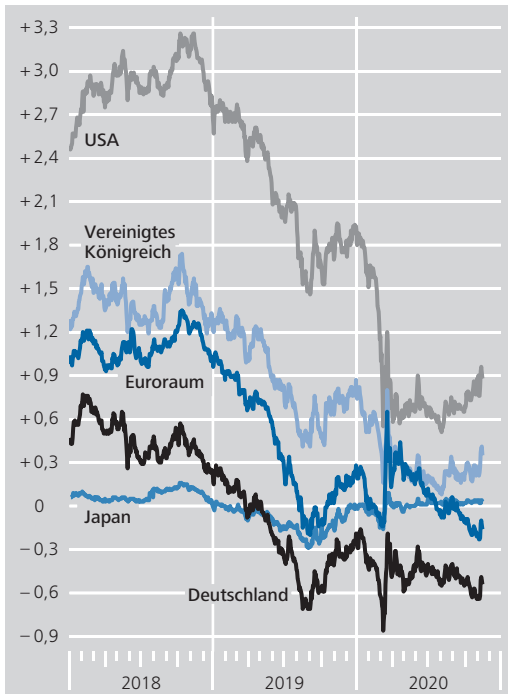
der Folge verfestigte sich jedoch zunehmend der Eindruck, dass eine Einigung in Handelsfragen doch noch bis Ende des Jahres erreicht werden könnte. Auch begünstigte eine ansteigende Zinsdifferenz zwischen britischen und deutschen lang laufenden Staatsanleihen das Pfund Sterling, und der Euro gab die Kursgewinne in den Herbstmonaten wieder ab. Am Ende der Berichtsperiode notierte der Euro bei 0,90 Pfund Sterling und damit 1,6 % niedriger als Mitte des Jahres.

Im Ergebnis wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner um 0,7 % auf. Außer-

Euro in effektiver Rechnung mit Zugewinnen

Anleiherenditen*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Tageswerte



Quelle: Bloomberg. * Staatsanleihen mit einer Restlaufzeit von zehn Jahren.
 Deutsche Bundesbank

halb dieses Kreises gewann der Euro darüber hinaus gegenüber den Währungen einiger Schwellenländer an Wert, die stark von der Pandemie betroffen sind, etwa gegenüber dem Rubel (+ 14,6%), dem Real Brasiliens (+ 4,1%) und der indischen Rupie (+ 4,1%). Erneut verzeichnete der Euro zudem gegenüber der türkischen Lira merkliche Kursgewinne (+ 18,8%). Diese setzte ihren Abwärtstrend gegenüber dem Euro in einem Umfeld hoher Inflationsraten, persistenter Leistungsbilanzdefizite, geschwundener Währungsreserven und zunehmender politischer Belastungen fort. Geldpolitische Straffungsmaßnahmen im September vermochten die Kursverluste nicht zu stoppen, und neue diplomatische Spannungen mit Frankreich und den USA führten Anfang November zu einem Allzeittief der türkischen Währung gegenüber dem Euro. Erst zuletzt machte die Lira einen Teil ihrer vorhergehenden Verluste wieder wett.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Rentenmarkt

Die Renditen von Staatsanleihen in den großen Währungsräumen entwickelten sich im Berichtszeitraum uneinheitlich. In den USA stieg die Rendite zehnjähriger US-Treasuries seit Ende Juni 2020 um 22 Basispunkte auf 0,9%. Hierzu trug die Aussicht bei, dass in den USA ein weiteres, umfangreiches Konjunkturprogramm in Reaktion auf die Coronakrise beschlossen werden könnte. Außerdem stützte nach Meinung einiger Marktbeobachter die im August bekannt gegebene neue geldpolitische Strategie der US-Notenbank den Renditeanstieg. Die langfristigen Inflationserwartungen, die ein Bestandteil der nominalen Rendite sind, zogen im Ergebnis spürbar an. Angesichts der weitgehend unveränderten Erwartung an einen auf längere Sicht niedrigen Leitzins, dominierten gestiegene Terminprämien die Renditeentwicklung zehnjähriger Staatsanleihen in den USA.

Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen gestiegen

Im Euroraum schwankten die Renditen seit Ende Juni deutlich. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen gab im Ergebnis um 9 Basispunkte auf -0,5% nach. Nach einem ruhigen Sommer war im Oktober ein treibender Faktor das verschärfte Infektionsgeschehen, was die wirtschaftlichen Aussichten insgesamt unsicherer werden ließ. Damit rückte die Rolle der Bundeswertpapiere als sicherer Hafen in den Fokus, was üblicherweise mit fallenden Zinsen einhergeht. Außerdem rechneten Marktteilnehmer damit, dass das Eurosystem möglicherweise die geldpolitische Ausrichtung angesichts zunehmender Risiken neu kalibrieren könnte; dies trug ebenfalls dazu bei, dass die Renditen sanken. Nach positiven Nachrichten über einen wirksamen Impfstoff setzte zuletzt jedoch eine Gegenbewegung ein.

Anleihemärkte im Euroraum mit fallenden Renditen

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve hat sich unter den genannten Einflüssen leicht nach unten verschoben. Bis zehn Jahre Laufzeit lag der Zinssatz

Zinsstrukturkurve nach unten gedreht

zuletzt unterhalb des Satzes der Einlagefazilität von $-0,5\%$. Sämtliche ausstehenden Bundeswertpapiere rentierten negativ. Die Steigung der Zinsstruktur zwischen zehnjähriger und zweijähriger Laufzeit blieb trotz einer leichten Versteilung auf niedrigem Niveau. Die Schwankungen der Zinsen im zehnjährigen Laufzeitbereich wurde in erster Linie durch eine niedrigere Terminprämie bestimmt. Die erwarteten Kurzfristzinsen von Bundeswertpapieren schwankten in geringerem Umfang. Sie spiegeln neben geldpolitischen Erwartungen aber auch Knappheitsprämien – gemessen an der Renditedifferenz zwischen Bundstiteln und EONIA-Swapsätzen mit gleicher Laufzeit – und Liquiditätsprämien wider.

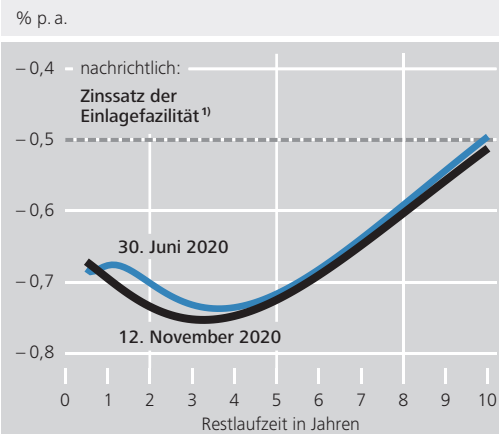
Renditedifferenzen im Euroraum eingengt

Die Renditeunterschiede zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und Staatsanleihen gleicher Laufzeit anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt ohne Deutschland) sanken im Berichtszeitraum um 21 Basispunkte auf 54 Basispunkte; sie lagen damit in der Nähe ihres Allzeittiefs. Unterstützend für die Spreadengung wirkten der Beschluss für einen EU-Wiederaufbaufonds sowie die Anleihekäufe des Eurosystems. Die steigenden Infektionszahlen zum Ende des Berichtszeitraums strahlten nur wenig auf die Renditedifferenzen aus. Indikatoren der Marktfunktionalität wie die Orderbuchilliquidität (siehe oberes Schaubild auf S. 42) deuteten zudem nicht darauf hin, dass die Staatsanleihemärkte angespannt wären.

Renditen im Vereinigten Königreich und in Japan uneinheitlich

Im Vereinigten Königreich bewegten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen seit Ende Juni unter recht deutlichen Schwankungen im Ergebnis aufwärts ($0,4\%$, $+18$ Basispunkte). In den Schwankungen spiegelte sich – neben der Unwägbarkeit der Pandemie – auch die Unsicherheit darüber wider, wie die künftigen Handelsbeziehungen des Vereinigten Königreichs zur EU ausgestaltet werden, wenn die Übergangsregelung zum Jahresende ausläuft. In Japan blieben die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in einem engen Band um $0,0\%$ und damit innerhalb des Zielbandes, in dem die japanische Notenbank die Zinsen nach Ein-

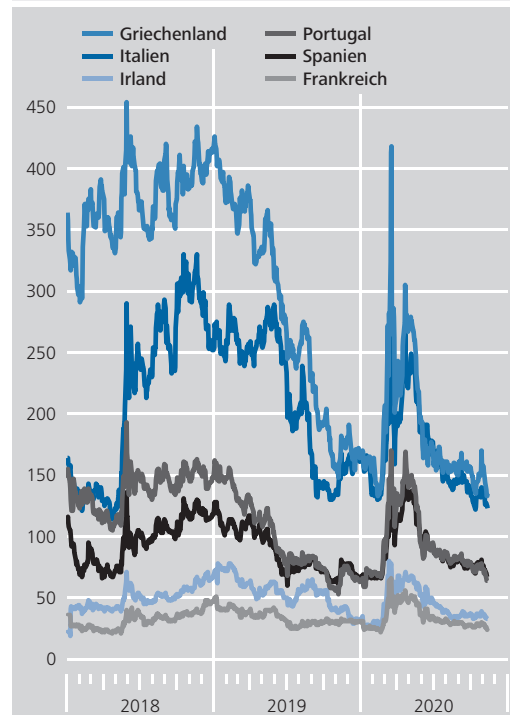
Zinsstruktur am deutschen Rentenmarkt^{*)}



* Zinssätze für (hypothetische) Nullkuponanleihen (Svensson-Methode), basierend auf börsennotierten Bundeswertpapieren. **1** Gültig seit 18. September 2019.
 Deutsche Bundesbank

Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte

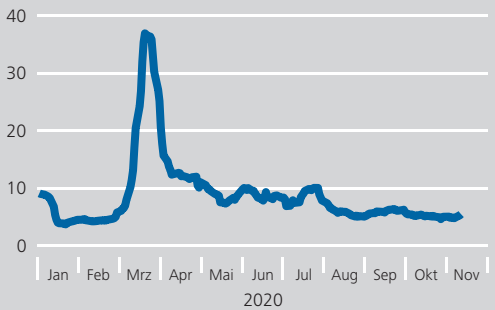


Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

schätzung der Marktteilnehmer halten möchte. Sich ändernde Einschätzungen über das politische und konjunkturelle Umfeld übten keinen erkennbaren Einfluss auf die japanischen Renditen aus.

Orderbuch-Illiquidität^{*)}

gleitende Zehntagesdurchschnitte

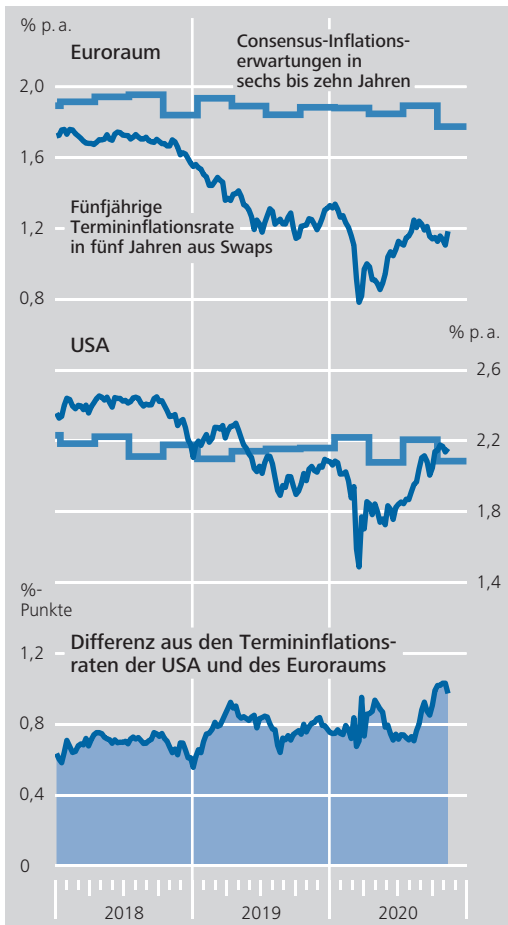


Quelle: MTS und eigene Berechnungen. * Quotient aus der Weite (durchschnittliche Geld-Brief-Spanne der drei am nächsten beieinander liegenden Kauf- und Verkaufsgebote im Orderbuch) und der Tiefe der Orderbuchliquidität (Summe der zu diesen drei Geld- und Briefkursen angebotenen Volumen im Orderbuch) skaliert um den Faktor 10³. Betrachtet wurden die vier größten Euroraum-Länder (DE, FR, ES, IT, BIP-gewichtet).

Deutsche Bundesbank

Termininflationen^{*)} und -erwartungen im Euroraum und in den USA

Wochendurchschnitte



Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters, Consensus Economics und eigene Berechnungen. * Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationen (HVPI ohne Tabakwaren für den Euroraum sowie CPI Urban Consumers für die USA) der nächsten fünf bzw. zehn Jahre getauscht wird.

Deutsche Bundesbank

Die aus Inflationsswaps hergeleiteten, in fünf Jahren beginnenden Termininflationen für fünf Jahre lagen nahezu unverändert bei 1,2 % (+ 5 Basispunkte). Sie notierten damit deutlich oberhalb der Marke von 0,72 %, die im März verzeichnet worden war. Unter dem Eindruck der ersten Infektionswelle war die Liquidität in dieser Zeit auch in sonst sehr weiten und tiefen Märkten zum Teil deutlich verschlechtert gewesen, was den Tiefstand zum Teil mitbestimmt hat. Die von Consensus Economics aus Umfragen ermittelten Inflationserwartungen für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren gaben leicht auf 1,8 % nach. Maßgeblich verantwortlich für den Abstand zwischen markt- und umfragebasierten Erwartungen zeichneten Inflationsrisiko- und Liquiditätsprämien. In den USA stiegen die marktbasieren fünfjährigen Termininflationen in fünf Jahren um 32 Basispunkte auf 2,1%. Hierzu trugen auch das erwartete Fiskalpaket und die Veränderung der geldpolitischen Strategie bei.

Termininflationen im Euroraum unverändert, in den USA deutlich gestiegen

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen setzten im Berichtszeitraum ihren Rückgang nach dem durch die Pandemie bedingten sprunghaften Anstieg im März fort. Anleihen von Finanzunternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren rentierten bei Berichtsschluss mit 1,1% um 67 Basispunkte niedriger als Ende Juni. Die Renditen entsprechender realwirtschaftlicher Unternehmensanleihen gaben um 56 Basispunkte auf 0,6 % nach. Eine Betrachtung landesspezifischer Unternehmensanleiherenditen zeigt, dass sich die Renditen im Euroraum dabei überwiegend gleichmäßig zurückbildeten. Die Renditen hochverzinslicher Anleihen von Unternehmen schwächerer Bonität sanken seit Ende Juni um 106 Basispunkte auf 3,6% und damit stärker als im BBB-Segment. Zu den rückläufigen Unternehmensanleiherenditen trugen die geld- und fiskalpolitischen Hilfsmaßnahmen sicherlich wesentlich bei. Denn der Renditerückgang reflektierte neben den gefallen sicheren Zinsen, dass die Anleger – trotz des zuletzt wieder stärkeren Infektionsgeschehens – eine geringere Kompensation für die Ausfallrisiken am

Renditen europäischer Unternehmensanleihen weiter rückläufig

Bondmarkt forderten. Dies zeigte sich auch in niedrigeren CDS-Prämien. Darüber hinaus gab es Indizien für eine verbesserte Liquidität am Markt für Unternehmensanleihen.¹⁾

Die infolge der Pandemie substanziellen Konjunkturrisiken und die gestiegene Unsicherheit am Aktienmarkt schlugen sich nicht sichtbar in den Spreads nieder. Angesichts der gesunkenen sicheren Zinsen engten sich die Renditeaufschläge von BBB-Unternehmensanleihen gegenüber Bundesanleihen jedoch schwächer ein als die Renditerückgänge der Unternehmensanleihen. Zuletzt lagen die Renditeaufschläge bei Anleihen der Ratingklasse BBB damit weiterhin unter ihren jeweiligen Fünfjahresmitteln, was auf eine vergleichsweise hohe Bewertung hindeutet. Hinweise auf das relative Bewertungsniveau von Unternehmensanleihen liefert außerdem ein Vergleich ihrer Wertentwicklung mit der Entwicklung eines modelltheoretischen Replikationsportfolios aus Aktien der Unternehmen und sicheren Anleihen (Merton-Modell).²⁾ Ein solcher Vergleich legt ebenfalls eine relativ hohe Bewertung von Unternehmensanleihen nahe.

Weiterhin hohe Nettoemissionen am Rentenmarkt

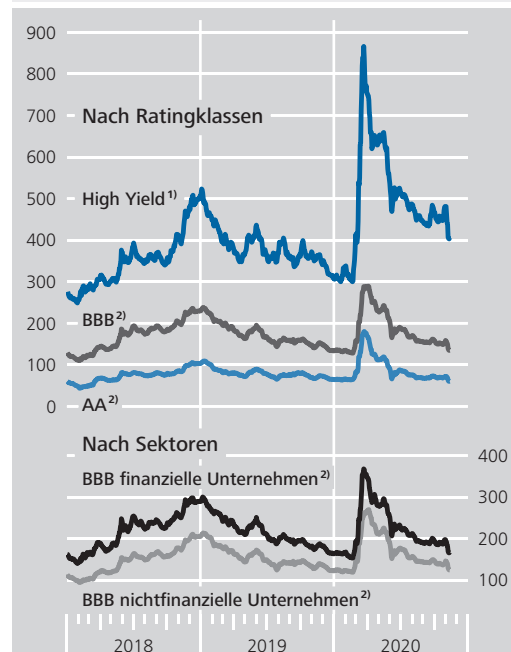
Die Emissionstätigkeit am deutschen Rentenmarkt war auch im dritten Quartal 2020 sehr hoch. Das Brutto-Emissionsvolumen belief sich auf 499 Mrd €. Es lag damit nur leicht unter dem Wert des ebenfalls sehr starken Vorquartals (518 ½ Mrd €), aber deutlich über dem Vorjahresquartalswert (356 Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten wurden im Ergebnis Anleihen für netto 176 Mrd € emittiert. Hingegen sank der Umlauf ausländischer Papiere in Deutschland um 2 Mrd €. Das Gesamtvolumen am deutschen Rentenmarkt stieg im Berichtszeitraum somit um 174 Mrd €.

Gestiegene Kapitalmarktverschuldung der öffentlichen Hand

Die öffentliche Hand begab im dritten Quartal Anleihen für netto 104 ½ Mrd €, verglichen mit 16 Mrd € im Vorjahresquartal. Die deutlich erhöhten Nettoemissionen dienen nicht allein der Deckung des im Zuge der Covid-19-Pande-

Renditespreads von Unternehmensanleihen im Euroraum^{*)}

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. * Im Vergleich zu Bundeswertpapieren mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit. **1** Merrill-Lynch-Index über alle Laufzeiten. **2** Jeweils iBoxx-Indizes mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit.
 Deutsche Bundesbank

mie gestiegenen laufenden Finanzbedarfs. Auch die Kassenhaltung staatlicher Stellen wurde erheblich ausgeweitet. Vor allem der Bund begab im Berichtsquartal im Ergebnis eigene Anleihen für 96 ½ Mrd €. Er emittierte dabei vorrangig unverzinsliche Bubills (46 Mrd €). Bei den Bundesanleihen wurden die in diesem Jahr neu eingeführten Laufzeitsegmente von sieben und 15 Jahren weiter gestärkt (15 Mrd € bzw. 10 Mrd €). Daneben begab er auch fünfjährige Obligationen (8 Mrd €) und 30-jährige Anleihen (7 Mrd €). Die Länder und Gemeinden emittierten Anleihen für netto 8 Mrd €.

Im September platzierte der Bund erstmals eine Grüne Bundesanleihe für 6 ½ Mrd € (brutto). Deren Erlöse werden – ungeachtet des grund-

Erste Grüne Bundesanleihe emittiert

1 Darauf weisen im Berichtszeitraum gesunkene Geld/Brief-Spannen von Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB hin.

2 Zum Ansatz, die Wertentwicklung von Unternehmensanleihen mit einem Replikationsportfolio aus Aktien und sicheren Anleihen zu vergleichen, vgl.: Deutsche Bundesbank (2017).

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2019	2020	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	29,7	117,7	38,5
Kreditinstitute	10,6	24,5	- 21,4
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	11,2	8,5	- 18,9
Deutsche Bundesbank	- 3,1	78,6	65,8
Übrige Sektoren	22,3	14,6	- 5,9
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	20,3	- 1,2	- 22,4
Ausländer	- 0,1	66,2	135,6
Aktien			
Inländer	7,0	26,5	61,0
Kreditinstitute	- 3,4	1,6	1,9
darunter:			
inländische Aktien	- 0,4	1,7	0,2
Nichtbanken	10,3	24,9	59,1
darunter:			
inländische Aktien	- 0,5	9,6	40,4
Ausländer	1,1	- 9,1	- 14,8
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	20,7	1,2	18,9
Anlage in Publikumsfonds	4,3	7,5	4,9
darunter:			
Aktienfonds	- 0,8	4,8	3,4

Deutsche Bundesbank

legenden Gesamtdeckungsprinzips bei staatlichen Haushalten – verwendet, um „als grün anerkannte Ausgaben“ zu tätigen.³⁾ Im November folgte die Emission einer Grünen Bundesobligation mit einem Brutto-Emissionsvolumen von 5 Mrd €. Weitere Emissionen grüner Bundeswertpapiere im zwei- und 30-jährigen Laufzeitbereich sind geplant. Die grünen Bundeswertpapiere sind in Ausstattung und Laufzeit jeweils identisch zu einer bereits bestehenden konventionellen Anleihe, dem sogenannten Zwilling, in den die grünen Anleihen jederzeit getauscht werden können. Dadurch soll eine hohe Marktliquidität und gute Vergleichbarkeit von grünen und konventionellen Anleihen ermöglicht werden. In den ersten Wochen notierten die grünen Anleihen mit einer um wenige Basispunkte geringeren Rendite als ihr konventioneller Zwilling. Investoren nahmen also einen Renditeabschlag für dieses Finanzmarktprodukt in Kauf.

Die inländischen Kreditinstitute erhöhten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 23 Mrd €, nach 7 ½ Mrd € im zweiten Quartal. Dabei begaben vor allem Spezialkreditinstitute Schuldverschreibungen in Höhe von per saldo 26 ½ Mrd €; über diese (Förder-)Institute wird ein Teil der wirtschaftspolitischen Hilfsmaßnahmen für die deutsche Wirtschaft abgewickelt. Dem standen Nettotilgungen von Hypothekendarlehen (1 ½ Mrd €), flexibel gestaltbaren sonstigen Bankschuldverschreibungen und öffentlichen Pfandbriefen (je 1 Mrd €) gegenüber.

Nettoemissionen der Kreditinstitute

Inländische Unternehmen emittierten im dritten Quartal Schuldverschreibungen für per saldo 48 Mrd €, nach bereits starken Nettoemissionen in Höhe von 38 Mrd € im Quartal zuvor. Dies war vor allem auf Sonstige Finanzinstitute zurückzuführen, welche überwiegend langfristige Papiere begaben. Im zweiten und dritten Quartal des Vorjahres hatten Unternehmen am deutschen Kapitalmarkt insgesamt 20 ½ Mrd € aufgenommen.

Kapitalmarktverschuldung der Unternehmen stark gestiegen

Als Erwerber am heimischen Anleihenmarkt traten im dritten Quartal überwiegend ausländische Investoren in Erscheinung; sie nahmen Rentenwerte für netto 135 ½ Mrd € in ihre Bestände, darunter befanden sich hauptsächlich Titel privater Emittenten. Die Bundesbank erwarb – vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems – Schuldverschreibungen für per saldo 66 Mrd €, dabei handelte es sich weit überwiegend um inländische Titel öffentlicher Emittenten. Hingegen trennten sich heimische Kreditinstitute und Nichtbanken von Anleihen für netto 21 ½ Mrd € beziehungsweise 6 Mrd €. Während die Kreditinstitute vor allem ausländische Werte abgaben, veräußerten die Nichtbanken im Ergebnis inländische Titel.

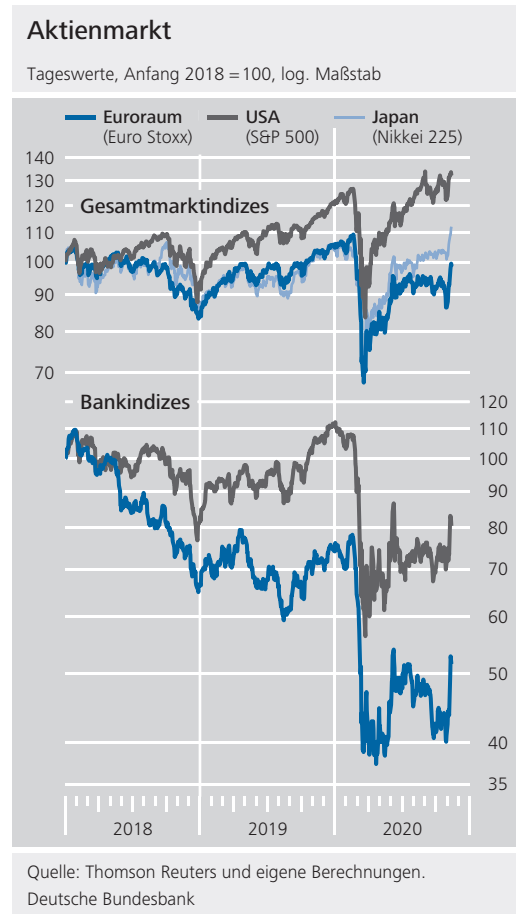
Erwerb von Schuldverschreibungen vor allem durch ausländische Investoren

³⁾ „Als grün anerkannte Ausgaben“ sind Ausgaben des Bundes, die nach dem Rahmenwerk für Grüne Bundeswertpapiere als „grün“ definiert sind. Für nähere Angaben siehe: Bundesministerium der Finanzen (2020).

Aktienmarkt

*Aktienkurse
 insgesamt
 gestiegen*

Vor allem die internationalen Aktienmärkte standen im Berichtszeitraum im Spannungsverhältnis zwischen Hoffnungen auf eine konjunkturelle Erholung, den wirtschaftlichen Folgen der sich wieder zuspitzenden Corona-Pandemie und den Aussichten auf einen Impfstoff. Im Ergebnis legten die Kurse zu. Zu Beginn des dritten Quartals 2020 setzte sich die Kurserholung nach dem vorausgegangenen Einbruch infolge der Pandemie weltweit fort. Hierzu trugen sich zunächst stabilisierende Gewinnerwartungen der Unternehmen und fallende sichere Zinsen bei. Zugleich rückten aus Sicht der Anleger einige lang schwelende Belastungsfaktoren wie der Handelskonflikt zwischen den USA und China etwas in den Hintergrund. Im weiteren Quartalsverlauf entwickelten sich US-amerikanische und japanische Aktien dann aber merklich günstiger als europäische. Gestützt von einer überdurchschnittlichen Wertentwicklung großer Technologiewerte, positiven Quartalsergebnissen der Unternehmen und Hoffnungen der Marktteilnehmer auf ein neues Konjunkturpaket der US-Regierung erreichte der S&P 500 Anfang September sogar einen neuen historischen Höchststand. Demgegenüber standen die europäischen Aktienmärkte zunehmend im Fokus der wieder stark steigenden Anzahl an Corona-Neuinfektionen, die in vielen europäischen Ländern neue Höchstwerte erreichten. In einem von wachsenden Konjunkturzweifeln geprägten Umfeld schichteten die Investoren verstärkt Mittel aus Aktien in risikoärmere Anlagen um („Safe Haven“-Flüsse). Gegen Ende des Berichtszeitraums sorgten dann aber Meldungen über einen möglicherweise bald verfügbaren Impfstoff wieder für Kurssteigerungen; zudem nahm auch die Risikoaversion nach der US-Präsidentenwahl etwas ab. Im Ergebnis verzeichneten europäische und deutsche Aktien, gemessen am Euro Stoxx und CDAX, seit Beginn des dritten Quartals Kurszuwächse (Euro Stoxx: 7,8 %, CDAX: 4,6 %). Der britische FTSE-All-Share-Index stieg ungeachtet der Unsicherheit über den Brexit um 4,7 % an. US-amerikanische und japanische Aktien erwiesen



sich als vergleichsweise robust gegenüber dem Infektionsgeschehen und tendierten insgesamt sehr freundlich. Im Ergebnis legte der US-amerikanische S&P 500 seit Ende Juni um 14,1 % zu; der japanische Nikkei 225 stieg um 14,5 % an.

Bankaktien entwickelten sich beiderseits des Atlantiks volatiler als die jeweiligen Gesamtmärkte, verzeichneten im Ergebnis aber ebenfalls Kurszuwächse (USA: 13,1 %, Euroraum: 7,1 %). Positive Einflussfaktoren waren einige günstige Quartalsergebnisse US-amerikanischer und europäischer Banken sowie aufgekommene Fusionsfantasien im europäischen Bankensektor. Auch die zuletzt gewachsene Hoffnung auf einen Corona-Impfstoff gab den Kursen kräftig Auftrieb. Zwischenzeitlich waren Bankaktien erheblich unter Druck geraten. Entscheidend hierfür dürften relativ pessimistische Gewinnerwartungen gewesen sein, die vor allem auf mittlere Frist vergleichsweise schwach ausfielen und seit Ende Juni weiter zurückgingen. Wichtige Gründe hierfür waren zum einen

*Banktitel mit
 volatiler Kurs-
 entwicklung*

Sorgen der Marktteilnehmer vor steigenden Kreditausfällen, die eine höhere Risikovorsorge der Banken erfordern und die Gewinne belasten würden. Im Euroraum setzte zum anderen auch die nach Einschätzung der Marktakteure anhaltend flach bleibende Zinsstrukturkurve die erwarteten Erlöse aus der Fristentransformation unter Druck.

Unsicherheit höher, Aktienrisikoprämien aber nur wenig verändert

Die Unsicherheit der Marktteilnehmer über die weitere Kursentwicklung – gemessen an den aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten von Aktienindizes – bewegte sich im dritten Quartal auf beiden Seiten des Atlantiks überwiegend seitwärts auf einem im historischen Vergleich erhöhten Niveau. Angesichts der dann wachsenden Besorgnis über den weiteren Pandemieverlauf stieg sie im Oktober merklich an. Zuletzt lag sie über ihren jeweiligen fünfjährigen Durchschnitten, aber noch deutlich unter den Rekordwerten vom Frühjahr. Trotz der gestiegenen Unsicherheit veränderten sich die von den Marktteilnehmern geforderten Aktienrisikoprämien, die mit einem Dividendenbarwertmodell ermittelt werden können, im Berichtszeitraum sowohl für die USA als auch für Europa nur wenig. Im Euroraum wurden die Kurse dem Modell zufolge vor allem von schwächeren mittel- und langfristigen Gewinnerwartungen belastet. Die rückläufigen risikofreien Zinsen, die den Barwert zukünftiger Dividenden erhöhten, wirkten zwar kursstützend, schlugen sich aber letztlich nicht sichtbar in den Notierungen nieder. Dem S&P 500 gaben hingegen vor allem günstigere Gewinnerwartungen Auftrieb, die den kursbremsenden Effekt zuletzt gestiegener sicherer US-Zinsen überkompensierten. Sowohl die impliziten Eigenkapitalkosten als auch die Gewinnrenditen lagen zuletzt beiderseits des Atlantiks nahe historischer Tiefstände und signalisierten damit eine vergleichsweise hohe Aktienmarktbeurteilung.

Aktienemissionen und Aktienerwerb

Inländische Unternehmen emittierten im dritten Quartal 2020 neue Aktien für 25½ Mrd €. Dies war maßgeblich auf eine Kapitalerhöhung einer Aktiengesellschaft im September zurückzuführen. Der Umlauf ausländischer Aktien am deut-

schen Markt stieg um 20½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere im Ergebnis überwiegend von inländischen Nichtbanken (59 Mrd €), zu denen beispielsweise auch Investmentfonds oder Versicherungen rechnen. Heimische Kreditinstitute nahmen Aktien für netto 2 Mrd € in ihre Bestände auf, während ausländische Investoren ihr Aktienportfolio in Deutschland im Ergebnis um 15 Mrd € reduzierten.

Investmentfonds

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtsquartal einen Mittelzufluss in Höhe von 24 Mrd €, nach einem Aufkommen von 8½ Mrd € in den vorangegangenen drei Monaten. Die neuen Mittel kamen vor allem den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (19 Mrd €). Unter den Anlageklassen verzeichneten insbesondere Rentenfonds ein hohes Mittelaufkommen (12½ Mrd €). Auch Offene Immobilienfonds und Aktienfonds konnten neue Anteile am Markt unterbringen (4½ Mrd € bzw. 2½ Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im dritten Quartal 2020 im Ergebnis neue Mittel für 27½ Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten heimische Nichtbanken, die Anteilscheine für 50½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Ausländische Investoren erwarben deutsche Investmentzertifikate für netto 1 Mrd €, während inländische Kreditinstitute ihr Fondsenagement im Ergebnis marginal reduzierten.

Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten

■ Direktinvestitionen

Die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr führten im dritten Quartal 2020 zu Netto-Nettokapitalimporten von 92½ Mrd €. Auch bei den Direktinvestitionen ergaben sich Kapitalzuflüsse, und zwar von 13 Mrd €. Dabei wurden wieder neue konzerninterne Kredite in beide Richtungen vergeben, nachdem es im Quartal zuvor angesichts der anschwellenden Corona-Pandemie per saldo zu

Netto-Kapitalimporte bei den Direktinvestitionen

Rückzahlungen in diesem Bereich gekommen war.

Kapitalzuflüsse bei ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland

Ausländische Firmen erhöhten ihre Direktinvestitionen in Deutschland von Juli bis September um 28 Mrd €; im zweiten Quartal hatte sich das Volumen auf lediglich 1½ Mrd € belaufen. Ausschlaggebend für den Anstieg war der Umschwung im konzerninternen Kreditverkehr, der in einer zusätzlichen Kreditvergabe von 26 Mrd € resultierte. Dies geschah zu einem großen Teil über Finanzkredite, wobei hier wiederum zwei Drittel auf die Kreditvergabe ausländischer Töchter an ihre inländischen Muttergesellschaften entfielen („reverse investments“). Offensichtlich deckten hiesige Konzerne über ihre ausländischen Niederlassungen ihren – wohl nicht zuletzt pandemiebedingt erhöhten – Liquiditätsbedarf auch an den internationalen Kapitalmärkten. Die Mittel wurden von ausländischen Finanzierungsgesellschaften durch die Emission von Schuldverschreibungen aufgenommen und als Finanzkredite an ihre hiesigen Mütter weitergeleitet. Die Zuflüsse an Direktinvestitionen stammten in erster Linie aus den USA (14½ Mrd €) und Luxemburg (11½ Mrd €), während insbesondere durch die Niederlande Kapital abgezogen wurde (9 Mrd €).

Kapitalexporte bei deutschen Direktinvestitionen im Ausland

Unternehmen mit Sitz in Deutschland weiteten im Sommervierteljahr ihre Direktinvestitionen im Ausland um 15 Mrd € aus (Vorquartal: 5½ Mrd €). Sie stockten vor allem ihr Beteiligungskapital auf (13½ Mrd €). Zusätzlich vergaben sie konzerninterne Kredite an ihre Niederlassungen im Ausland (1½ Mrd €). Dies geschah im Ergebnis überwiegend durch Handelskredite. Die meisten zusätzlichen Direktinvestitionsmittel entfielen auf die Niederlassungen in den USA (6 Mrd €) und Luxemburg (4½ Mrd €). Hingegen wurde das Kapital der niederländischen Niederlassungen reduziert (6 Mrd €).

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2020		
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj. p)
I. Leistungsbilanz	+ 58,9	+ 36,1	+ 64,0
1. Warenhandel ¹⁾	+ 59,8	+ 28,4	+ 57,7
2. Dienstleistungen ²⁾	- 13,0	+ 3,5	- 6,5
3. Primäreinkommen	+ 24,5	+ 13,3	+ 22,9
4. Sekundäreinkommen	- 12,3	- 9,1	- 10,1
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,2	+ 0,5	- 1,2
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 29,6	+ 45,4	+ 60,4
1. Direktinvestition	- 11,7	+ 3,8	- 13,0
Inländische Anlagen im Ausland	+ 12,2	+ 5,3	+ 15,1
Ausländische Anlagen im Inland	+ 23,8	+ 1,5	+ 28,1
2. Wertpapieranlagen	+ 21,9	+ 1,9	- 92,6
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 21,7	+ 59,2	+ 44,4
Aktien ³⁾	- 0,3	+ 19,0	+ 19,0
Investmentfondsanteile ⁴⁾	+ 10,7	+ 14,4	+ 27,3
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	- 0,4	+ 0,9	+ 11,7
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	- 2,8	+ 2,8	- 1,2
langfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	+ 14,1	+ 23,0	- 0,6
darunter:			
denominiert in Euro ⁷⁾	+ 8,0	+ 18,0	- 18,2
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 0,2	+ 57,3	+ 137,0
Aktien ³⁾	+ 1,2	- 9,1	+ 0,6
Investmentfondsanteile	- 1,3	+ 0,2	+ 0,8
kurzfristige Schuldverschreibungen ⁵⁾	+ 8,0	+ 31,9	+ 49,7
langfristige Schuldverschreibungen ⁶⁾	- 8,1	+ 34,2	+ 85,9
darunter: öffentliche Emittenten ⁸⁾	- 7,5	+ 21,1	+ 18,4
3. Finanzderivate ⁹⁾	+ 3,0	+ 31,3	+ 26,5
4. Übriger Kapitalverkehr ¹⁰⁾	+ 16,7	+ 8,2	+ 140,7
Monetäre Finanzinstitute ¹¹⁾	+ 9,3	- 45,2	- 13,9
Unternehmen und Privatpersonen ¹²⁾	+ 11,6	- 5,3	+ 55,3
Staat	+ 1,0	- 0,3	+ 12,0
Bundesbank	- 5,1	+ 59,1	+ 87,4
5. Währungsreserven	- 0,3	+ 0,2	- 1,3
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹³⁾	- 29,5	+ 8,8	- 2,4

1 Ohne Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. 2 Einschl. Fracht- und Versicherungskosten des Außenhandels. 3 Einschl. Genussscheine. 4 Einschl. reinvestierter Erträge. 5 Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit von unter einem Jahr. 6 Langfristig: ursprüngliche Laufzeit von mehr als einem Jahr oder keine Laufzeitbegrenzung. 7 Einschl. noch ausstehender DM-Auslandsanleihen. 8 Einschl. Anleihen der früheren Bundesbahn, der früheren Bundespost und der früheren Treuhandanstalt. 9 Saldo der Transaktionen aus Optionen und Finanztermingeschäften sowie Mitarbeiteraktienoptionen. 10 Enthält insbesondere Finanz- und Handelskredite sowie Bargeld und Einlagen. 11 Ohne Bundesbank. 12 Enthält finanzielle Kapitalgesellschaften (ohne die Monetären Finanzinstitute) sowie nicht-finanzielle Kapitalgesellschaften, private Haushalte und private Organisationen ohne Erwerbszweck. 13 Statistischer Restposten, der die Differenz zwischen dem Saldo der Kapitalbilanz und den Salden der Leistungs- sowie der Vermögensänderungsbilanz abbildet.

■ Literaturverzeichnis

Bundesministerium der Finanzen (2020), Rahmenwerk für Grüne Bundeswertpapiere, August 2020, https://www.deutsche-finanzagentur.de/fileadmin/user_upload/institutionelle-investoren/pdf/GreenBondFramework_dt.pdf.

Deutsche Bundesbank (2017), Der Markt für Unternehmensanleihen im Niedrigzinsumfeld, Monatsbericht, Juli 2017, S. 17–33.