

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte  
beziehen zurück-  
gehende  
Unsicherheiten  
in Bewertung ein*

An den internationalen Finanzmärkten prägten im Winterhalbjahr unterschiedliche Entwicklungen das Geschehen: Während die Verfügbarkeit von Impfstoffen die Zuversicht der Marktteilnehmer stärkte, wurden die neuerlichen Zunahmen der Infektionen und Eindämmungsmaßnahmen als Belastungsfaktor wahrgenommen. Im Euroraum beschloss der EZB-Rat vor dem Hintergrund der zweiten Infektionswelle, den Umfang des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP) zu erweitern und den Zeithorizont für die Nettoankäufe zu verlängern. Dies trug zu sinkenden Renditen von Staatsanleihen der Länder des Euroraums mit vergleichsweise niedriger Bonität bei. Auch die durchschnittliche Verzinsung von Unternehmensanleihen im Euroraum verringerte sich weiter und erreichte im Januar neue Tiefstände. Die Renditen europäischer Staatsanleihen mit hoher Bonität legten hingegen zu. Dies lag vor allem am Zinsverbund mit den USA, wo die Renditen von US-Treasuries stark stiegen. Die Marktteilnehmer erwarteten nun eher, dass unter der neuen US-Regierung umfangreiche, defizitwirksame fiskalische Maßnahmen verabschiedet werden. Auch das in zahlreichen Ländern zu beobachtende Anziehen der markt-basierten langfristigen Inflationserwartungen war in den USA besonders deutlich. Die internationalen Aktienmärkte legten im Zuge der beschriebenen Entwicklungen im Ergebnis kräftig zu. Die Finanzmarktakteure revidierten die Gewinnaussichten vor allem für Unternehmen aus den USA nach oben. Die Hoffnung, dass sich die Weltkonjunktur durch die Impfungen deutlich schneller erholen werde als zuvor erwartet, dämpfte an den Devisenmärkten die Nachfrage nach Währungen, die als vergleichsweise sicher empfunden werden. In effektiver Rechnung werteten der US-Dollar und der Yen daher ab. Auch der Euro verlor im gewogenen Durchschnitt an Wert; seine Verluste fielen aber vergleichsweise gering aus.

### ■ Wechselkurse

Der Euro wertete gegenüber dem US-Dollar bis zur ersten Januarwoche spürbar auf. Trotz der weltweit weiter steigenden Infektionszahlen begünstigte die verbesserte Stimmung an den Finanzmärkten zum Jahresende 2020 Nettokapitalabflüsse aus den Vereinigten Staaten heraus und belastete damit den US-Dollar. Verschiedene Faktoren hatten neben dem Start der Impfungen zu der sich aufhellenden Stimmung beigetragen. So schwächten den US-Dollar Spekulationen, dass die amerikanische Notenbank trotz steigender Inflationserwartungen ihre Geldpolitik weiter lockern könnte. Die Anfang Dezember vom EZB-Rat beschlossene umfangreiche Aufstockung des Pandemie-Notfallankaufprogramms war dagegen schon zuvor in den Wechselkursen eingepreist. Mitte Dezember stützten den Euro gegenüber dem US-Dollar zudem überraschend günstige Konjunkturdaten aus dem gemeinsamen Währungsraum, die mit schlechter als erwartet ausgefallenen Wirtschaftsmeldungen aus den USA kontrastierten. Die Einigung auf ein Handels- und Kooperationsabkommen zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU, die erst kurz vor dem Ablauf der Übergangsfrist am Jahresende erzielt wurde, gab dem Euro im Verhältnis zum US-Dollar zusätzlich Auftrieb.

Am 6. Januar 2021 notierte der Euro bei 1,23 US-\$. Dies war der höchste Stand seit April 2018. Seitdem setzte eine Gegenbewegung des Euro-US-Dollar-Kurses ein. Die Renditen an den amerikanischen Anleihemärkten stiegen in Erwartung höherer Staatsausgaben spürbar an. Dies hat den US-Dollar auf breiter Basis gestützt. Zuletzt hat sich die Stimmung an den Finanzmärkten durch die Ausbreitung besonders infektiöser Mutanten des Coronavirus, durch Verzögerungen bei den Impfungen und durch die anhaltenden wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Beschränkungen in Ländern des Euroraums jedoch wieder etwas eingetrübt.

*Euro mit Wert-  
zuwachsen  
gegenüber  
US-Dollar ...*

## Zur Entwicklung des nominalen effektiven Wechselkurses des Euro

Die Entwicklung des nominalen handelsgewichteten Wechselkurses des Euro hängt merklich davon ab, gegenüber welchem Kreis von Partnerwährungen er berechnet wird.<sup>1)</sup> Bundesbank und EZB veröffentlichen beispielsweise täglich effektive Eurokurse sowohl gegenüber 19 als auch gegenüber einem deutlich breiteren Kreis von 42 Partnerwährungen. In beiden Länderkreisen befinden sich die Währungen wichtiger europäischer Partnerländer (so das Pfund Sterling, der Schweizer Franken oder auch der Zloty Polens) sowie der bedeutendsten außereuropäischen Industrieländer wie zum Beispiel der US-Dollar, der Yen oder der kanadische Dollar. Der breite Länderkreis erfasst zusätzlich noch zahlreiche weitere Währungen, beispielsweise von Schwellen- oder rohstoffexportierenden Ländern. Dazu gehören Währungen wie die Brasiliens, der Real, Russlands, der Rubel, oder die türkische Lira.

In effektiver Rechnung gegenüber dem breiten Länderkreis tendiert der Euro dazu, spürbar stärker aufzuwerten als gegenüber dem weniger weit gefassten Länderkreis. Dies war auch im Verlauf des letzten Jahres zu beobachten. So lag der effektive Euro gegenüber den Währungen des Kreises von 19 Partnerländern zuletzt 3,0 % über dem Stand zum Jahresbeginn 2020. Deutlicher fielen jedoch die Wertzuwächse des Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen des breiten Kreises von 42 Ländern aus (5,4 %). Einen wichtigen Beitrag zu der effektiven Aufwertung des Euro in beiden Abgrenzungen lieferte vor allem der Wertgewinn gegenüber dem US-Dollar und dem britischen Pfund. Die Wertzuwächse fielen zwar gegenüber einigen anderen Währungen, wie beispielsweise dem Zloty, noch stärker aus. Währungen wie diese ge-

hen aber mit einem geringeren Außenhandelsgewicht in die Berechnung des gewogenen Durchschnitts ein. Die Divergenz der Wertentwicklung des Euro zwischen den zwei Länderkreisen ist vor allem auf die sehr starke Euro-Aufwertung gegenüber den oben genannten Währungen zurückzuführen, die nur zum breiten Kreis von 42 Handelspartnern gehören. So gewann der Euro seit Anfang 2020 gegenüber dem Real 44,5 % an Wert, gegenüber dem Rubel 27,2 % und gegenüber der türkischen Lira trotz deren jüngster Erholung 25,6 %.

Auch in einer längerfristigen Betrachtung zeigt sich, dass der nominale effektive Euro gegenüber dem breiten Länderkreis eine spürbare Tendenz zur Aufwertung aufweist. So notiert der effektive Euro gegenüber dem Kreis von 42 Partnerwährungen derzeit 18,2 % über seinem Einstandskurs von Anfang 1999. Er verfehlt damit sein Allzeithoch aus dem Dezember 2008 nur knapp. Gegenüber dem engeren Kreis von 19 Partnerwährungen hingegen steht er aktuell 2,5 % unterhalb seines Einstandskurses und mit –13,1 % weit unter seinem historischen Höchststand.

Eine wesentliche Ursache für die langfristige Aufwertungstendenz des effektiven Euro in breiter Abgrenzung ist darin zu finden, dass die Inflationsraten in vielen Schwellenländern, deren Währungen hier berücksichtigt sind, im Durchschnitt merklich höher lagen als im Euroraum. Eine hohe Inflation beeinträchtigt jedoch die preisliche Wettbewerbsfähigkeit des betroffenen Landes und resultiert daher tendenziell in einer Verschlechterung

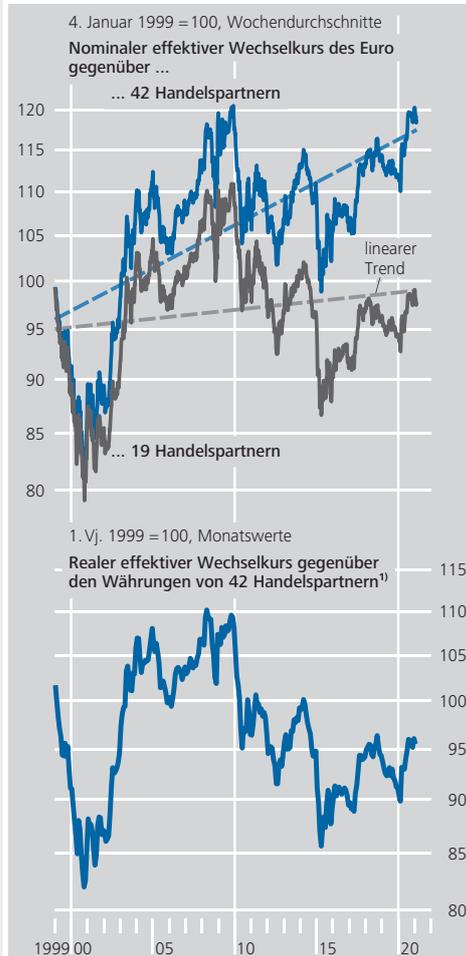
<sup>1</sup> Zur Neuberechnung der Ländergewichte, die neben dem Waren- nun auch den Dienstleistungshandel berücksichtigen, vgl.: Deutsche Bundesbank (2020).

rung seiner Leistungsbilanz sowie einer nominalen Abwertung seiner Währung. Eine nominale Euro-Aufwertung gegenüber einem Kreis, der solche Länder enthält, ist insofern strukturell bedingt und kann als Gleichgewichtsphanomen aufgefasst werden, mithilfe dessen internationale Inflationsdifferenzen ausgeglichen werden.

Für den enger gefassten Kreis von 19 Partnerwährungen hingegen sind im gewogenen Durchschnitt allenfalls geringe Inflationsdivergenzen im Vergleich zum Euroraum festzustellen. Aus diesem Grund ist für den effektiven Euro in dieser Abgrenzung auch keine signifikante längerfristige Aufwertungstendenz erkennbar. Wie die relative Inflationsentwicklung zwischen dem Euroraum und den betrachteten Partnerländern auf der einen Seite und die nominale Aufwertungstendenz des effektiven Euro in breiter Abgrenzung auf der anderen Seite zusammenspielen, spiegelt der reale effektive Wechselkurs des Euro wider. Dieser berücksichtigt neben nominalen Wechselkursbewegungen auch die gleichzeitig bestehenden Inflationsdifferenzen zwischen dem Euroraum und seinen Handelspartnern. Hier zeigt sich, dass der Euro auch gegenüber dem breiten Kreis von 42 Partnerländern real keinen erkennbaren langfristigen Aufwertungstrend aufweist. Die relativ deutliche nominale Aufwertung des Euro gegenüber dem breiten Länderkreis kann also auch vor diesem Hintergrund als Korrektur angesehen werden, die zum Ausgleich internationaler Inflationsdifferenzen beiträgt.

### Effektive Wechselkurse des Euro<sup>1)</sup>

log. Maßstab

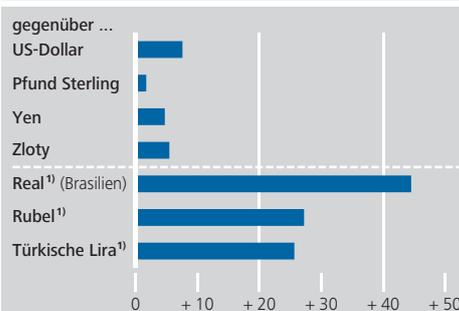


\* Euroraum-19. Anstieg der Kurven entspricht einer nominalen bzw. realen Aufwertung des effektiven Euro. <sup>1)</sup> Auf der Basis der Verbraucherpreisindizes.

Deutsche Bundesbank

### Nominale Aufwertung des Euro seit Jahresbeginn 2020

in %



Quelle: EZB. <sup>1)</sup> Ausgewählte Währungen, die bei der Berechnung des effektiven Euro gegenüber 42 Handelspartnern berücksichtigt werden, aber nicht gegenüber 19 Handelspartnern. Die übrigen Währungen werden bei der Berechnung gegenüber beiden Länderkreisen berücksichtigt.

Deutsche Bundesbank



Zum Ende der Berichtsperiode notierte der Euro bei 1,21 US- $\text{\$}$ ; er hat damit seit Ende September 3,2% an Wert gewonnen.

... und gegenüber Yen, ...

Auch gegenüber dem Yen wertete der Euro per saldo auf. Dabei spielten Meldungen im Zusammenhang mit der Corona-Pandemie über ihren Einfluss auf die Stimmung an den Märkten eine wesentliche Rolle. Oft lässt sich beobachten, dass Investoren bei steigender Risikofreude ihre Mittel teilweise aus Japan abziehen. So wertete der Euro gegenüber dem Yen auf, als der Risikoappetit an den Märkten in der zweiten Novemberhälfte zunahm. Zusätzlich belastete den Yen die Bekanntgabe eines überraschend starken Rückgangs der Verbraucherpreise, die an den Märkten die Sorge vor neuerlichem Druck auf die Bank von Japan verstärkte, die Geldpolitik noch weiter zu lockern. Nach der Einigung zwischen dem Vereinigten Königreich und der EU über ihr zukünftiges Verhältnis legte die Gemeinschaftswährung gegenüber dem Yen in der letzten Dezemberwoche erneut zu.

Mitte Februar notierte der Euro mit 128 Yen auf seinem höchsten Stand seit Dezember 2018. Er lag zuletzt rund 3,2% über seinem Kurs am Ende des dritten Quartals.

Die Wechselkursentwicklung des Euro gegenüber dem Pfund Sterling war in den letzten Monaten des Jahres 2020 vor allem durch wechselnde Einschätzungen über die Erfolgsaussichten der Verhandlungen mit der EU geprägt. Mitte Dezember geriet das britische Pfund vorübergehend unter merklichen Abgabedruck, als der Eindruck entstand, diese Verhandlungen seien festgefahren, und sie für mehrere Tage unterbrochen wurden. Kurz darauf geriet es durch marktseitige Spekulationen auf die Einführung negativer Leitzinsen, die von der Bank von England diskutiert wurden, zusätzlich unter Druck. In der Folgezeit lösten aber aufkommende Hoffnungen auf die später auch tatsächlich erreichte Einigung über ein Handels- und Kooperationsabkommen mit der EU eine breit angelegte Aufwertung der britischen Währung aus. Mitte Januar festigte sich das Pfund Sterling erneut, nachdem sich der Gouverneur der britischen Notenbank zu einer Einführung negativer Leitzinsen skeptisch geäußert hatte. Bei Abschluss dieses Berichts notierte die Gemeinschaftswährung bei 0,87 Pfund Sterling und damit rund 5,1% schwächer als Ende September.

... jedoch mit Verlusten gegenüber Pfund Sterling

Der Euro wertete im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 19 wichtigen Handelspartnern seit Ende September per saldo ab (-1,1%). Dabei verlor er nicht nur gegenüber dem britischen Pfund an Wert, sondern unter anderem auch gegenüber den Währungen wichtiger mitteleuropäischer Partnerländer, so gegenüber dem Zloty (-1,3%), der tschechischen Krone (-5,0%) und dem Forint (-1,9%); zur Entwicklung des effektiven Euro gegenüber verschiedenen Länderkreisen siehe auch die Erläuterungen auf Seite 42f. Im Ergebnis verbesserte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euroraums im Berichtszeitraum etwas; gemessen am langfristigen Durchschnitt ist ihre Wettbewerbsposition derzeit nach wie vor als neutral zu bezeichnen.

Euro in effektiver Rechnung schwächer

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

### Rentenmarkt

*Rendite zehnjähriger US-Staatsanleihen gestiegen*

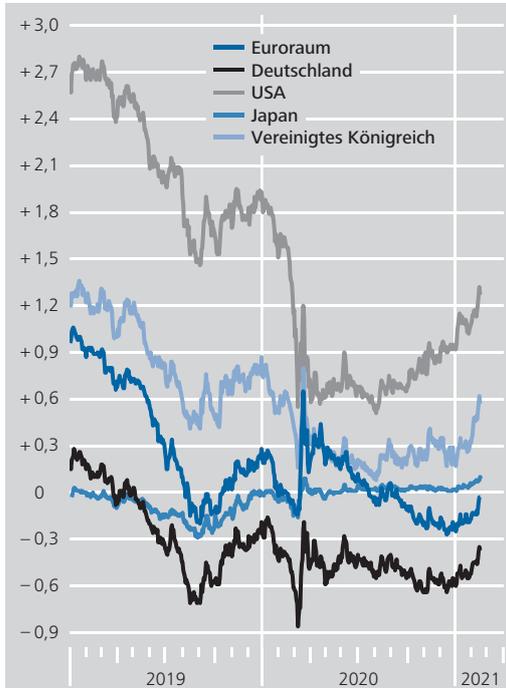
Die Renditen von Staatsanleihen stiegen im Berichtszeitraum in den großen Währungsräumen unterschiedlich stark an. Zehnjährige US-Treasuries rentierten mit zuletzt 1,3 % um 61 Basispunkte höher als Ende September. Am US-Treasury-Markt wurden neben den positiven Impfstoffnachrichten die Aussichten für Konjunktur und Inflation insbesondere nach den US-Wahlen im November und den Senatswahlen in Georgia im Januar neu bewertet. Die Finanzmarktteilnehmer preisten infolge der von der neuen US-Regierung geplanten umfangreichen fiskalischen Maßnahmen ein höheres Risiko steigender Inflation ein. Im Renditeanstieg kommt derzeit vor allem auch eine höhere nominale Terminprämie zum Ausdruck, die Anleger für die Übernahme von Zinsänderungsrisiken kompensiert.

*Renditen zehnjähriger Bundesanleihen leicht gestiegen*

Zehnjährige Bundesanleihen rentierten mit – 0,4 % im Ergebnis höher als Ende September (+ 18 Basispunkte). Die Nachricht, dass bald ein Impfstoff verfügbar sein würde, führte auch bei Bundesanleihen im November zu einem Renditesprung. Dabei spielte am Bundesanleihemarkt nicht nur die damit verbundene Perspektive einer fortschreitenden konjunkturellen Erholung eine Rolle. Im Zuge des sich abzeichnenden Auswegs aus der Pandemie waren Bundesanleihen auch weniger in ihrer Rolle als sicherer Hafen gesucht. Dem Renditeanstieg entgegen wirkte der Beschluss des EZB-Rats vom Dezember, den geldpolitischen Akkommodationsgrad noch einmal zu lockern und die geldpolitischen Notfallmaßnahmen zu verlängern und auszuweiten. Den Anstieg der US-Renditen über den Berichtszeitraum vollzogen die Bundesanleihe-Renditen deshalb nur zum Teil nach. Im Ergebnis stieg die Renditedifferenz zehnjähriger US-Treasuries zu laufzeitgleichen Bundesanleihen an (+ 44 Basispunkte auf 165 Basispunkte); sie lag aber weiterhin unter dem fünfjährigen Mittel (197 Basispunkte).

### Anleiherenditen<sup>\*)</sup> des Euroraums und ausgewählter Länder

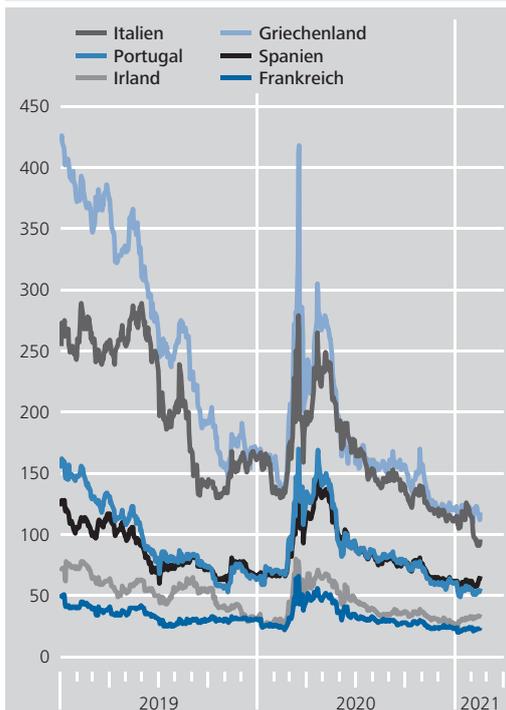
% p. a., Tageswerte



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

### Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank



Zinsstrukturkurve steiler

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve hat sich seit Ende September versteilt. Gemessen am Abstand der zehn- zur zweijährigen Rendite lag die Steigung bei 33 Basispunkten (+ 17 Basispunkte). Zuletzt rentierten Bundeswertpapiere ab etwa 20 Jahre Laufzeit nicht mehr negativ. Die in der Zinsstrukturkurve enthaltenen impliziten Erwartungen für die kurzfristigen Zinsen sind einer Modellzerlegung nach im Ergebnis nahezu unverändert (- 1 Basispunkt). Die Komponente der Terminprämien hat sich seit Ende September mit 21 Basispunkten dagegen erhöht, ist aber weiterhin negativ. Damit erhielt ein Anleger im Moment im Erwartungswert weiterhin einen höhe-

ren Ertrag, wenn er Papiere mit kurzer Fälligkeit revolvierend anlegte, als wenn er eine entsprechende langfristige Anleihe kaufte.

Die Renditeunterschiede zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und Staatsanleihen gleicher Laufzeit anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt ohne Deutschland) sanken im Berichtszeitraum um 10 Basispunkte auf 51 Basispunkte. Sie verzeichneten damit ein ähnliches Niveau wie zuletzt im Jahr 2008. Die im Dezember beschlossene Ausweitung und Verlängerung des PEPP trug dazu bei, dass sich die Renditeunterschiede weiter einengten. Besonders ausgeprägt war der Rückgang bei Staatsanleihen des Euroraums mit geringerer Bonität. Länderspezifische Risiken, wie beispielsweise die Regierungskrise in Italien, schlugen im historischen Vergleich nur verhalten und kurzfristig auf die Renditeniveaus durch. Indikatoren zur Marktliquidität deuteten zudem nicht darauf hin, dass die Staatsanleihemärkte im Euroraum angespannt wären.

*Renditedifferenzen im Euroraum eingeengt*

Zehnjährige Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs rentierten im Einklang mit den internationalen Entwicklungen mit 0,6 % zuletzt 39 Basispunkte höher als Ende September. Die Renditen entwickelten sich ruhig im zeitlichen Umfeld des erfolgreichen Abschlusses eines Handels- und Kooperationsabkommens am 24. Dezember sowie zum Ende der Übergangsperiode am Jahresende. Zehnjährige japanische Staatsanleihen rentierten mit 0,1 % etwas höher als Ende September (+ 7 Basispunkte). Die Renditen lagen damit zuletzt im oberen Bereich des Zielbandes, in dem die Bank von Japan nach Einschätzung der Marktteilnehmer die Zinsen im Rahmen ihrer Zinsstrukturkurvensteuerung halten möchte.

*Renditen im Vereinigten Königreich und in Japan gestiegen*

Unter dem Einfluss der oben genannten Faktoren stiegen auch die aus Inflationsswaps für den Euroraum hergeleiteten, in fünf Jahren beginnenden Termininflationen für fünf Jahre deutlich auf 1,3 % (+ 18 Basispunkte). Sie notierten damit auf ähnlichem Niveau wie vor der Corona-Pandemie und erkennbar oberhalb des

*Termininflationen im Euroraum und in den USA gestiegen*

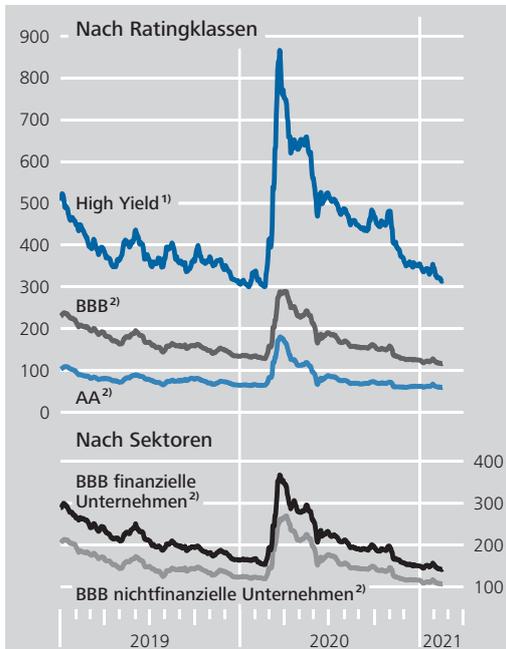
Tiefstandes von 0,7 %, der im März 2020 verzeichnet worden war. Auch die von Consensus Economics aus Umfragen ermittelten Inflationserwartungen für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren stiegen zuletzt an, und zwar leicht auf 1,9%. Inflationsrisiko- und Liquiditätsprämien sind maßgeblich verantwortlich für den Abstand zwischen den markt- und umfragebasierten Erwartungen. In den USA stiegen die marktbasieren fünfjährigen Termininflationssraten in fünf Jahren ebenfalls deutlich um (+ 31 Basispunkte auf 2,4 %).

*Renditen von Unternehmensanleihen sehr niedrig*

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen gaben seit dem Ende des dritten Quartals 2020 stark nach; teilweise wurden im Januar historische Tiefstände verzeichnet. Anleihen von Finanzunternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren rentierten bei Berichtsschluss mit 1,0 % um 39 Basispunkte niedriger als Ende September. Die Renditen von Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors verzeichneten ebenfalls einen Rückgang, und zwar von 26 Basispunkten auf 0,6%. Da die Renditen laufzeitgleicher Bundeswertpapiere im Ergebnis anstiegen, engten sich die Renditeaufschläge europäischer finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen gegenüber Bundesanleihen entsprechend um 55 Basispunkte beziehungsweise 42 Basispunkte ein. Besonders stark sanken die Renditen von Hochzinsanleihen, deren Renditeaufschläge um über 150 Basispunkte zurückgingen. Bemerkenswert ist, dass die Kreditausfallprämien für europäische Unternehmen seit dem Ende des dritten Quartals 2020 nur moderat nachgaben (zehnjährige iTraxx 125: – 8 Basispunkte). Der starke Rückgang der Zinsaufschläge zu sicheren Wertpapieren deutet darauf hin, dass Marktteilnehmer bereit waren, für vergleichsweise geringe Prämien Risiken in ihre Bilanzen zu nehmen. Das könnte ein Hinweis darauf sein, dass die Marktteilnehmer davon ausgehen, dass die Fiskalpolitik kapitalmarktfähige Unternehmen weiter gegen Umsatzeinbrüche absichern und die Notenbank andauernd für ein günstiges Finanzmarktumfeld sorgen wird. Wie am Markt für Staatsanleihen mit

### 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

geringerer Bonität schlagen unter solchen Bedingungen fundamentale Risiken vergleichsweise schwach auf die Finanzierungsbedingungen durch. Die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen können daher aktuell als sehr günstig beurteilt werden.

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im vierten Quartal 2020 dem Betrag nach deutlich unter dem Wert des Vorquartals. Insgesamt begaben deutsche Schuldner Papiere für 332 Mrd €, verglichen mit 499 Mrd € in den drei Monaten zuvor. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen hat sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 50½ Mrd € verringert. Der Umlauf von Schuldtiteln ausländischer Provenienz am deutschen Markt stieg im vierten Quartal um 14½ Mrd €. Nach sehr hohen Emissionen im bisherigen Jahresverlauf 2020 sank im Schlussquartal der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Ergebnis um 36 Mrd €.

*Nettotilgungen deutscher Schuldverschreibungen*

## Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2019		2020	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	
<b>Schuldverschreibungen</b>				
Inländer	15,6	55,3	70,0	
Kreditinstitute	- 15,4	- 21,5	- 14,4	
darunter:				
ausländische				
Schuldverschreibungen	- 8,0	- 18,9	2,0	
Deutsche Bundesbank	10,0	65,8	70,5	
Übrige Sektoren	21,0	10,9	13,9	
darunter:				
inländische				
Schuldverschreibungen	11,1	- 5,5	1,6	
Ausländer	- 37,3	136,1	- 106,1	
<b>Aktien</b>				
Inländer	3,1	60,8	30,2	
Kreditinstitute	3,1	1,9	5,2	
darunter:				
inländische Aktien	3,0	0,2	1,8	
Nichtbanken	0,1	58,9	25,0	
darunter:				
inländische Aktien	- 15,4	40,4	3,0	
Ausländer	17,6	- 14,8	- 0,6	
<b>Investmentzertifikate</b>				
Anlage in Spezialfonds	52,1	18,9	43,3	
Anlage in Publikumsfonds	4,9	4,9	8,0	
darunter:				
Aktienfonds	0,7	3,4	4,3	

Deutsche Bundesbank

*Unternehmensanleihen per saldo getilgt*

Inländische Unternehmen tilgten im Berichtsquartal Anleihen für netto 30½ Mrd €, nach Nettoemissionen in Höhe von 65 Mrd € im Quartal zuvor. Vor allem die Sonstigen Finanzinstitute tilgten im Ergebnis Anleihen, insbesondere auch strukturierte Produkte wie zum Beispiel Zertifikate und Optionsscheine. Die hohen Emissionen und Tilgungen solcher Papiere, die häufig grenzüberschreitend gehandelt werden, spielten in jüngerer Zeit wieder eine bedeutende Rolle am deutschen Rentenmarkt und im Kapitalverkehr mit dem Ausland.

*Gesunkene Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute*

Inländische Kreditinstitute verringerten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 29 Mrd € (Vorquartal: Nettoemissionen in Höhe von 23 Mrd €). Vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute wurden per saldo getilgt (18 Mrd €). Daneben sank aber auch der Umlauf von flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (5½ Mrd €), Hypothekendarlehen (3 Mrd €) und Öffentlichen Pfandbriefen (2 Mrd €).

Die öffentliche Hand begab im Schlussquartal 2020 Schuldtitel für netto 8½ Mrd €, nach 104½ Mrd € im Quartal zuvor, in dem die Finanzagentur – auch zur Abdeckung pandemiebedingter Lasten – in großem Umfang zum Teil kurzfristige Mittel aufgenommen hatte. Der Bund (inkl. der ihm zugerechneten Abwicklungsanstalt) emittierte vor allem Bundesanleihen, vorrangig mit zehnjähriger Laufzeit (12 Mrd €). Zudem stärkte er – nach der erstmaligen Platzierung einer grünen Bundesanleihe im September 2020 – mit der Emission einer grünen Bundesobligation Anfang November sein Angebot an grünen Bundeswertpapieren. Dem standen Nettotilgungen unverzinslicher Bubills in Höhe von 15 Mrd € gegenüber. Die Länder und Gemeinden begaben im Ergebnis Schuldverschreibungen für 6 Mrd €.

*Nettoemissionen der öffentlichen Hand*

Erworben wurden Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2020 im Ergebnis überwiegend von der Bundesbank, die – vor allem im Zuge der Ankaufprogramme des Eurosystems – per saldo Anleihen für 70½ Mrd € in ihre Bücher nahm. Inländische Nichtbanken erwarben Schuldverschreibungen für netto 14 Mrd €, dabei standen ausländische Titel im Vordergrund des Interesses. Hingegen trennten sich ausländische Investoren und heimische Kreditinstitute von festverzinslichen Werten in Höhe von netto 106 Mrd € beziehungsweise 14½ Mrd €. Bei den gebietsfremden Investoren entfiel rund ein Viertel des genannten Betrages auf Verkäufe und Tilgungen strukturierter Produkte.

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

## Aktienmarkt

Die Kurse an den internationalen Aktienmärkten legten im Berichtszeitraum deutlich zu. Hierin spiegelte sich die Hoffnung, durch die nun zugelassenen Impfstoffe, die Pandemie einzudämmen und damit auf einen stabilen Pfad der konjunkturellen Erholung einzuschwenken. Darüber hinaus ließen die eingangs erwähnten politischen Unsicherheiten im Berichtszeitraum nach. Einige Indizes verzeichneten im Januar neue Höchststände. Eine Erklärung für die

*Internationale Aktienmärkte mit deutlichen Zugewinnen*

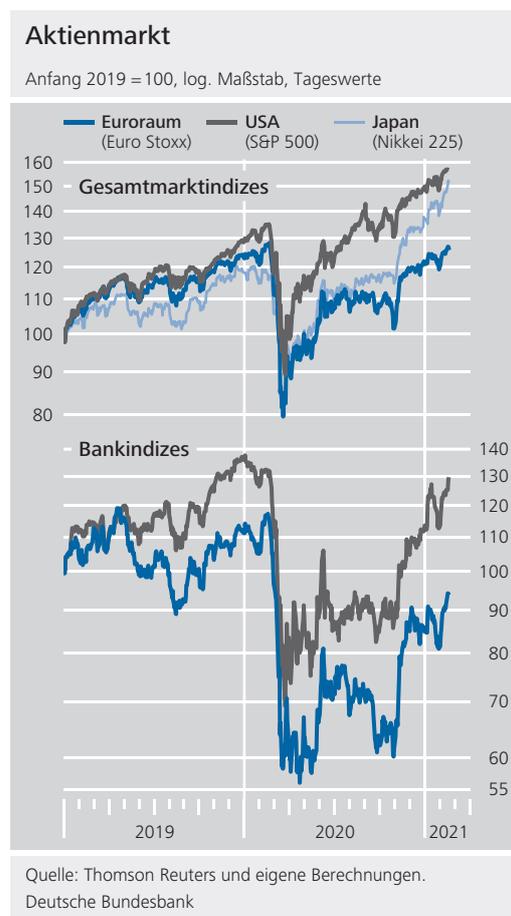
freundliche Aktienmarktentwicklung ist, dass die Marktteilnehmer durch die aktuelle wirtschaftliche Verlangsamung hindurchschauen. Hinter den Kursanstiegen steht aber möglicherweise auch die Erwartung, dass die Fiskalpolitik und die Geldpolitik weiter die finanziellen Risiken für kapitalmarktorientierte Unternehmen abfedern werden. Im Ergebnis gewannen europäische und deutsche Aktien, gemessen am Euro Stoxx und CDAX, seit Ende des dritten Quartals 2020 16,0 % beziehungsweise 10,4 % an Wert. Der britische FTSE-All-Share-Index verbuchte ein Plus von 14,7 %. US-amerikanische Aktien notierten um 16,4 % höher. Besonders deutlich fiel der Kursanstieg beim japanischen Nikkei 225 aus, der um 30,4 % zulegen.

*Bankaktien mit stärkerem Plus als der Gesamtmarkt*

Bankaktien entwickelten sich seit Ende des dritten Quartals 2020 beiderseits des Atlantiks deutlich stärker als die jeweiligen Gesamtmärkte, allerdings nach einer schwächeren Erholung in den Vorquartalen. US-Banktitel stiegen um 50,4 %, im Euroraum fielen die Kursgewinne mit 47,8 % ähnlich hoch aus. Entscheidend für die überdurchschnittliche Kursentwicklung dürften vor allem gestiegene Gewinnerwartungen für Banken gewesen sein. Offenbar rechneten die Marktteilnehmer aufgrund der positiveren Konjunkturaussichten mit weniger Kreditausfällen als zuvor.

*Aktienmarktvolatilität zuletzt wieder etwas höher*

Die Kursunsicherheit am Aktienmarkt – gemessen an den aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten von Aktienindizes – nahm im Ergebnis gegenüber Ende September 2020 etwas ab. Allerdings kam es Ende Januar von niedrigeren Niveaus aus zu einem erneuten Anstieg der Volatilität. Hierzu beigetragen haben starke Kursschwankungen von Einzelwerten bei ungewöhnlich hohen Handelsvolumina auf mehreren Handelsplattformen, vor allem in den USA. Nach Angaben der US-amerikanischen Wertpapieraufsichtsbehörde Securities and Exchange Commission (SEC) ging die lebhafteste Handelsaktivität mit einer außergewöhnlich hohen Anzahl an sogenannten Leerverkäufen bei bestimmten Titeln einher.<sup>1)</sup> Mit Leerverkäufen können Marktteilnehmer, die ein Wert-

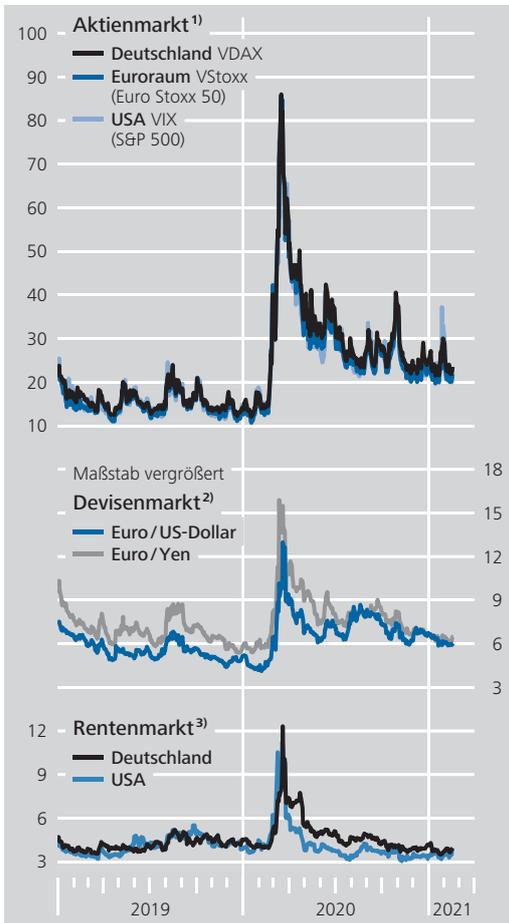


papier zuvor nicht in ihrem Portfolio hatten, ihre Einschätzung zum Ausdruck bringen, dass sie dieses Wertpapier für zu teuer halten. Im Januar entstand nun bei einzelnen Papieren offenbar eine Situation, die als „short squeeze“ bezeichnet wird. Ein „short squeeze“ ist dadurch gekennzeichnet, dass Handelsakteure sich zum Liefertermin mit leerverkauften Titeln eindecken müssen, um ihren vertraglichen Lieferverpflichtungen nachkommen zu können, ihnen dies aber nicht oder nur zu erhöhten Kursen gelingt. Es kann zu Lieferausfällen kommen, sogenannten „fails-to-deliver“. Der Kurs einer Aktie kann sich im Zuge eines solchen „short squeeze“ durch den Zwang, sich eindecken zu müssen,

<sup>1</sup> Bei einem Leerverkauf verkauft ein Marktteilnehmer ein bestimmtes Wertpapier zum aktuellen Kurs, ohne dieses Wertpapier zum Zeitpunkt des Verkaufs zu besitzen. Der Leerverkäufer leiht sich die Aktie zuvor von einem anderen Marktteilnehmer (meist einem Broker) und verpflichtet sich, die Aktie später zurückzuliefern. Die Differenz zwischen dem Kurs zum Zeitpunkt des Leerverkaufs und dem Kurs zum Zeitpunkt der Lieferung (abzgl. der Leihgebühr) ist der Gewinn bzw. Verlust des Leerverkäufers.

## Implizite Volatilitäten an den Finanzmärkten

in %, Tageswerte



Quellen: Bloomberg und Thomson Reuters. **1** Berechnet aus Preisen von Indexoptionen mit einer Laufzeit von 30 Tagen. **2** Implizite Volatilität von Währungsoptionen mit einer Laufzeit von drei Monaten. **3** Implizite Volatilität von Optionen auf den Bund Future (Deutschland) bzw. T-Note Future (USA) für einen Horizont von drei Monaten.

Deutsche Bundesbank

von dem fundamental gerechtfertigten Preis der Aktie entkoppeln und drastisch steigen. Endet der „short squeeze“, können die Kurse umgekehrt wieder erheblich fallen. Auch bei Einzelwerten aus Deutschland und dem Euroraum kam es zu starken Kursschwankungen. Insgesamt lag die Volatilität der großen Aktienindizes zum Ende des Berichtszeitraums über ihrem jeweiligen fünfjährigen Mittel.

Die Bewertungsniveaus von Aktien entwickelten sich im Berichtszeitraum beiderseits des Atlantiks ähnlich. Im Euroraum fiel dem Dividendenbarwertmodell der Bundesbank zufolge vor allem die Aktienrisikoprämie. Marktteilnehmer

*Bewertungs-  
 niveau weiterhin  
 hoch*

waren also im derzeitigen Umfeld bereit, für eine geringere Entschädigung Aktien aus dem Euroraum zu halten. Sowohl die impliziten Eigenkapitalkosten als auch die Gewinnrenditen liegen für den Euro Stoxx weiterhin nahe historischer Tiefstände und signalisieren damit eine vergleichsweise hohe Aktienmarktbeurteilung. Wie erwähnt spiegelt sich in der Bewertung möglicherweise auch die derzeitig äußerst akkommodierende Fiskal- und Geldpolitik des Euroraums wider. Für das Kursplus im S&P 500 waren vor allem höhere Gewinnerwartungen verantwortlich. Der Anstieg sicherer US-Zinsen für sich genommen dämpfte hingegen den Kursanstieg. Für den S&P 500 blieb die Gewinnrendite wie im Euroraum nahe ihres Tiefstandes. Die impliziten Eigenkapitalkosten lagen etwas darüber, aber deutlich unterhalb des langfristigen Mittels. Die Bewertung erscheint demnach für den S&P 500 ebenfalls hoch.

Die Mittelaufnahme am deutschen Aktienmarkt betrug im Berichtsquartal per saldo 4 Mrd € (Vorquartal: 25½ Mrd €). Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 25½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis vor allem von inländischen Nichtbanken, zu denen beispielsweise auch Fonds und sonstige Finanzunternehmen zählen (25 Mrd €). Heimische Kreditinstitute vergrößerten ihre Aktienportfolios um netto 5 Mrd €, während ausländische Investoren ihr Aktienengagement in Deutschland per saldo um ½ Mrd € verringerten.

*Mittelaufnahme  
 am Aktienmarkt*

## Investmentfonds

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im letzten Quartal 2020 einen deutlichen Mittelzufluss in Höhe von 51½ Mrd €, nach 24 Mrd € im Vorquartal. In den Schlussmonaten eines Jahres verzeichnen Investmentgesellschaften häufig höhere Mittelzuflüsse. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis weit überwiegend den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (43½ Mrd €). Unter den Anlageklassen erzielten vor allem Gemischte

*Absatz und  
 Erwerb von  
 Investment-  
 zertifikaten*

Wertpapierfonds ein deutliches Mittelaufkommen (23 ½ Mrd €), aber auch Aktienfonds (9 ½ Mrd €), Dachfonds (6 Mrd €), Offene Immobilienfonds und Rentenfonds (je 5 Mrd €) verzeichneten Mittelzuflüsse. Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 30 ½ Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis nahezu ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen im Ergebnis Anteilscheine für 77 ½ Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile. Heimische Kreditinstitute und gebietsfremde Investoren vergrößerten ihre Fondsportfolios um netto 2 ½ Mrd € beziehungsweise 2 Mrd €.

## ■ Direktinvestitionen

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

Die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr führten im vierten Quartal 2020 zu Netto-Kapitalexporten von 173 ½ Mrd €. Auch bei den Direktinvestitionen ergaben sich Kapitalabflüsse, und zwar von 11 Mrd €. Dabei wurden nun in beide Richtungen wieder deutlich umfangreichere konzerninterne Kredite vergeben.

*Kapitalexporte  
 bei deutschen  
 Direktinvestitionen  
 im Ausland*

Unternehmen mit Sitz in Deutschland weiteten im letzten Vierteljahr von 2020 ihre Direktinvestitionen im Ausland um 46 Mrd € aus (Vorquartal: 18 Mrd €). Sie vergaben vor allem in deutlich größerem Umfang konzerninterne Kredite an ihre Niederlassungen im Ausland (30 ½ Mrd €). Dies geschah im Ergebnis überwiegend durch Finanzkredite. Dahinter stand vor allem die Kreditvergabe hiesiger Unternehmen an Schwestergesellschaften im Ausland. Zudem stellten insbesondere inländische Töchter ihren ausländischen Muttergesellschaften zusätzliche Mittel bereit („reverse investments“). Inländische Unternehmen stockten darüber hinaus auch ihr Beteiligungskapital an ausländischen Firmen auf (16 Mrd €). Im vierten Quartal wurden Direktinvestitionsmittel in größerem Umfang verbundenen Unternehmen in den USA zur Verfügung gestellt (24 ½ Mrd €). Darüber

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2019	2020	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj. <sup>p)</sup>
I. Leistungsbilanz	+ 67,8	+ 62,4	+ 72,3
1. Warenhandel <sup>1)</sup>	+ 51,9	+ 56,6	+ 56,0
2. Dienstleistungen <sup>2)</sup>	- 2,9	- 6,6	+ 3,9
3. Primäreinkommen	+ 31,1	+ 22,3	+ 29,9
4. Sekundäreinkommen	- 12,4	- 9,9	- 17,6
II. Vermögensänderungsbilanz	- 1,0	- 1,0	- 2,2
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 92,8	+ 70,4	+ 92,7
1. Direktinvestition	+ 25,2	- 10,6	+ 10,8
Inländische Anlagen im Ausland	+ 23,5	+ 17,9	+ 46,2
Ausländische Anlagen im Inland	- 1,7	+ 28,5	+ 35,3
2. Wertpapieranlagen	+ 71,5	- 92,0	+ 173,4
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 32,8	+ 44,4	+ 68,2
Aktien <sup>3)</sup>	+ 9,4	+ 18,9	+ 22,9
Investmentfondsanteile <sup>4)</sup>	+ 20,9	+ 27,3	+ 30,7
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 4,7	+ 11,7	+ 8,8
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	- 2,0	- 0,9	- 1,9
langfristige Schuldverschreibungen <sup>6)</sup>	+ 4,4	- 0,8	+ 16,5
darunter:			
denominiert in Euro <sup>7)</sup>	+ 3,8	- 18,5	+ 7,7
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 38,7	+ 136,4	- 105,2
Aktien <sup>3)</sup>	- 2,8	+ 0,7	- 1,0
Investmentfondsanteile	+ 1,4	- 0,4	+ 1,8
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>5)</sup>	- 17,0	+ 49,4	- 33,2
langfristige Schuldverschreibungen <sup>6)</sup>	- 20,3	+ 86,6	- 72,9
darunter: öffentliche Emittenten <sup>8)</sup>	- 18,0	+ 18,2	- 39,0
3. Finanzderivate <sup>9)</sup>	+ 1,8	+ 26,5	+ 8,6
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>10)</sup>	- 5,0	+ 147,8	- 101,0
Monetäre Finanzinstitute <sup>11)</sup>	+ 61,9	- 13,9	+ 23,9
Unternehmen und Privatpersonen <sup>12)</sup>	+ 2,0	+ 62,2	- 13,1
Staat	- 0,0	+ 12,1	- 1,0
Bundesbank	- 69,0	+ 87,4	- 110,8
5. Währungsreserven	- 0,6	- 1,3	+ 0,8
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>13)</sup>	+ 26,0	+ 9,0	+ 22,7

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.

Deutsche Bundesbank

*Kapitalzuflüsse  
bei ausländischen Direkt-  
investitionen in  
Deutschland*

hinaus wurden auch nach Luxemburg (7 ½ Mrd €) und Schweden (5 ½ Mrd €) vergleichsweise hohe Mittelabflüsse verbucht.

Ausländische Firmen erhöhten ihre Direktinvestitionen in Deutschland von Oktober bis Dezember um 35 ½ Mrd €; im dritten Quartal hatte das Volumen 28 ½ Mrd € betragen. Ausschlaggebend für den Anstieg waren höhere Investitionen in Form von Beteiligungskapital (15 Mrd €) in hiesige Unternehmen. Die meisten

Mittel wurden jedoch nach wie vor über den konzerninternen Kreditverkehr (20 ½ Mrd €) bereitgestellt. Dabei handelte es sich überwiegend um Finanzkredite, die verbundene Unternehmen im Ausland ihren Schwestergesellschaften in Deutschland gewährten. Ein besonders großer Teil der Direktinvestitionszuflüsse stammte im vierten Quartal aus den USA (18 Mrd €). Vergleichsweise hohe Mittelzuflüsse gab es auch aus Malta (6 ½ Mrd €) sowie Schweden und dem Vereinigten Königreich (jeweils 6 Mrd €).

## ■ Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2020), Neuberechnung der Gewichte für die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft, Monatsbericht, August 2020, S. 52–55.