

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte  
zwischen wirtschaftlicher  
Erholung und  
Pandemieverlauf*

Die internationalen Finanzmärkte standen seit Beginn des zweiten Quartals 2021 im Spannungsfeld zwischen wirtschaftlicher Erholung und der aktuellen Einschätzung des weiteren Pandemieverlaufs. Zu Beginn des Quartals stärkten zwar zunächst die Aussicht darauf, dass pandemiebedingte Einschränkungen gelockert würden, sowie Fortschritte bei den Impfungen und positive Konjunktursignale die Zuversicht der Marktteilnehmer. Dies führte weltweit zu steigenden Renditen von Staatsanleihen. Seit Ende Juni kehrte sich diese Entwicklung jedoch angesichts der Unsicherheit über die ökonomischen Folgen der zunehmenden Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus um. Die im Frühjahr weit verbreitete Zuversicht über ein mögliches baldiges Ende der Pandemie schwächte sich wieder ab. Im Ergebnis sanken die Renditen gegenüber Ende März. An den internationalen Aktienmärkten führten fallende Diskontfaktoren, eine gut angelaufene Berichtssaison der Unternehmen und höhere Gewinnerwartungen von Analysten zu Kurssteigerungen beiderseits des Atlantiks. Die vorhandene Unsicherheit über den weiteren Verlauf der Pandemie hinterließ aber auch hier Spuren und schlug sich in höheren Aktienrisikoprämien nieder. Die Renditen von Unternehmensanleihen des Euroraums sanken vor dem Hintergrund der fortlaufenden Ankaufprogramme über den gesamten Berichtszeitraum. Insgesamt blieben die Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt für Unternehmen aus dem Euroraum damit günstig. An den internationalen Finanzmärkten rückte gleichzeitig die unerwartet stark gestiegene Inflation in den Fokus der Marktteilnehmer. Marktdaten signalisierten, übereinstimmend mit den Ergebnissen von Umfragen, vorübergehend hohe Inflationsraten. Längerfristige Markterwartungen für die Inflation bewegten sich indes beiderseits des Atlantiks – aus unterschiedlichen Richtungen – im Ergebnis auf die 2 %-Marke zu. Auch an den Devisen-

märkten spielten die Inflationszahlen eine wesentliche Rolle und beeinflussten die Erwartungen der Marktteilnehmer über die zukünftige Notenbankpolitik in den einzelnen Währungsräumen. Dabei verschob sich der geldpolitische Ausblick in den USA und im Vereinigten Königreich im Vergleich zum Euroraum leicht in Richtung einer etwas weniger lockeren Ausrichtung. Dies stärkte den US-Dollar und das Pfund Sterling gegenüber dem Euro, welcher zuvor vom Impffortschritt im Euroraum hatte profitieren können. Im Ergebnis hielten sich die Kursänderungen am Devisenmarkt über den gesamten Berichtszeitraum betrachtet allerdings in engen Grenzen.

### ■ Wechselkurse

Der Euro notierte seit Beginn des zweiten Quartals 2021 per saldo annähernd unverändert gegenüber dem US-Dollar. Dabei wertete die Gemeinschaftswährung bis Ende Mai zunächst sukzessive auf. Zunehmende Fortschritte bei Impfungen sorgten in dieser Zeit für einen aufgehellten Wirtschaftsausblick im Euroraum, wohingegen das Impftempo in den USA ins Stocken geriet. Zur Stärke des Euro gegenüber dem US-Dollar trug zunächst auch die amerikanische Notenbank bei. So gingen vom Offenmarktausschuss der Fed Ende April keine Signale aus, dass es angesichts der anziehenden Konjunktur in den USA zu einem baldigen Ausstieg aus dem Anleihekaufprogramm oder gar einem höheren Leitzins kommen würde. Dieser Eindruck verfestigte sich weiter mit der Veröffentlichung überraschend schwacher Zahlen zum US-Arbeitsmarkt Anfang Mai, dessen Erholung die amerikanische Notenbank zuvor zur Voraussetzung für eine geldpolitische Wende gemacht hatte.

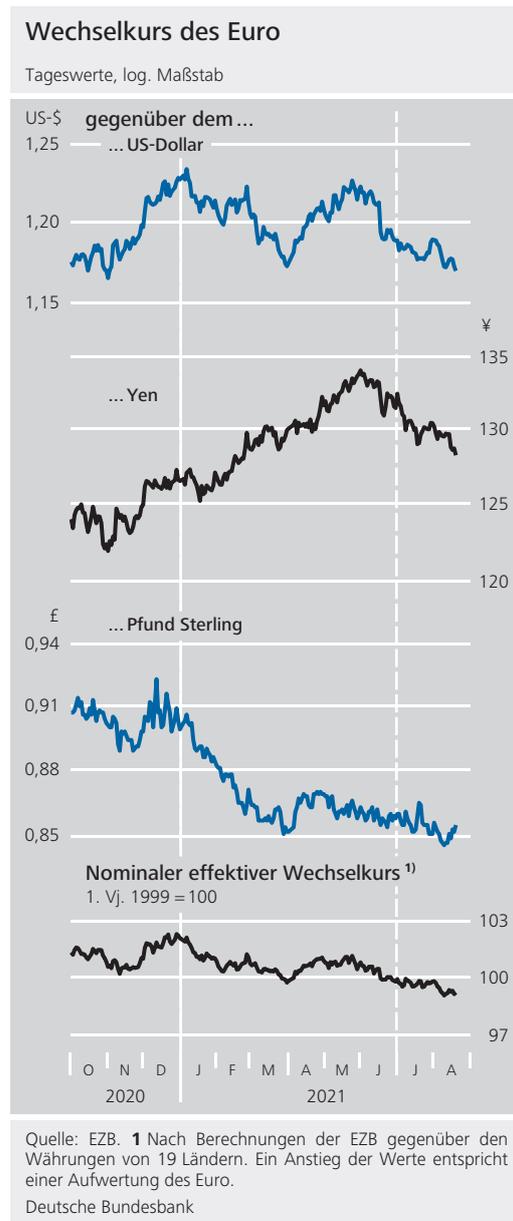
*Euro annähernd  
unverändert  
gegenüber  
US-Dollar, ...*

Gestärkt wurde der US-Dollar in der Folge jedoch von überraschend hohen Inflationszahlen in den USA. Steigende Inflationsraten

schmälern zwar grundsätzlich die Kaufkraft einer Währung und üben damit tendenziell einen Abwertungsdruck auf sie aus. An den Devisenmärkten wurden die unerwartet hohen Zahlen jedoch als ein Hinweis darauf gewertet, dass eine baldige geldpolitische Straffung der amerikanischen Notenbank nun doch wahrscheinlicher werde. Dieser Eindruck verfestigte sich nach der Tagung des Offenmarktausschusses der Fed Mitte Juni. So ging aus den Prognosen der Ausschussmitglieder hervor, dass die Bedingungen für eine geldpolitische Straffung womöglich schon früher erreicht werden könnten als zuvor gedacht. Im Gegenzug kamen Äußerungen aus der EZB, denen zufolge eine Diskussion um den Ausstieg aus der geldpolitischen Unterstützung im Euroraum noch verfrüht sei. Für die Marktteilnehmer verschob sich damit der relative geldpolitische Ausblick, und der Euro gab einen Großteil seiner Gewinne gegenüber dem US-Dollar in kurzer Zeit wieder ab. Im Juli bewegte sich der Euro ohne größere Ausschläge in einem engen Band um 1,18 US-\$. Am Ende des Berichtszeitraums notierte er bei 1,17 US-\$ und damit 0,2% schwächer als Anfang April 2021.

... mit leichten Zugewinnen gegenüber Pfund Sterling, ...

Zu Beginn des zweiten Quartals legte der Euro merklich gegenüber dem Pfund Sterling zu, weil der Rückstand des Euroraums bei der Impfquote abnahm. Seit Anfang Mai wertete der Euro indes moderat ab. Wie im Falle des US-Dollar gaben überraschend hohe Inflationszahlen im Vereinigten Königreich der britischen Währung Aufwind, da sie auch hier als Signal einer baldigen geldpolitischen Straffung gedeutet wurden. In der Tat lässt sich aus Zinsderivaten ableiten, dass die Marktteilnehmer eine Erhöhung des Leitzinses im Vereinigten Königreich schon deutlich früher erwarten, als dies für den Euroraum der Fall ist. Einen Dämpfer erhielten diese Erwartungen zwar durch die Bank von England, die bis in den Juli hinein eher eine abwartende Haltung betonte und damit das Pfund vorübergehend belastete. Im Protokoll ihrer Sitzung Anfang August stellte die Notenbank jedoch erstmals seit Beginn der Pandemie fest, dass mittelfristig eine moderate Verschär-



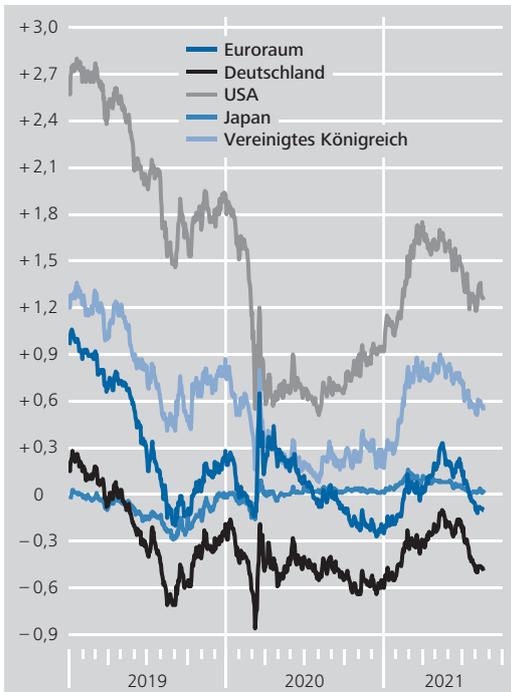
fung der Geldpolitik angezeigt sein könnte, und der Euro sank auf den tiefsten Stand gegenüber dem Pfund seit fast anderthalb Jahren. Am Ende der Berichtsperiode notierte er bei 0,86 Pfund und lag damit 0,4% über seinem Wert von Ende März.

Schwächer notierte der Euro per saldo gegenüber dem Yen. Zunächst konnte die Gemeinschaftswährung auch hier bis Ende Mai an Wert gewinnen. Belastet wurde der Yen dabei von der zunehmenden Virusausbreitung angesichts des schleppenden Impffortschritts in Japan. Zudem schränkten Verschärfungen von Eindämmungsmaßnahmen die Wirtschaftsaktivität ein;

... dagegen schwächer gegenüber Yen

### Anleiherenditen\*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Tageswerte



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

so wurde der Ausnahmezustand in einigen großen Präфекturen des Landes zwischenzeitlich verlängert und auf weitere Regionen ausgeweitet. Diese Faktoren überlagerte ab Juni jedoch zunehmend, dass der Yen angesichts der weltweiten Ausbreitung der Delta-Variante wiederholt von zeitweilig aufkommender Unsicherheit der Finanzmarktteilnehmer über die weitere globale Konjunkturerholung profitierte. Eine solche Kursreaktion steht im Einklang mit der häufig gemachten Beobachtung, dass ein abnehmender Risikoappetit der Investoren Kapitalzuflüsse nach Japan begünstigt und somit den Yen stärkt. Zuletzt kostete ein Euro 128 Yen und damit 1,3% weniger als zum Ende des ersten Quartals.

*Euro auch in effektiver Rechnung per saldo etwas schwächer*

Im Ergebnis wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner ab (-0,5%). Schwächer notierte die Gemeinschaftswährung dabei insbesondere gegenüber den Währungen einiger mittel- und osteuropäischer Staaten wie der

tschechischen Krone (-2,5%) und dem Złoty (-1,5%), die von der erfolgreichen Eindämmung des dortigen Infektionsgeschehens profitierten. Zugewinne verzeichnete der Euro hingegen im Vergleich zum australischen Dollar (+5,9%) und der norwegischen Krone (+5,5%). Auf diesen lastete unter anderem die aufkommende Unsicherheit über den Fortgang der weltweiten Konjunkturerholung und die damit verbundenen Folgen für die Nachfrage nach Rohstoffen aus diesen Ländern.

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

### Rentenmarkt

Die Renditen von Staatsanleihen in den großen Währungsräumen sanken gegenüber dem Ende des ersten Quartals 2021. Besonders deutlich gingen sie in den USA zurück. Zehnjährige US-Staatsanleihen rentierten mit 1,3% 50 Basispunkte unter ihrem Stand von Ende März. Die umfrage- sowie die marktbasieren Inflationserwartungen über die durchschnittliche Inflation in den nächsten zehn Jahren änderten sich nur wenig. Im Ergebnis rentierten die zehnjährigen erwarteten Realzinsen in den USA daher noch deutlicher negativ als zuvor. Ein wichtiger Grund hierfür war die wieder größer werdende Sorge, dass die Pandemie auch mit fortschreitenden Impfungen nicht überwunden wäre. Insgesamt nahm die große Zuversicht über eine weiter rasch anziehende Konjunktur etwas ab, die im Frühjahr die Finanzmarktentwicklung noch geprägt hatte.

*Renditen zehnjähriger Staatsanleihen weltweit gesunken*

Die aus US-Inflationsswaps hergeleitete Termininflationrate für einen Zeitraum von fünf Jahren, der in fünf Jahren beginnt, notierte zuletzt bei 2,3% und damit 15 Basispunkte unterhalb des Wertes von Ende März. Dies war insofern bemerkenswert, als kurzfristige Inflationserwartungen auf Basis von Swaps anzogen. Ein Grund für den Rückgang der Termininflationrate bei steigenden kurzfristigen Kassainflationraten könnte die Veröffentlichung der Juni-

*In den USA sinkende Termininflationraten bei steigenden Kassainflationraten*

Pressemitteilung des geldpolitischen Ausschusses der US-Notenbank Fed gewesen sein. Diese machte aus Sicht einiger Marktteilnehmer deutlich, dass die Fed auch unter ihrer neuen geldpolitischen Strategie nicht gewillt sei, dauerhaft hohe Inflationsraten zu tolerieren. Jedenfalls revidierten die Marktteilnehmer in unmittelbarer Folge auf die Verlautbarung ihre Erwartung über den Pfad der erwarteten kurzfristigen US-Zinsen nach oben. Die sinkende Termininflationsrate bei steigenden Kassainflationsraten unterstützte die am Markt weit verbreitete Sichtweise, dass die hohen aktuellen Inflationsraten nur vorübergehend seien, und die Fed in der Lage sei, bei länger anhaltenden hohen Inflationsraten effektiv gegenzusteuern. Dass einige Fed-Vertreter sich Anfang August vor dem Hintergrund positiver Konjunkturaussichten offen gegenüber einer früheren geldpolitischen Straffung zeigten, untermauerte diesen Eindruck.

*Renditen im Euroraum fallen im Zinsverbund mit den USA*

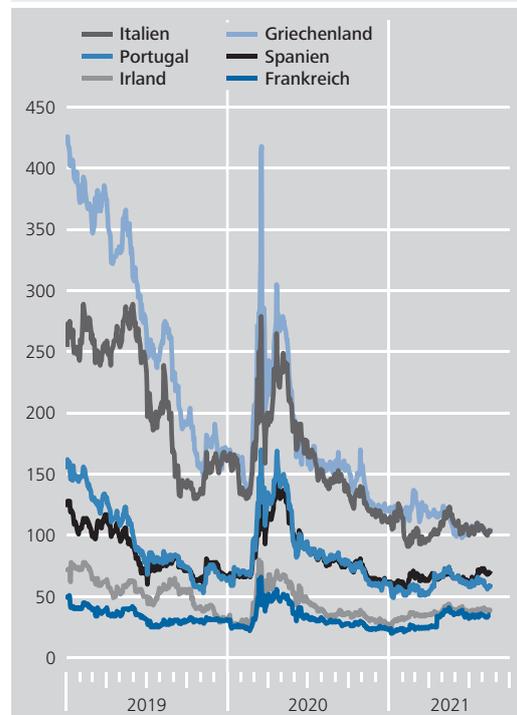
Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen lag mit zuletzt – 0,5% 20 Basispunkte niedriger als Ende März. Sie fiel damit etwas stärker als die BIP-gewichtete Rendite im Euroraum (ohne Deutschland), die im Berichtszeitraum um 13 Basispunkte auf 0,1% sank. Die Renditen im Euroraum vollzogen damit den Rückgang der US-Zinsen teilweise nach, waren aber bereits zuvor deutlich niedriger.<sup>1)</sup> Wie in den USA dämpfte die zunehmende Verbreitung der Delta-Variante auch hier die Erwartung einer weiterhin raschen wirtschaftlichen Erholung.

*Deutsche Zinsstrukturkurve nach unten verschoben und verflacht*

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve verschob sich unter diesen Einflüssen nach unten und verflachte sich dabei. Der Rückgang der längerfristigen Renditen ging dabei auf fallende Terminprämien zurück. Das lässt sich anhand eines Zinsstrukturkurvenmodells zeigen, mit dessen Hilfe sich die Zinsänderungen in die Komponenten „Terminprämie“ und „erwarteter geldpolitischer Pfad“ zerlegen lassen. Dieser Rückgang lag vermutlich überwiegend an Spillover-Effekten einer fallenden Terminprämie in den USA, denn die marktbasierende Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Inflation im Durchschnitt der nächs-

### Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

ten fünf Jahre im Euroraum unter 1% fallen könnte, nahm im Berichtszeitraum weiter ab. Die implizit erwarteten kurzfristigen Zinsen, in denen sich die erwartete Leitzinspolitik spiegelt, blieben nahezu unverändert und reagierten auch nicht auf die Veröffentlichung der neuen Strategie des Eurosystems. Die Prämie, die Marktteilnehmer für die besondere Liquidität und Knappheit der Bundeswertpapiere zahlen, nahm im Berichtszeitraum zu. So notierten Bundeswertpapiere mit einer Restlaufzeit von bis zu zehn Jahren nun unter dem Satz der Einlagefazilität von – 0,5%. Außerdem stieg der Renditeabstand zwischen Bundeswertpapieren und laufzeitgleichen Anleihen der Kreditanstalt für

<sup>1</sup> Die mit den Renditeveränderungen im Zehnjahresbereich einhergehende Verringerung des Renditeabstandes zwischen den USA und dem Euroraum mag angesichts des erhöhten Inflationsdruckes und der in Aussicht gestellten geldpolitischen Straffung in den USA auf den ersten Blick überraschen. Ausschlaggebend war der stärkere Rückgang der Terminprämien jenseits des Atlantiks. Dagegen weitete sich die Zinsdifferenz zweijähriger Anleihen aus, die die Erwartung über die künftige Ausrichtung der Geldpolitik stärker widerspiegelt.

### Termininflationen<sup>\*)</sup> und -erwartungen im Euroraum und in den USA

Wochendurchschnitte

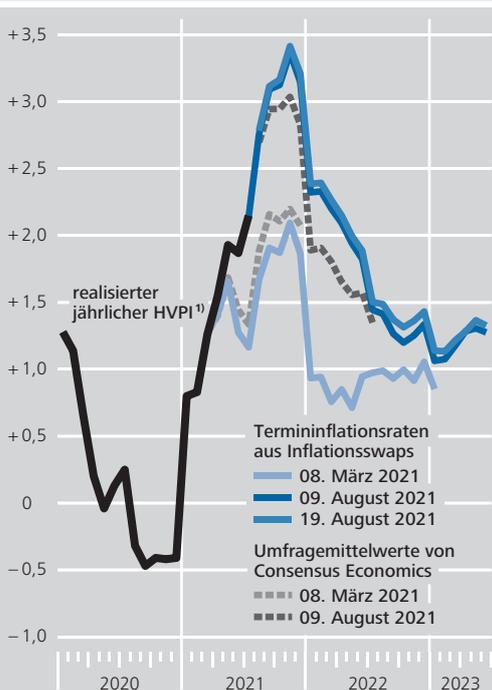


Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters, Consensus Economics und eigene Berechnungen. \* Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten (HVPI ohne Tabakwaren für den Euroraum sowie CPI Urban Consumers für die USA) der nächsten fünf bzw.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

Deutsche Bundesbank

### Kurzfristige HVPI-Pfade für den Euroraum

% p.a.



Quellen: Fenics Market Data, Consensus Economics, Eurostat und eigene Berechnungen. 1 HVPI ohne Tabak.

Deutsche Bundesbank

Wiederaufbau. Schließlich deuteten Zinssätze in den Märkten für Repogeschäfte auf eine Liquiditäts- und Knappheitsprämie von Bundeswertpapieren hin.

Die Renditeunterschiede zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt ohne Deutschland) stiegen leicht um 7 Basispunkte auf 55 Basispunkte. Gegen den Trend engten sich die Renditeaufschläge griechischer Staatsanleihen gegenüber deutschen Staatsanleihen etwas ein; sie liegen jetzt gleichauf mit den Spreads italienischer Staatsanleihen. Zwar gab es eine Heraufstufung der griechischen Bonität durch eine Ratingagentur, die unmittelbare Marktreaktion auf diese Entscheidung war jedoch vergleichsweise schwach, eine Beobachtung, die seit einiger Zeit gemacht wird. Fundamentalfaktoren, wie beispielsweise eine veränderte Schuldentragfähigkeit, wirkten zuletzt nur noch wenig auf die Zinsdifferenzen durch. Ein Grund hierfür könnten die Beschlüsse des EZB-Rats von Januar 2021 gewesen sein, in denen betont wurde, dass die Ankäufe unter dem Pandemie-Notfallankaufprogramm flexibel gehandhabt würden. Indikatoren des Marktstresses, zu denen auch Liquiditätsindikatoren gehören, wiesen zudem auf eine entspannte Marktlage für Staatsanleihen des Euroraums hin.

*Renditedifferenzen im Euroraum aus-  
geweitet*

Die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Vereinigten Königreich sanken im Berichtszeitraum um 31 Basispunkte auf 0,5%. Ausschlaggebend hierfür war der internationale Zinsverbund, der im Moment eng an die pandemische Situation geknüpft ist. Der Beschluss der Bank von England von April, das Tempo der Anleihekäufe zu drosseln, hatte die Zinsen nur temporär steigen lassen. Die Leitzinsen beließ die britische Zentralbank auf dem historischen Tief von 0,1%. In Japan bewegten sich die zehnjährigen Staatsanleiherenditen innerhalb des Korridors, in dem nach Ansicht von Marktbeobachtern die japanische Zentralbank die Renditen halten möchte, 8 Basispunkte niedriger bei 0%. In Japan wirken seit geraumer Zeit

*Renditen im Vereinigten Königreich deutlich gesunken*

Fundamentalfaktoren kaum auf das Zinsniveau durch.

*Termininflationsraten im Euroraum gestiegen*

Die aus Inflationsswaps hergeleiteten in fünf Jahren beginnenden Termininflationsraten für fünf Jahre stiegen im Euroraum seit Ende des ersten Quartals um 11 Basispunkte auf 1,7%. Die Veröffentlichung der neuen geldpolitischen Strategie des Eurosystems mit einem symmetrischen Inflationsziel von 2% hatte keinen unmittelbaren Einfluss auf die längerfristigen marktbasierten Inflationserwartungen. Die von Consensus Economics im Juli aus Umfragen ermittelten Inflationserwartungen für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren blieben im Ergebnis unverändert. Die Inflationsrisikoprämie, die überschlagsmäßig als Differenz zwischen marktbasierten und umfragebasierten Erwartungen berechnet werden kann, war zwar weiterhin negativ, nahm aber zuletzt im Betrag ab. Marktteilnehmer schätzen demnach das Risiko, dass die Inflation überraschend niedrig ausfallen könnte, für den längeren Horizont geringer als zuvor ein.

*Markterwartung für vorübergehend weiter steigende Inflationsraten zum Jahresende 2021*

Auf kürzere Horizonte deuteten Marktdaten dagegen auf vorübergehend weiter steigende Inflationsraten hin. Demnach steigt die erwartete Jahresveränderungsrate des Verbraucherpreisindex im gesamten Euroraum bis zum Herbst dieses Jahres auf fast 3½% und fällt anschließend bis Mitte des Jahres 2022 unter 2% (siehe Schaubild auf S. 52 unten). Die marktbasierten Verlaufsmuster ähneln damit den Verlaufsmustern der Umfrageerwartungen für den Euroraum und der Projektion für Deutschland (siehe auch S. 67); sie spiegeln die gleichen Einflussfaktoren wider, also beispielsweise den Basiseffekt der ausgelaufenen Senkung des Mehrwertsteuersatzes in Deutschland. Bemerkenswert war, dass sowohl Teilnehmer an Umfragen als auch Händler von Inflationsswaps ihre Erwartungen in den letzten Monaten deutlich nach oben revidierten. Zudem lagen für den Zeitraum bis Mitte 2022 die Markterwartungen oberhalb der Umfrageerwartungen. Die Inflationsrisikoprämie war damit positiv – eine in den vergangenen Jahren seltene Konstellation

für den Euroraum: Offenbar sicherten sich Marktteilnehmer damit gegen Aufwärtsrisiken aus künftig unerwartet hoher Inflation ab. Beides, die mehrfache Revision der Markterwartungen nach oben sowie das aktuell aus den Marktdaten ablesbare Verlaufsmuster der Inflationsraten, weist auf das Risiko hin, dass sich der anfängliche Preisschub fortpflanzen und sich die Inflation mittelfristig erhöhen könnte.

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen gaben vor dem Hintergrund der fortlaufenden Ankaufprogramme des Eurosystems seit dem Ende des ersten Quartals 2021 deutlich nach und verzeichneten teilweise neue historische Tiefstände. Anleihen von Finanzunternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren rentierten bei Berichtsschluss mit 0,8% um 31 Basispunkte niedriger als Ende März. Die Renditen von Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors gingen ebenfalls zurück, und zwar um 20 Basispunkte auf 0,5%. Ausschlaggebend für diese Entwicklung waren die gesunkenen sicheren Zinsen. Da die Renditen laufzeitgleicher Bundeswertpapiere im Ergebnis aber weniger stark zurückgingen, engten sich die Renditeaufschläge europäischer finanzieller Unternehmen gegenüber Bundesanleihen um 9 Basispunkte ein. Die Renditeaufschläge nichtfinanzieller Unternehmen blieben nahezu unverändert. Im Einklang mit den geringeren Risikoaufschlägen reduzierten sich auch die Kreditausfallprämien für europäische Unternehmen seit dem Ende des ersten Quartals 2021 (zehnjährige iTraxx 125: – 5 Basispunkte). Die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen am Anleihemarkt waren damit weiterhin sehr günstig.

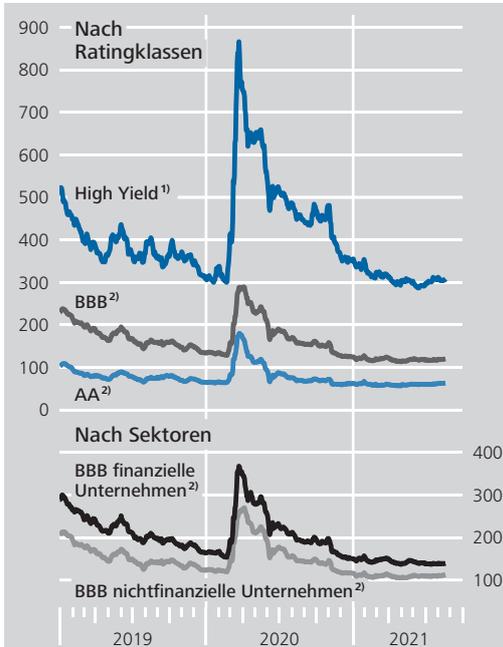
*Renditen von Unternehmensanleihen gesunken*

Das Bruttoemissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt lag im zweiten Quartal 2021 mit 434½ Mrd € etwas unter dem Wert des ersten Vierteljahres (472½ Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten lag der Nettoabsatz mit 59 Mrd € relativ hoch im Vergleich zu den Werten vor der Corona-Pande-

*Anhaltend hoher Nettoabsatz am Rentenmarkt*

### Renditespreads von Unternehmensanleihen im Euroraum<sup>1)</sup>

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

### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2020	2021	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	120,8	111,8	95,7
Kreditinstitute	24,5	10,9	- 20,4
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	8,5	- 4,2	- 5,8
Deutsche Bundesbank	78,6	54,6	72,2
Übrige Sektoren	17,7	46,3	43,9
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	1,7	- 10,3	7,8
Ausländer	69,0	26,6	- 6,2
<b>Aktien</b>			
Inländer	26,6	18,6	34,9
Kreditinstitute	1,6	3,6	1,5
darunter:			
inländische Aktien Nichtbanken	1,7	2,6	1,5
Nichtbanken	25,0	14,9	33,4
darunter:			
inländische Aktien	9,6	6,4	6,8
Ausländer	- 9,0	4,2	- 1,1
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	1,2	23,9	21,4
Anlage in Publikumsfonds	7,5	9,4	9,9
darunter:			
Aktienfonds	4,8	4,3	4,3

Deutsche Bundesbank

mie. Weiterhin brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 30½ Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 89½ Mrd €.

Die öffentliche Hand emittierte im Berichtsquartal eigene Schuldverschreibungen für netto 51 Mrd €. Der Bund begab vor allem Bundesanleihen mit Laufzeiten von zehn Jahren (28½ Mrd €), aber auch die Segmente mit 15 und 30 Jahren (je 11 Mrd €) sowie sieben Jahren (7 Mrd €) wurden bedient. Darunter fiel im Mai die erste Emission einer 30-jährigen grünen Bundesanleihe, wodurch der Bund das von ihm abgedeckte Laufzeitspektrum im grünen Segment ausweitete. Zudem emittierte er unverzinsliche Bubills sowie zweijährige Schatzanweisungen für netto 5 Mrd € beziehungsweise 1½ Mrd €. Die Länder und Gemeinden begaben Schuldverschreibungen für netto 2 Mrd €.

*Hohe Nettoemissionen der öffentlichen Hand*

Inländische Unternehmen erhöhten im zweiten Quartal ihre Kapitalmarktverschuldung um per saldo 12½ Mrd € (Vorquartal: 1½ Mrd €). Dabei emittierten nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Sonstige Finanzinstitute neue Papiere.

*Kapitalmarktverschuldung der Unternehmen gestiegen*

Die inländischen Kreditinstitute tilgten im Berichtsquartal dagegen eigene Anleihen für netto 4½ Mrd €. Im Ergebnis liefen vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute aus (8 Mrd €). Hingegen stieg der Umlauf von Sonstigen Bankschuldverschreibungen und Hypothekendarlehen um netto 2½ Mrd € beziehungsweise 1½ Mrd €.

*Nettotilgungen der Kreditinstitute*

Als Erwerber am heimischen Anleihemarkt trat im zweiten Quartal 2021 vorrangig die Bundesbank in Erscheinung. Sie erwarb – vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems – Rentenwerte für netto 72 Mrd €. Inländische Nichtbanken erweiterten ihre Rentenportfolios um per saldo 44 Mrd €, dabei standen ausländische Werte im Vordergrund des Interesses (36 Mrd €). Hingegen veräußerten heimische Kreditinstitute und ausländische In-

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

vestoren Rentenwerte für netto 20½ Mrd € beziehungsweise 6 Mrd €.

## Aktienmarkt

*Aktienmärkte beiderseits des Atlantiks mit Kursgewinnen*

Auch die internationalen Aktienmärkte standen im Spannungsfeld der wirtschaftlichen Erholung und der Unsicherheit über die weitere Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus. Kursstützend wirkten zum einen die weiter fallenden sicheren Zinsen. Diese senken den Diskontfaktor, mit dem künftige Gewinne bewertet werden, und erhöhen damit den Gegenwartswert der Unternehmen. Für Optimismus sorgte darüber hinaus auch eine positive Berichtssaison der Unternehmen beiderseits des Atlantiks mit zum Teil deutlich besser als erwartet ausgefallenen Gewinnen. Die Analysten erhöhten zudem erneut ihre zukünftigen Gewinnerwartungen. Dagegen dämpfte die Unsicherheit über die weitere Ausbreitung der Delta-Variante die Kurse: Die an den Finanzmärkten zum Beginn des zweiten Quartals verbreitete Zuversicht über ein mögliches baldiges Ende der Pandemie wich der Sorge, dass eine vierte Welle im Herbst drohen könnte. In Japan belasteten in diesem Zusammenhang die relativ geringen Fortschritte bei den Corona-Schutzimpfungen und die hohe Auslastung des Gesundheitssystems. Im Ergebnis verzeichneten europäische Aktien, gemessen am Euro Stoxx, seit Ende März deutliche Kursgewinne von 7,4%. US-amerikanische und deutsche Aktien, gemessen am S&P500 und CDAX, erreichten zwischenzeitlich historische Höchststände und legten um 10,9% beziehungsweise 4,0% zu. Der britische FTSE-All-Share-Index verbuchte ebenfalls ein Plus, und zwar von 6,1%. Dagegen gab der japanische Nikkei 225 mit – 6,5% etwas nach.

*Uneinheitliche Entwicklung zwischen den Sektoren*

Die Kursveränderungen in einzelnen Sektoren wichen im Berichtszeitraum zum Teil recht deutlich von der Entwicklung des entsprechenden Gesamtmarkts ab. Dabei zeigte sich ein typisches Muster, das seit Ausbruch des Coronavirus immer dann auftritt, wenn Sorgen um die Ausbreitung der Pandemie wieder in den Vor-

### Aktienmarkt

Anfang 2019 = 100, log. Maßstab, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

dergrund rücken. So erlitten insbesondere europäische Unternehmen in der Kategorie Reise und Freizeit wie etwa Fluggesellschaften und Hotels seit Ende März deutliche Kursverluste, wohingegen Unternehmenstitel aus dem Sektor Informationstechnologie überdurchschnittlich zulegten. Trotz einer positiven Berichtssaison entwickelten sich auch US-Finanztitel schwächer. Die Kurse US-amerikanischer Banken blieben mit einem Plus von 3,0% hinter dem Gesamtmarkt zurück. Dagegen entwickelten sich die Kurse der europäischen Banken – auch vor dem Hintergrund eines erfolgreichen Stresstests durch die europäische Bankenaufsichtsbehörde – mit 7,4% im Einklang mit dem Gesamtmarkt.

Die Kursunsicherheit am Aktienmarkt – gemessen an den aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten von Aktienindizes – veränderte sich seit Ende März nur wenig. Die Sorge um die Ausbreitung der Delta-Variante schlug sich zwar Mitte Juli in vorübergehend deutlich größerer Volatilität nieder. Zuletzt lag die Aktienmarkt-

*Aktienmarktvolatilität kaum verändert*

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2020	2021	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj. <sup>P)</sup>
I. Leistungsbilanz	+ 37,3	+ 66,7	+ 56,5
1. Warenhandel	+ 27,5	+ 56,0	+ 45,6
2. Dienstleistungen	+ 5,6	+ 3,6	+ 5,0
3. Primäreinkommen	+ 13,1	+ 27,7	+ 14,5
4. Sekundäreinkommen	- 8,9	- 20,6	- 8,5
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 0,2	- 0,2	- 1,9
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 28,6	+ 127,5	+ 61,8
1. Direktinvestition	- 12,5	+ 31,2	+ 0,5
Inländische Anlagen			
im Ausland	- 10,1	+ 45,5	+ 14,3
Ausländische Anlagen			
im Inland	+ 2,4	+ 14,3	+ 13,9
2. Wertpapieranlagen	+ 0,5	+ 46,8	+ 75,7
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 60,6	+ 77,7	+ 65,4
Aktien <sup>1)</sup>	+ 19,1	+ 9,1	+ 10,1
Investmentfondsanteile <sup>2)</sup>	+ 15,4	+ 16,8	+ 24,9
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 1,7	- 8,7	- 1,3
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>3)</sup>	+ 3,3	+ 3,6	- 5,7
langfristige Schuldverschreibungen <sup>4)</sup>	+ 22,8	+ 48,2	+ 36,1
darunter:			
denominiert in Euro <sup>5)</sup>	+ 17,9	+ 37,4	+ 25,6
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	+ 60,1	+ 30,9	- 10,3
Aktien <sup>1)</sup>	- 9,0	+ 4,2	- 5,2
Investmentfondsanteile	+ 0,2	+ 0,1	+ 1,1
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>3)</sup>	+ 35,3	+ 19,5	+ 0,2
langfristige Schuldverschreibungen <sup>4)</sup>	+ 33,6	+ 7,1	- 6,3
darunter: öffentliche Emittenten <sup>6)</sup>	+ 20,8	- 1,4	- 12,2
3. Finanzderivate <sup>7)</sup>	+ 31,3	+ 22,3	+ 13,5
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>8)</sup>	+ 9,1	+ 26,8	- 27,9
Monetäre			
Finanzinstitute <sup>9)</sup>	- 45,2	- 105,8	- 11,2
Unternehmen und Privatpersonen <sup>10)</sup>	- 4,3	+ 54,0	- 6,3
Staat	- 0,4	- 1,1	- 4,4
Bundesbank	+ 59,1	+ 79,8	- 6,1
5. Währungsreserven	+ 0,2	+ 0,4	+ 0,1
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>11)</sup>	- 8,9	+ 61,1	+ 7,1

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

Deutsche Bundesbank

unsicherheit sowohl für die US-amerikanischen als auch für die europäischen Aktienmärkte aber nur knapp über ihren jeweiligen fünfjährigen Durchschnitten.

Die Gewinnrendite des Euro Stoxx auf der Grundlage der über die nächsten 12 Monate prognostizierten Gewinne, das heißt das inverse Kurs-Gewinn-Verhältnis, stieg gegenüber Ende März und zeigte damit eine niedrigere Bewertung an als zum Ende des ersten Quartals. Angesichts der Unsicherheit über den weiteren Pandemieverlauf forderten die Anleger des Euro Stoxx zuletzt wieder eine höhere Risikokompensation als Ende März. Die Aktienrisikoprämie, die Anleger dafür kompensiert, dass sie risikobehaftete Aktien anstelle von sicheren Bundeswertpapieren halten, lag damit weiterhin deutlich oberhalb ihres langjährigen Mittels. Bei dieser Betrachtung sind aber die niedrigen sicheren Zinsen mit in den Blick zu nehmen. Typischerweise gingen in den letzten Jahren fallende sichere Zinsen mit steigenden Aktienrisikoprämien, eine Residualgröße des Dividendenbarwertmodells, einher. Allerdings stiegen auch die impliziten Eigenkapitalkosten, die Summe aus sicheren Zinsen und Aktienrisikoprämie, im Berichtszeitraum an. Insgesamt ging das Bewertungsniveau am europäischen Aktienmarkt also etwas zurück. Vergleichbar, obgleich in Bezug auf die meisten Kennzahlen weniger stark ausgeprägt, entwickelte sich trotz der deutlichen Kursgewinne auch die Bewertung des S&P 500.

*Bewertung etwas gesunken*

Am heimischen Aktienmarkt emittierten inländische Unternehmen im zweiten Vierteljahr 2021 neue Aktien für per saldo 7 Mrd €, nach 13 Mrd € in den ersten drei Monaten des Jahres. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg im gleichen Zeitraum um 26½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere im Ergebnis nahezu ausschließlich von heimischen Nichtbanken (33½ Mrd €), zu denen auch Investmentfonds zählen. Inländische Kreditinstitute erwarben Dividendenpapiere für netto 1½ Mrd €, während ausländische Investoren ihre hiesigen Aktienbestände per saldo um 1 Mrd € verringerten.

*Mittelaufnahme am Aktienmarkt und Aktien-erwerb*

*Absatz und  
Erwerb von  
Investment-  
zertifikaten*

## Investmentfonds

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 31½ Mrd €, nach 33½ Mrd € im ersten Quartal. Die neuen Mittel kamen weit überwiegend den Spezialfonds zugute (21½ Mrd €), welche institutionellen Investoren vorbehalten sind. Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds neue Anteile unterbringen (26 Mrd €), in geringerem Umfang aber auch Aktienfonds (4½ Mrd €) und Offene Immobilienfonds (3½ Mrd €). Hingegen nahmen Rentenfonds Anteile für 2 Mrd € zurück. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im zweiten Quartal 2021 im Ergebnis neue Mittel in Höhe von 25 Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 51½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Inländische Kreditinstitute und gebietsfremde Investoren vergrößerten ihre Fondsportfolios um netto 3½ Mrd € beziehungsweise 1 Mrd €.

## ■ Direktinvestitionen

Die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr führten im zweiten Quartal

2021 zu Netto-Kapitalexporten von 75½ Mrd €. Bei den Direktinvestitionen ergaben sich nur geringe Mittelabflüsse von ½ Mrd €.

*Geringe Netto-  
Kapitalexporte  
bei den Direkt-  
investitionen*

Unternehmen mit Sitz in Deutschland tätigten im Berichtszeitraum Direktinvestitionen im Ausland für 14½ Mrd € (Vorquartal: 45½ Mrd €). Dabei stockten sie ihr Beteiligungskapital an ausländischen Töchtern auf (31 Mrd €); rund ein Viertel davon entfiel auf reinvestierte Gewinne. Über den konzerninternen Kreditverkehr flossen hingegen Mittel zurück nach Deutschland (16½ Mrd €). Hierzu trugen maßgeblich Tilgungen von Finanzkrediten durch Schwestergesellschaften im Ausland bei (15½ Mrd €).

*Kapitalexporte  
bei deutschen  
Direktinvestitio-  
nen im Ausland*

Ausländische Unternehmen erhöhten den Bestand ihrer Direktinvestitionen in Deutschland innerhalb des Berichtszeitraums um 14 Mrd €; im ersten Quartal 2021 hatte der Zuwachs 14½ Mrd € betragen. Gebietsfremde Firmen erhöhten insbesondere ihr Beteiligungskapital an Unternehmen in Deutschland (9½ Mrd €), vergaben aber auch konzerninterne Kredite (4½ Mrd €). Bei den Krediten handelte es sich überwiegend um Finanzkredite, die ausländische Mütter ihren deutschen Töchtern zur Verfügung stellten.

*Kapitalzuflüsse  
bei ausländischen  
Direktinvestitionen in  
Deutschland*