

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Zunehmende Inflationsrisiken und Erwartung geldpolitischer Straffung prägen die Finanzmärkte

Das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten war im Herbst und Winter 2021/22 geprägt von zunehmenden Inflationsrisiken. Angesichts überraschend hoher Preissteigerungsraten beiderseits des Atlantiks revidierten die Marktteilnehmer ihre Inflationserwartung für das laufende und das kommende Jahr für die großen Währungsräume mehrfach nach oben. Zusammen mit der Einschätzung wirtschaftlich überschaubarer Belastungen durch die Omikron-Variante führte dies dazu, dass einige Notenbanken ihre Geldpolitik weniger akkommodierend ausrichteten. So reagierte die Bank von England mit zwei Zinserhöhungen, und die Federal Reserve (Fed) kündigte im Januar an, dass sie es für angemessen halte, die Nettoankäufe von Anleihen im März zu beenden und die Leitzinsen bald anzuheben. Für den Euroraum rechnen die Marktteilnehmer perspektivisch nun ebenfalls mit einer weniger expansiven Geldpolitik. In der Folge stiegen die Benchmark-Renditen an, und auch die Realzinsen legten zu. Die Renditen von Unternehmensanleihen des Euroraums stiegen insgesamt noch deutlich stärker als die Renditen von Staatsanleihen an. Im Ergebnis lagen die Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen, die ein Indikator für die Finanzierungsbedingungen der Unternehmen sind, damit zuletzt etwas oberhalb des fünfjährigen Durchschnitts. Die internationalen Aktienmärkte gaben im Zuge der steigenden Zinsen zwar nach, hielten sich aber verglichen mit Ende September überwiegend im Plus. Ausschlaggebend hierfür war vor allem, dass sich die Gewinnerwartungen insgesamt verbesserten, insbesondere weil die Gewinnmargen großer Unternehmen gestiegen sind. Das Geschehen an den Devisenmärkten war ebenfalls vor allem beeinflusst von den weltweit anhaltend hohen Inflationsraten, den angekündigten und den bereits ergriffenen Maßnahmen der Zentralbanken zu deren Bekämpfung sowie den Spekulationen der Marktteilnehmer über wei-

tere geldpolitische Normalisierungsschritte. Im Ergebnis wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner seit Ende September 2021 per saldo um 2,1% ab.

■ Wechselkurse

Nachdem der Euro seit Anfang November 2021 innerhalb von drei Wochen gegenüber dem US-Dollar aufgrund verstärkter Zinssteigerungserwartungen für die USA um 3,2% an Wert verloren hatte, konnte er sich gegen Monatsende wieder etwas erholen. Die hoch ansteckende Coronavirus-Variante Omikron erschütterte kurzzeitig die Markterwartung auf eine baldige Zinsanhebung der Fed. Für den Euroraum fiel die Erwartungskorrektur dagegen vergleichsweise gering aus, da mit Leitzinserhöhungen des Eurosystems ohnehin erst später gerechnet worden war. Die vorübergehende Annäherung der Markteinschätzung über die geldpolitische Ausrichtung des Eurosystems und der amerikanischen Notenbank befestigte dann im Ergebnis den Euro gegenüber dem US-Dollar. In der Folgezeit notierte dieses Währungspaar bis in die erste Januarwoche hinein ohne klar erkennbaren Trend in einem engen Band um 1,13 US-\$ pro Euro.

Euro per saldo mit Kursverlusten gegenüber US-Dollar

Erst im Januar kam wieder mehr Bewegung in den Euro-US-Dollar-Kurs. Nach einer kurzzeitigen Euro-Aufwertung wendete sich in der zweiten Januarhälfte die Stimmung zugunsten des US-Dollar, als verschiedene Mitglieder des Offenmarktausschusses der Fed eine schnelle geldpolitische Reaktion auf den zuvor veröffentlichten hohen Verbraucherpreisanstieg von 7% in den USA signalisierten und einen baldigen Beginn einer Leitzinsstraffung in Aussicht stellten. Die Zunahme der geopolitischen Spannungen zwischen Russland und der Ukraine stützten den US-Dollar zusätzlich. In der Folge verzeichnete der Euro mit einer Notierung von 1,11

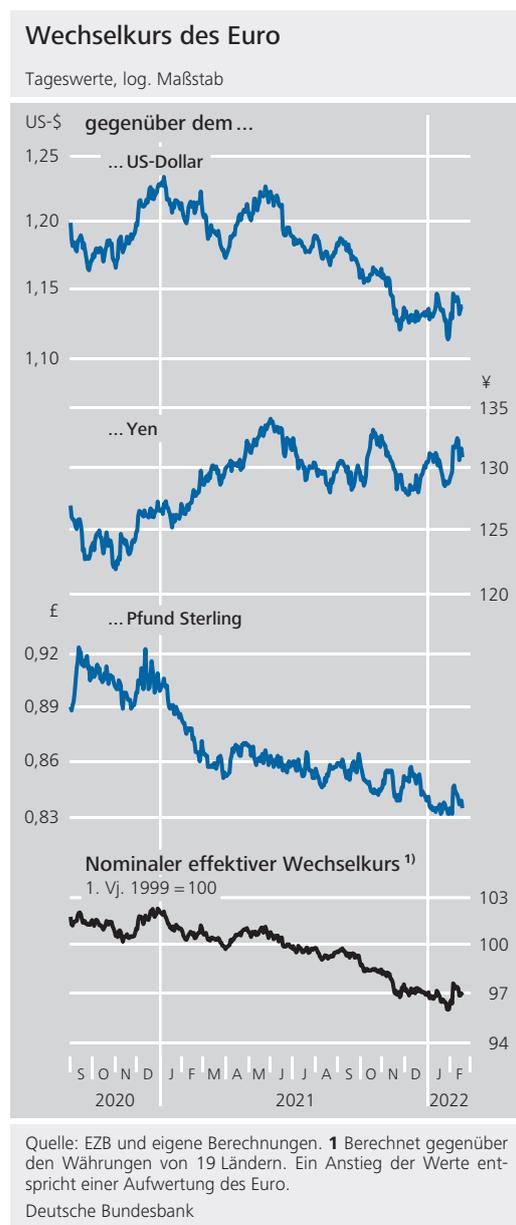
US- $\text{\$}$ den tiefsten Stand seit 20 Monaten. Als zum Monatswechsel jedoch erneut überraschend hohe Inflationszahlen aus dem Euro-Raum gemeldet wurden, verschoben sich die Markterwartungen auf eine Normalisierung zeitlich auch hier nach vorne, was den Euro wieder stärkte. Die Euro-Aufwertung gewann weiter an Fahrt, als in der Pressekonferenz im Anschluss an die Sitzung des EZB-Rats im Februar eine Leitzinsanpassung im laufenden Jahr nicht mehr ausdrücklich ausgeschlossen wurde. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 1,14 US- $\text{\$}$. Seit Ende September hat er damit 1,8 % an Wert verloren.

Euro verliert auch gegenüber Pfund Sterling, ...

Das britische Pfund wertete auf breiter Basis auf, nachdem die Bank von England Mitte Dezember im Kampf gegen die auch dort hohe Inflation die Leitzinsen angehoben hatte. Angesichts der rasanten Ausbreitung der Corona-Neuinfektionen im Vereinigten Königreich war ein solcher Beschluss zu diesem Zeitpunkt mehrheitlich nicht erwartet worden. Anfang Februar legte die Bank von England mit einem zweiten Zinsschritt nach, nachdem die britische Inflationsrate erneut höher als erwartet ausgefallen war. Daraufhin gab der Euro gegenüber dem Pfund Sterling zwar abermals nach. Als der Markt am gleichen Tag jedoch den Zinsausblick für den Euroraum nach der jüngsten geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats nach oben revidierte, wertete der Euro gegenüber dem Pfund Sterling spürbar auf und machte die unmittelbar zuvor verzeichneten Kursverluste für wenige Tage mehr als wett. Bei Abschluss dieses Berichts notierte die Gemeinschaftswährung bei 0,83 Pfund Sterling und damit rund 3,0 % schwächer als Ende September.

... verzeichnet dagegen Kursgewinne gegenüber Yen

Nach der Dezember-Sitzung der japanischen Notenbank begann der Yen, gegenüber dem Euro und anderen Währungen abzuwerten. Dies lag daran, dass die geldpolitischen Beschlüsse und die im internationalen Vergleich niedrigen Inflationsraten in Japan im Markt keine Zinssteigerungsphantasien auslösten. Mitte Januar schlug aber die Stimmung an den Devisenmärkten vorübergehend zugunsten des Yen um, als



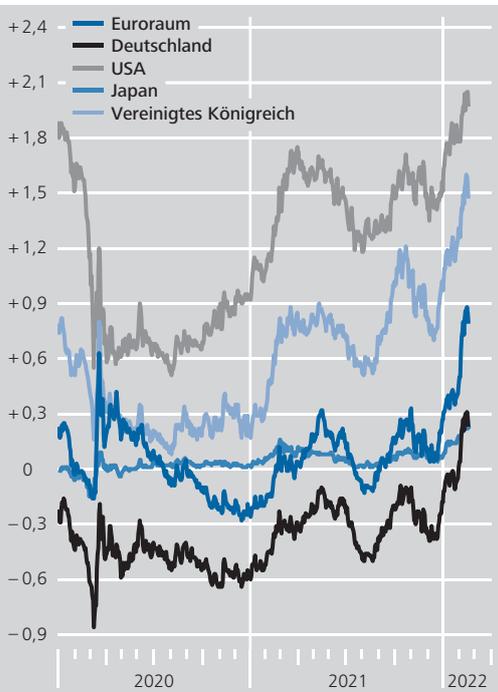
die Bank von Japan ihre Inflationsprognose für das kommende Fiskaljahr an hob und in ihrem Wirtschaftsbericht auf ausgeglichene Preisrisiken hinwies, während sie zuvor über Jahre hinweg Deflationsrisiken hervorgehoben hatte. Auch gegenüber dem Yen legte der Euro im Anschluss an die geldpolitische Sitzung des EZB-Rats dann allerdings wieder zu. Zuletzt notierte der Euro bei 131 Yen. Er lag damit rund 0,9 % über seinem Wert von Ende September.

Der Euro wertete seit Ende September im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner per saldo um 2,1 % ab. Dabei verlor er insbesondere ge-

Euro in effektiver Rechnung schwächer

Anleiherenditen*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Tageswerte



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

genüber Währungen von Ländern an Wert, deren Zentralbanken im laufenden Zyklus bereits erste Leitzinssteigerungen beschlossen. Kursabschläge waren demnach neben dem britischen Pfund etwa auch gegenüber der norwegischen Krone (-0,4%), dem Forint (-1,1%), der tschechischen Krone (-4,4%) und dem Zloty (-2,5%) zu verzeichnen. Im Ergebnis verbesserte sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit von Anbietern des Euroraums im Berichtszeitraum; gemessen am langfristigen Durchschnitt ist ihre Wettbewerbsposition derzeit nach wie vor als neutral zu bezeichnen.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Rentenmarkt

Die nominalen Renditen von Staatsanleihen stiegen in allen großen Währungsräumen seit Ende September deutlich an. Ausschlaggebend

hierfür waren die nachlassenden Sorgen um die wirtschaftlichen Folgen der Omikron-Welle – trotz hoher Infektionszahlen – und die einsetzende geldpolitische Straffung in einem sich verfestigenden Inflationsumfeld. Fiskalpolitische Maßnahmen spielten dagegen eine untergeordnete Rolle. So dämpfte beispielsweise das Scheitern des Sozial- und Infrastrukturpakets „Build Back Better“ der US-Regierung um die Jahreswende den Anstieg der Renditen nur vorübergehend. In den USA erhöhten sich die nominalen Renditen zehnjähriger US-Treasuries seit Ende September kräftig (+48 Basispunkte auf 2,0%). Da die Erwartungen über die durchschnittliche Inflation in den nächsten zehn Jahren auf Basis von Inflationsswaps im Berichtszeitraum nur leicht anstiegen, erhöhte sich auch der Realzins.

Vor dem Hintergrund ansteigender Inflationserwartungen und der geldpolitischen Straffung der Bank von England stieg in Großbritannien die Rendite zehnjähriger Giltis um 45 Basispunkte an. Auch japanische Staatsanleihen rentierten angesichts der Schritte zur Normalisierung der Geldpolitik etwas höher. Hier war aber der Renditeanstieg deutlich schwächer ausgeprägt (+16 Basispunkte). Die Zinsen von zehnjährigen Staatsanleihen bewegten sich mit 0,2% damit weiterhin innerhalb des Bandes, in dem die Bank von Japan nach Einschätzung der Marktteilnehmer die Zinsen halten möchte.

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen stieg mit 43 Basispunkten ähnlich stark an wie die Anleiherenditen in den USA und im Vereinigten Königreich; sie belief sich zuletzt auf 0,2% und notierte damit erstmals seit dem Frühjahr 2019 wieder deutlich im positiven Bereich. Bezogen auf die Sitzung des EZB-Rats Mitte Dezember betrug der Zinsanstieg sogar 59 Basispunkte. In diesem deutlichen Plus zeigt sich, dass die Marktteilnehmer den Inflationsprozess im Euroraum nun mit erheblich höheren Aufwärtsrisiken behaftet sehen. Sie erwarten auch für den Euroraum, dass der Grad der geldpolitischen Lockerung zurückgenommen wird und preisen entsprechende stärkere geldpolitische Reaktio-

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen weltweit gestiegen, ...

... wie auch in Deutschland

nen ein. Dies wurde auch in der Marktentwicklung während der Pressekonferenz nach der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats Anfang Februar erkennbar, als insbesondere die kurzfristigen Anleiherenditen kräftig anstiegen.

Zehnjähriger Renditeanstieg im Ergebnis durch erwarteten geldpolitischen Zinspfad getrieben

Auch Modellzerlegungen der Zinsstrukturkurve von Bundesanleihen deuten darauf hin, dass der Anstieg der zehnjährigen Nominalzinsen seit Ende September im Ergebnis ausschließlich auf einen Anstieg der risikoneutralen Kurzfristzinsersparungen zurückzuführen ist, während die Terminprämie gesunken ist. In den gestiegenen impliziten Kurzfristzinsen zeigt sich, dass die Marktteilnehmer angesichts bestehender Inflations Sorgen längerfristig einen steileren geldpolitischen Zinspfad und damit eine straffere Geldpolitik erwarten.

Deutsche Zinsstrukturkurve steiler

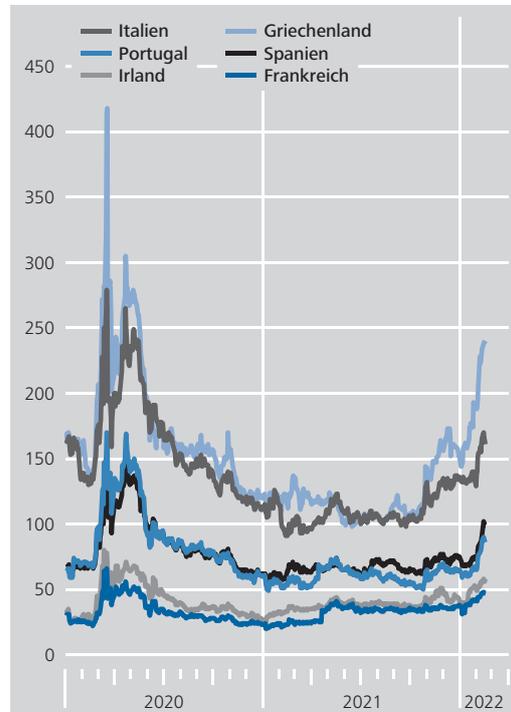
Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve hat sich im Berichtszeitraum gedreht; sie verlief zuletzt im kurz- bis mittelfristigen Laufzeitbereich deutlich steiler. Während zu Beginn des vierten Quartals noch Bundestitel mit einer Restlaufzeit von bis zu sechs Jahren unter dem Satz der Einlagefazilität von $-0,5\%$ rentierten, lagen die Renditen zweijähriger und länger laufender Titel bei Berichtsschluss oberhalb dieses Satzes. Zugleich erhöhte sich die Prämie, die Marktteilnehmer für die besondere Liquidität und Knappheit der Bundeswertpapiere zahlen. So weitete sich der Renditeabstand zwischen Bundeswertpapieren und laufzeitgleichen Anleihen der Kreditanstalt für Wiederaufbau merklich aus.

Renditedifferenzen im Euroraum ausgeweitet

Seit Ende September 2021 stieg auch die mit dem Bruttoinlandsprodukt gewichtete zehnjährige Rendite im Euroraum (ohne Deutschland) an, und zwar um 70 Basispunkte auf $1,0\%$. Der Zinsabstand zu laufzeitgleichen Bundesanleihen nahm um 27 Basispunkte auf 0,8 Prozentpunkte zu. Während sich die Renditen vieler Euro-Mitgliedstaaten in recht engem Verbund mit den Bundesanleihen bewegten, weiteten sich die Renditeaufschläge bonitätsschwächerer Länder wie Griechenland (+132 Basispunkte) und Italien (+55 Basispunkte) überproportional

Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Termininflationraten* und -erwartungen im Euroraum und in den USA

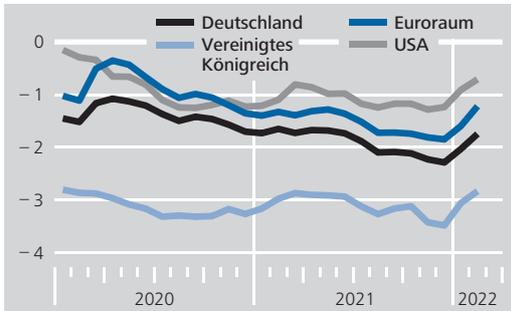
Wochendurchschnitte



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

Zehnjährige Realzinsen in verschiedenen Währungsräumen¹⁾

in % p. a., monatlich

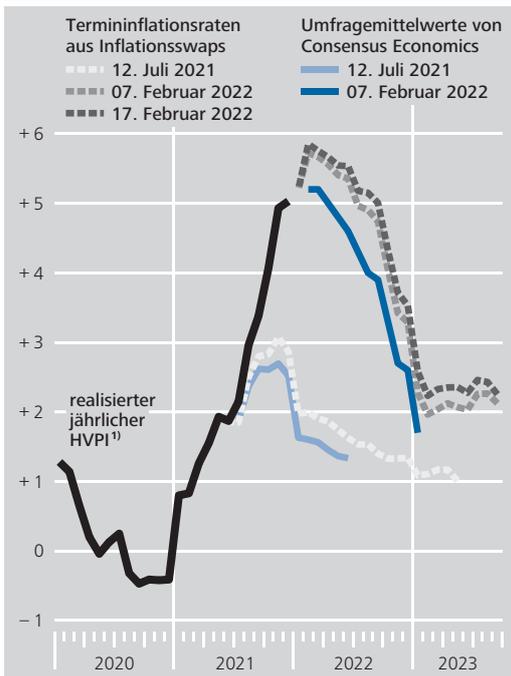


Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. * Realzinsen auf Basis von zehnjährigen Nominalzinsen minus laufzeitgleichen Inflationserwartungen auf Basis von Inflationsswaps. Für Deutschland werden die Inflationsswaps des Euroraums verwendet.

Deutsche Bundesbank

Kurzfristige HVPI-Pfade für den Euroraum

in %



Quellen: Fenics Market Data, Consensus Economics, Eurostat und eigene Berechnungen. ¹ Ohne Tabak. Veränderung gegenüber Vorjahr.

Deutsche Bundesbank

aus. Der Renditeanstieg griechischer Staatsanleihen dürfte dabei auch widerspiegeln, dass die Netto-Anleihekäufe unter dem Pandemie-Notfallankaufprogramm wie vorgesehen Ende März 2022 auslaufen und griechische Staatsanleihen unter dem aufgestockten Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen

Sektors nicht ankaufbar sind. Für Italien spielte vorübergehend überdies die erhöhte Unsicherheit im Zusammenhang mit den Präsidentschaftswahlen eine Rolle. Liquiditätsindikatoren zeigten zuletzt keine besonderen Anspannungen am Markt für Staatsanleihen des Euroraums. Gemessen an der impliziten Volatilität der Optionen auf Terminkontrakte von Bundesanleihen erhöhte sich die Kursunsicherheit allerdings erkennbar; sie lag zuletzt deutlich oberhalb ihres Fünfjahresdurchschnitts. Eine höhere Volatilität ist aber in Phasen, in denen die Leitzinsen steigen, nicht unüblich.

Inflationsswaps zeigen, dass Marktteilnehmer ihre kurzfristigen Inflationserwartungen in den letzten Monaten mehrfach nach oben revidierten. Sie reagierten damit auf Preissteigerungsraten, die höher ausfielen als allgemein erwartet. Zuletzt lag die marktbasierete Inflationserwartung für den Harmonisierten Verbraucherpreisindex des Euroraums (ohne Tabakwaren) im Jahresdurchschnitt 2022 bei 5,0%. Derzeit gehen die Marktteilnehmer erst für November 2023 von einer Jahresveränderungsrate des Verbraucherpreisindex von 2% aus. Auch in den Umfragen von Consensus Economics sind die Inflationserwartungen für 2022 im Januar und Februar nach oben revidiert worden; der Jahresdurchschnitt lag zuletzt bei 3,9%. Dabei lagen die umfragebasierten Inflationserwartungen für die kommenden Monate durchgehend unterhalb der marktbasiereten Werte. Die in der Differenz zwischen markt- und umfragebasierten Werten zum Ausdruck kommende positive Inflationsrisikoprämie für diesen Zeitraum legt nahe, dass sich die Marktteilnehmer gegen Risiken aus künftig unerwartet hoher Inflation absichern. Die aus Optionen abgeleitete Wahrscheinlichkeit dafür, dass die Inflation im Durchschnitt der nächsten fünf Jahre im Euroraum über der neuen Zielmarke von 2% liegen könnte, ist seit Ende September von 40% auf zuletzt 49% gestiegen.

Marktteilnehmer erwarten erst für November 2023 Inflationsraten von 2%

Anders als bei den Inflationserwartungen mit kurz- und mittelfristigem Horizont deuten die Marktdaten für Termininflationssraten in fünf

Termininflationssraten im Euroraum gestiegen

Jahren auf nahezu unveränderte Inflationserwartungen hin. So lag die in fünf Jahren beginnende Termininflation für fünf Jahre, die aus Inflationsswaps hergeleitet wird, mit 1,8 % nur geringfügig unter ihrem Wert von Ende September. Die umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren wurden im Januar auf die Zielmarke von 2 % angehoben, verglichen mit 1,9 % im Oktober 2021.

Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen gestiegen

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren sind seit September 2021 deutlich gestiegen. Anleihen von Finanzunternehmen verzeichneten einen Renditeanstieg um 111 Basispunkte auf 2,1%. Die Renditen von Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors rentierten mit 1,7 % um 96 Basispunkte höher als Ende September. Da die Renditen laufzeitgleicher Bundeswertpapiere im Ergebnis weniger stark stiegen, weiteten sich die Renditeaufschläge europäischer finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen gegenüber Bundesanleihen um 68 beziehungsweise 52 Basispunkte aus. Besonders stark stiegen die Renditen von Hochzinsanleihen, deren Renditeaufschläge um 95 Basispunkte zunahmen. Parallel dazu haben sich die Kreditausfallprämien bonitätsschwacher Schuldner erhöht (ITraxx Crossover (5 Jahre) + 78 Basispunkte). Gemessen an den Renditeaufschlägen lagen die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen am Kapitalmarkt zuletzt etwas oberhalb ihres fünfjährigen Durchschnitts.

Geringer Nettoabsatz am Rentenmarkt

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt unterschritten im vierten Quartal 2021 den Wert des Vorquartals deutlich. Insgesamt begaben deutsche Schuldner Papiere für 354 Mrd €, verglichen mit 442 ½ Mrd € in den drei Monaten zuvor. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und der Eigenbestandsveränderungen hat sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 12 Mrd € erhöht. Der Umlauf von Schuldtiteln ausländischer Provenienz am deutschen Markt sank im vierten Quartal um 11 ½ Mrd €. Im Ergebnis stieg der

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2020	2021	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	70,9	72,2	43,4
Kreditinstitute	- 14,4	- 4,5	- 27,8
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	2,0	- 1,5	- 15,0
Deutsche Bundesbank	70,5	60,1	58,3
Übrige Sektoren	14,8	16,6	12,9
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	2,5	3,6	10,5
Ausländer	- 105,7	- 9,6	- 42,6
Aktien			
Inländer	30,2	30,8	38,8
Kreditinstitute	5,2	3,5	2,3
darunter:			
inländische Aktien	1,8	0,7	- 0,1
Nichtbanken	25,0	27,3	36,6
darunter:			
inländische Aktien	3,0	9,1	26,2
Ausländer	- 0,6	0,4	- 7,5
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	43,3	14,9	56,7
Anlage in Publikumsfonds	8,0	10,2	11,6
darunter:			
Aktienfonds	4,3	2,4	2,7

Deutsche Bundesbank

Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 1 Mrd €.

Die öffentliche Hand begab im Schlussquartal 2021 Schuldtitel für netto 21 ½ Mrd €, nach 31 Mrd € im Quartal zuvor. Der Bund (inkl. der ihm zugerechneten Abwicklungsanstalt) emittierte vor allem Bundesanleihen, vorrangig mit zehnjähriger Laufzeit (15 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen fünfjähriger Bundesobligationen in Höhe von 4 ½ Mrd € gegenüber. Die Länder und Gemeinden tilgten im Ergebnis Schuldverschreibungen für 4 ½ Mrd €.

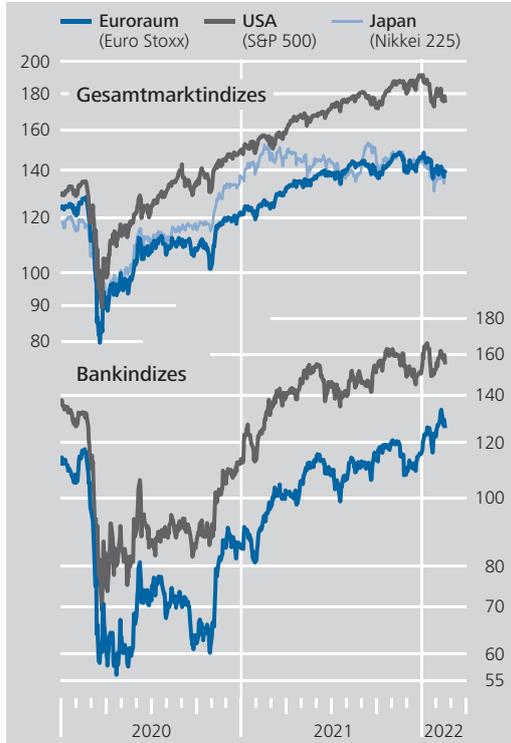
Geringere Nettoemissionen der öffentlichen Hand

Inländische Unternehmen tilgten im Berichtsquartal Anleihen für netto 8 Mrd €, nach Nettoemissionen in Höhe von 13 Mrd € im Quartal zuvor. Im Ergebnis sind die Tilgungen fast ausschließlich auf das Auslaufen langfristiger Papiere der Sonstigen Finanzinstitute zurückzuführen.

Umlauf von Unternehmensanleihen gesunken

Aktienmarkt

Anfang 2019 = 100, log. Maßstab, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Aktienmarkt

Die Kurse an den internationalen Aktienmärkten gaben seit Anfang Januar spürbar nach, als sich die Erwartungen steigender Notenbankzinsen verfestigten. Aufgrund der vorangegangenen Kurssteigerungen verblieb in manchen Märkten gegenüber dem Ende des dritten Quartals 2021 allerdings noch ein kleines Kursplus. Dies galt beispielsweise für die Aktienmärkte in Großbritannien und den USA: Der britische FTSE-100-Index stieg seit Ende September um + 6,4 %, während der US-amerikanische S&P 500 um 1,7 % zulegen konnte. Der Euro Stoxx erhöhte sich indes vergleichsweise schwach (+ 0,5 %). Dagegen verzeichneten der CDAX und der Nikkei mit – 1,5 % beziehungsweise – 7,5 % per saldo Kursverluste.

Internationale Aktienmärkte mehrheitlich mit Kurszuwächsen

Die Kursentwicklung beiderseits des Atlantiks fiel in den einzelnen Branchen sehr unterschiedlich aus. So mussten vor allem Technologieaktien, die in der jüngeren Vergangenheit hohe Bewertungen erreicht hatten, zum Teil deutliche Kurseinbußen hinnehmen. Bei diesen Aktienunternehmen mit besonders starken Wachstumsaussichten gehen die Marktteilnehmer von einer mittel- und langfristig überproportional guten Gewinnentwicklung im Vergleich zu Unternehmen mit einem etablierten Geschäftsmodell aus. Die infolge eines Zinsanstiegs stärkere Diskontierung dieser weit in der Zukunft liegenden Gewinne reduziert entsprechend ihren Barwert und belastet den Aktienkurs dieser Unternehmen. Demgegenüber haben angesichts der stark gestiegenen Energiepreise Aktien von Energieunternehmen kräftig zugelegt.

Ebenso konnten europäische Bankaktien hohe Kursgewinne verzeichnen, die – beflügelt durch die Aussicht auf ein verbessertes Margengeschäft – überproportional von einem Zinsanstieg und der hiermit einhergehenden Verteilung der Zinsstrukturkurve profitierten. Mit den gestiegenen Gewinnerwartungen für Banken stiegen seit dem Ende des dritten Quartals 2021 die Notierungen der Banken im Euro Stoxx

Bankaktien im Euroraum mit stärkerem Plus als der Gesamtmarkt

Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute gesunken

Inländische Kreditinstitute verringerten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 1½ Mrd € (Vorquartal: Nettoemissionen in Höhe von 9 Mrd €). Die Tilgungen betrafen vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute (1½ Mrd €) und Öffentliche Pfandbriefe (1 Mrd €). Hingegen wurden flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen für netto 1½ Mrd € emittiert.

Erwerb von Schuldverschreibungen

Erworben wurden Schuldverschreibungen im vierten Quartal 2021 im Ergebnis überwiegend von der Bundesbank, die ihr Rentenportfolio – vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems – per saldo um 58½ Mrd € vergrößerte. Inländische Nichtbanken erwarben Schuldverschreibungen für netto 13 Mrd €, dabei standen inländische Titel im Vordergrund des Interesses. Hingegen trennten sich ausländische Investoren und heimische Kreditinstitute von festverzinslichen Wertpapieren in Höhe von netto 42½ Mrd € beziehungsweise 28 Mrd €.

um 9,0 % und damit deutlich stärker als der Gesamtmarkt. In den USA fielen die Kursgewinne der Banktitel dagegen niedriger aus (+ 2,6 %). Belastend wirkte sich hier aus, dass sich in den USA die Zinsstrukturkurve gemessen an dem Abstand zwischen zweijährigen und zehnjährigen Renditen seit September insgesamt verflachte.

*Aktienmarkt-
volatilität etwas
gestiegen*

Die Kursunsicherheit an den Aktienmärkten – gemessen an den aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten von Aktienindizes – war im Ergebnis etwas höher als Ende September 2021. Sie durchlief im Betrachtungszeitraum zwei wellenförmige Phasen. So führte die Einstufung der Omikron-Variante durch die Weltgesundheitsorganisation als besorgniserregende Virusvariante vorübergehend zu einem starken Anstieg der Aktienmarktvolatilität weltweit. Die sich anschließend verdichtenden Hinweise, dass diese Virusvariante weniger schwerwiegend sein könnte, als zuvor gedacht, beruhigte in den folgenden Wochen die Aktienmärkte dann aber wieder. Anfang des Jahres trugen die weltweit straffende Geldpolitik und die geopolitischen Spannungen zu einem erneuten Anstieg der Kursunsicherheit bei.

*Bewertungs-
niveau im Euro-
raum gesunken,
im langfristigen
Vergleich weiter-
hin niedrig*

Die Bewertung europäischer Aktien wurde im Vergleich zu Ende September 2021 günstiger. So erhöhten sich die impliziten Eigenkapitalkosten des Euro Stoxx, die sich aus dem Dividendenbarwertmodell der Bundesbank errechnen. Im Vergleich zu historischen Werten wies dieser Indikator zuletzt hohe Werte auf. Dies deutet darauf hin, dass die Kurse des Euro Stoxx im Verhältnis zu den Gewinnaussichten der Unternehmen moderat bewertet sind. Dabei ist jedoch zu beachten, dass sich die kurzfristigen Gewinnerwartungen und die mittelfristigen Gewinnwachstumserwartungen der Analysten gemäß IBES-Umfragen weiterhin auf einem sehr hohen Niveau befinden.

*Bewertungs-
niveau in den
USA leicht
gestiegen*

Anders sah die Entwicklung in den USA aus. Hier gaben die impliziten Eigenkapitalkosten leicht nach. Vor dem Hintergrund der aktuellen Gewinnerwartungen der Analysten signalisiert

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2020	2021	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj. ^{P)}
I. Leistungsbilanz	+ 72,3	+ 59,0	+ 60,1
1. Warenhandel	+ 53,7	+ 46,1	+ 36,7
2. Dienstleistungen	+ 6,0	– 3,3	+ 3,4
3. Primäreinkommen	+ 30,4	+ 29,2	+ 36,2
4. Sekundäreinkommen	– 17,9	– 13,1	– 16,2
II. Vermögensänderungsbilanz	– 3,4	+ 2,0	– 3,8
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 96,4	+ 8,7	+ 59,3
1. Direktinvestition	+ 3,2	+ 17,9	+ 18,6
Inländische Anlagen			
im Ausland	+ 43,8	+ 37,0	+ 27,6
Ausländische Anlagen im Inland	+ 40,7	+ 19,0	+ 9,0
2. Wertpapieranlagen	+ 172,5	+ 61,2	+ 94,9
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 67,7	+ 51,0	+ 41,9
Aktien ¹⁾	+ 22,9	+ 19,4	+ 13,3
Investmentfondsanteile ²⁾	+ 30,2	+ 22,3	+ 40,0
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 8,4	– 2,2	+ 14,0
kurzfristige Schuldverschreibungen ³⁾	– 1,9	+ 6,7	– 10,4
langfristige Schuldverschreibungen ⁴⁾	+ 16,5	+ 2,5	– 1,0
darunter:			
denominiert in Euro ⁵⁾	+ 7,7	– 3,5	+ 3,5
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	– 104,8	– 10,2	– 53,0
Aktien ¹⁾	– 1,0	+ 0,4	– 7,6
Investmentfondsanteile	+ 1,8	– 1,1	– 2,8
kurzfristige Schuldverschreibungen ³⁾	– 33,5	+ 8,9	– 6,2
langfristige Schuldverschreibungen ⁴⁾	– 72,2	– 18,5	– 36,3
darunter: öffentliche Emittenten ⁶⁾	– 39,0	– 28,7	– 32,9
3. Finanzderivate ⁷⁾	+ 9,1	– 10,7	+ 13,4
4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾	– 89,3	– 91,0	– 67,9
Monetäre Finanzinstitute ⁹⁾	+ 23,7	– 29,1	+ 98,7
Unternehmen und Privatpersonen ¹⁰⁾	– 1,3	– 1,3	– 53,3
Staat	– 0,9	– 0,6	+ 3,8
Bundesbank	– 110,8	– 60,0	– 117,1
5. Währungsreserven	+ 0,8	+ 31,2	+ 0,3
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹¹⁾	+ 27,6	– 52,2	+ 3,0

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

Deutsche Bundesbank

dies ein insgesamt ausgewogenes Bewertungsniveau.

*Mittelaufnahme
am Aktienmarkt*

Die Mittelaufnahme am deutschen Aktienmarkt betrug im Schlussquartal von 2021 per saldo 18½ Mrd € (Vorquartal: 10 Mrd €). Dabei spielte eine großvolumige Kapitalaufstockung einer Aktiengesellschaft eine wesentliche Rolle. Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 12½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis vor allem von inländischen Nichtbanken (36½ Mrd €), zu denen auch Kapitalanlagegesellschaften rechnen. Heimische Kreditinstitute vergrößerten ihre Aktienportfolios um netto 2½ Mrd €, während ausländische Investoren ihr Aktienengagement in Deutschland per saldo um 7½ Mrd € verringerten.

Investmentfonds

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im letzten Vierteljahr 2021 einen deutlichen Mittelzufluss in Höhe von 68½ Mrd €, nach 25 Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis weit überwiegend den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute (56½ Mrd €). Unter den Anlageklassen erzielten vor allem Gemischte Wertpapierfonds ein deutliches Mittelaufkommen (26½ Mrd €), aber auch Dachfonds (11 Mrd €), Aktienfonds (8½ Mrd €), Offene Immobilienfonds (7 Mrd €) und Rentenfonds (4½ Mrd €) verzeichneten Mittelzuflüsse. Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 40 Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis nahezu ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen im Ergebnis Anteilscheine für bemerkenswerte 106½ Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile. Heimische Kreditinstitute vergrößerten ihre Fondsportfolios um netto 4½

Mrd €, während gebietsfremde Investoren hiesige Anteilscheine für per saldo 3 Mrd € veräußerten.

■ Direktinvestitionen

Die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr führten im vierten Quartal 2021 zu Netto-Kapitalexporten von 95 Mrd €. Auch bei den Direktinvestitionen ergaben sich im Ergebnis Mittelabflüsse (18½ Mrd €).

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

Unternehmen mit Sitz in Deutschland weiteten in den Monaten Oktober bis Dezember ihre Direktinvestitionen im Ausland um 27½ Mrd € aus (Vorquartal: 37 Mrd €). Ihr Beteiligungskapital an ausländischen Töchtern stockten sie um 6 Mrd € auf. Darüber hinaus stellten sie verbundenen Konzerneinheiten 21½ Mrd € an zusätzlichen Krediten zur Verfügung. Im vierten Quartal flossen deutsche Direktinvestitionsmittel in bedeutendem Umfang in die USA (9 Mrd €), nach Luxemburg (7½ Mrd €) und nach Schweden (3½ Mrd €). Hingegen verminderten hiesige Unternehmen ihr Engagement in den Niederlanden (11 Mrd €) und in China (2 Mrd €).

*Kapitalexporte
bei deutschen
Direktinvestitionen
im Ausland*

In umgekehrter Richtung erhöhten ausländische Unternehmen den Bestand ihrer Direktinvestitionen in Deutschland um 9 Mrd €, nach 19 Mrd € im dritten Quartal. Die zusätzlichen Mittel wurden im Ergebnis ausschließlich in Form von Beteiligungskapital bereitgestellt. Im konzerninternen Kreditverkehr hielten sich die Neuvergabe von Krediten und die Tilgungen die Waage. Besonders hohe Zuflüsse an Direktinvestitionen waren im vierten Quartal aus Irland (6 Mrd €) und den USA (5½ Mrd €) zu verzeichnen. Unternehmen aus den Niederlanden (11 Mrd €) und Großbritannien (3 Mrd €) reduzierten die bereitgestellten Direktinvestitionsmittel in Deutschland.

*Kapitalzuflüsse
über ausländische Direkt-
investitionen in
Deutschland*