

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Finanzmärkte  
im Zeichen  
hoher Inflations-  
raten und  
eingetrübter  
Konjunktur-  
aussichten*

Die internationalen Finanzmärkte standen im Berichtszeitraum im Zeichen steigender Inflationszahlen und wachsender Konjunktursorgen. Angesichts der in vielen Volkswirtschaften weiterhin überraschend hohen Inflation zogen die Staatsanleiherrenditen bis Mitte Juni weltweit deutlich an. Die Marktteilnehmer preisten dabei unter anderem einen zunehmend kontraktiven geldpolitischen Kurs wichtiger Zentralbanken ein. Die Zentralbanken des Vereinigten Königreichs und der USA strafften die Geldpolitik mit wiederholten Leitzinserhöhungen: Die Bank of England vollzog im August die sechste Leitzinsanhebung seit Dezember letzten Jahres auf nun 1,75 %, und die Fed erhöhte den Leitzins im Juni und Juli um jeweils 75 Basispunkte auf ein Zielband von nun 2,25 % bis 2,5 %. Zudem begann nach der britischen auch die amerikanische Notenbank, ihre Wertpapierbestände zu reduzieren, die sie im Rahmen geldpolitischer Ankaufprogramme erworben hatte. Das Eurosystem blieb im Vergleich dazu eher abwartend, vollzog aber mit dem Ende der Nettokäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) und einer anschließenden ersten Leitzins-erhöhung inzwischen wichtige Schritte im Prozess der geldpolitischen Normalisierung. Zugleich verfestigten sich im Berichtszeitraum aber die Konjunktursorgen. In Europa wurden sie unter anderem von Einschränkungen bei den Erdgaslieferungen aus Russland genährt. Ab etwa Mitte Juni nahmen die Marktteilnehmer ihre Erwartungen an die geldpolitische Straffung im laufenden Zyklus schrittweise wieder zurück, was den vorangegangenen Renditeanstieg dämpfte. Die Aktienmärkte setzten in diesem Umfeld ihre negative Kursentwicklung des ersten Quartals fort. Neben den per saldo gestiegenen sicheren Zinsen wirkten gesunkene mittelfristige Gewinnwachstumsaussichten hierbei kursdämpfend. Auch an den Devisenmärkten spielte die Geldpolitik eine wichtige Rolle.

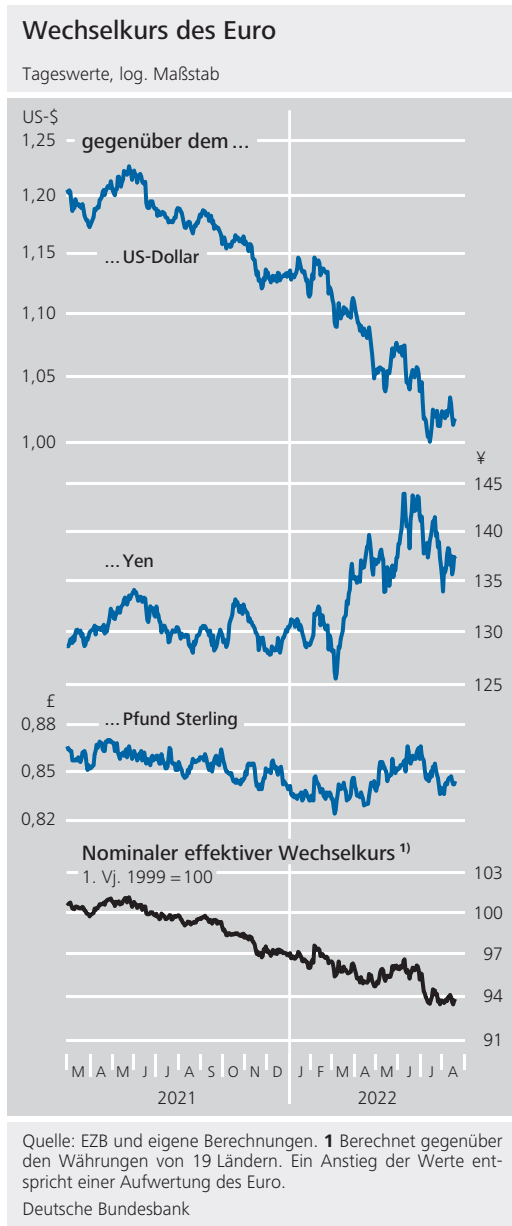
Das zügigere Normalisierungstempo der US-Geldpolitik bei vergleichsweise abwartender Haltung des Eurosystems ließ den Euro dabei insbesondere gegenüber dem US-Dollar abwerten. Zusätzlich lastete im Verhältnis zum US-Dollar ein abklingender Risikoappetit unter den Devisenmarktteilnehmern auf der Gemeinschaftswährung.

### ■ Wechselkurse

Der Euro verzeichnete seit Beginn des zweiten Quartals 2022 per saldo merkbare Kursverluste gegenüber dem US-Dollar. Ein wichtiger Grund hierfür war, dass sich in den USA der Inflationsprozess weiter beschleunigte. Dies veranlasste die Federal Reserve, ihren geldpolitischen Kurs deutlich zu forcieren. Sie signalisierte darüber hinaus bereit zu sein, mit weiteren Zinsschritten auch eine spürbare Abschwächung der Konjunktur in Kauf zu nehmen, um dem Inflationsdruck Herr zu werden. Auch im Euroraum gewann die Inflationsdynamik an Fahrt, und der EZB-Rat beendete in der Folge die Nullzinspolitik der letzten Jahre. Die Geschwindigkeit der geldpolitischen Normalisierung im Euroraum blieb insgesamt aber spürbar hinter der der Federal Reserve zurück und schwächte so den Euro gegenüber dem US-Dollar.

*Euro mit merk-  
lichen Kurs-  
verlusten  
gegenüber  
US-Dollar, ...*

Darüber hinaus erfuhr der Euro Abwertungsdruck durch eine nachlassende Risikoneigung an den Finanzmärkten. So ist oft zu beobachten, dass Phasen erhöhter globaler Unsicherheit zu anwachsenden Kapitalflüssen in die USA führen und den Außenwert des US-Dollar stärken. Im Verlauf des Sommers standen dabei zunächst mögliche Folgen ausgeweiteter Pandemiemaßnahmen in China im Vordergrund. Zunehmend jedoch lasteten Sorgen um die Sicherheit der europäischen Energieversorgung und um den globalen Wachstumsausblick auf dem Risikoappetit der Anleger. Unter diesen Eindrücken sank der Euro Anfang bis Mitte Juli mehr-



mals auf ein neues 19-Jahrestief von bis zu 1,00 US-\$ und wird seitdem nahe der Parität zur US-amerikanischen Währung gehandelt. Am Ende der Berichtsperiode notierte er bei 1,02 US-\$ und lag damit 8,3 % unter seinem Wert von Ende März.

... annähernd unverändert gegenüber Pfund Sterling, ...

Annähernd unverändert zeigte sich der Euro gegenüber dem Pfund Sterling. Die Bank of England hat die Zinswende im Vereinigten Königreich bereits Ende letzten Jahres und damit vergleichsweise früh eingeleitet. Trotzdem beschleunigte sich auch hier die Inflation. Damit wurden Zweifel der Marktteilnehmer genährt, ob die britischen Währungshüter die Preissteige-

rung wirksam würden bekämpfen können, ohne die Wirtschaftsaussichten durch weitere Zinsschritte zu belasten. In der Folge wertete der Euro bis in den Juni hinein auf. Im Juli gab der Euro seine Gewinne gegenüber der britischen Währung jedoch wieder ab, als die oben bereits erwähnten Sorgen um die Energieversorgung auf dem europäischen Festland zunahmen. Zuletzt kostete ein Euro 0,84 Pfund und damit 0,2 % weniger als zum Ende des ersten Quartals.

Fester zeigte sich der Euro zum Yen. In Japan ist der Preisauftrieb im internationalen Vergleich recht gering. Vor diesem Hintergrund schloss die Notenbank entgegen dem globalen Trend wiederholt einen baldigen Leitzinsanstieg aus. Zudem bekräftigte sie das Vorhaben, langfristige Staatsanleiherenditen durch unbegrenzte Ankäufe auf unverändert niedrigem Niveau stabilisieren zu wollen. Die damit weiter zunehmende Differenz zu den ansteigenden Anleihezinsen im Euroraum schwächte den Yen gegenüber dem Euro bis in den Juni hinein. Anfang Juli profitierte der Yen aber von aufkommender Unsicherheit der Finanzmarktteilnehmer über den globalen Wachstumsausblick und wertete gegenüber dem Euro wieder spürbar auf. In der Gesamtbetrachtung steht ein Wertegewinn des Euro von 1,5 % seit Ende März zu Buche, womit der Euro am Ende der Berichtsperiode bei 137 Yen gehandelt wurde.

... jedoch fester gegenüber Yen

Im Ergebnis wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner ab (- 2,4 %), wozu vor allem die Kursverluste gegenüber dem US-Dollar beitrugen. Schwächer zeigte sich der Euro auch gegenüber dem Schweizer Franken (- 5,7 %), der wie die US-amerikanische Währung und der Yen oft von abnehmender Risikobereitschaft an den Devisenmärkten profitiert. Zuwächse verzeichnete der Euro indessen gegenüber den Währungen einiger mittel- und osteuropäischer Staaten wie dem Forint (+ 9,6 %) und dem Złoty (+ 1,5 %). Zwar hoben die Notenbanken Ungarns und Polens im Betrachtungszeitraum mehrfach teils kräftig die Leitzinsen an. Zunehmende Belastungen für

Euro in effektiver Rechnung per saldo schwächer

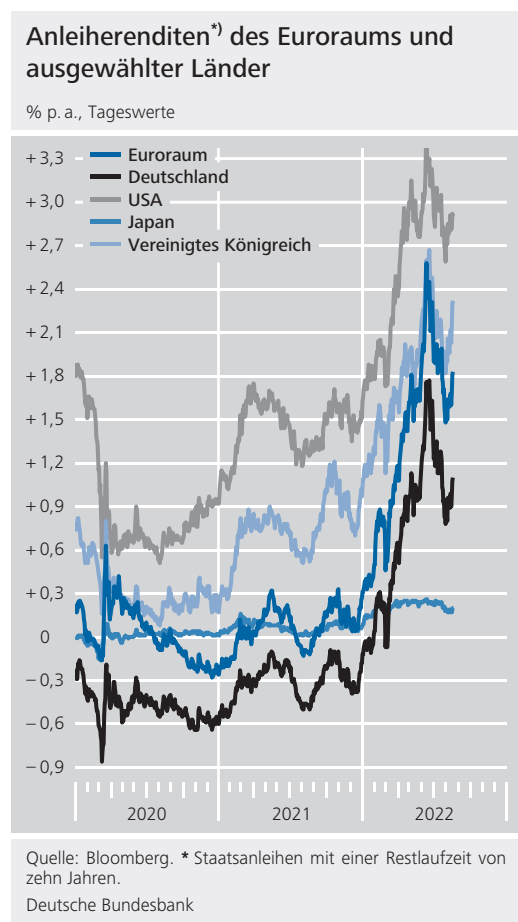
Wirtschaft und Staatshaushalt als Folge der russischen Invasion der Ukraine lasteten jedoch auf ihren Währungen.

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

### Rentenmarkt

*Renditen zehnjähriger Staatsanleihen weltweit gestiegen*

Die nominalen Renditen von Staatsanleihen stiegen seit Ende des ersten Quartals 2022 in den großen Währungsräumen im Ergebnis an. Die Staatsanleihemärkte reagierten damit auf weiter hohe Inflationszahlen, gestiegene Inflationserwartungen der Marktteilnehmer und die eingeleitete Zinswende in der Geldpolitik. Außerdem nahm die Unsicherheit an den Anleihemärkten deutlich zu. Dies war Ausdruck des Spannungsfeldes, in dem sich die Rentenmärkte bewegten: Auf der einen Seite erwarteten die Marktteilnehmer aufgrund des hohen Inflationsdrucks in der kurzen Frist eine entsprechend entschiedene geldpolitische Reaktion. So trug die amerikanische Notenbank wesentlich zu höheren Renditen insbesondere auf dem US-Anleihemarkt bei, indem sie wiederholt mit deutlichen geldpolitischen Straffungsmaßnahmen auf den Preisauftrieb reagierte. Auf der anderen Seite nahmen die Sorgen über den weiteren konjunkturellen Ausblick zu. Einen Wendepunkt in der Renditeentwicklung stellten die außerordentliche EZBR-Sitzung und die reguläre Sitzung der US-Notenbank Mitte Juni dar. Die Ankündigung des EZB-Rats, ein Instrument zur Absicherung der geldpolitischen Transmission (Transmission Protection Instrument, TPI) zu entwickeln, dämpfte die europäischen Renditen und Renditeabstände. Von der Fed-Sitzung ging das Signal aus, dass sie – aufgrund des Brems-effekts der vorherigen Zinserhöhungen auf die Konjunktur – die Leitzinsen mittelfristig möglicherweise schneller als bislang erwartet wieder senken könnte. Seither reagierten die Zinsen daher besonders sensitiv auf US-amerikanische Makronachrichten, wie zum Beispiel zum US-Arbeitsmarkt, da diese Hinweise über die zukünftige Konjunktorentwicklung und den geld-



politischen Zinspfad geben. Im Ergebnis stiegen die Renditen zehnjähriger US-Treasuries um 55 Basispunkte auf 2,9 %.

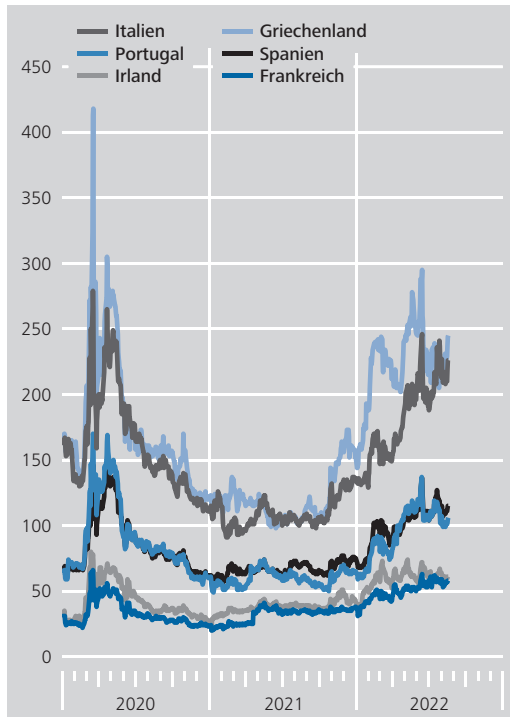
Im Vereinigten Königreich stiegen die Renditen zehnjähriger Gilts ebenfalls an (+ 70 Basispunkte auf 2,3 %). Die Bank of England setzte angesichts weiter überraschend hoher Inflationsraten die geldpolitische Straffung fort. Die Bank of Japan hielt hingegen weiter an ihrem stark akkommodierenden geldpolitischen Kurs und ihrem Renditeziel für zehnjährige Staatsanleihen innerhalb eines Zinsbandes von +/- 25 Basispunkten um 0 % fest. Mit der angekündigten Option unbegrenzter Anleihekäufe stemmte sie sich gegen den internationalen Zinstrend. Die Renditen zehnjähriger japanischer Anleihen veränderten sich daher kaum und verharrte bei 0,2 %, was dem oberen Rand des angestrebten Zinsbandes entspricht.

*Staatsanleiherendite im Vereinigten Königreich gestiegen, in Japan kaum verändert*

Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen stiegen seit Ende des ersten Quartals im Ergebnis

### Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

*Höhere Rendite zehnjähriger Bundeswertpapiere*

um 55 Basispunkte auf 1,1% an. Mitte Juni hatten sie mit 1,8% sogar einen Wert erreicht, der dem Niveau von Anfang 2014 – also noch vor der Einführung des APP – entsprach. Eine Modellzerlegung der Zinsstrukturkurve von Bundeswertpapieren legt nahe, dass zwei Ursachen zum Anstieg der Renditen beitrugen: Zum einen erhöhten sich die Terminprämien, die Anleger bei langfristigen Anleihen für die Übernahme von Kursänderungsrisiken verlangen. Dies dürfte unter anderem auch eine Folge der beendeten Netto-Anleihekäufe des Eurosystems gewesen sein. Zum anderen erwarteten die Marktteilnehmer angesichts weiter gestiegener Inflationsraten höhere Leitzinsen. Angesichts der wachsenden Konjunkturskepsis nahmen sie ihre Erwartungen an die geldpolitische Straffung im laufenden Zyklus ab Mitte Juni allerdings schrittweise wieder zurück, was die Renditen nach dem vorangegangenen Anstieg wieder etwas reduzierte.

Der Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) weitete sich seit Ende des ersten Quartals um 29 Basispunkte auf 1,1 Prozentpunkte aus. Er lag damit über dem fünfjährigen Mittel (0,8 Prozentpunkte), wobei die Fünfjahresbetrachtung zur Gänze einen Zeitraum überdeckt, in dem das Eurosystem an den Anleihemärkten aktiv war.<sup>1)</sup> In dem ausgeweiteten Spread schlug sich nieder, dass sich mit der erwarteten Normalisierung der Geldpolitik auch die Relativpreise zwischen Anleihen unterschiedlicher Bonität wieder normalisierten. So weiteten sich die Renditeaufschläge von Mitgliedstaaten des Euroraums mit schwächerer Bonität etwas stärker aus. Mit der Ankündigung des EZB-Rats zur Einführung des TPI verringerten sich die Renditeabstände im Euroraum wieder. Das TPI ergänzt das Instrumentarium des EZB-Rats. Es kann insbesondere in einer Phase der geldpolitischen Normalisierung aktiviert werden, um ungeordneten Marktdynamiken entgegenzuwirken, die eine Bedrohung für die Transmission der Geldpolitik im Euroraum darstellen und die nicht durch länderspezifische Fundamentalfaktoren begründet sind. Dabei ist eine solide und tragfähige Finanz- und Wirtschaftspolitik eine Voraussetzung dafür, dass in den Marktprozess eingegriffen werden kann. Eine Anwendung des TPI kommt also nur in Ausnahmesituationen und unter engen Voraussetzungen infrage. Indikatoren der Marktliquidität zeigten zuletzt keine starke Anspannung am Markt für Staatsanleihen des Euroraums an.

*Renditedifferenzen im Euroraum ausgeweitet*

Die marktbasieren kurzfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum auf Basis von Inflationswaps lagen zum Ende des Berichtszeitraums über einen Horizont von zwei Jahren weiterhin sehr deutlich über der Stabilitätsnorm von 2%. So rechneten die Marktteilnehmer für

*Marktteilnehmer erwarten kurzfristig stark erhöhte Inflationsraten*

<sup>1</sup> In dem dadurch geschaffenen Umfeld allgemein niedriger Zinsen waren die privaten Anleger eher bereit, Anleihen mit einer niedrigen Bonität zu erwerben, um eine etwas höhere Verzinsung zu erhalten („Suche nach Rendite“). Zwischen Januar und Oktober 2019 tätigte das Eurosystem im Rahmen des APP keine Nettokäufe, reinvestierte aber vollständig die auslaufenden Anlagen.

Dezember 2022 mit einem Höchststand der Inflationsrate bei 10,2 %. Für den nochmaligen Anstieg der Erwartungen im zweiten Quartal dürften vor allem die Preisfolgen von Einschränkungen bei den Erdgaslieferungen aus Russland mit Befürchtungen bis hin zu einem möglichen Gasembargo verantwortlich sein. Die Marktteilnehmer erwarten, dass die Inflation von hohen Niveaus Ende 2022 ausgehend im Jahresverlauf 2023 wieder absinkt und Mitte 2024 nahe 2 % liegen wird. In dem im Vergleich zu Ende März steiler absinkenden Pfad der kurzfristigen Inflationserwartungen dürften auch Konjunktursorgen zum Ausdruck kommen. Im Jahresdurchschnitt erwarten die Marktteilnehmer für das Jahr 2022 eine Inflationsrate von 8,5 % und für das Jahr 2023 eine von 6,9 %. Eine Periode, in der sich hohe Inflationserwartungen verfestigen, erhöht das Risiko, dass Haushalte und Firmen ihre Lohn- und Preissetzung an Inflationserwartungen ausrichten, die sich nicht mehr an der Stabilitätsnorm orientieren.

*Längerfristige marktbasierende Inflationserwartungen weiter über 2 %*

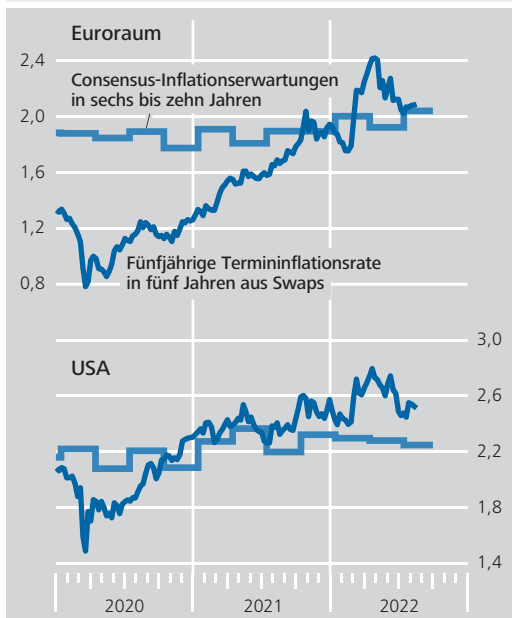
Die längerfristigen Inflationserwartungen sind seit Ende des ersten Quartals gesunken. Die in fünf Jahren beginnende Termininflationsrate für fünf Jahre, die ebenfalls aus Inflationsswaps hergeleitet wird, notierte mit 2,1 % zuletzt 12 Basispunkte niedriger. Die vierteljährlichen umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren stiegen dagegen im Juli auf 2,0 %, verglichen mit 1,9 % im April 2022.

*Marktbasierende Inflationserwartungen von Risikoprämien beeinflusst*

Die langfristigen marktbasierenden Inflationserwartungen im Euroraum lagen damit – wenn auch in geringerem Maße – weiterhin oberhalb von Umfrageerwartungen und den Projektionen des Eurosystems. Die Risikoprämie, also der Abstand zwischen Markterwartungen und Umfragedaten, war weiter positiv, was zeigt, dass die Marktteilnehmer weiter mit Aufwärtsrisiken für die Inflation rechnen. Im Vergleich zu März ging die Risikoprämie aber zurück, was darauf hindeutete, dass sich die Sorgen der Marktteilnehmer vor längerfristig sehr hohen Inflationsraten abschwächten. Maßgeblich hierfür sind

### Termininflationsraten<sup>1)</sup> und -erwartungen im Euroraum und in den USA

% p. a., Wochendurchschnitte

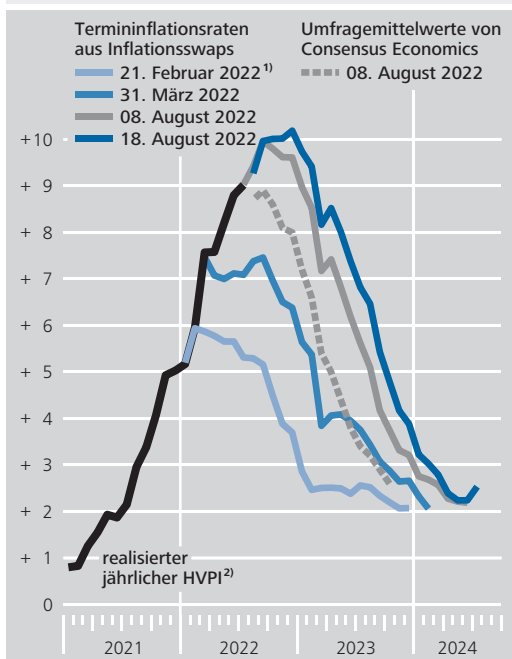


Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters, Consensus Economics und eigene Berechnungen. \* Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten (HVPI ohne Tabakwaren für den Euroraum sowie CPI Urban Consumers für die USA) der nächsten fünf bzw.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

Deutsche Bundesbank

### Kurzfristige HVPI-Pfade für den Euroraum

in %

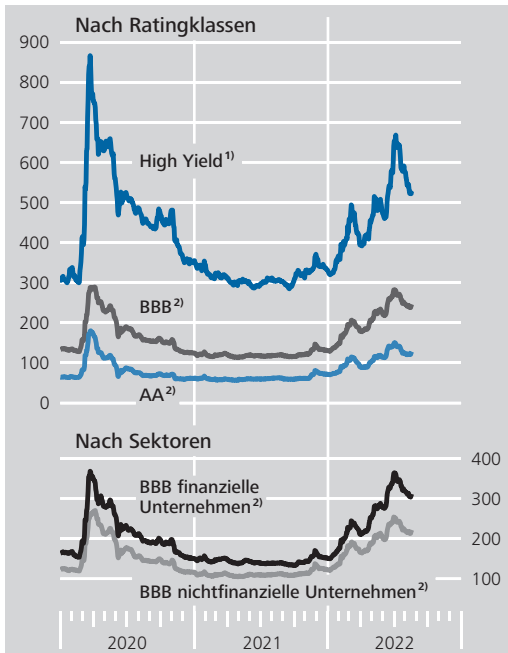


Quellen: Fenics Market Data, Consensus Economics, Eurostat und eigene Berechnungen. **1** Am 21. Februar 2022 erkannte Russland Teile der Regionen Donezk und Luhansk auf ukrainischem Staatsgebiet als unabhängig an. **2** HVPI ohne Tabak.

Deutsche Bundesbank

### Renditespreads von Unternehmensanleihen im Euroraum<sup>\*)</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	2021	2022	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>			
Inländer	88,2	112,4	40,8
Kreditinstitute	- 20,4	12,0	- 3,0
darunter:			
ausländische			
Schuldverschreibungen	- 5,8	12,3	6,8
Deutsche Bundesbank	72,2	40,5	25,2
Übrige Sektoren	36,4	59,9	18,6
darunter:			
inländische			
Schuldverschreibungen	6,8	24,1	31,4
Ausländer	- 4,9	32,7	- 11,3
<b>Aktien</b>			
Inländer	30,3	19,4	13,9
Kreditinstitute	1,5	- 1,3	- 1,2
darunter:			
inländische Aktien	1,5	- 0,7	- 0,2
Nichtbanken	28,8	20,6	15,1
darunter:			
inländische Aktien	6,0	11,3	8,0
Ausländer	- 0,3	- 9,2	- 5,3
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	21,4	31,8	15,6
Anlage in Publikumsfonds	9,9	3,9	3,3
darunter:			
Aktienfonds	4,3	0,0	3,4

Deutsche Bundesbank

die eingeleiteten geldpolitischen Maßnahmen und die wachsende Konjunkturskepsis.

Die marktbasieren fünfjährigen US-Termininflationraten in fünf Jahren sanken in ähnlichem Umfang wie im Euroraum (um 11 Basispunkte auf 2,6%). Damit lagen die marktbasieren Indikatoren auch für die USA über den Umfrageerwartungen: Laut Consensus Economics betrug die umfragebasierten US-Inflationserwartungen im Juli in sechs bis zehn Jahren 2,2%.

*Längerfristige Inflationserwartungen in den USA gesunken*

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren stiegen seit dem Ende des ersten Quartals noch deutlicher an als laufzeitgleiche Bundeswertpapiere. Auffallend war der enge Verbund, in dem die Risikoaufschläge der Unternehmensanleihen und das Zinsniveau der Bundeswertpapiere standen. Im Ergebnis weiteten sich die Renditeaufschläge europäischer finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen der Ratingklasse BBB gegenüber Bundesanleihen um 101 beziehungsweise 56 Basispunkte aus. Besonders stark stiegen die Renditen und Risikoaufschläge von Hochzinsanleihen. Im Einklang hiermit erhöhten sich die Kreditausfallprämien bonitätsschwacher Schuldner kräftig (ITraxx Crossover, 5 Jahre; + 154 Basispunkte). Mit den deutlichen Preisabschlägen vor allem bei Anleihen hoch verschuldeter, bonitätsschwächerer Unternehmen reagierten die Investoren vor allem auf die geldpolitische Normalisierung. Marktteilnehmer sorgten sich über die Schuldentragfähigkeit der Unternehmen bei steigenden Zinsen und sich eintrübendem Konjunkturausblick. Gemessen an den Renditeaufschlägen lagen die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen über alle Ratingklassen hinweg deutlich oberhalb ihres fünfjährigen Durchschnitts. Zuletzt waren die Renditeaufschläge wieder rückläufig.

*Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen gestiegen*

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im zweiten Quartal 2022 mit 404 Mrd € etwas unter dem Wert des ersten Vierteljahres (427 ½ Mrd €). Nach Abzug der Til-

*Nettoemissionen deutscher Schuldverschreibungen*

gungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten erhöhte sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 34½ Mrd €. Der Umlauf von Schuldtiteln ausländischer Provenienz am deutschen Markt reduzierte sich im zweiten Quartal leicht um 5 Mrd €. Im Ergebnis stieg der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 29½ Mrd €.

Mrd €; dabei handelte es sich zum größten Teil um inländische Papiere öffentlicher Emittenten. Hingegen veräußerten ausländische Investoren und heimische Kreditinstitute Schuldverschreibungen für netto 11½ Mrd € beziehungsweise 3 Mrd €.

## Aktienmarkt

An den internationalen Aktienmärkten setzte sich die Talfahrt der Aktienkurse fort. Zum einen setzten die gestiegenen Zinsen, die über den Diskontfaktoreffekt den Gegenwartswert zukünftiger Gewinne verringern, die Notierungen unter Druck. Zum anderen schwächten die eingetrübten Konjunkturaussichten die mittelfristigen Gewinnwachstumsenerwartungen. Anhaltende Materialengpässe und vor allem die hohen Energiekosten zählten weiterhin zu den wichtigsten Belastungsfaktoren für die Unternehmen. Demzufolge verzeichneten energieintensive Branchen wie die Grundstoffindustrie und Unternehmen, die von einem Stopp russischer Erdgaslieferungen besonders betroffen wären, überdurchschnittlich hohe Kurseinbußen. Aktienkurse von Unternehmen des Energiesektors erwiesen sich hingegen als relativ robust. Die Sorgen hinsichtlich der Energie- und Gasversorgung sowie der Konjunktorentwicklung schlugen sich aber nicht in einem nennenswert rückläufigen Risikoappetit der Aktienmarktteilnehmer nieder. Dies legen unter anderem die einschlägigen Volatilitätsindizes nahe, die die Unsicherheit der Marktakteure über die weitere Kursentwicklung messen und sich überwiegend seitwärts entwickelten. Gegen Ende des Berichtszeitraums sorgten zudem einige gut ausgefallene Quartalergebnisse für einen moderaten Kursauftrieb. Im Ergebnis verzeichneten der US-amerikanische S&P500 (– 5,4%), der Euro Stoxx (– 4,3%) und der CDAX (– 9,8%) seit Ende März aber jeweils deutliche Verluste. Im Vereinigten Königreich konnten die Aktienkurse indes leicht zulegen (FTSE 100: + 0,2%). Im FTSE-Index sind viele rohstoffintensive Unternehmen enthalten, die tendenziell von hohen Energie- und Rohstoffpreisen profitieren. Der

*Internationale  
Aktienmärkte  
weiterhin mit  
Kursrückgängen*

*Geringere Netto-  
emissionen der  
öffentlichen  
Hand*

Die öffentliche Hand begab im zweiten Quartal 2022 Schuldtitel für netto 24 Mrd €, nach 35 Mrd € im Quartal zuvor. Der Bund (inkl. der ihm zugerechneten Abwicklungsanstalt) emittierte vor allem zehn- und 30-jährige Bundesanleihen (20½ Mrd € bzw. 16½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen fünfjähriger Bundesobligationen (– 6 Mrd €) und unverzinslicher Schatzanweisungen (– 3½ Mrd €) gegenüber. Die Länder und Gemeinden tilgten im Ergebnis Schuldverschreibungen für 3 Mrd €.

*Kapitalmarkt-  
verschuldung  
der Kredit-  
institute leicht  
erhöht*

Inländische Kreditinstitute erhöhten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung leicht um 6½ Mrd € (Vorquartal: 44 Mrd €). Die Emissionen betrafen vor allem Hypothekenpfandbriefe und die flexibel gestaltbaren Sonstigen Bankschuldverschreibungen (3½ Mrd € bzw. 3 Mrd €). Hingegen wurden Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten in Höhe von 0,5 Mrd € getilgt.

*Unternehmens-  
anleihen per  
saldo emittiert*

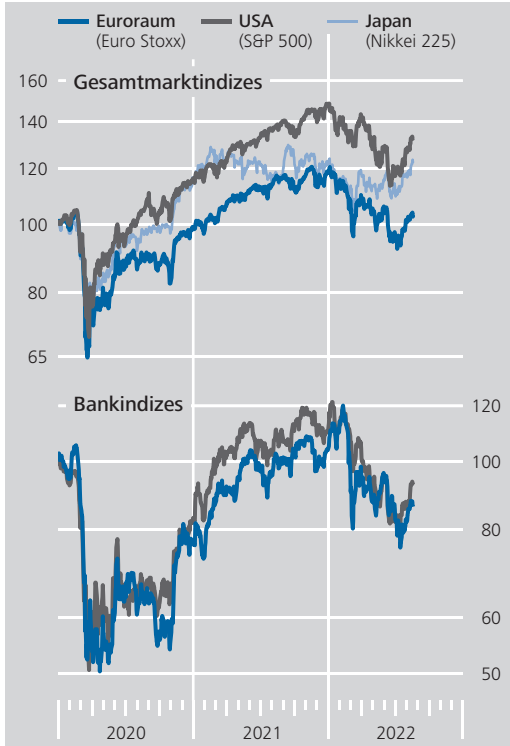
Inländische Unternehmen emittierten im Berichtsquartal Anleihen für netto 4 Mrd €, nach Nettoemissionen in Höhe von 17½ Mrd € im Quartal zuvor. Im Ergebnis ist dies weit überwiegend auf langfristige Papiere zurückzuführen. Den größten Anteil machten hierbei nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften aus, die knapp 4 Mrd € emittierten.

*Erwerb von  
Schuldverschrei-  
bungen*

Inländische Nichtbanken erweiterten ihre Rentenportfolios am heimischen Anleihemarkt im zweiten Quartal 2022 um per saldo 18½ Mrd €, wobei es sich ausschließlich um inländische Papiere handelte. Auch die Bundesbank erwarb – vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems – Rentenwerte für netto 25

## Aktienmarkt

Anfang 2020 = 100, log. Maßstab, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

japanischen Nikkei konnte ebenfalls zulegen (+ 4,0 %).

*Bankaktien im Euroraum mit stärkerem Minus als der Gesamtmarkt*

Bankaktien verzeichneten stärkere Kursrückgänge als der Gesamtmarkt. Die Notierungen der Banken im europäischen Euro Stoxx sanken seit Ende des ersten Quartals um 8,1%; für US-amerikanische Banken fielen die Kurseinbußen sogar noch etwas höher aus (- 8,4 %). Zu den Kursverlusten bei Bankaktien trug bei, dass einige Großbanken für das zweite Quartal schwächere Gewinne als erwartet meldeten und Rückstellungen bilden mussten. Darüber hinaus empfahl die europäische Bankenaufsicht den Kreditinstituten, bei der Ausschüttungspolitik Zurückhaltung zu üben und die Risikovor- sorge zu erhöhen.

*Indikatoren des Bewertungsniveaus entwickeln sich uneinheitlich*

Gemessen an der Gewinnrendite auf Basis der Gewinnerwartungen für die nächsten zwölf Monate waren europäische und amerikanische Aktien (Euro Stoxx bzw. S&P500) am Ende der Berichtsperiode günstiger bewertet als Ende

März. Ausschlaggebend hierfür war, dass Analysten die Gewinnaussichten auf Jahresfrist ungeachtet der Kursverluste sogar etwas an- hoben. Auf Basis der impliziten Eigenkapitalkosten, die mithilfe eines Dividendenbarwert- modells als Summe aus sicherem Zins und Risikoprämie berechnet werden können, ergab sich ein anderes Bild. Die impliziten Eigenkapitalkosten sanken in beiden Währungsräumen seit dem Ende des ersten Quartals. Diesem Indi- kator zufolge stieg das Bewertungsniveau somit leicht an. Ausschlaggebend hierfür war die ge- sunkene Risikoprämie. Deutlich gesunken sind auch die mittelfristigen Gewinnaussichten euro- päischer und amerikanischer Unternehmen, die in die Berechnung der impliziten Eigenkapital- kosten eingehen. Ein klares Rezessionssignal lässt sich hieraus aber nicht ableiten, denn die mittelfristigen Gewinnerwartungen fielen von rekordhohem Niveau aus und lagen zuletzt im- mer noch über dem Fünfjahresdurchschnitt. Im historischen Vergleich weisen die impliziten Eigenkapitalkosten weiterhin auf eine eher hohe Bewertung US-amerikanischer Aktien und eine eher niedrige Bewertung europäischer Aktien hin.

Deutsche Aktiengesellschaften nahmen im Be- richtsquarter per saldo 2 ½ Mrd € an neuen Mit- teln auf (Vorquarter: 1 ½ Mrd €). Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 6 Mrd €. Erworben wur- den Dividendenwerte im Ergebnis von inlän- dischen Nichtbanken (15 Mrd €). Hingegen ver- ringerten ausländische Investoren und heimi- sche Kreditinstitute ihre Aktienportfolios um netto 5 ½ Mrd € beziehungsweise 1 Mrd €.

*Mittelaufnahme am Aktienmarkt*

## Investmentfonds

Inländische Investmentgesellschaften verzeich- neten im zweiten Quartal 2022 einen Mittel- zufluss in Höhe von 19 Mrd €, nach 35 ½ Mrd € im Vorquarter. Die neuen Mittel kamen im Er- gebnis weit überwiegend den Spezialfonds zu- gute (15 ½ Mrd €), die institutionellen Anlegern vorbehalten sind. Unter den Anlageklassen er-

*Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten*



zielten vor allem Gemischte Wertpapierfonds ein deutliches Mittelaufkommen (7 Mrd €), aber auch Offene Immobilienfonds (5 Mrd €), Aktienfonds (3 ½ Mrd €) und Dachfonds (2 Mrd €) verzeichneten Mittelzuflüsse. Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 1 Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis nahezu ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen im Ergebnis Anteilscheine für 19 ½ Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich fast ausschließlich um inländische Fondsanteile. Gebietsfremde Investoren vergrößerten ihre Fondsportfolios um netto 1 ½ Mrd €.

## ■ Direktinvestitionen

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

Die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr führten im zweiten Quartal 2022 zu Netto-Kapitalexporten von 17 Mrd €. Auch bei den Direktinvestitionen ergaben sich per saldo Mittelabflüsse (38 Mrd €).

*Kapitalexporte  
bei deutschen  
Direktinvestitionen  
im Ausland*

Unternehmen mit Sitz in Deutschland weiteten von April bis Juni 2022 ihre Direktinvestitionen im Ausland im Ergebnis um 55 Mrd € aus (Vorquartal: 45 Mrd €). Dabei stockten sie ihr Beteiligungskapital an ausländischen Niederlassungen um 28 ½ Mrd € auf. Rund die Hälfte davon entfiel auf reinvestierte Gewinne. Außerdem stellten hier ansässige Firmen verbundenen Konzerneinheiten im Ausland 26 Mrd € an zusätzlichen Krediten zur Verfügung, und zwar im Ergebnis hauptsächlich über Finanzkredite. Im zweiten Quartal flossen deutsche Direktinvestitionsmittel in bedeutendem Umfang in die Niederlande (10 ½ Mrd €), nach Luxemburg (8 Mrd €), in das Vereinigte Königreich (5 ½ Mrd €), in die Schweiz und in die Vereinigten Staaten (jeweils 5 Mrd €). Direktinvestitionen nach Russland waren im betrachteten Zeitraum äußerst gering.

*Kapitalzuflüsse  
über ausländische Direkt-  
investitionen  
in Deutschland*

Auch ausländische Unternehmen erhöhten ihre Direktinvestitionen in Deutschland von April bis Juni 2022 (16 ½ Mrd €, nach 40 Mrd € im ersten Quartal 2022). Das Beteiligungskapital an

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2021	2022	
	2. Vj.	1. Vj.	2. Vj. P)
I. Leistungsbilanz	+ 63,9	+ 52,3	+ 24,8
1. Warenhandel	+ 47,1	+ 34,3	+ 27,4
2. Dienstleistungen	+ 6,4	- 2,5	- 7,1
3. Primäreinkommen	+ 18,6	+ 36,9	+ 16,2
4. Sekundäreinkommen	- 8,2	- 16,4	- 11,6
II. Vermögensänderungsbilanz	- 1,8	- 1,9	- 4,3
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 84,6	+ 94,0	+ 49,4
1. Direktinvestition	+ 12,6	+ 4,7	+ 38,1
Inländische Anlagen			
im Ausland	+ 30,3	+ 44,8	+ 54,8
Ausländische Anlagen im Inland	+ 17,7	+ 40,1	+ 16,7
2. Wertpapieranlagen	+ 67,9	+ 38,4	+ 17,1
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 59,0	+ 59,7	+ 1,5
Aktien <sup>1)</sup>	+ 10,3	+ 7,2	+ 5,2
Investmentfondsanteile <sup>2)</sup>	+ 24,7	+ 4,0	+ 1,2
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	- 1,4	- 8,7	- 0,4
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>3)</sup>	- 6,2	+ 1,3	- 2,6
langfristige Schuldverschreibungen <sup>4)</sup>	+ 30,2	+ 47,2	- 2,3
darunter:			
denominiert in Euro <sup>5)</sup>	+ 19,7	+ 42,3	+ 4,3
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 8,9	+ 21,3	- 15,7
Aktien <sup>1)</sup>	- 5,0	- 9,2	- 6,0
Investmentfondsanteile	+ 1,0	- 2,2	+ 1,6
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>3)</sup>	+ 1,9	- 5,2	- 7,1
langfristige Schuldverschreibungen <sup>4)</sup>	- 6,8	+ 37,9	- 4,2
darunter: öffentliche Emittenten <sup>6)</sup>	- 12,2	+ 16,8	- 3,1
3. Finanzderivate <sup>7)</sup>	+ 11,5	+ 10,6	+ 13,9
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>8)</sup>	- 7,5	+ 38,1	- 20,3
Monetäre			
Finanzinstitute <sup>9)</sup>	- 11,0	- 126,3	- 25,5
Unternehmen und Privatpersonen <sup>10)</sup>	+ 11,8	+ 60,0	- 16,0
Staat	- 2,1	- 5,2	- 10,1
Bundesbank	- 6,1	+ 109,5	+ 31,3
5. Währungsreserven	+ 0,1	+ 2,2	+ 0,6
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>11)</sup>	+ 22,5	+ 43,5	+ 29,0

**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

deutschen Töchtern erhöhten sie um 6 Mrd €. Über den konzerninternen Kreditverkehr flossen deutschen Unternehmen 10½ Mrd € zu. Zurückzuführen war dies ausschließlich auf zusätzliche Finanzkredite, da bei den Handelskrediten per saldo die Tilgungen überwogen. Besonders hohe Zuflüsse an Direktinvestitionsmitteln

waren im zweiten Quartal aus den Vereinigten Staaten (3½ Mrd €), den Niederlanden und Frankreich (jeweils 3 Mrd €) sowie aus der Schweiz (2½ Mrd €) zu verzeichnen. Dagegen zogen Belgien (2½ Mrd €) und das Vereinigte Königreich (1½ Mrd €) Direktinvestitionsmittel aus Deutschland ab.