

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Hohe Inflationsraten und erwartete geldpolitische Straffung im Fokus der Finanzmärkte

Die rekordhohen Inflationsraten prägten zusammen mit der fortgesetzten geldpolitischen Straffung beiderseits des Atlantiks die internationalen Finanzmärkte. Die Renditen an den Staatsanleihemärkten zogen deutlich an, zumal wichtige Zentralbanken ihre Bereitschaft signalisierten, zur Erfüllung ihres Mandats die Zinsen weiter anzuheben. Die Federal Reserve erhöhte im Juli, September und November den Leitzins um jeweils 75 Basispunkte auf ein Zielband zwischen nun 3,75 % bis 4 %; das Eurosystem beschloss seit Juli Leitzinsanhebungen von insgesamt 200 Basispunkten. Außerdem erwarten die Marktteilnehmer, dass das Eurosystem bald die Reinvestitionen auslaufender Anleihen beendet. Zugleich rückten an den Finanzmärkten die Risiken einer expansiven Finanzpolitik in Zeiten einer erforderlichen geldpolitischen Straffung stärker in den Vordergrund. Im Vereinigten Königreich sorgten zunächst angekündigte und später wieder zurückgenommene, nicht gegenfinanzierte Steuersenkungen für einen abrupten Anstieg der Staatsanleiherenditen. Dies gefährdete aus Sicht der Bank of England die Finanzstabilität und veranlasste sie trotz ihres geldpolitischen Straffungskurses zu befristeten Käufen heimischer Staatsanleihen und weiteren Hilfsmaßnahmen. An den Aktienmärkten kam es nach den kräftigen Kursverlusten in den Vorquartalen zu einer Erholung. Die gestiegenen Zinsen und verfestigte Konjunkturzweifel wirkten zwar weiterhin kursdämpfend, seit dem Herbst stärkten aber vor allem in Europa Berichte über umfangreiche Flüssiggaslieferungen und hohe Gasspeicherstände wieder den Risikoappetit und Konjunkturoptimismus unter den Anlegern. Maßgeblich getrieben durch die geldpolitischen Straffungsimpulse des Eurosystems und der Federal Reserve verlor der Euro zum US-Dollar zunächst merklich an Wert, machte die Kursverluste in der Folge aber weitgehend wieder wett. Effektiv gewann der Euro hingegen an Wert.

■ Wechselkurse

Der Euro blieb seit Beginn des dritten Quartals 2022 gegenüber dem US-Dollar per saldo nahezu unverändert. Bis Anfang November notierte die europäische Gemeinschaftswährung zum US-Dollar allerdings merklich schwächer. Dies war in erster Linie darauf zurückzuführen, dass die geldpolitischen Straffungsimpulse des Eurosystems in den Augen der Devisenmärkte alles in allem weiterhin hinter denen der Federal Reserve zurückblieben, sodass der Euro von geldpolitischer Seite per saldo geschwächt wurde. Darüber hinaus blieb die Unsicherheit an den Devisenmärkten angesichts einer Reihe von Belastungsfaktoren, wie dem Angriffskrieg Russlands gegen die Ukraine und dem sich eintrübenden und recht ungewissen globalen Konjunkturausblick, sehr hoch. Dies spiegelte sich auch in einer weiterhin überdurchschnittlich hohen Volatilität an den Devisenmärkten wider. Solche Phasen ausgeprägter globaler Unsicherheit begünstigen Kapitalflüsse in die USA. Dadurch wurde die europäische Gemeinschaftswährung gegenüber dem US-Dollar tendenziell zusätzlich unter Druck gesetzt. Hinzu kam die Energiekrise, die Länder des Euroraums besonders stark traf und zeitweise zu weiteren Kursverlusten des Euro gegenüber dem US-Dollar beitrug. Allerdings wirkte die zuletzt verbesserte Lage am Gasmarkt, die auf diese Weise verringerten Energierisiken mit Blick auf die Wintermonate und eine damit einhergehende steigende Risikobereitschaft dem Euro-Abwertungsdruck entgegen.

Euro per saldo nahezu unverändert gegenüber US-Dollar

Der Einfluss der relativen geldpolitischen Ausrichtung der USA und des Euroraums auf den Euro-US-Dollar-Wechselkurs lässt sich gut anhand einiger ausgewählter Zeitpunkte festmachen. So unterschritt der Euro die Parität zur US-amerikanischen Währung Ende August, also um die Zeit, in der Fed-Präsident Powell während des Zentralbanktreffens in Jackson Hole für die Märkte überraschend deutlich betonte, dass

Kursverschiebungen maßgeblich getrieben von der geldpolitischen Ausrichtung der USA und des Euroraums



eine anhaltend restriktive Geldpolitik für die USA notwendig sei. Am 28. September 2022, nachdem die Fed die Leitzinsen in den USA ein weiteres Mal kräftig angehoben hatte, sank er auf ein 20-Jahrestief von 0,96 US-\$. Seit Anfang November erholte sich der Euro wieder, insbesondere nachdem für die USA geringere Inflationszahlen als erwartet veröffentlicht worden waren, die unter Marktteilnehmern die Erwartung aufkommen ließen, dass die Fed langsamer straffen würde, als zuvor angenommen. Am Ende der Berichtsperiode notierte der Euro bei 1,04 US-\$ und lag damit um lediglich 0,2% unter seinem Wert von Ende Juni.

Der Euro gewann gegenüber dem Pfund Sterling seit Halbjahresbeginn unter beträchtlichen Kursschwankungen per saldo an Wert. Die Bank of England schleuste den Leitzins in dieser Zeit um insgesamt 175 Basispunkte auf 3% hoch. Trotz der Straffung nahm die Inflationsdynamik im Vereinigten Königreich weiter Fahrt auf. Gleichzeitig verdüsterten sich im Spätsommer die britischen Konjunkturaussichten besonders deutlich, sodass der Euro gegenüber dem Pfund Sterling sukzessive aufwertete.

Euro stärker gegenüber Pfund Sterling ...

In der zweiten Septemberhälfte kam es am Devisenmarkt für das Pfund Sterling zu einer Episode ungewöhnlich hoher Volatilität. Ausschlaggebend hierfür war, dass die neue britische Regierung nicht gegenfinanzierte Steuer-senkungen ankündigte. Bei den Marktteilnehmern nährte das Zweifel an der Tragfähigkeit der britischen Staatsschulden. Zudem wurde deutlich wahrgenommen, dass die Bank of England und die britische Regierung Politikmaßnahmen ergriffen, die mit Blick auf die Preisstabilität in unterschiedliche Richtungen wirkten. Dies führte zu massiven Anspannungen am britischen Finanzmarkt, die eine kräftige Pfund-Abwertung nach sich zogen. Ende September notierte der Euro bei mehr als 0,90 Pfund. Um die damit verbundenen „materiellen Risiken für die finanzielle Stabilität“ des Vereinigten Königreichs abzuwehren, intervenierte die Bank of England kurzfristig mit einer Reihe von Maßnahmen (vgl. S. 42). Gleichzeitig bekräftigten die britischen Währungshüter ihre Absicht, die Leitzinsen ohne zu zögern so lange anzuheben, wie es erforderlich sei, um das Inflationsziel nachhaltig zu erreichen. In der Folge machte das Pfund Sterling seine vorangegangenen Verluste gegenüber dem Euro teilweise wieder wett. Die später vollzogene Kehrtwende in der britischen Steuerpolitik trug zu dieser Entwicklung bei. Zuletzt kostete ein Euro 0,87 Pfund und damit 1,4% mehr als zum Ende des zweiten Quartals.

... bei ungewöhnlich hoher Volatilität

Der Euro zeigte sich zum Yen deutlich stärker. Ähnlich wie in den USA ist auch hier die relative geldpolitische Ausrichtung zwischen den gro-

Euro gegenüber Yen mit Kursgewinnen

ßen Währungsräumen für die Entwicklung maßgeblich. So hat das Festhalten der japanischen Zentralbank an der ausgesprochen lockeren Geldpolitik zur Folge, dass sich die Renditedifferenz zwischen den USA und dem Euroraum einerseits und Japan andererseits weiter erhöhte. Um dem daraus resultierenden Abwertungsdruck auf den Yen – vor allem gegenüber dem US-Dollar – entgegenzuwirken, intervenierte die japanische Regierung sowohl im September als auch im Oktober erstmals seit 1998 einseitig am Devisenmarkt. Der Effekt der Devisenmarktinterventionen war aber in Bezug auf den Euro-Yen-Kurs nur kurzlebig. In der Gesamtbetrachtung steht ein Wertgewinn des Euro von 2,5% seit Ende Juni dieses Jahres zu Buche, womit der Euro am Ende der Berichtsperiode bei 145 Yen gehandelt wurde.

Euro effektiv stärker

Im Ergebnis wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner auf (+1,5%). Neben den erwähnten Kursgewinnen des Euro gegenüber dem Pfund Sterling und dem Yen trugen vor allem deutliche Wertzuwächse gegenüber dem Renminbi zur Euro-Aufwertung bei. Diese stehen im Zusammenhang mit der schwächeren Entwicklung der gesamtwirtschaftlichen Aktivität in China, die von den weiterhin strikt durchgesetzten Covid-Restriktionen und einer nachlassenden globalen Nachfrage belastet wird.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

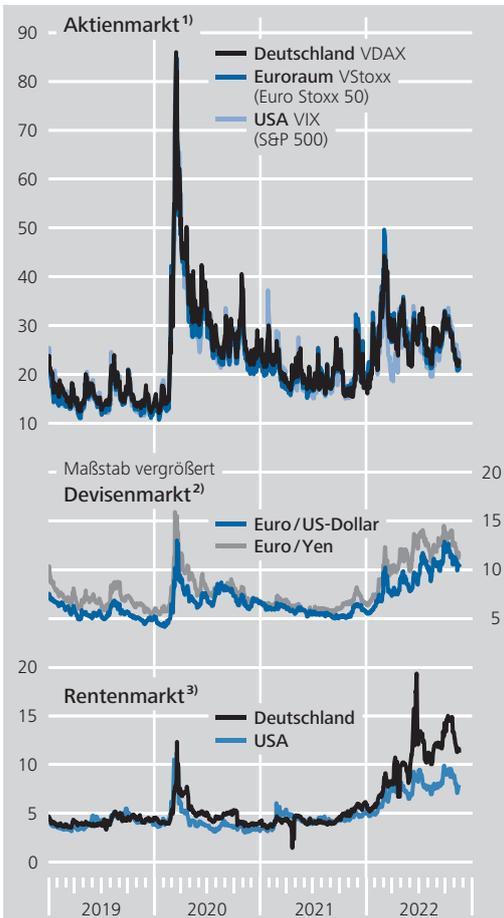
Rentenmarkt

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen weltweit gestiegen

Die nominalen Renditen von Staatsanleihen stiegen seit Ende des zweiten Quartals in den großen Währungsräumen deutlich an. Trotz wachsender Sorgen über den konjunkturellen Ausblick dominierten die anhaltend hohe Inflation und Erwartungen an eine entsprechende geldpolitische Straffung das Geschehen auf den Finanzmärkten. Neben den bereits beschlossenen Maßnahmen der Zentralbanken lag dabei ein besonderes Augenmerk auf deren Kom-

Implizite Volatilitäten an den Finanzmärkten

in %, Tageswerte



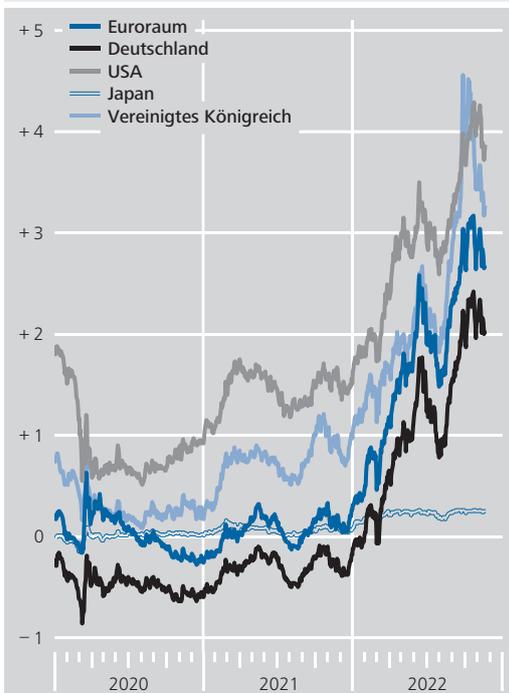
Quellen: Bloomberg und Thomson Reuters. **1** Berechnet aus Preisen von Indexoptionen mit einer Laufzeit von 30 Tagen. **2** Implizite Volatilität von Währungsoptionen mit einer Laufzeit von drei Monaten. **3** Implizite Volatilität von Optionen auf den Bund Future (Deutschland) bzw. T-Note Future (USA)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

Deutsche Bundesbank

munikation hinsichtlich zukünftiger Maßnahmen. Wie bei den Wechselkursen gingen auch bei den Rentenwerten deutliche Impulse von den Notenbanken aus. So leiteten Marktteilnehmer aus der Pressemitteilung im Anschluss an die EZB-Ratssitzung im Oktober ab, dass das Eurosystem künftig etwas langsamer straffen würde, da bereits erhebliche Fortschritte bei der Rücknahme der geldpolitischen Akkommodierung gemacht worden seien. Auf der anderen Seite des Atlantiks machte Fed-Präsident Powell im Anschluss an die geldpolitischen Beschlüsse Anfang November hingegen deutlich, dass weitere Zinserhöhungen nötig seien, um das Inflationsziel von 2% zu erreichen, sodass sich im

Anleiherenditen*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Tageswerte



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

Ergebnis der kurzfristige Zinspfad versteilte. Gegen Ende des Berichtszeitraums veröffentlichte, unerwartet niedrige US-Inflationszahlen dämpften die zehnjährigen US-Renditen dann zwar wieder merklich. Alles in allem stiegen sie im Berichtszeitraum aber um 83 Basispunkte auf 3,9%. Die Zinsdifferenz zwischen Renditen von US-Treasuries zur BIP-gewichteten Rendite des Euroraums erhöhte sich um 21 Basispunkte auf 1,2%.

Staatsanleiherenditen im Vereinigten Königreich volatil und per saldo gestiegen, ...

Im Vereinigten Königreich erhöhten sich die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Ergebnis stärker als in den USA und im Euroraum (+ 103 Basispunkte auf 3,3%). Die Bank of England reagierte auf die weiterhin hohen Inflationsraten und hob im August und September die Leitzinsen jeweils um 50 Basispunkte und im November um 75 Basispunkte an. Zwischenzeitlich war es zu Turbulenzen an den britischen Staatsanleihemärkten gekommen. Ende September kündigte die neue britische Regierung nicht gegenfinanzierte Steuersenkungspläne an,

in deren Folge die Renditen abrupt auf 4,6% anstiegen. Aus Sicht der Bank of England gefährdete dieser sprunghafte Renditeanstieg die Finanzstabilität. Sie reagierte hierauf – trotz ihres geldpolitischen Straffungskurses – mit befristeten Käufen langfristiger inländischer Staatsanleihen und weiteren Hilfsmaßnahmen. Außerdem verschob sie den Startzeitpunkt ihres geplanten Verkaufs von Staatsanleihen aus ihrem geldpolitischen Portfolio. Diese Maßnahmen und die anschließende Rücknahme der ursprünglichen Steuersenkungspläne durch die Regierung trugen dann zu einer Marktberuhigung und wieder rückläufigen Renditen bei.

Die Bank of Japan hielt hingegen weiter an ihrem stark akkommodierenden geldpolitischen Kurs fest. Die Rendite zehnjähriger japanischer Anleihen verharrte am oberen Ende des angestrebten Zinsbandes von 0% +/- 25 Basispunkten. Die angekündigte Option unbegrenzter Anleihekäufe belastete zusammen mit den bereits hohen Beständen der Bank of Japan allerdings zunehmend die Liquidität japanischer Staatsanleihen und führte – wie ausgeführt – zu Spannungen auf den Devisenmärkten.

... in Japan kaum verändert

Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen stiegen seit Ende des zweiten Quartals im Ergebnis an (+ 67 Basispunkte auf 2,0%). Mitte Oktober erreichten sie mit über 2,4% sogar ihren höchsten Wert seit über zehn Jahren. Eine Modellzerlegung der Zinsstrukturkurve von Bundeswertpapieren legt nahe, dass zwei Faktoren ähnlich stark zum Anstieg der Renditen beitrugen: Erstens erwarteten die Marktteilnehmer angesichts anhaltend hoher Inflationsraten eine straffere Geldpolitik und damit einen steileren geldpolitischen Zinspfad. Zweitens erhöhten sich die Terminprämien, die Anleger bei langfristigen Anleihen für die Übernahme von Kursänderungsrisiken verlangen.

Höhere zehnjährige Bundeswertpapierrendite

Ein Grund für die gestiegenen Terminprämien könnten die seit Juni beendeten Netto-Anleihekäufe des Eurosystems sein. Außerdem erwarteten die Marktteilnehmer, dass auch die Reinvestitionen auslaufender Anleihen bald eingestellt

Bestimmungsfaktoren für die Terminprämien

werden, sodass Durationsrisiken, die bislang das Eurosystem trug, zurück in den Markt gegeben würden. Zudem ist die Inflationsrisikoprämie im längeren Laufzeitbereich gestiegen.

Implizite Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte fällt nach letztem EZB-Ratsbeschluss

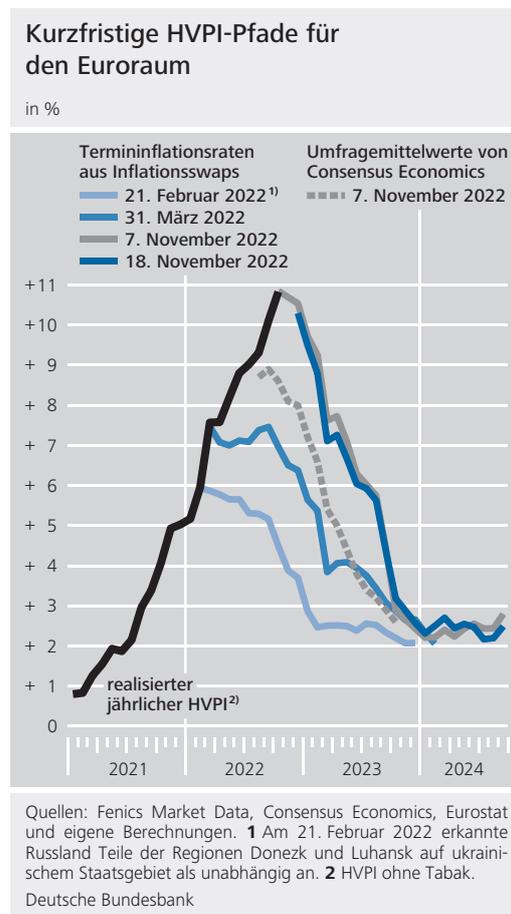
Die implizite Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte von Bundesanleihen – eine Kennziffer, in der die Unsicherheit über die weitere Zinsentwicklung zum Ausdruck kommt – änderte sich im Ergebnis kaum und lag damit weiterhin deutlich oberhalb ihres Fünfjahresdurchschnitts. Allerdings fällt auf, dass sie nach der letzten EZB-Ratssitzung deutlich nachgab. Zusammen mit der Beobachtung, dass unmittelbar nach der EZB-Ratssitzung im Oktober der erwartete geldpolitische Pfad absank, kam hierin zum Ausdruck, dass die Marktteilnehmer mit größerer Sicherheit eine weniger starke Strafung erwarteten. Angesichts der hohen Inflationsraten, dem gegenwärtigen Inflationsausblick und der Gefahr einer Entankerung der langfristigen Inflationserwartungen ist dies eine Entwicklung, die zu wenig die Wahrscheinlichkeit berücksichtigt, dass die Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks die Zinsen auch in den restriktiven Bereich bewegen müssen wird.

Liquiditätsprämie gesunken

Der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Bundeswertpapieren und laufzeitgleichen Anleihen der KfW stieg bis Anfang Oktober von bereits hohem Niveau weiter an, engte sich dann aber ein und lag zum Ende des Berichtszeitraums mit 0,7 Prozentpunkten etwas niedriger als Ende Juni. In dem Renditeabstand kommt die Prämie zum Ausdruck, die die Marktteilnehmer für die besondere Liquidität der Bundeswertpapiere zahlen. Ein Grund für die vorübergehend erhöhte Liquiditätsprämie war die gestiegene Nachfrage von Marktteilnehmern nach sicheren Wertpapieren, beispielsweise um Margin-Anforderungen auf Terminbörsen zu erfüllen.

Deutsche Zinsstrukturkurve im gesamten Laufzeitbereich deutlich positiv

Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve verschob sich im Berichtszeitraum deutlich nach oben und verflachte leicht. Anleihen mit einjähriger Restlauf-



zeit weisen mit über 2 % beispielsweise so hohe Renditen auf wie zuletzt Ende 2008.

Der Renditeunterschied zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) engte sich seit Ende des zweiten Quartals leicht ein (–7 Basispunkte auf 0,9 Prozentpunkte). Er lag damit weiterhin moderat über dem fünfjährigen Mittel (0,8 Prozentpunkte). Das Fünfjahreszeitfenster umfasst dabei einen Zeitraum, in dem das Eurosystem Anleihen erwarb und private Anleger auf der „Suche nach Rendite“ eher bereit waren, bonitätsschwächere Anleihen zu erwerben.¹⁾ Be-

Renditedifferenzen im Euroraum leicht eingengt

¹ Zwischen Januar 2019 und Oktober 2019 tätigte das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (APP) keine Nettokäufe, reinvestierte aber vollständig die auslaufenden Anlagen. Die Nettoankäufe des Pandemic Emergency Purchase Programmes (PEPP) wurden Ende März 2022 eingestellt, und im Rahmen des APP werden seit Juli 2022 keine Nettoankäufe mehr getätigt. Auslaufende Anleihen werden aber weiterhin vollständig reinvestiert.

Termininflationen¹⁾ und -erwartungen im Euroraum und in den USA

% p. a., Wochendurchschnitte

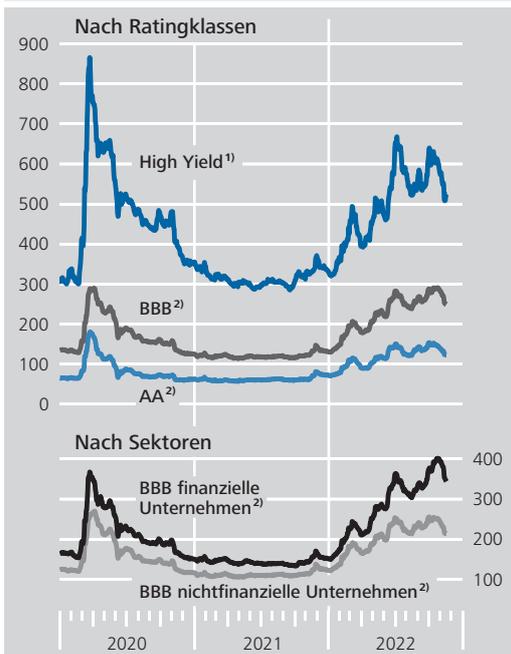


Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters, Consensus Economics und eigene Berechnungen. * Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationsswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationsraten (HVPI ohne Tabakwaren für den Euroraum sowie CPI Urban Consumers für die USA) der nächsten fünf bzw. zehn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

Deutsche Bundesbank

Renditespreads von Unternehmensanleihen im Euroraum¹⁾

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

merkenswert war, dass die Verwerfungen am Staatsanleihemarkt des Vereinigten Königreichs kaum auf bonitätsschwächere Anleihen des Euroraums ausstrahlten und die Liquidität in diesen Marktsegmenten über den gesamten Zeitraum stabil blieb. Die Renditeaufschläge italienischer Staatsanleihen weiteten sich zwischenzeitlich maßvoll aus. Hierzu dürfte die politische Unsicherheit über den Kurs der neuen italienischen Regierung beigetragen haben. Indikatoren der Marktliquidität zeigten zuletzt keine Anspannung am Markt für Staatsanleihen des Euroraums an.

Die marktbasieren kurzfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum auf Basis von Inflationsswaps lagen zum Ende des Berichtszeitraums weiterhin sehr deutlich über der Stabilitätsnorm von 2 %. Im Vergleich zum Ende des zweiten Quartals revidierten Marktteilnehmer ihre Inflationserwartungen bis Ende 2023 abermals nach oben. Der Höchststand der Inflationsrate wurde aus Marktsicht mit knapp 11 % im Oktober 2022 erreicht. Im Jahresdurchschnitt erwarten die Marktteilnehmer für das Jahr 2022 eine Inflationsrate von 8,6 % und für das Jahr 2023 von 5,8 %. Zum Ende des Jahres 2024 steigt die erwartete Inflation sogar auf 2,5 % an. Eine Periode, in der sich hohe Inflationserwartungen verfestigen, erhöht das Risiko, dass Haushalte und Firmen ihre Lohn- und Preissetzungen an Inflationserwartungen ausrichten, die sich nicht mehr an der Stabilitätsnorm orientieren.

Die längerfristigen Inflationserwartungen sind ebenfalls angestiegen. Die in fünf Jahren beginnende Termininflationenrate für fünf Jahre, die aus Inflationsswaps hergeleitet wird, lag mit 2,3 % zuletzt 23 Basispunkte höher als Ende Juni. Die vierteljährlichen umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren stiegen im Oktober ebenfalls auf 2,1 % an, verglichen mit 2,0 % im Juli 2022. Die Differenz zwischen marktbasieren und umfragebasierten langfristigen Inflationserwartungen weitete sich damit aus. Diese Differenz wird häufig als Risiko-

Marktteilnehmer erwarteten kurzfristig stark erhöhte Inflationsraten

Längerfristige Inflationserwartungen ebenfalls angestiegen

prämie angesehen und deutet darauf hin, dass Marktteilnehmer zunehmend über längerfristig sehr hohe Inflationsraten besorgt sind.

Längerfristige Inflationserwartungen in den USA ebenfalls gesunken

Die marktbasieren fünfjährigen US-Termininflationsraten in fünf Jahren stiegen ebenfalls um 8 Basispunkte auf 2,5 %, während die umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics unverändert bei 2,2 % verblieben. Die Inflationsrisikoprämie als Differenz zwischen marktbasieren und umfragebasierten Inflationserwartungen ist auch in den USA positiv und weitete sich aus.

Renditen von Unternehmensanleihen gestiegen

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren stiegen seit dem Ende des zweiten Quartals an. Dabei fiel der Renditeanstieg für Anleihen von – meist stärker fremdfinanzierten – Finanzunternehmen mit 50 Basispunkten größer aus als für Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors (+ 30 Basispunkte). Da die Renditen laufzeitgleicher Bundesanleihen im Ergebnis stärker anzogen, engten sich die Renditeaufschläge finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen gegenüber Bundesanleihen um 20 Basispunkte beziehungsweise 40 Basispunkte ein. Die Renditeaufschläge von Hochzinsanleihen, die in der ersten Jahreshälfte stark angezogen hatten, sanken seit Ende Juni noch deutlicher (–117 Basispunkte). Zusammen mit der ebenfalls rückläufigen impliziten Volatilität an den Aktienmärkten deutet dies auf einen gestiegenen Risikoappetit der Anleger und abgeklungene Sorgen über die Schuldentragfähigkeit vor allem bonitätsschwächerer Unternehmen hin. Im Einklang hiermit reduzierten sich auch die Kreditausfallprämien von Unternehmen ohne Investmentgrade-Rating (ITraxx Crossover, 5 Jahre; –107 Basispunkte). Gemessen an den Renditeaufschlägen lagen die Finanzierungskosten europäischer Unternehmen über alle Ratingklassen hinweg gleichwohl weiterhin deutlich oberhalb ihrer jeweiligen fünfjährigen Durchschnitte.

Das Brutto-Emissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt lag im dritten Quartal 2022 mit 438 Mrd € über dem Wert des zweiten Vierteljahres (404 Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten lag der Nettoabsatz mit 28 Mrd € weiterhin relativ hoch. Der hiesige Umlauf ausländischer Schuldverschreibungen sank im gleichen Zeitraum um 18½ Mrd €. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 9½ Mrd €.

Nettoemissionen deutscher Schuldverschreibungen

Die inländischen Kreditinstitute begaben im Berichtsquartal eigene Anleihen für netto 28½ Mrd €. Dabei wurden im Ergebnis vor allem Schuldverschreibungen der Spezialeinstitute sowie Hypothekenpfandbriefe emittiert (12 Mrd € bzw. 10½ Mrd €), neben einem Anstieg bei Sonstigen Bankschuldverschreibungen (7 Mrd €). Dem stand ein Rückgang bei Öffentlichen Pfandbriefen von netto 1½ Mrd € gegenüber.

Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute gestiegen

Inländische Unternehmen erhöhten im dritten Quartal ihre Kapitalmarktverschuldung um per saldo 17 Mrd € (Vorquartal: 4 Mrd €). Dies war im Ergebnis vor allem auf Sonstige Finanzinstitute zurückzuführen.

Nettoemissionen von Unternehmensanleihen

Die öffentliche Hand tilgte im Berichtsquartal eigene Anleihen für netto 17½ Mrd €. Dies war im Ergebnis allein auf die Länder zurückzuführen, die ihre Kapitalmarktverschuldung um 21½ Mrd € verringerten. Hingegen emittierte der Bund vor allem fünfjährige Bundesobligationen (20½ Mrd €) sowie 30-jährige Anleihen (9 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen von zehnjährigen Bundesanleihen in Höhe von 26 Mrd € gegenüber.

Nettoverschuldung der öffentlichen Hand gesunken

Inländische Nichtbanken erweiterten ihre Rentenportfolios am heimischen Anleihemarkt im dritten Quartal 2022 um per saldo 23 Mrd €, wobei es sich im Ergebnis ausschließlich um inländische Papiere handelte (37½ Mrd €). Inländische Kreditinstitute erwarben Schuldverschreibungen für netto 8 Mrd €, auch hier handelte

Erwerb von Schuldverschreibungen

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2021	2022	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	75,8	40,9	13,6
Kreditinstitute	- 4,5	- 3,0	8,0
darunter:			
ausländische			
Schuldverschreibungen	- 1,5	6,8	- 3,4
Deutsche Bundesbank	60,1	25,2	- 17,5
Übrige Sektoren	20,2	18,7	23,1
darunter:			
inländische			
Schuldverschreibungen	3,1	31,3	37,6
Ausländer	- 7,5	- 11,1	- 4,3
Aktien			
Inländer	30,5	- 11,1	27,3
Kreditinstitute	3,5	- 1,2	- 2,5
darunter:			
inländische Aktien	0,7	- 0,2	- 0,5
Nichtbanken	27,0	- 9,9	29,8
darunter:			
inländische Aktien	9,1	8,0	33,9
Ausländer	0,4	- 5,3	6,8
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	14,9	15,6	13,6
Anlage in Publikumsfonds	10,2	3,3	- 2,5
darunter:			
Aktienfonds	2,4	3,4	- 0,7

Deutsche Bundesbank

es sich im Ergebnis allein um inländische Werte. Die Bundesbank verringerte ihren Anleihebestand um netto 17 ½ Mrd €. Zudem trennten sich gebietsfremde Investoren von deutschen Rentenwerten für netto 4 ½ Mrd €.

Aktienmarkt

Die internationalen Aktienmärkte waren stark von der erwarteten Straffung der Geldpolitik auf beiden Seiten des Atlantiks geprägt. Sorgen der Marktteilnehmer vor einer Energiekrise und einer weltweiten Konjunkturertrübung rückten demgegenüber etwas in den Hintergrund. Teilweise gaben enttäuschend ausgefallene Konjunkturdaten den Aktienkursen sogar Auftrieb, weil sie Spekulationen auf eine langsamere geldpolitische Straffung nährten. Einzelne positive Konjunktursignale wie beispielsweise vom US-Arbeitsmarkt wurden hingegen als Signal für zügigere Leitzinsanhebungen interpretiert und sorgten somit zeitweise für Kursverluste. Den

Internationale Aktienmärkte unter dem Druck höherer Zinsen, ...

wichtigsten Belastungsfaktor stellten aber die zusammen mit den Leitzinserhöhungen gestiegenen Langfristzinsen dar, die über den Diskontfaktor-Effekt den Barwert zukünftiger Gewinne verringern. Dass die Anleger infolge ihrer Konjunkturskepsis die mittelfristigen Gewinnerwartungen zudem nach unten revidierten, übte zusätzlich Druck auf die Notierungen aus.

Seit dem Herbst stärkten im Euroraum dann aber unter anderem Meldungen über umfangreiche Flüssiggaslieferungen und hohe Gasspeicherstände wieder den Optimismus unter den Anlegern. Eine Gasmangellage im Winter erachteten sie als zunehmend unwahrscheinlich. Die positivere Stimmung der Marktteilnehmer und ein gewachsener Risikoappetit schlugen sich in einer rückläufigen Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung nieder, die sich in den einschlägigen Volatilitätsindizes ausdrückt. Zudem erwarteten sie für europäische Unternehmen, deren Gewinnmargen im historischen Vergleich weiterhin hoch sind, ein günstigeres kurzfristiges Gewinnwachstum. Im November erhielten die Kurse außerdem durch niedriger als erwartet ausgefallene US-Inflationszahlen zusätzlichen Auftrieb. Im Ergebnis verzeichneten der Euro Stoxx und der CDAX mit 10,2 % beziehungsweise 9,9 % merkbliche Kursgewinne seit Ende Juni. Die Kurse US-amerikanischer Aktien (S&P500) stiegen um 4,8 % an, wobei Unternehmen des Energiesektors besonders deutliche Kurszuwächse verzeichneten. Im Vereinigten Königreich stiegen die Aktienkurse nach der Beruhigung am Markt für Staatsanleihen im Oktober merklich und gewannen im Ergebnis seit Juni an Wert (FTSE 100: + 3,0 %); der japanische Nikkei-Index legte um 5,7 % zu.

... im Ergebnis aber mit Kursgewinnen

Bankaktien verzeichneten beiderseits des Atlantiks stärkere Kurszuwächse als die jeweiligen Gesamtmarkt. Kursrückgänge, die die Unsicherheit über drohende Kreditausfälle und den Bedarf an Kapitalerhöhungen einiger Kreditinstitute reflektierten, erwiesen sich als temporär. Im Ergebnis stiegen die Notierungen der Banken im US-amerikanischen S&P 500 seit

Bankaktien mit stärkerem Plus als der Gesamtmarkt

Ende des zweiten Quartals um 11,1%; für europäische Banken fiel das Plus sogar noch höher aus (16,9%). Ein wichtiger Grund für die Kursgewinne liegt darin, dass die zusammen mit der strafferen Geldpolitik gestiegenen Laufzeitprämien die Einnahmen der Kreditinstitute aus der Fristentransformation stützen. Gegen Ende des Berichtszeitraums sorgten zudem überwiegend positive Quartalsdaten einiger US-Großbanken für Kursauftrieb.

Indikatoren des Bewertungsniveaus entwickeln sich uneinheitlich

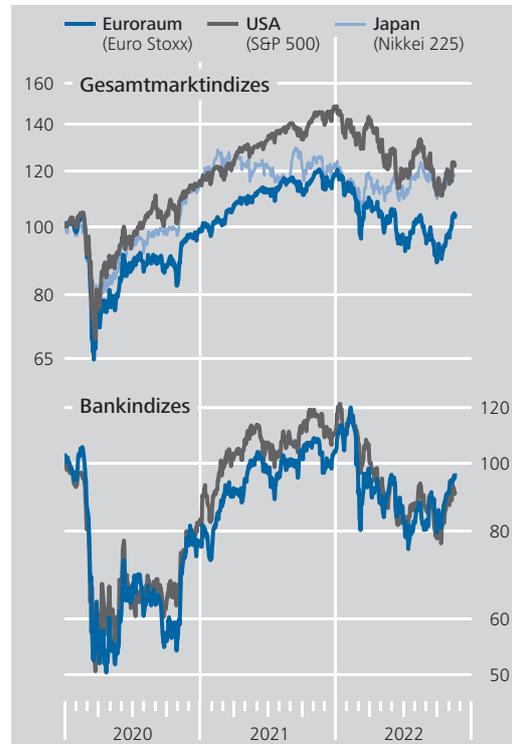
Gemessen an der Gewinnrendite auf Grundlage der Geschäftsaussichten der nächsten zwölf Monate blieb das Bewertungsniveau europäischer Aktien seit Ende Juni fast konstant, während es für US-amerikanische Dividentitel leicht anstieg. Für US-Aktien sanken zudem die mithilfe eines Dividendenbarwertmodells ermittelten, impliziten Eigenkapitalkosten, in die auch die mittelfristigen Gewinnaussichten und der sichere Zins einfließen. Dies stützt somit den Befund einer gestiegenen Bewertung US-amerikanischer Aktien. Für europäische Aktien änderten sich die impliziten Eigenkapitalkosten nur wenig. Hierin spiegelt sich unter anderem wider, dass sich die Gewinnerwartungen über die nächsten zwölf Monate zwar erhöhten, auf mittlere Sicht aber abschwächten. Damit lagen die mittelfristigen Gewinnaussichten zuletzt leicht unter ihrem Fünfjahresdurchschnitt. Im langfristigen Vergleich legen die impliziten Eigenkapitalkosten weiterhin eine eher niedrige Bewertung europäischer Aktien und eine eher hohe Bewertung US-amerikanischer Aktien nahe.

Hohe Mittelaufnahme am Aktienmarkt

Am heimischen Aktienmarkt emittierten inländische Unternehmen im dritten Quartal 2022 neue Aktien für per saldo 40½ Mrd €, nach 2½ Mrd € im Vierteljahr davor. Der vergleichsweise hohe Wert ist vor allem auf den Börsengang eines Unternehmens zurückzuführen. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt sank im gleichen Zeitraum um 6 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere im Ergebnis nahezu ausschließlich von heimischen Nichtbanken (30 Mrd €), zu denen auch Investmentfonds gehören. Ausländische Investoren vergrößerten ihre hiesigen Aktienbestände per saldo

Aktienmarkt

Anfang 2020 = 100, log. Maßstab, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

um 7 Mrd €, während inländische Kreditinstitute Dividendenpapiere für netto 2½ Mrd € veräußerten.

Investmentfonds

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 11 Mrd €, nach 19 Mrd € im zweiten Quartal. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis ausschließlich den Spezialfonds zugute (13½ Mrd €), welche institutionellen Investoren vorbehalten sind. Mit Blick auf die Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds sowie Offene Immobilienfonds neue Anteile unterbringen (6 Mrd € bzw. 4½ Mrd €). Hingegen nahmen Rentenfonds Anteilscheine für per saldo 3 Mrd € zurück. Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im dritten Quartal 2022 im Ergebnis kaum neue Mittel. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die

Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2021 ^{r)}		2022 ^{r)}	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj. p)	
I. Leistungsbilanz	+ 61,7	+ 24,3	+ 22,1	
1. Warenhandel	+ 49,1	+ 26,7	+ 24,1	
2. Dienstleistungen	- 7,6	- 7,3	- 21,4	
3. Primäreinkommen	+ 34,4	+ 16,1	+ 36,0	
4. Sekundäreinkommen	- 14,2	- 11,3	- 16,6	
II. Vermögensänderungsbilanz	+ 1,9	- 3,8	- 4,3	
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 36,9	+ 55,9	+ 12,3	
1. Direktinvestition	+ 24,3	+ 40,8	+ 29,9	
Inländische Anlagen im Ausland	+ 43,6	+ 54,0	+ 51,6	
Ausländische Anlagen im Inland	+ 19,3	+ 13,2	+ 21,8	
2. Wertpapieranlagen	+ 63,4	+ 17,3	- 27,4	
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 55,3	+ 1,6	- 26,7	
Aktien ¹⁾	+ 19,8	+ 5,0	- 8,2	
Investmentfondsanteile ²⁾	+ 22,2	+ 1,3	+ 0,1	
darunter:				
Geldmarktfondsanteile	- 2,3	- 0,3	- 0,8	
kurzfristige Schuldverschreibungen ³⁾	+ 7,6	- 2,2	- 3,3	
langfristige Schuldverschreibungen ⁴⁾	+ 5,7	- 2,5	- 15,3	
darunter:				
denominiert in Euro ⁵⁾	- 0,2	+ 3,9	- 5,5	
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 8,2	- 15,7	+ 0,7	
Aktien ¹⁾	+ 0,4	- 5,9	+ 6,6	
Investmentfondsanteile	- 1,1	+ 1,4	- 1,7	
kurzfristige Schuldverschreibungen ³⁾	+ 9,5	- 7,0	- 7,2	
langfristige Schuldverschreibungen ⁴⁾	- 17,0	- 4,1	+ 2,9	
darunter: öffentliche Emittenten ⁶⁾	- 28,7	- 3,2	- 11,3	
3. Finanzderivate ⁷⁾	+ 10,2	+ 10,7	+ 13,0	
4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾	- 92,2	- 13,6	- 4,1	
Monetäre				
Finanzinstitute ⁹⁾	- 29,1	- 25,5	- 26,2	
Unternehmen und Privatpersonen ¹⁰⁾	- 2,5	- 9,2	- 14,1	
Staat	- 0,6	- 10,1	- 11,3	
Bundesbank	- 60,0	+ 31,3	+ 47,6	
5. Währungsreserven	+ 31,2	+ 0,6	+ 0,8	
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹¹⁾	- 26,7	+ 35,4	- 5,5	

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 Mitarbeiteraktienoptionen. 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

Anteilscheine für 12 ½ Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Inländische Kreditinstitute erwarben Anteilscheine für netto ½ Mrd €, während gebietsfremde Investoren ihr Fondsenagement in Deutschland um 1 ½ Mrd € reduzierten.

■ Direktinvestitionen

Die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr führten im dritten Quartal 2022 zu Netto-Kapitalimporten von 27 ½ Mrd €. Bei den Direktinvestitionen ergaben sich hingegen Mittelabflüsse (30 Mrd €).

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

Unternehmen mit Sitz in Deutschland weiteten von Juli bis September 2022 ihre Direktinvestitionen im Ausland per saldo um 51 ½ Mrd € aus (54 Mrd € in den drei Monaten zuvor). Ihr Beteiligungskapital an ausländischen Töchtern stockten sie um 12 ½ Mrd € auf, und zwar im Ergebnis ausschließlich über reinvestierte Gewinne. Außerdem stellten hier ansässige Firmen verbundenen Konzerneinheiten im Ausland 39 Mrd € an zusätzlichen Krediten zur Verfügung. Dies geschah größtenteils über Finanzkredite. Deutsche Direktinvestitionsmittel flossen im dritten Quartal in bedeutendem Umfang in das Vereinigte Königreich (21 ½ Mrd €), in die USA (9 ½ Mrd €) und nach Schweden (8 Mrd €). Dagegen reduzierten deutsche Unternehmen ihre Direktinvestitionsbestände in China (2 ½ Mrd €) und Russland (1 ½ Mrd €).

*Kapitalexporte
bei deutschen
Direktinvestitionen
im Ausland*

Ausländische Unternehmen erhöhten ihre Direktinvestitionen in Deutschland im dritten Quartal um 22 Mrd € (nach 13 Mrd € im Vorquartal). Sie vergaben dabei in erster Linie zusätzliche konzerninterne Kredite an hiesige Gesellschaften für 21 ½ Mrd €. Dabei überwogen auch hier die Finanzkredite. Besonders hohe Zuflüsse an Direktinvestitionsmitteln waren aus dem Vereinigten Königreich (12 Mrd €), Frankreich (6 Mrd €) und Irland (2 ½ Mrd €) zu verzeichnen. Unternehmen mit Sitz in den Niederlanden (11 ½ Mrd €) und in Belgien (4 Mrd €) zogen hingegen Direktinvestitionsmittel aus Deutschland ab.

*Kapitalzuflüsse
über ausländische Direkt-
investitionen in
Deutschland*