

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Hohe Inflationsraten und sich unterschiedlich entwickelnde Wirtschaftsaussichten im Fokus der Finanzmärkte*

Die weiterhin hohen Inflationsraten prägten auch das Geschehen an den internationalen Finanzmärkten. Die Notenbanken setzten weltweit ihren Straffungskurs fort, obgleich sie im Umfeld einer stärker restriktiv wirkenden geldpolitischen Ausrichtung die Leitzinsen inzwischen mit kleineren Zinsschritten erhöhten. So passte die Federal Reserve seit Ende September in drei weiteren Schritten den Leitzins nach oben an, zuletzt im Februar jedoch nur noch um 25 Basispunkte. Auch das Eurosystem nahm die Schrittgröße von zuvor 75 Basispunkten zurück: So betrug der Anstieg im Dezember und zuletzt im Februar 2023 je 50 Basispunkte. Seit Jahresbeginn entstand bei den Marktteilnehmern zunehmend der Eindruck, dass die Inflation im Jahresverlauf schneller als zunächst vermutet fallen könnte. Hierzu trug die Veröffentlichung von Inflationszahlen bei, die im Vergleich zu den Vormonaten geringer und zum Teil niedriger als erwartet ausfielen. Dies war maßgeblich dafür verantwortlich, dass die langfristigen Renditen an den Staatsanleihemärkten ihre Anfang 2021 begonnene Aufwärtsbewegung zunächst kaum noch fortsetzten. Unter dem Einfluss sich eintrübender Konjunkturaussichten gingen sie im Vereinigten Königreich verglichen mit Ende September sogar zurück. In den USA blieben sie nahezu unverändert. Im Euroraum wurden die Renditen demgegenüber dadurch gestützt, dass sich die Energiemärkte stabilisierten, sich die Wirtschaftsperspektiven im gemeinsamen Währungsraum verbesserten und China von der Null-Covid-Politik abrückte. An den Aktienmärkten kam es vor allem im Euroraum zu kräftigen Kursgewinnen. Die aufgehellten Konjunkturaussichten und die Markteinschätzung abnehmender Aufwärtsrisiken bei den Inflationsaussichten erhöhten den Risikoappetit sowie den Optimismus der Anleger. Der Euro gewann im Winter effektiv und gegenüber dem US-Dollar an Wert und profitierte dabei ebenfalls davon, dass sich die heimischen Kon-

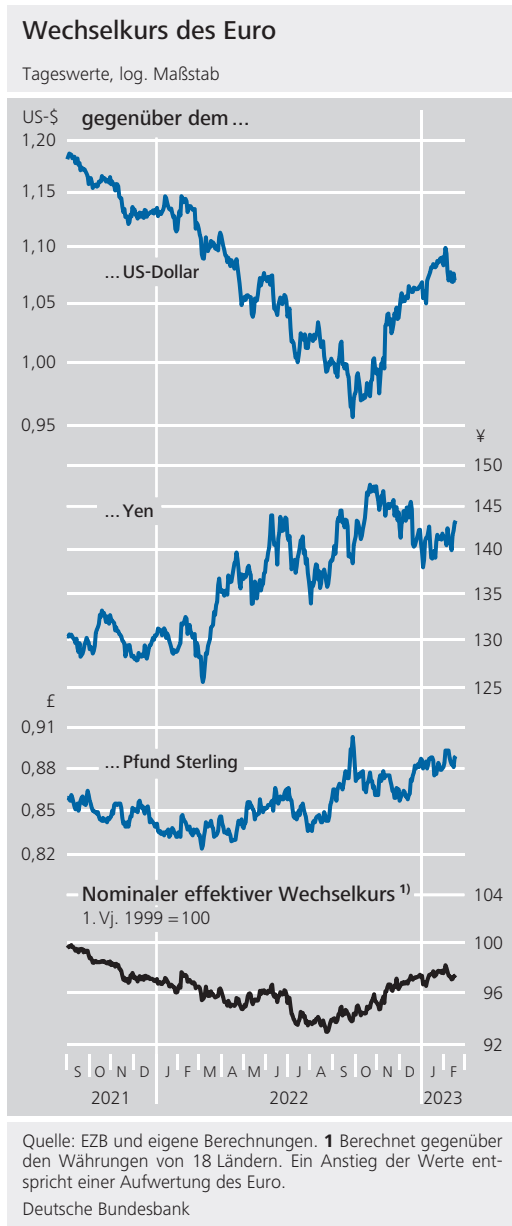
junkturperspektiven aus Marktsicht merklich aufhellten.

### ■ Wechselkurse

Der Euro wertete seit dem Ende des dritten Quartals 2022 vor allem gegenüber dem US-Dollar deutlich auf. Zu Beginn dieses Zeitraums wurde die Euro-Erhholung noch maßgeblich von sich zurückbildenden Energierisiken und der aufkommenden Erwartung verursacht, dass die amerikanische Notenbank auf ihrer Dezember-Sitzung das Zinserhöhungstempo drosseln werde. Die Veröffentlichung eines FOMC-Sitzungsprotokolls und Äußerungen von Fed-Gouverneur Powell verfestigten diesen Eindruck bis Mitte Dezember noch und gaben dem Euro weiter Auftrieb. In der Folgezeit tendierte der Euro zum US-Dollar dann aber seitwärts und notierte zum Jahresende bei 1,07 US-\$ pro Euro.

*Euro mit merklichen Kursgewinnen gegenüber US-Dollar*

Anfang Januar 2023 kam wieder mehr Bewegung in den Euro-US-Dollar-Kurs. Nach einer kurzzeitigen Euro-Abwertung, die durch niedriger als erwartet ausgefallene deutsche Inflationsraten und eine damit verbundene Dämpfung der Zinssteigerungserwartungen im Euroraum bedingt war, wendete sich die Stimmung wieder zugunsten des Euro. Auslöser war die Veröffentlichung des ISM-Einkaufsmanagerindex für den Dienstleistungssektor der USA, der auf einen spürbaren Rückgang der wirtschaftlichen Aktivität hindeutete. Dies ließ den Wert des Euro gegenüber dem US-Dollar sprunghaft ansteigen. Auch in der Folgezeit wertete der Euro gegenüber dem US-Dollar weiter auf. Ausschlaggebend für die Befestigung war, dass der Markt aufgrund einer Reihe überraschend günstig ausgefallener Wirtschaftsdaten den Konjunkturausblick im Euroraum positiver einschätzte als zuvor. Dazu trug auch bei, dass die Befürchtungen der Marktteilnehmer im Hinblick auf die wirtschaftlichen Belastungen durch den Angriffskrieg Russlands



gegen die Ukraine und die Energiekrise im Euro-raum schon zuvor abgenommen hatten. Anders als in den vorangegangenen Quartalen spielte die relative Geldpolitik in den beiden Währungsräumen eine nur untergeordnete Rolle für die Kursentwicklung. Zuletzt gab der Euro gegenüber dem US-Dollar etwas nach, als auch für die US-Konjunktur überraschend günstige Zahlen veröffentlicht wurden. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro wieder bei 1,07 US-\$. Seit Ende September 2022 gewann er damit 9,8 % an Wert. Ein solch starker Wertzuwachs ist ungewöhnlich und war bei diesem Währungspaar über einen ähnlichen Zeitraum zuletzt im September 2017 zu beobachten.

Der Euro geriet gegenüber dem britischen Pfund im November unter Druck. Meldungen, denen zufolge das Bruttoinlandsprodukt im Vereinigten Königreich im dritten Quartal weniger als erwartet zurückgegangen und die Inflationsrate überraschend deutlich gestiegen war, stützten bestehende Erwartungen, dass die Bank of England im Dezember ihre Leitzinsen erneut heraufsetzen werde. In der Folge wertete der Euro gegenüber dem Pfund Sterling bis Mitte Dezember ab. Eine Kehrtwende setzte ein, als der EZB-Rat im Anschluss an die Leitzinserhöhung im Dezember noch einen weiteren kräftigen Zinsanstieg für die ersten geldpolitischen EZB-Ratsitzungen des neuen Jahres in Aussicht stellte. Dies löste eine Erholung des Euro aus, der dann im neuen Jahr mehr oder weniger seitwärts tendierte. Bei Abschluss dieses Berichts notierte die Gemeinschaftswährung bei 0,89 Pfund Sterling und damit rund 0,7 % stärker als Ende September.

*Euro gewinnt leicht gegenüber Pfund Sterling und ...*

Nach der Dezember-Sitzung der japanischen Notenbank wertete der Yen gegenüber dem Euro und anderen Währungen spürbar auf. Dies lag an dem unerwartet gefassten Beschluss, das angestrebte Zielband für den Zinssatz japanischer Staatsanleihen mit zehnjähriger Laufzeit auszuweiten, was die Märkte als Einstieg in eine geldpolitische Straffung auffassten. In unmittelbarer Folge dieser Entscheidung engte sich der Renditerückstand japanischer Anleihen zu Anleihen des Euroraums und der USA ein. Einen Teil der Gewinne gab der Yen aber wieder ab, nachdem die japanische Notenbank auf ihrer Januar-Sitzung Erwartungen an weitere Straffungssignale enttäuscht hatte. Zuletzt notierte der Euro bei 143 Yen. Er lag damit rund 1,6 % über seinem Wert von Ende September.

*... gegenüber Yen*

Der Euro wertete seit Beginn des Schlussquartals 2022 im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen des erweiterten Länderkreises per saldo um 3,2 % auf.<sup>1)</sup> Neben den

*Euro in effektiver Rechnung stärker*

<sup>1</sup> Mit dem Beitritt Kroatiens zum Euro-Währungsgebiet am 1. Januar 2023 verkleinerte sich der Länderkreis, gegenüber dessen Währungen der effektive Euro berechnet wird, von 19 auf 18 Länder.

erwähnten Kursgewinnen gegenüber dem US-Dollar trugen vor allem Wertzuwächse gegenüber dem Renminbi zur Euro-Aufwertung bei. Diese sind maßgeblich darauf zurückzuführen, dass die strikte Durchsetzung im Zusammenhang mit Corona-Infektionen stehender, drastischer Restriktionen bis zu ihrer Aufhebung im Dezember die chinesische Wirtschaft und damit den Renminbi auf breiter Basis belastet hatte. Kursabschläge des Euro waren dagegen insbesondere gegenüber einigen mitteleuropäischen Währungen zu verzeichnen. Die Aufwertung des Euro dämpft tendenziell die Importpreise und trägt dazu bei, den hohen Inflationsdruck im Euroraum einzudämmen.

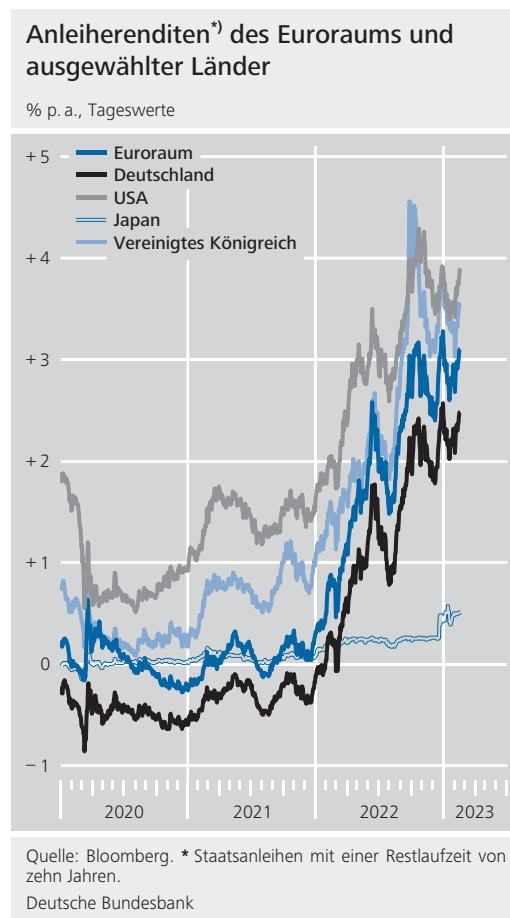
## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

### Rentenmarkt

*Renditen im Euroraum und in den USA mit größeren Schwankungen*

In den großen Währungsräumen entwickelten sich die nominalen Renditen von Staatsanleihen seit Ende September unter größeren Schwankungen im Ergebnis uneinheitlich. Als Reaktion auf weiter unerwartet hohe Inflationszahlen und sich aufhellende Makroaussichten im Euroraum stiegen die Renditen hier zunächst merklich an. In den USA mehrten sich hingegen Anzeichen einer konjunkturellen Abschwächung, sodass dort die Renditen nachgaben. Zusätzlich dämpfte die Inflationsdynamik, die etwas an Breite verlor, die Renditeentwicklung in den USA. Die Geldpolitik beiderseits des Atlantiks setzte in diesem Umfeld ihren Straffungskurs fort. Insbesondere in seiner Dezember-Sitzung sendete der EZB-Rat kraftvolle restriktive geldpolitische Signale. So machte er deutlich, dass die Leitzinsen weiter und in einem gleichmäßigen Tempo steigen müssten, um ein ausreichend restriktives Niveau zu erreichen, das eine zeitnahe Rückkehr der Inflation zum Ziel von 2 % gewährleistet.

Mit dem Jahreswechsel entstand dann bei den Marktteilnehmern zunehmend der Eindruck, dass der Höhepunkt der Inflation auch im Euro-

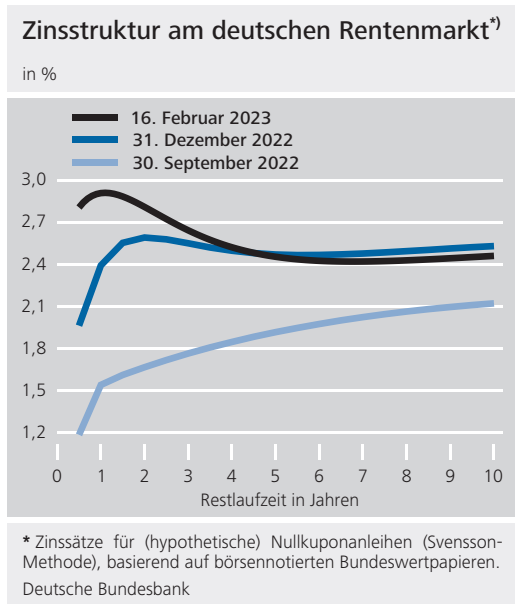


raum überschritten sein könnte und die Inflation schneller in die Nähe von 2 % fallen könnte als zuvor erwartet. Hierzu trug bei, dass die Veröffentlichung der HVPI-Inflationsrate für Dezember 2022 geringer als erwartet ausfiel. Diese Neueinschätzung des Marktes übte Druck auf die Renditen aus. Gleichzeitig sahen aber die Marktteilnehmer im Umfeld eines weiterhin sehr robusten Arbeitsmarktes und weiter verbesserter Konjunkturindikatoren eine höhere Wahrscheinlichkeit dafür, dass eine Rezession ausbleiben könnte. Im Ergebnis stieg die nach dem BIP gewichtete zehnjährige EWU-Rendite auf 3,1% um 20 Basispunkte, während sich die Renditen zehnjähriger US-Treasuries im Berichtszeitraum kaum veränderten (+3 Basispunkte auf 3,9%). Dementsprechend schmolz die Renditedifferenz zwischen den beiden Währungsräumen um 17 Basispunkte auf 0,8 Prozentpunkte.

Die Renditen zehnjähriger Gilts des Vereinigten Königreichs fielen im Berichtszeitraum deutlich um 60 Basispunkte auf 3,5%. Ein wichtiger

*Zehnjährige Renditen im Euroraum per saldo gestiegen, in den USA kaum verändert ...*

*... und im Vereinigten Königreich zurückgegangen*



Grund für den Renditerückgang war, dass die Bank of England Ende September ankündigte, am Gilt-Markt zu intervenieren. Sie reagierte damit auf den sprunghaften Anstieg der Renditen, den nicht gegenfinanzierte Steuersenkungspläne der britischen Regierung ausgelöst hatten und der aus Sicht der Notenbank die Finanzmarktstabilität gefährdete (siehe hierzu auch die Ausführungen auf S. 43 f.). Außerdem veröffentlichte die Bank of England eine deutlich nach unten revidierte Inflationsprognose, die in der Einschätzung der Marktteilnehmer in Aussicht stellte, dass die Bank of England den laufenden Straffungsprozess im Jahresverlauf beenden und möglicherweise bereits Ende 2023 die Leitzinsen wieder senken könnte.

*In Japan sind Renditen gestiegen*

Die japanische Zentralbank überraschte die Marktteilnehmer im Dezember mit der Bekanntgabe, den Toleranzbereich ihres Zinsbandes um 25 Basispunkte zu erhöhen. Die Rendite zehnjähriger japanischer Anleihen stieg daraufhin um 26 Basispunkte auf 0,5 %. Seitdem verharrte sie am oberen Ende des angestrebten Zinsbandes von 0 bis  $\pm 50$  Basispunkten. Die Entscheidung wurde damit begründet, die Dysfunktionen auf dem Staatsanleihemarkt zu bekämpfen. An den Märkten wurde sie als ein Einstieg in eine geldpolitische Straffung aufgefasst.

Die Renditen zehnjähriger Bundeswertpapiere stiegen im Berichtszeitraum um (37 Basispunkte auf 2,5 %). Ende Dezember erreichten sie mit über 2,6 % ihren höchsten Wert seit mehr als zehn Jahren. Die implizite Volatilität von Optionen auf Terminkontrakte von Bundesanleihen – eine Kennziffer, in der sich die Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung äußert – war im Berichtszeitraum rückläufig. Hierin kommt zum Ausdruck, dass die konjunkturellen Unwägbarkeiten etwas abnahmen und für die Marktteilnehmer die Unsicherheit über den Inflationsausblick zurückging.

*Zehnjährige Bundrendite gestiegen*

Die Zinsstrukturkurve für Bundeswertpapiere verschob sich im Berichtszeitraum insbesondere am kurzen Ende deutlich nach oben. Anleihen mit einjähriger Restlaufzeit wiesen mit 2,9 % so hohe Renditen auf wie zuletzt Anfang Oktober 2008. Zwar stiegen auch die Renditen für zehnjährige Bundeswertpapiere, allerdings lagen sie am Ende des Berichtszeitraums unter dem Niveau der kurzfristigen Renditen. Die Zinsstrukturkurve hat sich somit invertiert. Eine Modellzerlegung der Zinsstrukturkurve legt nahe, dass die Marktteilnehmer verglichen mit Ende September einen etwas höheren Verlauf der Kurzfristzinsen erwarten. Die Terminprämien, die Anleger bei langfristigen Anleihen für die Übernahme von Kursänderungsrisiken verlangen, sind über den Berichtszeitraum ebenfalls leicht gestiegen.

*Deutsche Zinsstrukturkurve am kurzen Ende merklich höher und insgesamt invertiert*

Der Anstieg der Terminprämie lässt sich dabei zu einem guten Teil dadurch erklären, dass die Knappheitsprämie für Bundeswertpapiere stark rückläufig war. Die Knappheitsprämie entspricht dem Renditeabstand zwischen zehnjährigen Bundeswertpapieren und laufzeitgleichen Overnight-Index-Swaps (OIS). Diese Differenz engte sich um 40 Basispunkte ein.<sup>2)</sup> Ein wichtiger Einflussfaktor hierfür war, dass die Finanzagentur im Oktober entschied, den Eigenbestand an Bundeswertpapieren um gut 50 Mrd € aufzustocken, um so besonders nachgefragte

*Knappheitsprämie für Bundeswertpapiere zurückgegangen*

<sup>2)</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2023) sowie Baltzer et al. (2022).

## Spillover-Effekte britischer Staatsanleiherenditen auf europäische Staatsanleihen im Herbst 2022

Im Herbst letzten Jahres sorgten im Vereinigten Königreich von der Regierung angekündigte, nicht gegenfinanzierte Steuersenkungen für abrupt steigende Renditen britischer Staatsanleihen (Gilts). Dieser Anstieg gefährdete aus Sicht der Bank of England (BoE) die Finanzstabilität und veranlasste sie trotz ihres geldpolitischen Straffungskurses zu Interventionen am Gilt-Markt. Ihre befristeten Käufe langfristiger Gilts und weitere Hilfsmaßnahmen trugen dann zu einer Marktberuhigung bei. Diese Erfahrung verdeutlicht, wie sensibel Finanzmärkte in einem Umfeld zu hoher Inflation und einer Geldpolitik auf Straffungskurs auf eine zu expansive, nicht gegenfinanzierte Finanzpolitik reagieren. Aus geldpolitischer Sicht des Eurosystems ist es außerdem relevant, ob und inwieweit die sprunghaft gestiegenen Gilt-Renditen auf andere europäische Staatsanleiherenditen über den internationalen Zinsverbund ausstrahlten.

### Empirische Relevanz von Spillover-Effekten

Um mögliche Ausstrahlungseffekte der Gilt-Renditen auf Staatsanleiherenditen einzelner Länder des Euroraums zu ermitteln, werden sogenannte zeitvariable „direktionale“ Spillover-Effekte nach Diebold und Yilmaz (2012) berechnet.<sup>1)</sup> Solche Spillover-Effekte messen die Intensität von Übertragungseffekten zwischen den Staatsanleiherenditen und erfassen hierfür sowohl zeitgleiche wie auch zeitlich verzögerte Zusammenhänge. In das über ein rollierendes Drei-Monats-Fenster geschätzte Modell fließen die (in Differenzen gemessenen) zehnjährigen Staatsanleiherenditen

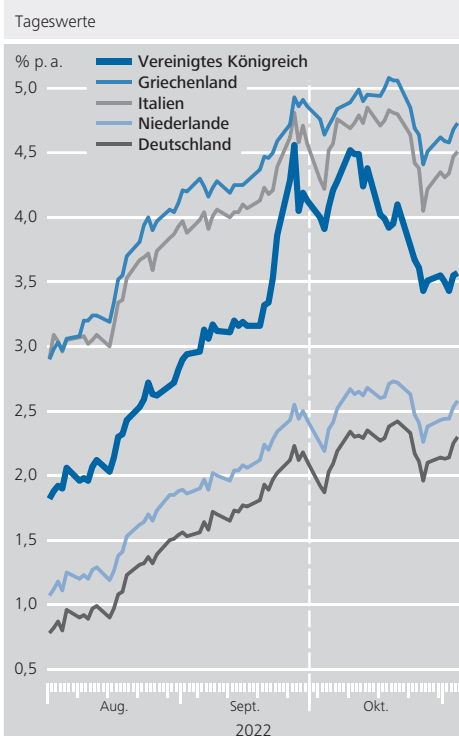
<sup>1</sup> Diese Effekte basieren auf einem zeitvariabel geschätzten VAR-Modell und der über einen bestimmten Zeithorizont berechneten Prognosefehlervarianz der Variablen: Die Prognosefehlervarianz der Renditen wird anhand verallgemeinerter (generalized) Impuls-Antwort-Folgen berechnet, und als Prognosehorizont wird ein Zeitraum von zehn Tagen gewählt. Für eine ausführlichere Zusammenfassung des Schätzansatzes von Diebold und Yilmaz siehe: Deutsche Bundesbank (2020).

Deutschlands, Frankreichs, Griechenlands, Italiens, der Niederlande, Spaniens und des Vereinigten Königreichs ein (Tagesdaten).

Den Ergebnissen zufolge waren vom Gilt-Markt ausgehende Spillover-Effekte für alle betrachteten Staatsanleihen relevant. Bis Mitte September 2022 wurden zudem deutsche und niederländische Staatsanleihen merklich stärker über Spillover-Effekte beeinflusst als italienische oder griechische Staatsanleihen. Hierin drücken sich vermutlich die längerfristig betrachtet ähnliche Bonität und Liquidität zwischen Gilts und Staatsanleihen europäischer Kernländer aus, die zu ähnlichen Laufzeitprämien und damit einem engen Renditezusammenhang beitragen.

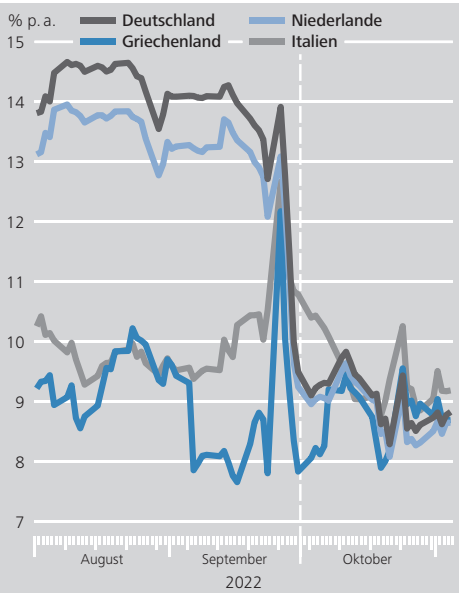
Mit den sprunghaft steigenden Gilt-Renditen in der zweiten Septemberhälfte nahmen die Spillover-Effekte auf italienische und grie-

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen



### Spillover-Effekte zehnjähriger Gilt-Renditen auf europäische Staatsanleiherenditen<sup>1)</sup>

Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. \* Berechnet über ein rollierendes Drei-Monats-Fenster nach dem Ansatz von Diebold und Yilmaz (2012).

Deutsche Bundesbank

chische Staatsanleihen dann sichtbar zu, während sie auf Bundesanleihen und niederländische Staatsanleihen fast konstant blieben. Dies deutet darauf hin, dass die Besorgnis um die britischen Staatsfinanzen teilweise auch Italien und Griechenland erfasste. Möglicherweise sorgten sich die Marktteilnehmer zeitweise, dass sich auch die italienische oder griechische Finanzpolitik über ihre jeweils engen Fiskalspielräume hinwegsetzen könnte. Zugleich zeigten einschlägige Liquiditätsindikatoren eine zufriedenstellende Liquidität an den europäischen Staatsanleihemärkten an.<sup>2)</sup> Demzufolge gab es keine Hinweise auf nennenswerte, von den Giltis ausgehende Liquiditätsspill-over-Effekte und/oder eine eingeschränkte Marktfunktionsfähigkeit.

Im Ergebnis blieben aber auch möglicherweise aufgekommene Sorgen um die italienischen oder griechischen Staatsfinanzen begrenzt. Denn zum einen lagen die geschätzten Spillover-Effekte durchweg unter den entsprechenden Effekten für als sicher geltende Bundesanleihen. Zum anderen schwächten sich

die Spillover-Effekte auf italienische und insbesondere griechische Staatsanleihen nach ihrem Höchststand Ende September rasch wieder ab, obwohl die Verwerfungen am Gilt-Markt erst zeitverzögert abklagen. Zusammengefasst deutet dies auf einen zwar nachweisbaren, aber – ungeachtet der geldpolitischen Straffung in beiden Währungsräumen – begrenzten und nur kurzzeitigen Einfluss der gestiegenen Gilt-Renditen auf italienische und griechische Staatsanleiherenditen hin. Seit der Rücknahme der Steuersenkungspläne und dem finanzpolitischen Kurswechsel im Vereinigten Königreich im Oktober, der rückläufige Gilt-Renditen bewirkte, verringerten sich die vom Gilt-Markt ausgehenden Spillover-Effekte auf die europäischen Staatsanleihemärkte dann deutlich. Demnach erachteten die Marktteilnehmer die rückläufigen Gilt-Renditen hauptsächlich als landesspezifische Entwicklung ohne größere Relevanz für den Euroraum.

Ein weiteres interessantes Ergebnis ist, dass niederländische Staatsanleiherenditen stets etwas schwächer von Spillover-Effekten der Gilt-Renditen beeinflusst wurden als Bundesanleiherenditen. Zwar spielen Pensionsfonds im Euroraum vor allem in den Niederlanden eine wichtige Rolle. Das Risiko, dass niederländische Pensionsfonds ähnlich wie im Vereinigten Königreich steigende Staatsanleiherenditen über Notverkäufe von Staatsanleihen verstärken könnten, war aus Marktsicht aber offenbar nachrangig. Hierfür liegen zwei durchaus komplementäre Erklärungen nahe: zum einen die solide Verfassung der niederländischen Staatsfinanzen, zum anderen eine vergleichsweise geringe Anfälligkeit für Notverkäufe von Staatsanleihen. Mögliche Gründe hierfür sind, dass niederländische Pensionsfonds – gemessen am gesamten Staatsanleihemarkt des Euroraums – vergleichsweise wenige Staatsanleihen halten und relativ schwach fremdfinanziert sind.<sup>3)</sup>

<sup>2</sup> Dies zeigt sich bspw. an der stabilen Orderbuch-Liquidität von Future-Kontrakten auf europäische Staatsanleihen.

<sup>3</sup> Vgl.: Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2022).



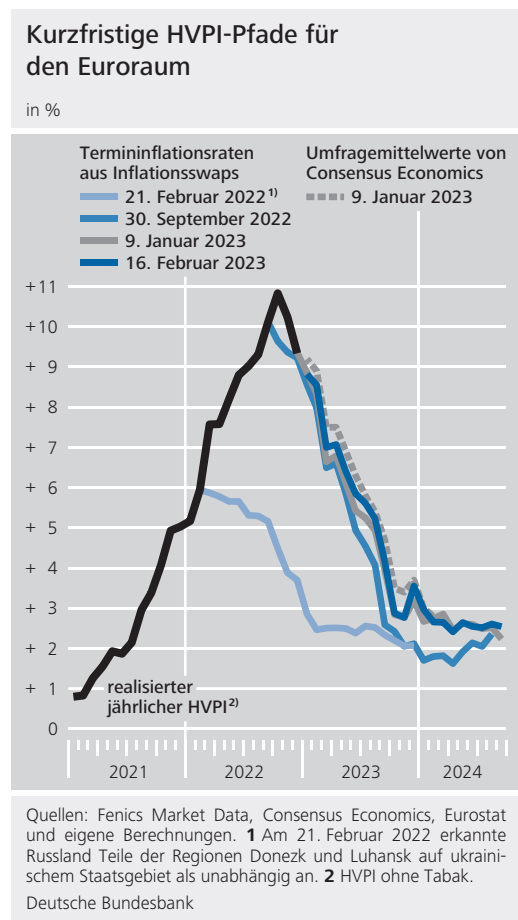
Wertpapiere auf dem Repomarkt – insbesondere über den Jahreswechsel – verleihen zu können. Außerdem kündigte der Bund deutlich höhere Emissionen an als geplant. Damit steigt perspektivisch das Angebot an Bundeswertpapieren, was dazu beitrug, dass sich der Renditeabstand weiter einengte. Insgesamt blieb aber trotz des insgesamt gestiegenen Angebots an Bundeswertpapieren die Knappheitsprämie im historischen Vergleich erhöht.

*Renditedifferenzen im Euro-  
raum eingeengt*

Der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) engte sich seit Ende September um 24 Basispunkte auf 0,9 Prozentpunkte ein. Er lag damit weiterhin moderat über dem fünfjährigen Mittel (0,8 Prozentpunkte). Der sich verringernde Renditeaufschlag reflektierte vor allem geringere Risikoaufschläge im Umfeld eines erhöhten Risikoappetits der Anleger und eines verbesserten konjunkturellen Ausblicks im Euroraum. Die sinkende Knappheitsprämie bei den Bundeswertpapieren unterstützte dabei die Einengung der Renditeunterschiede im Euroraum.

*Marktteilnehmer erwarteten kurzfristig weiterhin hohe Inflationsraten*

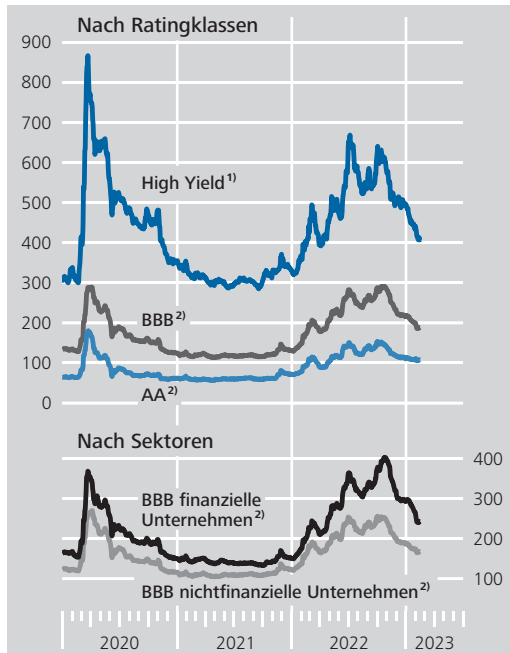
Die marktbasierten kurzfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum lagen zum Ende des Berichtszeitraums weiterhin sehr deutlich über der Stabilitätsnorm von 2% und nahe an den Werten zu Beginn des vierten Quartals 2022. Innerhalb des Berichtszeitraums können zwei Phasen unterschieden werden. Zunächst korrigierten die Marktteilnehmer unter dem Eindruck überraschend hoher Inflationszahlen im Euroraum für Oktober und November ihre Inflationserwartungen weiter nach oben. Sie erreichten im November 2022 ihren Höhepunkt. Danach begann sich die Inflationseinschätzung des Marktes zu drehen. So trug beispielsweise die Veröffentlichung der Inflationszahlen für den Euroraum für Dezember 2022 dazu bei, dass am Markt eingepreist wurde, dass die Inflation schneller in die Nähe von 2% fallen könnte als zuvor erwartet. Der überraschend milde Winter und der damit einhergehende deutliche Rückgang bei den Energiepreisen, ins-



besondere für Strom und Gas, unterstützten diese Korrektur nach unten. Die Markteinschätzung steht damit im Spannungsverhältnis zu den makroökonomischen Projektionen des Eurosystems vom Dezember 2022. Aus geldpolitischer Sicht besteht hier die Gefahr, dass die Marktteilnehmer die Persistenz des Inflationsprozesses unterschätzen und ein zu geringes Bewertungsgewicht auf die Risiken legen, die sich aus der aktuellen Phase einer hohen Inflation ergeben. Mit zunehmender Dauer der Inflationsphase erhöht sich beispielsweise die Wahrscheinlichkeit dafür, dass sich Haushalte und Firmen bei ihren Lohn- und Preissetzungen nicht mehr an der Stabilitätsnorm von 2% orientieren. Im Jahresdurchschnitt erwarten die Marktteilnehmer für das Jahr 2023 eine Inflationsrate von 5,7% und für das Jahr 2024 von 2,6%. Umfragebasierte Inflationserwartungen von Consensus Economics gehen für die Jahre 2023 und 2024 von einer Inflationsrate von 5,5% und 2,4% aus.

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

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen. \* Im Vergleich zu Bundeswertpapieren mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit. **1** Merrill-Lynch-Index über alle Laufzeiten. **2** Jeweils iBoxx-Indizes mit sieben bis zehn Jahren Restlaufzeit.

Deutsche Bundesbank

*Längerfristige Inflationserwartungen angestiegen*

In dieses Bild einer unverändert angespannten Inflationsrisikolage passt, dass die längerfristigen Inflationserwartungen weiter anstiegen. Die in fünf Jahren beginnende Termininflation für fünf Jahre, die aus Inflationsswaps hergeleitet wird, lag mit 2,4% zuletzt 29 Basispunkte höher als Ende September 2022. Die vierteljährlichen umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren fielen im Januar, verglichen mit Oktober 2022, leicht auf 2,0%. Die Differenz zwischen marktbasierter und umfragebasierter langfristigen Inflationserwartungen weitete sich damit auf 0,4 Prozentpunkte aus. Diese Differenz wird häufig als Risikoprämie angesehen, mit der die Marktteilnehmer ihre Sorge vor längerfristig höheren Inflationsraten zum Ausdruck bringen. Der Markt preist also zurzeit nur im kurzfristigen Horizont eine Entspannung im Inflationsprozess ein.

Die marktbasierteren fünfjährigen US-Termininflationen in fünf Jahren stiegen in ähnlichem

Umfang um 22 Basispunkte auf 2,6%, während die umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics unverändert bei 2,2% verblieben. Die Inflationsrisikoprämie als Differenz zwischen marktbasierter und umfragebasierter Inflationserwartungen ist also auch in den USA positiv und weitete sich aus.

*Längerfristige Inflationserwartungen in den USA ebenfalls gestiegen*

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren fielen seit dem Ende des dritten Quartals 2022 recht kräftig. Dabei fiel der Renditerückgang für Anleihen von – meist vergleichsweise stark fremdfinanzierten – Finanzunternehmen mit 90 Basispunkten stärker aus als für Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors (46 Basispunkte). Da laufzeitgleiche Bundesanleihen gleichzeitig leichte Renditeanstiege verzeichneten, gingen die Renditeaufschläge der Unternehmensanleihen insgesamt deutlich zurück: Für finanzielle Unternehmen um 130 Basispunkte und für nichtfinanzielle Unternehmen um 87 Basispunkte. Die Renditeaufschläge von Hochzinsanleihen sanken seit Ende September noch deutlicher (– 220 Basispunkte). Die finanziellen Bedingungen auf den Finanzmärkten haben sich hier trotz der geldpolitischen Straffung im Berichtszeitraum teils verbessert. Zusammen mit der ebenfalls rückläufigen impliziten Volatilität an den Aktienmärkten und Anleihemärkten deutet dies auf einen deutlich gestiegenen Risikoappetit der Anleger und abklingende Sorgen vor einer starken Rezession hin. Im Einklang hiermit reduzierten sich auch die Kreditausfallprämien von Unternehmen ohne Investmentgrade-Rating (ITraxx Crossover (5 Jahre): – 247 Basispunkte). Gemessen an den Renditeaufschlägen lagen die Finanzierungskosten europäischer Unternehmen über alle Rating-Klassen hinweg gleichwohl weiterhin deutlich oberhalb ihrer jeweiligen fünfjährigen Durchschnitte.

*Renditen von Unternehmensanleihen deutlich gesunken*

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im vierten Quartal 2022 mit 397 Mrd € etwas unter dem Wert des dritten Vierteljahres (438 Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigen-

*Geringe Nettoemissionen deutscher Schuldverschreibungen*



bestandsveränderungen der Emittenten erhöhte sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten lediglich um ½ Mrd €. Der Umlauf von Schuldtiteln ausländischer Provenienz am deutschen Markt reduzierte sich im vierten Quartal um 10½ Mrd €. Im Ergebnis sank der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 10 Mrd €.

*Nettoemissionen der öffentlichen Hand*

Die öffentliche Hand begab im letzten Quartal 2022 Schuldtitel für netto 24 Mrd €, nach Nettotilgungen in Höhe von 21½ Mrd € im Quartal zuvor. Der Bund (inklusive der ihm zugerechneten Abwicklungsanstalt) emittierte vor allem zehnjährige, sieben- und 30-jährige Bundesanleihen (insgesamt 31 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen fünfjähriger Bundesobligationen (10 Mrd €) gegenüber. Die Länder und Gemeinden tilgten im Ergebnis Schuldverschreibungen für 1½ Mrd €.

*Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute gesunken*

Inländische Kreditinstitute verringerten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 19 Mrd € (Vorquartal: Nettoemissionen in Höhe von 28 Mrd €). Die Tilgungen betrafen weit überwiegend Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten (28½ Mrd €). Hingegen wurden flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen und Hypothekendarlehen netto emittiert (6 Mrd € bzw. 5 Mrd €).

*Unternehmensanleihen per saldo getilgt*

Inländische Unternehmen tilgten im Schlussquartal 2022 Anleihen für netto 4½ Mrd €, nach Nettoemissionen in Höhe von 17 Mrd € im Quartal zuvor. Im Ergebnis ist dies weit überwiegend auf strukturierte Produkte mit kurzen Laufzeiten (unter einem Jahr) zurückzuführen.

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

Inländische Nichtbanken erweiterten ihre Rentenportfolios im vierten Quartal 2022 um per saldo 28 Mrd €, wobei sie ausschließlich inländische Papiere kauften (30½ Mrd €). Auch die Bundesbank erwarb – vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems – Rentenwerte für netto 1½ Mrd €, dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um inländische Papiere öffentlicher Emittenten. Hingegen ver-

## Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2021		2022	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj.	3. Vj.
<b>Schuldverschreibungen</b>				
Inländer	43,0	10,1	15,3	
Kreditinstitute	-27,9	8,0	-14,1	
darunter:				
ausländische				
Schuldverschreibungen	-15,0	-3,4	-7,2	
Deutsche Bundesbank	58,3	-17,5	1,6	
Übrige Sektoren	12,5	19,6	27,8	
darunter:				
inländische				
Schuldverschreibungen	9,5	32,8	30,7	
Ausländer	-42,9	-3,8	-25,1	
<b>Aktien</b>				
Inländer	37,7	27,3	4,9	
Kreditinstitute	2,3	-2,5	-3,3	
darunter:				
inländische Aktien	-0,1	-0,5	-1,0	
Nichtbanken	35,4	29,8	8,1	
darunter:				
inländische Aktien	26,2	34,2	18,8	
Ausländer	-7,5	6,6	4,0	
<b>Investmentzertifikate</b>				
Anlage in Spezialfonds	56,7	13,6	11,9	
Anlage in Publikumsfonds	11,6	-2,5	1,4	
darunter:				
Aktienfonds	2,7	-0,7	2,7	

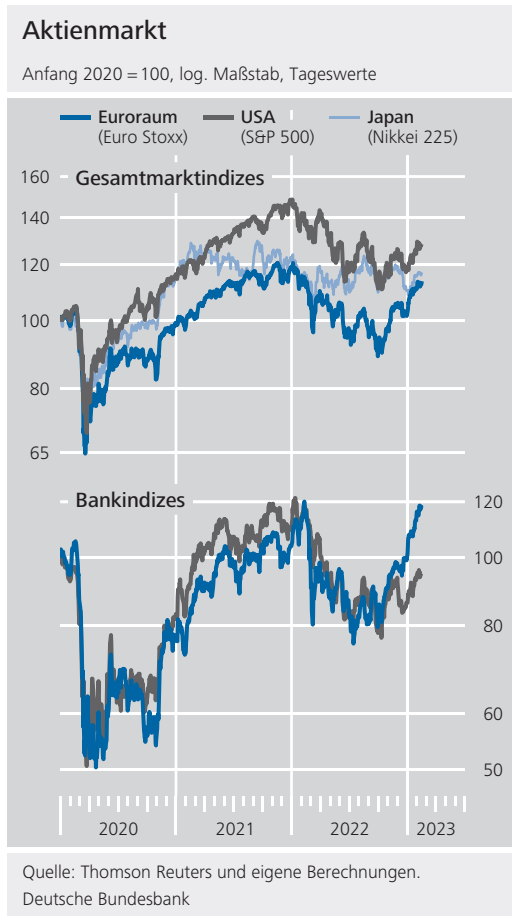
Deutsche Bundesbank

äußerten ausländische Investoren und heimische Kreditinstitute Schuldverschreibungen für netto 25 Mrd € beziehungsweise 14 Mrd €.

## Aktienmarkt

Die internationalen Aktienmärkte verzeichneten seit Ende des dritten Quartals 2022 zum Teil deutliche Kursgewinne. Dazu trugen insbesondere die besser als erwartete Konjunkturerwicklung, eine aufgehellte Stimmung im Euroraum und die erwartete Erholung aufgrund der Wiederöffnung der chinesischen Wirtschaft nach der Corona-Pandemie bei. Im Euroraum stärkten unter anderem Meldungen über umfangreiche Flüssiggaslieferungen und hohe Gaspeicherstände zusätzlich den Optimismus unter den Anlegern und ließen die Sorge vor einer Energiekrise in den Hintergrund rücken. Damit stieg die Zuversicht, dass eine Rezession vermieden werden könne. Zudem trug die oben beschriebene geänderte Markteinschätzung über

*Internationale Aktienmärkte deutlich höher*



die kurzfristigen Inflationsaussichten dazu bei, dass die Marktteilnehmer auf einen weniger lang anhaltenden restriktiven geldpolitischen Kurs spekulierten, was für sich genommen kursstützend wirkte. Diese positivere Stimmung unter den Anlegern führte zu einem deutlich gewachsenen Risikoappetit, der sich auch in einer rückläufigen Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung niederschlug, die sich in den einschlägigen Volatilitätsindizes ausdrückt. Im Ergebnis verzeichneten der CDAX und der Euro Stoxx mit 29,4 % beziehungsweise 26,6 % deutliche Kursgewinne seit Ende September. Sie stiegen damit signifikant stärker als die Kurse US-amerikanischer Aktien (S&P 500), die mit 14,1 % aber ebenfalls ein deutliches Kursplus notierten. Im Vereinigten Königreich stiegen die Aktienkurse ebenfalls stark an (FTSE 100: 16,2 %); der japanische Nikkei-Index legte um 6,8 % zu.

Bankaktien verzeichneten beiderseits des Atlantiks deutlich stärkere Kurszuwächse als die jeweiligen Gesamtmärkte. Dabei stiegen die

*Bankaktien mit stärkerem Plus als Gesamtmarkt*

Notierungen der europäischen Banken seit dem Ende des dritten Quartals um deutliche 48,9 %. Die Notierungen der Banken im US-amerikanischen S&P 500 legten um 19,9 % zu. Ein wichtiger Grund für die Kursgewinne liegt darin, dass zuletzt die Einnahmen der Kreditinstitute aus dem Zinsüberschuss deutlich gestiegen sind, was auf einen höheren Fristentransformationsbeitrag nach der Zinswende zurückzuführen ist. Auch die berichteten Gewinne für das letzte Quartal fielen sowohl für US- als auch für europäische Banken deutlich besser aus als erwartet. Basierend auf dieser sehr guten Ertragslage haben die Analysten ihre Gewinnerwartungen für den europäischen Bankensektor im Berichtszeitraum deutlich nach oben revidiert.

Die Bewertungsniveaus von Aktien entwickelten sich im Berichtszeitraum beiderseits des Atlantiks ähnlich. In beiden Währungsräumen schlugen sich dem Dividendenbarwertmodell der Bundesbank zufolge die starken Kursanstiege vor allem in einer gesunkenen Risiko-prämie nieder. Marktteilnehmer waren also in diesem Umfeld bereit, für eine geringere Risikokompensation Aktien zu halten. Sowohl die impliziten Eigenkapitalkosten als auch die Gewinnrenditen sind seit Ende September gesunken. Allerdings liegen sie für den Euro Stoxx immer noch in der Nähe der langfristigen Mittelwerte, was auf eine weiter vergleichsweise moderate Aktienmarktbeurteilung hindeutet. Für den S&P 500 lagen die impliziten Eigenkapitalkosten dagegen nahe ihres historischen Tiefstandes. Die Gewinnrendite lag noch etwas darüber, aber deutlich unterhalb des langfristigen Mittels. Die Bewertung erscheint demnach für den S&P 500 vergleichsweise hoch.

*Bewertungsniveau beiderseits des Atlantiks gestiegen*

Deutsche Aktiengesellschaften nahmen im Berichtsquartal per saldo 22 Mrd € an neuen Mitteln auf (Vorquartal: 40½ Mrd €). Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland sank im gleichen Zeitraum um 13 Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis von inländischen Nichtbanken (8 Mrd €) und ausländischen Investoren (4 Mrd €). Hingegen verringerten

*Mittelaufnahme am Aktienmarkt*

gerten heimische Kreditinstitute ihre Aktienportfolios um netto 3 ½ Mrd €.

## Investmentfonds

*Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im vierten Quartal 2022 einen Mittelzufluss in Höhe von 13 ½ Mrd €, nach 11 Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis weit überwiegend den Spezialfonds zugute (12 Mrd €), die institutionellen Anlegern vorbehalten sind. Unter den Anlageklassen erzielten vor allem Gemischte Wertpapierfonds ein deutliches Mittelaufkommen (15 ½ Mrd €), aber auch Offene Immobilienfonds verzeichneten Mittelzuflüsse (5 Mrd €). Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 17 ½ Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis nahezu ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen Anteilscheine für 28 ½ Mrd € in ihre Portfolios. Heimische Kreditinstitute vergrößerten ihre Fondsportfolios um netto 2 ½ Mrd €. Gebietsfremde Investoren waren im Ergebnis nur marginal am deutschen Markt aktiv.

## Direktinvestitionen

*Netto-Kapitalexporte bei deutschen Direktinvestitionen*

Vor dem Hintergrund der hohen Inflation und sich unterschiedlich entwickelnder Wirtschaftsaussichten in den großen Währungsräumen führten die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr im vierten Quartal 2022 zu Netto-Kapitalexporten von 14 ½ Mrd €. Bei den Direktinvestitionen ergaben sich ebenfalls Mittelabflüsse (21 ½ Mrd €).

*Kapitalexporte bei deutschen Direktinvestitionen im Ausland*

Unternehmen mit Sitz in Deutschland weiteten von Oktober bis Dezember 2022 ihre Direktinvestitionen im Ausland per saldo um 13 ½ Mrd € aus (52 Mrd € in den drei Monaten zuvor). Ihr Beteiligungskapital an ausländischen Töchtern stockten sie um 28 ½ Mrd € auf. Reinvestierte Gewinne trugen zu gut einem Drittel zu dieser Entwicklung bei. Dagegen bauten hier

## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2021	2022	
	4. Vj.	3. Vj.	4. Vj. p)
I. Leistungsbilanz	+ 61,0	+ 19,0	+ 47,4
1. Warenhandel	+ 38,4	+ 21,6	+ 31,8
2. Dienstleistungen	- 4,2	- 21,4	- 9,0
3. Primäreinkommen	+ 42,0	+ 35,1	+ 43,2
4. Sekundäreinkommen	- 15,2	- 16,4	- 18,6
II. Vermögensänderungsbilanz	- 0,4	- 4,7	- 4,0
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 86,3	+ 5,8	+ 61,3
1. Direktinvestition	+ 32,9	+ 29,6	+ 21,3
Inländische Anlagen			
im Ausland	+ 38,8	+ 52,2	+ 13,5
Ausländische Anlagen im Inland	+ 5,9	+ 22,6	- 7,8
2. Wertpapieranlagen	+ 95,4	- 26,5	+ 14,3
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 42,0	- 25,5	- 8,1
Aktien <sup>1)</sup>	+ 12,9	- 8,2	- 15,3
Investmentfondsanteile <sup>2)</sup>	+ 39,9	- 0,1	+ 17,5
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 14,0	- 0,7	+ 10,7
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>3)</sup>	- 10,4	- 1,5	+ 5,7
langfristige Schuldverschreibungen <sup>4)</sup>	- 0,4	- 15,7	- 16,1
darunter:			
denominiert in Euro <sup>5)</sup>	-	-	-
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	- 53,3	+ 1,0	- 22,4
Aktien <sup>1)</sup>	- 7,6	+ 6,4	+ 2,9
Investmentfondsanteile	- 2,8	- 1,6	- 0,2
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>3)</sup>	- 6,1	- 6,8	- 25,0
langfristige Schuldverschreibungen <sup>4)</sup>	- 36,8	+ 3,0	- 0,2
darunter: öffentliche Emittenten <sup>6)</sup>	- 32,9	- 11,2	+ 5,0
3. Finanzderivate <sup>7)</sup>	+ 18,9	+ 15,2	- 2,1
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>8)</sup>	- 61,1	- 13,2	+ 26,9
Monetäre Finanzinstitute <sup>9)</sup>	+ 99,4	- 26,1	+ 84,3
Unternehmen und Privatpersonen <sup>10)</sup>	- 44,5	- 23,3	+ 17,9
Staat	+ 1,0	- 11,4	+ 8,3
Bundesbank	- 117,1	+ 47,6	- 83,5
5. Währungsreserven	+ 0,3	+ 0,8	+ 0,8
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>11)</sup>	+ 25,8	- 8,5	+ 17,9

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

Deutsche Bundesbank

ansässige Firmen ihr Kreditvolumen mit verbundenen Konzerneinheiten im Ausland um 15 Mrd € ab. Dies geschah ausschließlich über Finanzkredite. Deutsche Direktinvestitionsmittel flossen in bedeutendem Umfang nach Frankreich (13 ½ Mrd €), in die Niederlande (7 Mrd €) und nach Irland (5 ½ Mrd €). Dagegen reduzierten deutsche Unternehmen ihre Direktinvestitionsbestände im Vereinigten Königreich (22 Mrd €).

Ausländische Unternehmen verringerten ihre Direktinvestitionen in Deutschland im vierten Quartal um 8 Mrd € (nach einer Erhöhung um

22 ½ Mrd € im Vorquartal). Sie reduzierten ihr konzerninternes Kreditvolumen an hiesige Gesellschaften um 11 ½ Mrd € und zwar hauptsächlich über Finanzkredite. Dagegen erhöhten sie ihr Beteiligungskapital an deutschen Töchtern um 3 ½ Mrd €. Besonders hohe Abflüsse an Direktinvestitionsmitteln waren aus dem Vereinigten Königreich (21 Mrd €) und den Niederlanden (6 ½ Mrd €) zu verzeichnen. Unternehmen aus den Vereinigten Staaten (8 Mrd €) und Irland (6 ½ Mrd €) stellten hingegen zusätzliche Direktinvestitionsmittel in Deutschland zur Verfügung.

*Kapitalabflüsse über ausländische Direktinvestitionen in Deutschland*

## ■ Literaturverzeichnis

Baltzer, M., K. Schlepper und C. Speck (2022), The Eurosystem's asset purchase programme, securities lending and Bund specialness, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 39/2022.

Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (2022), BIS Quarterly Review, Dezember 2022, S. 8.

Deutsche Bundesbank (2023), Zinsstrukturkurven in der volkswirtschaftlichen Analyse, Monatsbericht, Januar 2023, S. 55–77.

Deutsche Bundesbank (2020), Globale finanzielle Verflechtung und Übertragungseffekte zwischen den G20-Ländern, Monatsbericht, September 2020, S. 59–62.

Diebold, F. X. und K. Yilmaz (2012), Better to give than to receive: Predictive directional measurement of volatility spillovers, International Journal of Forecasting, Vol. 28, S. 57–66.