

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Anhaltend hohe Inflationsraten und zeitweilig starke Anspannungen im US-Regionalbankensystem im Fokus der Finanzmärkte

Die internationalen Finanzmärkte waren seit Jahresbeginn von anhaltend hohen Inflationsraten und zeitweilig starken Anspannungen vor allem im US-Regionalbankensystem geprägt. Große Notenbanken strafften zu Beginn des ersten Quartals angesichts der Inflationsoaussichten, die im Projektionshorizont bis 2025 weiter über der Stabilitätsnorm von 2 % liegen, den geldpolitischen Kurs weiter. Sie signalisierten zudem, dass weitere Zinserhöhungen notwendig seien, um einen zeitnahen Rückgang der Inflation zu gewährleisten. Mit dem Zusammenbruch mehrerer US-Regionalbanken kamen ab Mitte März Sorgen um die Stabilität des Finanzsystems auf. Die Unsicherheit an den Märkten stieg aus Sorge über Ansteckungseffekte sprunghaft an und löste eine Flucht in sichere Anlagen aus, wodurch die Renditen sicherer Wertpapiere deutlich fielen. Gleichzeitig revidierten die Marktakteure ihre Erwartungen über die Leitzinspfade nach unten – insbesondere für die USA. Die Märkte gingen davon aus, dass die US-Regionalbankenkrisis dort länger anhaltend zu verschlechterten Finanzierungsbedingungen führen könnte. Der Kollaps der schweizerischen Großbank Credit Suisse belastete das internationale Finanzsystem hingegen nur vorübergehend. Im Verlauf des Berichtszeitraums klangen die von den USA ausgehenden Ausstrahlungseffekte auf die internationalen Finanzmärkte wieder ab. Zusammen mit günstigen Konjunkturmeldungen vor allem für den Euroraum, einem wachsenden Risikoappetit und weiteren Leitzinsanhebungen stabilisierte dies die Anleiherenditen auf beiden Seiten des Atlantiks. An den Aktienmärkten schlugen sich die Bankenturbulenzen ebenfalls nur temporär und vergleichsweise maßvoll nieder; insgesamt verzeichneten sowohl der marktweite Euro Stoxx als auch europäische Bankwerte merkliche Kursgewinne. Auch der Euro notierte seit dem Jahreswechsel per saldo stärker, unter ande-

rem gegenüber US-Dollar und Yen. Er setzte damit die effektive Aufwertung aus dem letzten Quartal 2022 fort.

■ Wechselkurse

Die wesentliche Ursache für die Euro-Aufwertung zum US-Dollar im Frühjahr war eine aus Marktsicht zunehmende Divergenz der geldpolitischen Perspektiven dies- und jenseits des Atlantiks. Nachdem der Euro zu Jahresbeginn gegenüber dem US-Dollar zunächst spürbar zugelegt hatte, nahm der Markt seitens der Federal Reserve im Februar und Anfang März allerdings erst einmal geldpolitische Straffungssignale wahr, was den Euro vorübergehend belastete. Überraschend robuste US-Wirtschaftsdaten und unerwartet hohe Inflationszahlen bildeten den Hintergrund dieser Entwicklungen. Der Zusammenbruch mehrerer US-Regionalbanken führte dann ab Mitte März dazu, dass die Marktteilnehmer den erwarteten geldpolitischen Straffungskurs der amerikanischen Notenbank deutlich nach unten korrigierten. Die im Zusammenhang mit den Bankenturbulenzen zwischenzeitlich auch im Euroraum gesunkenen Zinserwartungen stiegen angesichts hartnäckig hoher Inflationsraten allerdings schnell wieder an. Demgegenüber wurde für die USA ein unerwartet starker Rückgang der Inflationsrate im April gemeldet, der die dortigen Zinserhöhungserwartungen zusätzlich dämpfte. Im Ergebnis wurde der geldpolitische Ausblick des Euroraums im Vergleich zu dem in den USA als restriktiver eingeschätzt als zuvor. Dies und die Veröffentlichung besser als erwartet ausgefallener Konjunkturindikatoren aus dem gemeinsamen Währungsraum stützten den Euro und führten ihn Anfang Mai auf den höchsten Stand gegenüber dem US-Dollar seit über einem Jahr. Dann wurden jedoch robuste US-Konjunkturdaten veröffentlicht, sodass der Euro bei Abschluss dieses Berichts mit 1,08 US-\$ wieder

Euro mit Kursgewinnen gegenüber US-Dollar

Wechselkurs des Euro

Tageswerte, log. Maßstab



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. ¹ Berechnet gegenüber den Währungen von 18 Ländern. Ein Anstieg der Werte entspricht einer Aufwertung des Euro.
 Deutsche Bundesbank

unterhalb dieser Marke notierte. Seit Jahresbeginn gewann er 1,3 % an Wert.

Euro gewinnt deutlich gegenüber Yen, ...

Besonders hohe Gewinne verzeichnete der Euro gegenüber dem Yen. Auch hierfür war die relative geldpolitische Ausrichtung der beiden beteiligten Zentralbanken maßgeblich. So wurde der Yen vor allem von der Erklärung des neuen Gouverneurs der japanischen Notenbank belastet, an der ultralockeren Geldpolitik seines Vorgängers festhalten zu wollen. Die spürbaren Verluste des Yen, der in Zeiten hoher Anspannung an den internationalen Finanzmärkten üblicherweise eher aufwertet, deuten überdies darauf hin, dass auch am De-

visenmarkt die jüngsten Bankenturbulenzen als regional auf die USA beschränkt eingeschätzt wurden. Zuletzt notierte der Euro bei 150 Yen. Er lag damit rund 6,3 % über seinem Wert von Ende Dezember.

Schwächer notierte der Euro dagegen gegenüber dem Pfund Sterling. Trotz einer Reihe von Leitzinsanhebungen durch die britische Notenbank auf nunmehr 4,5 % lag die Inflationsrate im Vereinigten Königreich zuletzt noch immer im zweistelligen Bereich und fiel zudem höher als erwartet aus. Gleichzeitig überraschte das Wirtschaftswachstum positiv. Beides dämpfte die zwischenzeitlich aufgekeimten Erwartungen auf einen flacheren Zinspfad im Vereinigten Königreich und stützte das Pfund. Bei Abschluss dieses Berichts notierte die Gemeinschaftswährung bei 0,87 Pfund Sterling und damit rund 2,1% schwächer als Ende Dezember.

... notiert dagegen schwächer gegenüber Pfund Sterling

Der Euro wertete seit Beginn des Jahres im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen des erweiterten Länderkreises per saldo um 0,8 % auf. Neben den erwähnten Kursgewinnen gegenüber dem US-Dollar und dem Yen trugen vor allem Wertzuwächse von rund 3,0 % gegenüber dem Renminbi und von 6,6 % gegenüber dem Won zur effektiven Euro-Aufwertung bei. Kursverluste erlitt der Euro dagegen gegenüber den Währungen einiger mittel- und osteuropäischer Staaten.

Euro in effektiver Rechnung fester

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Rentenmarkt

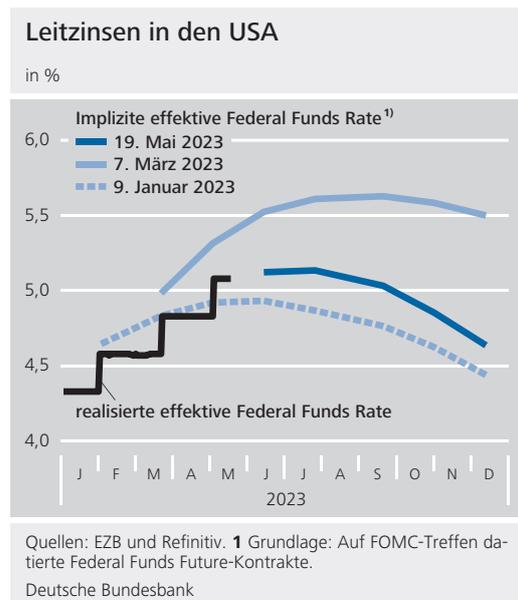
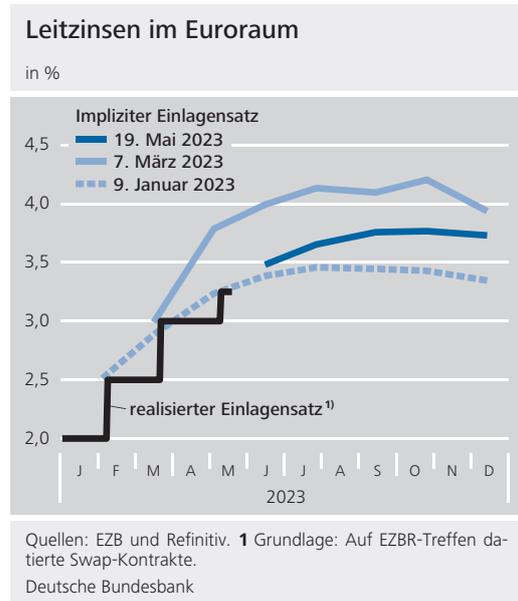
Die nominalen Renditen von Staatsanleihen gaben seit Jahresbeginn insgesamt sowohl in den USA als auch im Euroraum nach. Die Entwicklungen waren dabei maßgeblich von einem veränderten geldpolitischen Ausblick auf beiden Seiten des Atlantiks geprägt. Für die USA passten die Marktteilnehmer ihren erwarteten Leitzinspfad an, indem sie von einem

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum und in den USA gefallen

frühzeitigeren Ende des Straffungszyklus ausgingen und spürbare Abwärtsrisiken für den Leitzinsausblick ab Sommer 2023 in die Zinsentwicklung einpreisten, was die Staatsanleiherrenditen weltweit unter Druck setzte. Diese Erwartungsanpassung resultierte vor allem aus den im März zutage getretenen Anspannungen im US-Regionalbankensystem, die zeitweise auch auf die europäischen Finanzmärkte ausstrahlten. Im Euroraum übten aber auch überwiegend aufgehellte Konjunkturaussichten und die Wahrnehmung einer persistenten Inflationsdynamik für sich genommen Aufwärtsdruck auf die Renditen aus, was die Ausstrahlungseffekte aus den USA begrenzte. Die Fed setzte im Berichtszeitraum wie auch das Eurosystem die geldpolitische Straffung zwar fort, erhöhte dabei die Leitzinsen aber schwächer als das Eurosystem. Auf seiner Sitzung im Mai kommunizierte der EZB-Rat zudem die Erwartung, die Reinvestitionen fälliger Wertpapiere, die im Rahmen des geldpolitischen Ankaufprogramms (Asset Purchase Programme, APP) erworben wurden, ab der zweiten Jahreshälfte vollständig einzustellen.

US-Regionalbankturbulenzen dämpfen Renditen

Bis Anfang März zogen sowohl die Renditen US-amerikanischer als auch europäischer Staatsanleihen zunächst an. Hierzu trug bei, dass die Marktteilnehmer angesichts nur langsam rückläufiger Inflationsraten zunächst annahmen, dass in beiden Währungsräumen ein höheres Leitzinsniveau über einen längeren Zeitraum erforderlich sein dürfte. Die US-Regionalbankturbulenzen und damit verbundene Sorgen vor Ansteckungseffekten lösten dann aber eine Flucht in sichere Anlagen aus, wodurch die Staatsanleiherrenditen kräftig unter Druck gerieten. Angesichts einer vorübergehend stark erhöhten allgemeinen Unsicherheit revidierten die Marktakteure ihre Erwartungen über den Leitzinspfad vor allem für die USA nach unten, in geringerem Maß auch für den Euroraum. Eine mögliche Erklärung hierfür ist, dass der Druck auf das US-Bankensystem nach Ansicht der Marktteilnehmer die geldpolitische Transmission in den USA verstärken und dadurch das Ausmaß nötiger Leitzinsan-



hebungen abschwächen könnte. Dies schlug sich in einer zwischenzeitlich deutlich höheren Zinsunsicherheit nieder, wie zum Beispiel der Anstieg der impliziten Volatilität von Bundesanleiherenditen zeigte. Die seit Ende März abklingenden Finanzmarktspannungen, anhaltend positive Konjunkturmeldungen vor allem im Euroraum und ein zurückkehrender höherer Risikoappetit vonseiten der Investoren sorgten wieder für steigende Renditen. Über den gesamten Berichtszeitraum sank die nach dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) gewichtete zehnjährige EWU-Rendite aber um 19 Basispunkte auf 3,1%; die Renditen zehnjähriger US-Treasuries gaben um 20 Basispunkte auf 3,7% nach.

Renditen im Vereinigten Königreich gestiegen, in Japan nahezu unverändert

Im Vereinigten Königreich erhöhten sich die Renditen zehnjähriger Gilts im Berichtszeitraum (+33 Basispunkte auf 4,0%) deutlich. Angesichts weiter unerwartet hoher Inflationsraten, überraschend schnell steigender Löhne und positiver Signale realwirtschaftlicher Vorlaufindikatoren erwarteten die Marktteilnehmer weitere Leitzinserhöhungen der Bank of England. In Japan sanken die Renditen zehnjähriger japanischer Staatsanleihen leicht auf 0,4% (–2 Basispunkte). Sie liegen damit weiterhin innerhalb des angestrebten Zielbandes, das im Dezember um 25 Basispunkte verdoppelt wurde und seitdem zwischen –50 und +50 Basispunkten liegt. Die japanische Notenbank verzichtete auf ihrer Aprilsitzung darauf, ihre geldpolitische Ausrichtung zu ändern.

Niedrigere zehnjährige Bundeswertpapier-Rendite

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen sank bei einer vorübergehend deutlich höheren Schwankungsbreite im Berichtszeitraum (–14 Basispunkte auf 2,4%). Einer Modellzerlegung der Zinsstrukturkurve zufolge reflektiert der Renditerückgang weit überwiegend rückläufige Terminprämien, die Anleger bei langfristigen Anleihen für die Kursänderungsrisiken verlangen. Ursächlich hierfür sind deutlich gesunkene reale Terminprämien, während sich die Inflationsrisikoprämien etwas ausweiteten (vgl. Ausführungen auf S. 45). Die gefallenen Terminprämien, die im Einklang mit ebenfalls

rückläufigen US-Terminprämien stehen, deuten auf ausgepreiste Aufwärtsrisiken und gleichzeitig wachsende Abwärtsrisiken beim Zinsausblick hin.

Der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Bundeswertpapieren und laufzeitgleichen Anleihen der KfW entwickelte sich zunächst seitwärts, bevor er im März sichtbar anstieg. In dem Renditeabstand kommt die Liquiditätsprämie zum Ausdruck, die Marktakteure für die höhere Liquidität von Bundeswertpapieren zahlen. Ihr temporärer Anstieg spiegelt die Anspannungen im Bankensektor wider, die die Nachfrage nach im Vergleich zu KfW-Anleihen liquideren Bundesanleihen erhöhten. Mit der seit Ende März deutlich rückläufigen Finanzmarktunsicherheit engte sie sich wieder sichtbar ein und lag zuletzt nur noch leicht höher als zum Jahresbeginn. Im Gleichlauf mit der Liquiditätsprämie entwickelte sich die am Renditeabstand zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Overnight-Index-Swaps (OIS) gemessene Knappheitsprämie für Bundeswertpapiere. Sie lag zum Ende des Berichtszeitraums ebenfalls geringfügig über ihrem Wert von Ende Dezember.

Liquiditätsprämie etwas gestiegen

Der Renditeabstand zwischen zehnjährigen Bundesanleihen und laufzeitgleichen Staatsanleihen anderer Länder des Euroraums (BIP-gewichteter Durchschnitt) sank seit Jahresanfang leicht auf 95 Basispunkte. Bemerkenswert war, dass sich die Anspannungen im Bankensektor im März nur vorübergehend und nur schwach in den staatlichen Renditeaufschlägen niederschlugen. Dies ist vor dem Hintergrund der Verflechtung zwischen Staaten und Banken (Staaten-Banken-Nexus) relevant, durch die ein angeschlagenes Bankensystem grundsätzlich Zweifel an der Solvenz eines Staates nähren kann (und vice versa). Beispielsweise engten sich die Renditeaufschläge für Italien, wo der Staaten-Banken-Nexus vergleichsweise stark ausgeprägt ist, im Berichtszeitraum sogar überdurchschnittlich stark ein. Dies legt nahe, dass die temporäre Unsicherheit im Bankensystem aus Sicht der Marktteilnehmer nicht auf

Renditedifferenzen im Euroraum leicht eingeengt

Entwicklung des Streubesitzes von Bundeswertpapieren

Bundeswertpapiere sind aufgrund ihrer hohen Kreditwürdigkeit und Liquidität eine wichtige Bezugsgröße für die Preisbildung anderer Finanzinstrumente im Euroraum. Eine notwendige Bedingung, um diese Benchmark-Funktion ausfüllen zu können, ist ein ausreichend hoher Streubesitz, auf dessen jüngere Entwicklung in den folgenden Ausführungen näher eingegangen wird.¹⁾ Grundsätzlich bezeichnet der Streubesitz den Anteil einer Wertpapieremission, der frei zum Handel für die Marktteilnehmer zur Verfügung steht. Ein ausreichend hoher Streubesitz ist die Voraussetzung für eine gute Handelbarkeit und Marktliquidität. Damit finden neue relevante Informationen zeitnah und effizient Eingang in den Preisbildungsprozess der Anleihen.

Ein häufig genutzter Ansatz zur Quantifizierung des Streubesitzes basiert auf den Wertpapierhalterangaben der Marktteilnehmer. Für den Euroraum lässt sich dieses Maß mittels der sektoralen Wertpapierhalterstatistik des Eurosystems (SHS-S) approximieren.²⁾ Der Streubesitz umfasst dabei die Summe der relevanten Wertpapierbestände im privaten Sektor. Nicht zugerechnet werden dem Streubesitz die Bestände von Versicherungen und Pensionskassen, die als strategische Investoren gelten, strengen regulatorischen Vorgaben unterliegen und Papiere in der Regel bis zur Endfälligkeit halten. Auch öffentliche Investoren, wie etwa Zentralbanken, halten Papiere in der Regel langfristig. Die Bestände dieser Investorengruppe zählen ebenfalls nicht zum Streubesitz. Metho-

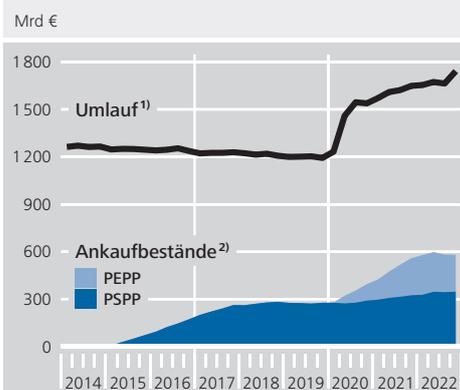
disch kann der Streubesitz sowohl in absoluten Beträgen als auch als prozentualer Anteil des Gesamtumschs der ausstehenden Anleihen gemessen werden.

Einfluss des Eurosystems auf den Streubesitz

Das Anfang 2015 vom Eurosystem eingeführte Ankaufprogramm von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme, PSPP) umfasste zu einem wesentlichen Teil Staatsanleihen aus dem Euroraum und damit auch Bundeswertpapiere. Bis Ende 2019 schwankte die Nettoemission des Bundes um die Nulllinie, so dass sich der Gesamtumsch kaum veränderte. Die geldpolitischen Ankäufe hatten entsprechend zur Folge, dass andere Halter ihre Bestände reduzierten und das Eurosystem im Verlauf des Programms zum größten Einzelinvestor von Bundeswertpapieren aufstieg. Sofern es sich bei den Verkäufern nicht um strategische, langfristig orientierte Investoren handelte, reduzierten die Anlei-

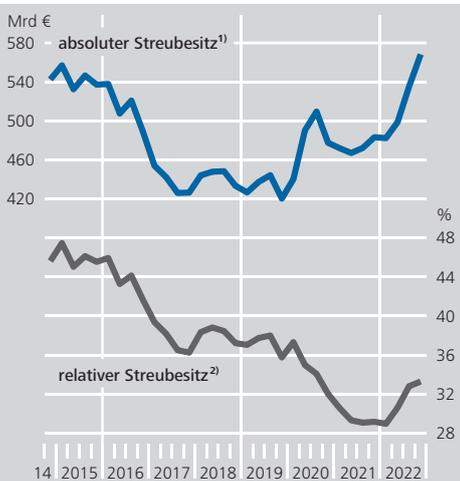
¹ Vgl. auch vorherige Analysen zur Veränderung der Halterstruktur von Bundeswertpapieren in: Deutsche Bundesbank (2018, 2022a). Zu deren Folgen für den Markt von Bundeswertpapieren vgl.: Deutsche Bundesbank (2022b).
² Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015).

**Bundeswertpapiere:
 Umlauf und Bundesbankbestände**



¹ Umfasst auch die Eigenbestände der Finanzagentur. ² Ausschließlich von der Bundesbank gehaltene Bestände.
 Deutsche Bundesbank

Bundeswertpapiere im Streubesitz¹⁾



Quelle: ESZB (sektorale SHS-Datenbank) und eigene Berechnungen. * Quartalsendwerte, basierend auf Nominalwerten. Nicht enthalten sind die Papiere der FMS Wertmanagement sowie der Extrahaushalte des Bundes. **1** Summe der Bestände des privaten Sektors ohne Versicherer und Pensionskassen aus dem Euroraum. Für Drittländer wird der gesamte private Sektor dem Streubesitz zugerechnet, da Versicherer und Pensionskassen nicht gesondert ausgewiesen werden. Es werden nur die von der sektoralen SHS-Datenbank erfassten Bestände berücksichtigt. **2** Streubesitz im Verhältnis zum Umlauf der berücksichtigten Bundeswertpapiere inklusive der Eigenbestände der Finanzagentur.

Deutsche Bundesbank

hekäufe entsprechend den Streubesitz.³⁾ Wird der Streubesitz in absoluter Größe zu Nominalwerten (Mrd €) erfasst, so lag er im vierten Quartal 2019 auf seinem bis dahin – bezogen auf den betrachteten Zeitraum seit Ende 2014 – niedrigsten Stand mit 420 Mrd €. Auch das relative Maß für den Streu-

besitz erreichte mit 36% einen zwischenzeitlichen Tiefstand.

Aufgrund der Corona-Pandemie führte der EZB-Rat mit dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) ein zusätzliches Kaufprogramm ein, das ebenfalls staatliche Schuldverschreibungen umfasste.⁴⁾ Gleichzeitig wurden umfangreiche finanzpolitische Stützungsmaßnahmen durch den Staat ergriffen, was höhere Staatsausgaben zur Folge hatte, die auch durch zusätzliche Emissionen von Bundeswertpapieren finanziert wurden. Im Ergebnis überstiegen seit Anfang 2020 die Netto-Neuemissionen durch den Bund das Netto-Kaufvolumen durch das Eurosystem. Dies hatte zur Folge, dass die beiden zuvor beschriebenen Messmethoden für

3 Um einer Verknappung an Bundeswertpapieren entgegenzuwirken, wurden die Bedingungen für die Ankaufprogramme angepasst und Ende 2016 die Wertpapierleihe gegen Barsicherheiten eingeführt, vgl.: Deutsche Bundesbank (2022c).

4 Es handelt sich um ein zeitlich befristetes Ankaufprogramm für Anleihen öffentlicher und privater Schuldner, welches durchgeführt wurde, um der Gefahr zu begegnen, dass die Fähigkeit des Eurosystems zur Erfüllung seines Mandats aufgrund der außergewöhnlichen Wirtschafts- und Marktverhältnisse während der Pandemie beeinträchtigt wird. Es startete am 26. März 2020 und kam zusätzlich zum Asset Purchase Programme (APP) zum Einsatz. Der Umfang wurde im Laufe des Programms auf insgesamt 1 850 Mrd € erhöht.

Halterstruktur des Streubesitzes von Bundeswertpapieren¹⁾

Bestand

Position	2014		2019		2022	
	Mrd €	%	Mrd €	%	Mrd €	%
Streubesitz gesamt	542,4	45,6	420,3	35,7	568,2	33,3
Inländische private Investoren ¹⁾	63,1	5,3	40,7	3,5	60,2	3,5
Finanzielle Investoren ¹⁾	51,7	4,4	37,2	3,2	52,4	3,1
Nichtfinanzielle Investoren	11,3	1,0	3,5	0,3	7,8	0,5
Private Investoren aus dem Euroraum ohne Deutschland ¹⁾	128,7	10,8	78,4	6,7	128,0	7,5
Finanzielle Investoren ¹⁾	124,3	10,5	76,6	6,5	122,3	7,2
Nichtfinanzielle Investoren	4,4	0,4	1,8	0,1	5,7	0,3
Private Investoren aus Drittländern	350,7	29,5	301,2	25,6	380,0	22,3

Quelle: ESZB (SHSS-Datenbank), eigene Berechnungen. * Bestand zum Jahresende basierend auf Nominalwerten. Nicht enthalten sind die Papiere der FMS Wertmanagement sowie der Extrahaushalte des Bundes. **1** Die Bestände von Versicherungen und Pensionskassen als strategische Langfristinvestoren sind herausgerechnet.

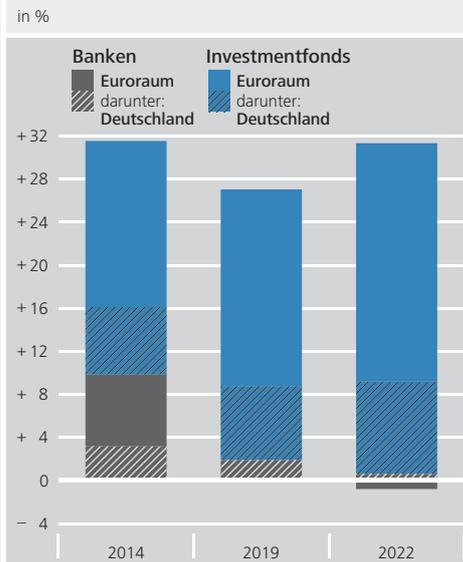
Deutsche Bundesbank

den Streubesitz in den letzten Jahren eine unterschiedliche Entwicklung nachzeichneten. In absoluten Größen gemessen stieg der Streubesitz im Ergebnis deutlich an auf 568 Mrd € Ende 2022. Damit lag er höher als vor Beginn der geldpolitischen Ankaufprogramme. Bei der Interpretation dieser Zahlen muss berücksichtigt werden, dass der Gesamtumlauf an Bundeswertpapieren seit Ende 2019 um fast die Hälfte zugenommen hat. Bei einer relativen Betrachtung in Relation zum Gesamtumlauf ging der Streubesitz dagegen im Ergebnis weiter zurück, was in erster Linie daran lag, dass das Eurosystem im Rahmen des PEPP seinen Bestand an Bundeswertpapieren nochmals substanzial erhöhte. Im ersten Quartal 2022 wurde der bislang niedrigste Wert beim relativen Maß für den Streubesitz mit knapp 29 % erreicht. Seitdem kam es zu einer leichten Erholung, was auch mit dem Ende der Nettokäufe im Rahmen des PEPP zusammenhängt. Mit 33 % lag der Wert Ende 2022 aber deutlich unter dem Wert von 46 % vor Beginn der Ankaufprogramme.⁵⁾

Aufteilung des Streubesitzes

Mittels der SHS-S lässt sich der Streubesitz genauer in die Sitzregionen der Investoren aufteilen. Den größten Anteil steuern private Investoren aus den sogenannten Drittländern bei, zu denen alle Länder außerhalb des Euroraums zählen. Ende 2022 betrug ihr Anteil am Gesamtumlauf von Bundeswertpapieren 22 %, was ungefähr zwei Drittel des gesamten Streubesitzes entsprach. Für die Investoren aus dem Euroraum und aus Deutschland ist eine weitere Unterteilung in finanzielle und nichtfinanzielle Investoren möglich. Dabei werden bei den finanziellen Investoren die Versicherungen und Pensionskassen herausgerechnet, da sie zu den oben erwähnten strategischen Investoren gezählt werden.⁶⁾ Im Euroraum sind es innerhalb der privaten Investoren fast aus-

Zusammensetzung des Streubesitzes: Ausgewählte finanzielle Sektoren⁷⁾



Quelle: ESZB (sektorale SHS-Datenbank) und eigene Berechnungen. * Streubesitz als Summe der Bestände des privaten Sektors ohne Versicherer und Pensionskassen aus dem Euroraum. Für Drittländer wird der gesamte private Sektor dem Streubesitz zugerechnet, da Versicherer und Pensionskassen nicht gesondert ausgewiesen werden. Es werden nur die von der sektorale SHS-Datenbank erfassten Bestände berücksichtigt.

Deutsche Bundesbank

schließlich finanzielle Investoren, die Bundeswertpapiere halten. Diese Verteilung hat sich auch über die Zeit kaum verändert. Es fällt auf, dass die finanziellen Investoren Ende 2022 wieder ungefähr den absoluten Bestand hielten, der ihren Portfolios auch vor Beginn der Ankaufprogramme zugerechnet wurde. Prozentual gesehen hat der Anteil der finanziellen EWU-Investoren gemessen am Gesamtumlauf dagegen abgenommen.

⁵ Zu den geldpolitischen Wirkungen der Ankaufprogramme auf die Zinsstrukturkurve vgl.: Deutsche Bundesbank (2023). Die Programme wirkten dabei primär über eine Veränderung des Streubesitzes der Staatsanleihebestände und damit auf das aggregierte Durationsrisiko, dem die Bilanzen der Wertpapierhalter außerhalb des Eurosystems ausgesetzt waren.

⁶ Diese Unterteilung ist für die Nicht-EWU Drittländer nicht möglich, sodass Versicherungen und Pensionskassen für diese Länder nicht aus dem Streubesitz herausgerechnet werden können.

Deutliche Verschiebung innerhalb der finanziellen Investoren

Ein Blick auf die finanziellen Investoren im Euroraum zeigt, dass sich vor allem die Banken im Vergleich zu Ende 2014 aus Bundeswertpapieren zurückgezogen haben. An ihre Stelle ist der Sektor der Investmentfonds gerückt. Diese Entwicklung kann auf verschiedene Gründe zurückgeführt werden. Einerseits könnten beispielsweise neue Regulierungsvorgaben oder sich ändernde Geschäftsmodelle zu einem veränderten Investitionsverhalten geführt haben.⁷⁾ Ein weiterer Grund könnte sein, dass die europäischen Banken in den vergangenen Jahren ihren Zugang zur Einlagefazilität genutzt haben. Weil die Verzinsung von vielen Bundeswertpapieren über längere Zeiträume unterhalb der Verzinsung der Einlagefazilität lag, hatten sie damit eine attraktivere Alternative zum Halten von erstklassigen liquiden Ak-

tiva.⁸⁾ Angesichts eines veränderten Zinsumfelds bleibt abzuwarten, ob die Banken langfristig wieder als bedeutendere Investoren in Bundeswertpapiere zurückkehren. Ende 2022 lag ihr Anteil bei weniger als 1% des Gesamtumlaufs.

⁷ So könnten etwa höhere Regulierungsaufgaben dazu geführt haben, dass sich Banken stärker aus der „Market-maker“-Funktion zurückgezogen haben, vgl. die empirische Untersuchung zu Unternehmensanleihen von: Haselmann et al. (2022).

⁸ Die besondere Rolle von Bundeswertpapieren zeigt sich auch darin, dass am besicherten, kurzfristigen Geldmarkt ein Zinsnachlass gewährt wird, wenn deutsche Bundeswertpapiere als Sicherheiten gestellt werden. Zu diesem als Repo-Specialness bezeichneten Zinsnachlass im Zusammenhang mit den Anleihekaufprogrammen vgl.: Baltzer et al. (2022).

länderspezifische europäische Ursachen zurückging. Zu den im Ergebnis etwas eingegengten Renditeaufschlägen dürften sowohl der gewachsene Risikoappetit als auch die aufgehellten Konjunkturaussichten beigetragen haben. Die ab Juli 2023 vom EZB-Rat erwartete Einstellung der Reinvestitionen fälliger Wertpapiere im Rahmen des APP beeinflusste die Renditeaufschläge nicht sichtbar.

Marktteilnehmer erwarteten weiterhin hohe Inflationsraten

Die marktbasieren kurzfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum lagen zum Ende des Berichtszeitraums auf einem ähnlich hohen Niveau wie zum Jahresanfang, nachdem sie aufgrund der Bankenturbulenzen vorübergehend auf nur noch knapp über 2% gesunken waren. Nachdem sich die Sorgen um das Bankensystem im Euroraum rasch wieder zerstreut hatten, passten die Märkte ihre Inflationserwartungen gemessen über die Termininflationkurve über den gesamten betrachteten zehnjährigen Horizont wieder nach oben an. Ausschlaggebend für diese Aufwärtskor-

rektur waren unter anderem neue historische Höchststände der Kerninflationsrate für den Euroraum, also der Inflationsrate ohne Berücksichtigung der Preisentwicklung für Energie und Nahrungsmittel. Die Märkte rechnen daher mit einer länger anhaltend persistenten Inflation und gehen davon aus, dass die Inflation innerhalb der nächsten zwei Jahre über der Stabilitätsnorm des Eurosystems von 2% bleiben wird (2024: 2,5%; 2025: 2,3%). Im Unterschied zu den USA sahen die Marktteilnehmer für den Euroraum nur bedingt, dass sich die geldpolitische Transmission durch die Turbulenzen im Bankensektor verstärken könnte und dadurch deutlich weniger Leitzinsanhebungen notwendig wären. Die umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics gehen für die Jahre 2023 und 2024 von einer Inflationsrate von 5,5% und 2,4% aus.

Die längerfristigen Inflationserwartungen blieben weiterhin hoch und liegen derzeit auf einem Niveau, das zuletzt 2012 erreicht wurde.

Längerfristige Inflationserwartungen angestiegen

Die in fünf Jahren beginnende fünfjährige Termininflationrate, die aus Inflationsswaps hergeleitet wird, lag zuletzt bei 2,5%, und damit um 10 Basispunkte höher als Ende Dezember 2022. Im Umfeld der Inflationsveröffentlichungen Anfang März 2023 zog die Rate auf ein besorgniserregendes Niveau von 2,6% an. Die vierteljährlichen umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren änderten sich kaum und liegen damit weiterhin näher am Inflationsziel von 2%. Die Differenz zwischen marktbasierter und umfragebasierter langfristigen Inflationserwartungen weitete sich damit moderat aus. Diese Differenz kann dabei überwiegend als Inflationsrisikoprämie charakterisiert werden. Marktteilnehmer sind damit weiterhin besorgt, dass die Inflationsdynamik mittel- und langfristige unerwartet über dem Inflationsziel liegen könnte. Die Unsicherheit in Bezug auf die Inflationssichten blieb somit hoch, was sich auch in den aus Inflationsoptionen extrahierten Wahrscheinlichkeiten für künftige Inflationsraten widerspiegelte.

Termininflationen^{*)} und -erwartungen im Euroraum und in den USA



Quellen: Bloomberg, Refinitiv, 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

Längerfristige marktbasiertere und umfragebasierte Inflationserwartungen in den USA steigen an

Die marktbasierteren fünfjährigen US-Termininflationen in fünf Jahren stiegen gegenüber ihrem Stand am Jahresanfang um 5 Basispunkte auf 2,6% an. Die umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics in sechs bis zehn Jahren legten um 7 Basispunkte auf 2,3% zu. Die Inflationsrisikoprämie als Differenz zwischen marktbasierter und umfragebasierter Inflationserwartungen blieb auch in den USA positiv.

Renditen von Unternehmensanleihen gesunken

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren sanken seit Jahresbeginn leicht, und zwar sowohl für finanzielle als auch nichtfinanzielle Unternehmen (jeweils – 7 Basispunkte). Bei ebenfalls rückläufigen Renditen laufzeitgleicher Bundesanleihen weiteten sich die Renditeaufschläge finanzieller und nichtfinanzieller Unternehmen moderat aus. Die Renditeaufschläge von Hochzinsanleihen sanken hingegen (– 27 Basis-

punkte). Angesichts der Bankenturbulenzen im März und dem damit verbundenen temporär rückläufigen Risikoappetit hatten sich die Spreads zwischenzeitlich zwar ausgeweitet. Ihre Zunahme blieb aber sogar für die vergleichsweise riskanten Hochzinsanleihen relativ moderat. Mit den abklingenden Anspannungen im Bankensektor und der sinkenden impliziten Volatilität an den Rentenmärkten schwächte sich dann aber auch die Besorgnis über die Schuldenfähigkeit insbesondere bonitätsschwächerer Unternehmen wieder merklich ab. Dies schlug sich auch in fallenden Kreditausfallprämien von Unternehmen ohne Investment-Grade-Rating nieder (ITraxx Crossover (5 Jahre): – 40 Basispunkte). Gemessen an den Renditeaufschlägen lagen die Finanzierungskosten europäischer Unternehmen für alle Rating-Klassen gleichwohl weiterhin deutlich über ihren jeweiligen fünfjährigen Durchschnitten.

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten			
Mrd €			
Position	2022		2023
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj.
Schuldverschreibungen			
Inländer	69,2	42,2	85,4
Kreditinstitute	12,0	- 14,1	32,1
darunter:			
ausländische Schuldverschreibungen	12,3	- 7,2	27,9
Deutsche Bundesbank	40,5	1,6	1,1
Übrige Sektoren	16,8	54,7	52,2
darunter:			
inländische Schuldverschreibungen	23,4	32,5	15,0
Ausländer	33,3	- 25,8	57,3
Aktien			
Inländer	13,0	3,5	15,7
Kreditinstitute	- 1,3	- 3,3	9,4
darunter:			
inländische Aktien	- 0,7	- 1,0	- 0,8
Nichtbanken	14,2	6,7	6,2
darunter:			
inländische Aktien	12,4	11,2	9,9
Ausländer	- 10,3	4,0	- 4,8
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	31,8	11,9	14,9
Anlage in Publikumsfonds	3,9	1,4	5,8
darunter:			
Aktienfonds	0,0	2,7	4,8

Deutsche Bundesbank

bzw. 20 Mrd €), in geringerem Umfang auch Hypothekendarlehen (5 ½ Mrd €).

Die öffentliche Hand begab im ersten Quartal 2023 Schuldtitel für netto 30 Mrd €, nach 24 Mrd € im Quartal zuvor. Der Bund (inklusive der ihm zugerechneten Abwicklungsanstalt) emittierte vor allem fünfjährige Bundesobligationen (15 ½ Mrd €), daneben aber auch Bundesanleihen mit 30- (8 ½ Mrd €), sieben- (7 ½ Mrd €) und zehnjähriger Laufzeit (7 Mrd €) sowie zweijährige Schatzanweisungen (7 Mrd €). Dem standen Nettotilgungen unverzinslicher Schatzanweisungen in Höhe von 17 Mrd € gegenüber. Die Länder und Gemeinden waren im Ergebnis nur marginal am Kapitalmarkt aktiv.

Nettoemissionen der öffentlichen Hand

Inländische Unternehmen emittierten im Berichtsquartal Anleihen für netto 1 Mrd €, nach Nettotilgungen in Höhe von 3 ½ Mrd € im Quartal zuvor. Dies ist vor allem auf nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen (1 ½ Mrd €), die im Ergebnis vor allem langfristige Schuldverschreibungen emittierten.

Unternehmensanleihen per saldo emittiert

Deutliche Nettoemissionen deutscher Schuldverschreibungen

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im ersten Quartal 2023 deutlich über dem Vorquartal. Insgesamt begaben deutsche Schuldner Papiere für 473 ½ Mrd €, verglichen mit 397 Mrd € in den drei Monaten zuvor. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen hat sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 78 ½ Mrd € erhöht. Der Umlauf von Schuldtiteln ausländischer Provenienz am deutschen Markt stieg im ersten Quartal um 64 Mrd €. Im Ergebnis stieg der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 142 ½ Mrd €.

Gestiegene Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute

Inländische Kreditinstitute erhöhten im Berichtsquartal ihre Kapitalmarktverschuldung um 47 ½ Mrd € (Vorquartal: Nettotilgungen in Höhe von 19 Mrd €). Die Emissionen betrafen vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute sowie flexibel gestaltbare sonstige Bankschuldverschreibungen (20 ½ Mrd €

Erworben wurden Schuldverschreibungen im ersten Quartal 2023 durch alle Investorengruppen. Ausländische Investoren kauften hiesige Schuldverschreibungen für netto 57 ½ Mrd €. Inländische Nichtbanken vergrößerten ihr Rentenportfolio um per saldo 52 Mrd €, dabei lag der Fokus der Käufe eher bei ausländischen Werten. Die Bundesbank erwarb – vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems – Rentenwerte für per saldo 1 Mrd €. Heimische Kreditinstitute vergrößerten ihr Rentenportfolio per saldo um 32 Mrd €, dabei handelte es sich im Ergebnis vor allem um ausländische Werte.

Erwerb von Schuldverschreibungen

Aktienmarkt

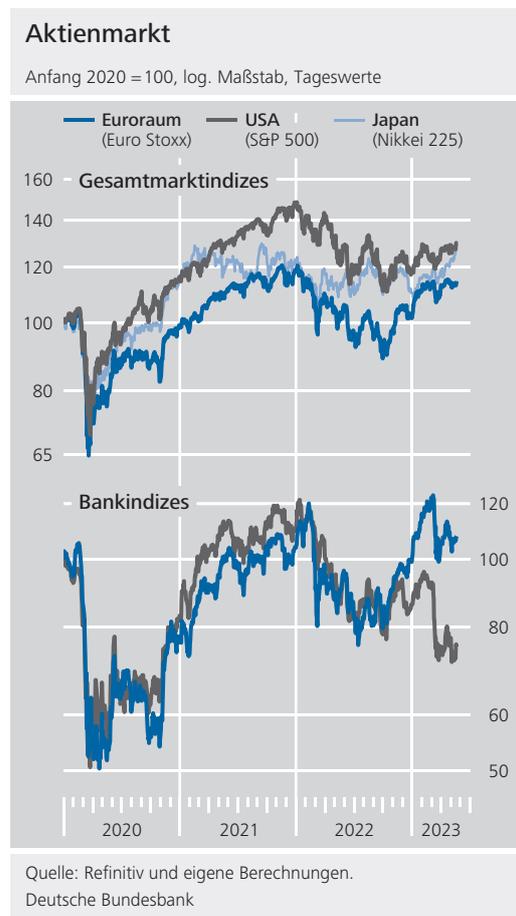
Die internationalen Aktienmärkte waren von den geldpolitischen Erwartungen, zwischenzeitlicher Unsicherheit im Bankensektor sowie von robusten Konjunktursignalen und einem insgesamt zunehmenden Risikoappetit ge-

Internationale Aktienmärkte im Plus

prägt. Zum Jahresbeginn gaben Hoffnungen der Marktteilnehmer, dass sowohl der Inflationsdruck bald nachlassen als auch eine starke Konjunkturertrübung vermieden werden könnte, den Kursen kräftig Auftrieb. Anhaltend hohe Inflationszahlen stützten dann aber die Erwartungen einer nötigen stärkeren geldpolitischen Straffung und schlugen sich in höheren Zinsen nieder. Dies bremste die zunächst starke Aufwärtsbewegung an den internationalen Aktienmärkten ab und sorgte bis Anfang März für sich seitwärts entwickelnde Notierungen.

Turbulenzen sorgen für temporären Kursdämpfer

Die Übernahme der Silicon Valley Bank durch den US-Einlagensicherungsfonds Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC) sowie der Zusammenbruch weiterer US-Regionalbanken im März lösten dann Sorgen vor einer US-Bankenkrise aus, die auch die europäischen Aktienmärkte erfassten. Die damit einhergehende Flucht der Marktakteure in sichere Anlagen setzte die Kurse auf breiter Front unter Druck, wodurch sie ihre vorherigen Kursgewinne teilweise wieder einbüßten. Zudem stieg die Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung, gemessen an der impliziten Volatilität für die marktbreiten Aktienindizes, zwischenzeitlich kräftig an. In diesem Umfeld griffen US-Banken in sehr hohem Umfang auf Liquiditätsfazilitäten der Fed zurück, was schließlich die Sorge um mögliche Ansteckungseffekte über die Finanzmarktentwicklungen reduzierte. Zugleich rückten für die Anleger wieder verstärkt Konjunktur- und Zinserwartungen in den Fokus. Vor allem im Euroraum sorgten dabei überwiegend günstige Konjunktursignale für ein weiteres Abflauen der Anspannungen, einen wieder zunehmenden Risikoappetit und steigende Notierungen. Im Ergebnis verzeichneten der CDAX und der Euro Stoxx mit 13,4% beziehungsweise 13,0% kräftige Kursgewinne seit Jahresbeginn. Für US-amerikanische Aktien (S&P500) und Dividentitel des Vereinigten Königreichs (FTSE 100) war das Kursplus mit 9,2% beziehungsweise 4,1% etwas geringer; der japanische Nikkei-Index gewann um 18,1% an Wert.



Europäische Bankaktien verzeichneten trotz der US-Bankenturbulenzen im März insgesamt Kurszuwächse. Im Januar und Februar legten die Kurse vor allem europäischer, aber auch amerikanischer Banktitel sehr stark zu, wozu Erwartungen höherer Bankerträge im Umfeld steigender Zinsen beitrugen. Diese spiegeln wider, dass sich mit der geldpolitischen Straffung die Zinsmargen ausweiten, wenn die Einlagenzinsen langsamer als die Kreditzinsen steigen.

Bankaktien mit geringerem Plus als der Gesamtmarkt

Der Zusammenbruch der Silicon Valley Bank und aufgekommene Sorgen um die Stabilität US-amerikanischer Regionalbanken setzten dann im März nicht nur US-Bankaktien deutlich unter Druck, sondern strahlten auch merklich auf europäische Bankwerte aus. Vermutlich befürchteten manche Marktteilnehmer zeitweise, dass schnell steigende Zinsen und/oder rasche Leitzinsanhebungen auch für europäische Banken Herausforderungen mit sich bringen könnten. Die anschließende Beru-

Bankaktien erholen sich nach Turbulenzen

higung und Kurserholung an den Bankaktienmärkten zeigte aber, dass die Marktteilnehmer spezifische Schwierigkeiten einzelner Kreditinstitute nicht als Indiz einer systemischen Krise interpretierten. Der Zusammenbruch der Schweizer Großbank Credit Suisse erhöhte die Unsicherheit zunächst ebenfalls deutlich. Die in der Schweiz gefundene Auffanglösung führte dann aber schnell zu einer Marktberuhigung. Insgesamt setzte sich am Markt die Überzeugung durch, dass der europäische Bankensektor stabil aufgestellt sei. Auch überraschend günstige Quartalsergebnisse amerikanischer Großbanken, die von den ausweiteten Margen im Zinsgeschäft deutlich profitierten, trugen dazu bei, die Kurse zu stabilisieren. Im Ergebnis stiegen die Notierungen europäischer Banken seit Jahresanfang um 8,9% an und damit maßvoll schwächer als für den Gesamtmarkt. US-amerikanische Banktitel entwickelten sich hingegen deutlich ungünstiger als der marktweite S&P500 und büßten per saldo 12,9% an Wert ein.

Bewertungsniveau beiderseits des Atlantiks gestiegen

Die Bewertung europäischer und amerikanischer Aktien stieg seit Jahresbeginn an. Dies zeigt sich an der Gewinnrendite auf Grundlage der Geschäftsaussichten der nächsten zwölf Monate, die sowohl für den Euro Stoxx als auch für den S&P500 zurückging. Außerdem sanken für beide Indizes die impliziten Eigenkapitalkosten, die mithilfe eines Dividendenbarwertmodells ermittelt werden können und auch die mittelfristigen Gewinnaussichten und den sicheren Zins berücksichtigen. Die im Euroraum ebenfalls rückläufige Aktienrisikoprämie lieferte für europäische Aktien zudem einen besonders wichtigen Erklärungsbeitrag zu der positiven Kursentwicklung, während sich die kurz- und mittelfristigen Gewinnerwartungen vergleichsweise wenig änderten. Im langfristigen Vergleich legen sowohl die Aktienrisikoprämie als auch die impliziten Eigenkapitalkosten eine relativ hohe Bewertung europäischer und US-amerikanischer Aktien nahe.

Die Mittelaufnahme am deutschen Aktienmarkt betrug im Berichtsquartal per saldo 4 Mrd € (Vorquartal: 14 Mrd €). Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 6½ Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis vor allem von inländischen Kreditinstituten (9½ Mrd €). Heimische Nichtbanken vergrößerten ihre Aktienportfolios um netto 6 Mrd €, während ausländische Investoren ihr Aktienengagement in Deutschland per saldo um 5 Mrd € verringerten.

Mittelaufnahme am Aktienmarkt

Investmentfonds

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im ersten Quartal 2023 einen Mittelzufluss in Höhe von 21 Mrd €, nach 13½ Mrd € im Vorquartal. Die neuen Mittel kamen im Ergebnis weit überwiegend den Spezialfonds zugute (15 Mrd €), die institutionellen Anlegern vorbehalten sind. Unter den Anlageklassen erzielten vor allem Gemischte Wertpapierfonds ein deutliches Mittelaufkommen (6 Mrd €), aber auch Rentenfonds (4½ Mrd €), Aktienfonds (3½ Mrd €) und Offene Immobilienfonds (3 Mrd €) verzeichneten Mittelzuflüsse. Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 11 Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis nahezu ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen im Ergebnis Anteilscheine für 36½ Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile. Gebietsfremde Investoren vergrößerten ihr hiesiges Fondsportfolio um netto 1 Mrd €, während heimische Kreditinstitute Fondsanteile für per saldo 5½ Mrd € veräußerten.

Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten

■ Direktinvestitionen

In dem beschriebenen Umfeld persistenter hoher Inflationsraten und temporärer Sorgen vor einer US-Regionalbankenkrise führten die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wert-

Netto-Kapitalexporte bei den Direktinvestitionen

papierverkehr Deutschlands im ersten Quartal 2023 zu Netto-Kapitalexporten von 26 Mrd €. Bei den Direktinvestitionen kam es ebenfalls zu Mittelabflüssen (44 Mrd €).

Kapitalexporte durch höhere deutsche Direktinvestitionen im Ausland

Unternehmen mit Sitz in Deutschland weiteten von Januar bis März 2023 ihre Direktinvestitionen im Ausland per saldo um 30½ Mrd € aus (10½ Mrd € in den drei Monaten zuvor). Dabei stockten sie insbesondere ihr Beteiligungskapital an ausländischen Töchtern um 25 Mrd € auf – zu rund zwei Dritteln über reinvestierte Gewinne. Einen mit 5½ Mrd € geringeren Zuwachs verzeichnete das Kreditvolumen hier ansässiger Firmen mit ihren verbundenen Konzerneinheiten im Ausland. Im Ergebnis vergaben hiesige Unternehmen dabei ausschließlich Finanzkredite. Deutsche Direktinvestitionsmittel flossen in nennenswertem Umfang in die Niederlande (8½ Mrd €), das Vereinigte Königreich (6½ Mrd €) sowie China (4½ Mrd €).

Kapitalabflüsse bei ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland

Ausländische Unternehmen reduzierten ihre Direktinvestitionsbestände in Deutschland im ersten Quartal um 13½ Mrd € (nach einer Verringerung um 15½ Mrd € im Vorquartal). Bei den konzerninternen Krediten an hiesige Gesellschaften überwogen im Ergebnis die Tilgungen um 25½ Mrd €, vor allem bei Finanzkrediten. Hingegen steigerten ausländische Unternehmen ihr Beteiligungskapital an deutschen Töchtern um 12½ Mrd €. Besonders hohe Rückflüsse an Direktinvestitionsmitteln waren bei Irland (9½ Mrd €), den Niederlanden (8½ Mrd €) und Luxemburg (6 Mrd €) zu beobachten – alles bedeutende Holdingstandorte. Umgekehrt investierten Unternehmen aus dem Vereinigten Königreich verstärkt in Deutschland (9½ Mrd €).

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2022		2023
	1. Vj.	4. Vj.	1. Vj. ^{P)}
I. Leistungsbilanz	+ 59,5	+ 53,1	+ 71,8
1. Warenhandel	+ 34,4	+ 30,5	+ 57,4
2. Dienstleistungen	+ 3,0	- 5,6	- 6,9
3. Primäreinkommen	+ 40,4	+ 47,9	+ 40,2
4. Sekundäreinkommen	- 18,2	- 19,7	- 19,0
II. Vermögensänderungsbilanz	- 3,0	- 5,0	- 10,7
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 78,8	+ 103,7	+ 98,0
1. Direktinvestition	+ 16,9	+ 25,8	+ 44,1
Inländische Anlagen im Ausland	+ 44,7	+ 10,3	+ 30,6
Ausländische Anlagen im Inland	+ 27,9	- 15,6	- 13,5
2. Wertpapieranlagen	- 3,9	+ 47,2	+ 25,8
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 17,9	+ 24,0	+ 79,1
Aktien ¹⁾	- 0,7	- 9,4	+ 4,1
Investmentfondsanteile ²⁾	+ 12,6	+ 18,5	+ 11,0
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	- 3,0	+ 10,7	+ 0,5
kurzfristige Schuldverschreibungen ³⁾	+ 4,7	+ 5,1	+ 7,6
langfristige Schuldverschreibungen ⁴⁾	+ 1,3	+ 9,7	+ 56,4
darunter:			
denominiert in Euro ⁵⁾	- 6,3	+ 7,5	+ 56,0
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	+ 21,8	- 23,2	+ 53,3
Aktien ¹⁾	- 9,2	+ 2,9	- 4,9
Investmentfondsanteile	- 2,3	- 0,3	+ 0,9
kurzfristige Schuldverschreibungen ³⁾	- 5,8	- 24,7	+ 1,7
langfristige Schuldverschreibungen ⁴⁾	+ 39,1	- 1,1	+ 55,5
darunter: öffentliche Emittenten ⁶⁾	+ 16,9	+ 4,1	+ 47,5
3. Finanzderivate ⁷⁾	+ 17,1	- 2,1	+ 20,6
4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾	+ 46,6	+ 31,9	+ 7,3
Monetäre Finanzinstitute ⁹⁾	- 126,2	+ 84,3	- 42,5
Unternehmen und Privatpersonen ¹⁰⁾	+ 69,3	+ 23,1	+ 19,9
Staat	- 6,0	+ 8,0	+ 8,3
Bundesbank	+ 109,5	- 83,5	+ 21,7
5. Währungsreserven	+ 2,2	+ 0,8	+ 0,2
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹¹⁾	+ 22,3	+ 55,6	+ 36,9

¹ Einschl. Genussscheine. ² Einschl. reinvestierter Erträge. ³ Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit bis zu 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.

■ Literaturverzeichnis

Adrian, T., R. K. Crump und E. Mönch (2013), Pricing the term structure with linear regressions, *Journal of Financial Economics* 110 (1), 2013, S. 110–138.

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

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

Deutsche Bundesbank (2022a), Halterstruktur und Streubesitz von Bundeswertpapieren, Monatsbericht, Mai 2022, S. 42–45.

Deutsche Bundesbank (2022b), Zur Marktverfassung von Bundeswertpapieren im Umfeld geldpolitischer Ankäufe und erhöhter Unsicherheit, Monatsbericht, Oktober 2022, S. 73–101.

Deutsche Bundesbank (2022c), Veränderungen im besicherten Geldmarkt, Monatsbericht, Januar 2022, S. 15–31.

Deutsche Bundesbank (2018), Der Markt für Bundeswertpapiere: Halterstruktur und wesentliche Einflussfaktoren auf die Renditeentwicklung, Monatsbericht, Juli 2018, S. 15–39.

Deutsche Bundesbank (2015), Wertpapierhalterstatistiken zur Analyse des Wertpapierbesitzes in Deutschland und Europa: Methodik und Ergebnisse, Monatsbericht, März 2015, S. 101–114.

Gürkaynak, R. S., B. Sack und J. H. Wright (2007), The U. S. Treasury yield curve: 1961 to the present, *Journal of Monetary Economics* 54 (8), 2007, S. 2291–2304.

Haselmann, R. F. H., T. K. Kick, S. Singla und V. Vig (2022), Capital Regulation, Market-Making, and Liquidity, Goethe University, Center for Advanced Studies on the Foundations of Law and Finance (LawFin), LawFin Working Paper 44.