

## ■ Finanzmärkte

### ■ Finanzmarktumfeld

*Renditen stiegen unter den Eindrücken einer weiterhin hohen Inflation und divergierender Konjunkturaussichten*

Die internationalen Finanzmärkte standen im Zeichen weiterhin hoher, aber rückläufiger Inflationsraten. Daneben prägten die divergierenden Konjunkturaussichten in den großen Währungsräumen das allgemeine Finanzmarktgeschehen. In diesem Umfeld setzten dort die Notenbanken ihren geldpolitischen Straffungskurs zunächst fort. Während die US-Notenbank ihren Leitzins im Juli um 25 Basispunkte anhob, beließ sie diesen seitdem unverändert. Nach zwei weiteren Zinsschritten von jeweils 25 Basispunkten im Juli und September beschloss auch der EZB-Rat auf seiner jüngsten Sitzung im Oktober, die Leitzinsen vorerst nicht weiter zu erhöhen. Insgesamt betonten aber beide Notenbanken, dass es notwendig sei, die Leitzinsen ausreichend lange auf einem restriktiven Niveau zu belassen, und hielten sich die Option offen, in Abhängigkeit vom Inflationsbild die Leitzinsen weiter anzuheben. In diesem Umfeld setzte sich unter den Marktteilnehmern verstärkt die Einschätzung durch, dass die Leitzinsen über einen längeren Zeitraum auf einem restriktiven Niveau verharren könnten. Ausgeprägt war diese Marktsicht angesichts robuster US-Konjunkturdaten und eines seit Monaten resilienten Arbeitsmarktes vor allem für den Leitzinsausblick der Fed.

Das „higher-for-longer“-Zinsszenario führte in beiden Währungsräumen zunächst zu steigenden Nominal- und Realzinsen. Im Euroraum fiel der Renditeanstieg aber aufgrund gedämpfter Wachstumsaussichten schwächer aus. Diese Entwicklungen schlugen sich im Verlauf des dritten Quartals 2023 in einer Abwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar nieder. Seit Ende September wuchs zudem die Besorgnis der Marktteilnehmer, dass die Fiskaldefizite der USA perspektivisch höher ausfallen könnten. Dies verstärkte den Renditeanstieg bei den US-Treasuries, der sich über den internationalen Zinsverbund in etwas abgeschwächter Form

auch auf den Euroraum übertrug. Gegen Ende des Berichtszeitraums kam es an den Finanzmärkten zu gegenläufigen Entwicklungen. Die verschärften finanziellen Bedingungen führten dazu, dass die Marktteilnehmer in ihrem mittelfristigen Leitzinsausblick höhere konjunkturelle Abwärtsrisiken einpreisten. Die etwas schwächeren US-Arbeitsmarktdaten sowie die niedriger ausgefallenen US-Inflationsdaten verstärkten seit Anfang November die Renditerückgänge und belasteten den US-Dollar.

Die Märkte für risikobehaftete Anlageklassen folgten dem allgemeinen Zinstrend. Insgesamt führten steigende Realzinsen und ein fallender Risikoappetit der Investoren teilweise zu Bewertungsverlusten. So fächerten sich in diesem Umfeld die Renditeaufschläge vor allem auf den Staatsanleihemärkten zeitweise auf. Unter den Staatsanleihen des Euroraums verzeichneten italienische Titel Spreadausweitungen, befördert durch nach oben revidierte Prognosen für das Fiskaldefizit Italiens. An den Aktienmärkten notierten die Kurse nach zwischenzeitlichen, teils spürbaren Verlusten im Ergebnis wenig verändert.

*Renditeanstiege von Staatsanleihen im Euroraum fielen unterschiedlich stark aus*

### ■ Wechselkurse

Der Euro verlor gegenüber dem US-Dollar von Mitte Juli bis zur ersten Oktoberwoche sukzessive an Wert und fiel mit einer Notierung von unter 1,05 US-\$ auf den tiefsten Stand seit Dezember 2022. Die Abwertung des Euro war vor allem auf die sich allmählich verfestigende Erwartung der Marktteilnehmer zurückzuführen, dass die Federal Reserve die Leitzinsen zum Jahresende möglicherweise noch einmal erhöhen und etwaige Zinssenkungen im nächsten Jahr erst später umsetzen würde. Die nach oben angepassten Zinsprojektionen des Federal Open Market Committee (FOMC) im September bestätigten die Erwartung eines für längere Zeit höheren US-Zinsniveaus („higher-for-longer“).

*Euro mit leichten Kursverlusten gegenüber US-Dollar*

Gespeist wurde die Neueinschätzung der geldpolitischen Ausrichtung der Fed zuvor schon durch die Bekanntgabe einer Reihe von US-Konjunkturdaten, die positiv überraschten. Die Konjunkturdaten für den Euroraum fielen demgegenüber überwiegend ungünstiger aus als am Markt erwartet. Die eingetrübten Konjunkturaussichten im gemeinsamen Währungsraum belasteten den Wechselkurs des Euro gegenüber dem US-Dollar zusätzlich.

Seit Anfang Oktober notierte der Euro gegenüber dem US-Dollar ohne klar erkennbaren Trend in einem engen Band um 1,06 US-\$. Einerseits stiegen die Renditen von US-Staatsanleihen in dieser Zeit vorübergehend so stark an, dass die Fed in diesem Zusammenhang darauf hinwies, dass persistent straffere Finanzierungsbedingungen Auswirkungen auf die Geldpolitik haben können. Andererseits stützten im Oktober höher als erwartet ausgefallene US-Inflationszahlen sowie zunächst auch weiter überraschend günstige amerikanische Konjunkturdaten bestehende Zinssteigerungserwartungen. Ein enttäuschender US-Arbeitsmarktbericht wendete Anfang November allerdings die Stimmung an den Devisenmärkten zulasten des US-Dollar. Die Veröffentlichung neuer, überraschend deutlich gefallener Inflationsraten für die USA belastete die amerikanische Währung zusätzlich. Bislang deutet auch wenig darauf hin, dass die jüngste Verschärfung der Krise in Nahost über Netto-Kapitalzuflüsse spürbaren Aufwertungsdruck auf den US-Dollar ausgeübt hätte. Zuletzt wurde der Euro bei 1,08 US-\$ gehandelt; er hat damit seit Ende Juni 0,2 % an Wert verloren.

*Euro per saldo mit Wertzuwachsen gegenüber Pfund Sterling ...*

Der Euro wertete seit Halbjahresbeginn gegenüber dem Pfund Sterling per saldo auf. Besonders im September geriet das britische Pfund gegenüber dem Euro und anderen Währungen unter Druck, nachdem die Bank of England sich dafür entschieden hatte, die Leitzinsen unverändert zu lassen. Weil die Inflationsrate im Vereinigten Königreich gemessen am Inflationsziel der Bank of England und im internationalen Vergleich immer noch außerordentlich hoch



lag, hatten Beobachter hingegen mehrheitlich eine erneute Leitzinserhöhung der britischen Währungshüter erwartet. Schlechter als erwartet ausgefallene Wirtschaftszahlen verstärkten in der Folgezeit die Konjunktursorgen im Vereinigten Königreich. Sie dämpften zudem die dortigen Zinserwartungen. Dies belastete zusammengenommen das britische Pfund. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 0,88 Pfund Sterling und damit 2,0 % fester als Ende Juni.

Vor dem Hintergrund weiterhin beträchtlicher Renditedifferenzen erzielte der Euro auch gegenüber dem Yen Kursgewinne. Seit Mitte

*... und Yen*

## Neuberechnung der Gewichte für die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft

Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit werden verbreitet in Form der relativen Preis- beziehungsweise Kostenentwicklung eines Landes gegenüber dem gewichteten Durchschnitt bedeutender Handelspartner zur Verfügung gestellt.<sup>1)</sup> Dabei werden die Preise oder Kosten in verschiedenen Währungsgebieten mithilfe von nominalen Wechselkursen in eine einheitliche Währung umgerechnet, um eine Vergleichbarkeit herzustellen. Die Bundesbank berechnet und veröffentlicht solche Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit kontinuierlich für Deutschland.<sup>2)</sup> Konzept und Berechnungsverfahren dieser Indikatoren stimmen mit denen des realen effektiven Wechselkurses des Euro überein.<sup>3)</sup>

Zur Ermittlung des Gewichts, welches einem einzelnen Partnerland im Indikator zukommt, wird auf die Intensität seiner Handelsverflechtungen<sup>4)</sup> mit dem betrachteten Basisland zurückgegriffen. Die Gewichte werden auf Grundlage aktueller Handelsstatistiken regelmäßig alle drei Jahre angepasst.<sup>5)</sup> Um den aktuellen Entwicklungen im Außenhandel Rechnung zu tragen, wurden die Gewichtsschemata auch zuletzt wieder turnusgemäß neu berechnet. Bis zur aktuellen Umstellung basierten die Gewichte für alle Indikatorreihen von 2016 an auf den Handelsdaten für die Jahre 2016 bis 2018.<sup>6)</sup> Demgegenüber gehen in die neu berechneten Indikatoren ab 2019 Gewichte ein, die sich aus den Handelsbeziehungen der Jahre 2019 bis 2021 ergeben.

Die neu ermittelten Gewichte, die zur Berechnung des Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber einem weiten Länderkreis von 60 Handelspartnern herangezogen

werden, sind in der Tabelle auf Seite 41 zusammengestellt. Für diesen Länderkreis sind auch die Gewichte der vorangegangenen Berechnungszeiträume aufgeführt, die vor dem Hintergrund einer besseren Datenverfügbarkeit im Zuge der Neuberechnung revidiert wurden. Die Gewichte für Indikatoren gegenüber kleineren Länderkreisen lassen sich durch einfache Reskalierung aus denen des weiten Länderkreises ermitteln.

Die aktuellen Gewichte (Basis: 2019 bis 2021) weichen bei den meisten Ländern nur geringfügig von denen der Vorperiode (Basis: 2016 bis 2018) ab. Vor allem China und Polen, aber auch Irland und die Niederlande haben zwar merklich an Bedeutung für den deutschen Außenhandel gewonnen. China hat damit weiter das höchste Handelsgewicht aller Partnerländer Deutsch-

**1** Zu Einzelheiten über eine aktuelle Einschätzung der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands und des Euroraums mit solchen und anderen Indikatoren vgl.: Deutsche Bundesbank (2023a).

**2** Vgl. bspw. Tabelle XII.11 im Statistischen Teil dieses Berichts.

**3** Das Berechnungsverfahren wird im Einzelnen beschrieben in: Schmitz et al. (2012).

**4** Die Handelsverflechtungen berücksichtigen neben dem Waren- auch den Dienstleistungshandel. Sie beziehen nicht nur die unmittelbaren Handelsströme zwischen dem betrachteten Basis- und einem jeweiligen Partnerland mit ein, sondern auch Konkurrenzbeziehungen zwischen diesen beiden Ländern auf Drittmarkten (Drittmarkteffekte).

**5** Weil den berechneten Indexreihen damit zu verschiedenen Zeitperioden unterschiedliche Gewichtsschemata zugrunde liegen, werden sie miteinander verkettenet. Auf diese Weise werden konstruktionsbedingte Sprünge in den Indikatorreihen der preislichen Wettbewerbsfähigkeit vermieden.

**6** Eine Zusammenstellung der letzten turnusmäßigen Anpassung der Gewichte findet sich in: Deutsche Bundesbank (2020).

### Wägungsschema des Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft gegenüber einem weiten Länderkreis von 60 Handelspartnern

in %, Stand: September 2023

Ländergruppe/Land	bis 1997 <sup>1)</sup>	1998 bis 2000	2001 bis 2003	2004 bis 2006	2007 bis 2009	2010 bis 2012	2013 bis 2015	2016 bis 2018	ab 2019 <sup>2)</sup>
<b>Enger Länderkreis</b>	796,0	788,7	764,3	724,8	692,2	657,6	648,2	641,8	628,4
Belgien	51,7	46,2	49,1	51,2	50,6	44,8	41,4	40,5	41,1
Dänemark	17,8	15,7	16,0	15,2	15,0	12,9	13,0	12,7	12,6
Estland	0,4	0,6	0,8	1,1	1,0	1,0	1,1	1,2	1,6
Finnland	9,7	10,5	10,4	10,1	10,6	8,3	8,0	8,3	8,1
Frankreich	105,2	101,5	95,2	87,6	83,7	83,8	81,2	73,7	67,6
Griechenland	8,9	7,8	6,8	6,6	6,3	4,6	4,2	4,1	3,9
Irland	10,9	15,5	16,1	15,2	14,1	12,9	13,5	16,4	21,7
Italien	84,7	78,4	74,4	69,5	64,5	57,8	52,6	52,7	51,4
Japan	50,0	47,1	40,3	36,6	32,7	31,8	26,0	25,7	23,8
Kanada	7,7	8,6	8,7	8,3	7,8	8,1	8,3	7,5	6,9
Kroatien	2,7	2,2	2,7	3,0	2,9	2,4	2,5	2,8	2,9
Lettland	0,5	0,7	0,8	0,9	1,0	0,9	1,0	1,0	1,2
Litauen	0,9	1,1	1,5	1,6	1,8	1,8	2,1	2,3	2,8
Luxemburg	5,8	5,6	6,1	7,1	7,3	7,2	7,8	8,3	9,9
Malta	0,7	0,6	0,5	0,6	0,6	0,7	0,8	1,1	1,3
Niederlande	68,5	67,3	65,0	66,6	67,1	67,2	65,7	68,9	71,8
Norwegen	7,5	7,0	6,9	7,0	7,2	6,2	5,5	4,8	4,7
Österreich	51,8	48,0	46,8	46,5	45,5	44,0	43,4	43,0	41,5
Portugal	10,5	10,2	9,4	8,0	7,5	6,7	6,6	7,0	7,2
Schweden	21,6	20,5	18,6	19,5	19,0	18,3	17,8	16,7	16,2
Schweiz	47,0	42,6	43,4	41,7	41,7	42,3	42,3	40,6	39,4
Slowakei	4,1	5,6	7,2	8,6	9,8	10,9	12,0	12,2	12,5
Slowenien	4,2	4,2	4,2	4,2	4,5	4,5	4,6	4,8	5,4
Spanien	42,9	43,1	41,6	41,3	39,6	34,0	32,5	33,6	31,3
USA	98,0	115,1	112,9	94,4	86,7	85,7	93,2	93,6	91,4
Vereinigtes Königreich	81,3	82,2	78,2	71,5	62,7	57,9	60,3	57,4	49,3
Zypern	1,0	0,8	0,7	0,9	1,0	0,9	0,8	0,9	0,9
<b>Zusätzlich einbezogene Länder des erweiterten Länderkreises</b>	106,6	119,5	142,3	173,2	198,5	224,0	235,6	246,4	265,5
Australien	4,4	4,0	4,1	4,1	4,4	5,1	4,6	4,4	4,0
Bulgarien	1,1	1,3	1,8	2,3	2,6	2,6	2,9	3,2	3,5
China	21,5	25,9	37,0	53,4	69,9	91,4	97,2	98,6	110,0
Hongkong, SVR	13,0	12,0	12,1	12,6	11,5	11,6	11,0	10,7	9,8
Korea, Republik	13,8	11,6	12,7	16,9	16,2	16,2	15,8	15,7	16,0
Polen	16,6	19,7	22,4	27,3	32,8	34,2	37,0	41,3	47,2
Rumänien	3,2	3,6	4,6	6,3	8,1	9,0	10,9	12,6	13,0
Singapur	9,5	8,6	8,9	7,9	8,1	8,8	9,0	9,1	9,8
Tschechien	14,4	18,3	22,2	24,6	27,6	28,9	29,5	32,2	32,9
Ungarn	9,1	14,5	16,5	17,8	17,3	16,2	17,7	18,6	19,3
<b>Zusätzlich einbezogene Länder des weiten Länderkreises</b>	97,4	91,8	93,4	102,0	109,3	118,4	116,2	111,8	106,1
Algerien	0,5	0,4	0,5	0,6	0,7	0,6	0,7	0,6	0,5
Argentinien	2,0	1,8	1,2	1,1	1,5	2,1	1,8	1,6	1,2
Brasilien	7,2	6,7	5,8	6,5	7,8	8,5	7,1	5,9	5,2
Chile	1,5	1,2	1,1	1,7	2,0	2,1	1,8	1,5	1,4
Indien	6,3	5,4	5,9	7,7	10,3	12,1	11,8	12,4	12,8
Indonesien	5,4	3,7	3,3	3,0	2,9	3,4	3,4	3,2	2,9
Island	0,4	0,5	0,5	0,7	0,6	0,5	0,4	0,5	0,4
Israel	4,0	4,1	3,6	3,0	3,0	3,3	3,2	3,3	3,3
Kolumbien	1,0	0,7	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	0,8	0,8
Malaysia	6,2	5,5	5,6	5,2	5,2	5,8	5,9	6,0	5,9
Marokko	1,3	1,4	1,3	1,2	1,3	1,3	1,4	1,6	1,6
Mexiko	4,5	7,0	7,3	6,7	7,2	7,7	8,3	9,2	9,1
Neuseeland	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,9	0,9	1,0	0,8
Peru	0,5	0,4	0,3	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6
Philippinen	2,5	2,8	3,0	2,5	2,1	2,0	2,5	2,5	2,4
Russische Föderation	11,6	9,1	10,8	14,1	17,1	18,5	16,3	12,9	12,1
Saudi-Arabien	1,9	1,8	2,3	2,7	3,1	3,4	3,9	3,1	2,8
Südafrika	5,5	5,1	5,4	6,1	5,8	5,9	5,2	5,2	4,8
Taiwan	10,7	11,4	10,2	9,2	7,7	8,3	8,1	8,6	9,2
Thailand	6,4	4,8	4,9	4,8	5,3	5,8	6,0	6,3	5,5
Türkei	13,3	13,5	14,0	16,1	15,5	16,6	17,7	16,3	15,1
Ukraine	1,9	1,7	2,2	3,0	3,4	3,1	2,4	2,2	2,5
Vereinigte Arabische Emirate	2,0	2,1	2,7	4,1	4,6	5,0	5,8	6,5	5,2
<b>Ingesamt</b>	<b>1 000,0</b>	<b>1 000,0</b>	<b>1 000,0</b>	<b>1 000,0</b>	<b>1 000,0</b>	<b>1 000,0</b>	<b>1 000,0</b>	<b>1 000,0</b>	<b>1 000,0</b>

1 Basis: 1995 bis 1997. 2 Basis: 2019 bis 2021.

Deutsche Bundesbank

lands inne.<sup>7)</sup> Spürbare Rückgänge sind insbesondere für das Vereinigte Königreich und Frankreich, in geringerem Maße auch für Spanien und die USA zu erkennen. Dabei dürfte auch der Austritt des Vereinigten Königreichs aus der Europäischen Union die relative Intensität der Handelsverflechtung mit Deutschland vermindert haben. Weil aber die von der Neuberechnung verursachten Gewichtsverschiebungen insgesamt nur vergleichsweise gering blieben, geht von ihnen kein erkennbarer Einfluss auf die Entwicklung des Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands aus.

---

**7** Chinas Exportwirtschaft profitierte während der Corona-Pandemie 2020 zum einen von der Nachfrageverlagerung von kontaktintensiven Dienstleistungen zu Waren. Zum anderen konnte China die globale Nachfragesteigerung nach pandemiebezogenen Produkten – wie etwa Schutzausrüstung – durch einen Aufbau von Produktionskapazitäten fast vollständig bedienen. Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank (2021).

August bewegte er sich zwar ohne klar erkennbare Richtung in einem vergleichsweise engen Band um 158 Yen. Ende Oktober lockerte die Bank of Japan ihre Politik einer Zinsstrukturkurvensteuerung jedoch erneut, nachdem sie bereits Ende Juli dieses Jahres die von ihr festgelegte Obergrenze für die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen um 50 Basispunkte auf 1% heraufgesetzt hatte. Der Oktoberbeschluss beinhaltete, die Zielmarke von 1% nicht mehr als strikte Obergrenze, sondern als Referenzpunkt und damit flexibler anzuwenden. Der darauffolgende Renditeanstieg bildete sich aber kurz darauf wieder zurück. Der Euro verzeichnete in der Folge Wertgewinne gegenüber dem Yen. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro bei 164 Yen und damit 4,4% über seiner Notierung, die er am Ende des zweiten Quartals erreicht hatte.

*Euro in effektiver Rechnung etwas stärker*

Seit Beginn des zweiten Halbjahres 2023 wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 18 wichtiger Handels-

partner per saldo um 0,2% auf. Zu dieser effektiven Euro-Aufwertung trugen neben den aufgeführten Kursgewinnen gegenüber dem britischen Pfund und dem Yen vor allem Wertzuwächse gegenüber dem kanadischen Dollar und mitteleuropäischen Währungen bei. Ein Gegengewicht bildeten Kursverluste des Euro gegenüber der schwedischen Krone und dem Schweizer Franken. Eine Aufwertung des Euro vermindert tendenziell die Importpreise und dämpft damit den Inflationsdruck im Euroraum.

## Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

### Rentenmarkt

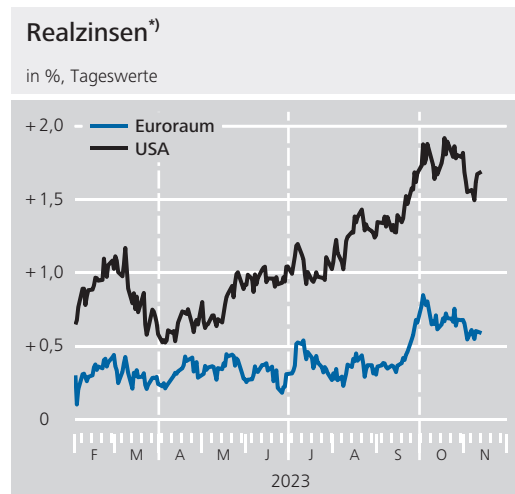
Seit der Jahresmitte stiegen die globalen Renditen lang laufender Staatsanleihen mit Ausnahme derjenigen im Vereinigten Königreich teils spürbar an. Dabei war der Zinsanstieg in den USA stärker als im Euroraum. So passten

*Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum und in den USA gestiegen*

die Marktteilnehmer im Umfeld eines robusten makroökonomischen US-Ausblicks vor allem ihre Sichtweise zugunsten eines länger anhaltenden restriktiven US-Leitzinsniveaus an, nachdem sie in der ersten Jahreshälfte noch von deutlich früheren Leitzinssenkungen ausgingen. Seit Ende September wuchs zudem die Besorgnis der Marktteilnehmer über anhaltend hohe fiskalische US-Defizite. Sie führte zu verstärktem Verkaufsdruck am US-Staatsanleihemarkt und ging mit steigenden Renditen einher. Auch das Eurosystem straffte seinen geldpolitischen Kurs weiter und erhöhte die Leitzinsen im Juli und September um jeweils 25 Basispunkte. Auf ihren Sitzungen hielten der EZB-Rat im Oktober und das FOMC Anfang November die Leitzinsen unverändert. Zugleich betonten sie, mit Blick auf die künftige Höhe und Dauer eines restriktiven Leitzinsniveaus einen datenabhängigen Ansatz zu verfolgen. Insgesamt fiel im Vergleich zu den USA die allgemeine Zinsdynamik im Euroraum vor dem Hintergrund eingetrübter Wachstumsaussichten schwächer aus.<sup>1)</sup>

*Renditeanstieg im Euroraum ausschließlich realzinsgetrieben*

Der von den Langfristzinsen ausgehende restriktive Impuls zeigte sich dabei vor allem in einem Anstieg der Realzinsen. Gemessen an der Differenz zwischen den Sätzen zehnjähriger Overnight-Index-Swaps (OIS) und laufzeitgleicher Inflationsswaps legte der Realzins ab Mitte September spürbar zu (+ 27 Basispunkte). Bei einer rückläufigen marktbasieren Inflationsskompensation (– 22 Basispunkte) war der nominale Renditeanstieg damit im Ergebnis ausschließlich realzinsgetrieben. In den USA stieg der zehnjährige Realzins sogar um 49 Basispunkte bei einer per saldo praktisch unveränderten Inflationsskompensation. Vor dem Hintergrund dieser Eindrücke hat sich jüngst unter den Marktteilnehmern ein Bild verfestigt, wonach in den großen Währungsräumen das Ende des Zinserhöhungszyklus erreicht sein könnte. Mit Blick auf den mittelfristigen Leitzinsausblick signalisierten die Marktpreisentwicklungen zuletzt erhöhte konjunkturelle Abwärtsrisiken, nachdem der bis Ende Oktober beobachtete Anstieg der Langfristzinsen straffend gewirkt hatte (siehe unteres Schaubild). Die jüngst



Quellen: Bloomberg, Refinitiv und eigene Berechnungen. \* Berechnet aus der Differenz zwischen nominalen zehnjährigen OIS-Swaps und laufzeitgleichen inflationsindizierten Swaps.  
 Deutsche Bundesbank



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen \* Berechnet als die Differenz zwischen dem €STR/SOFR-Terminsatz Ende Dezember 2023 und Ende Dezember 2024.  
 Deutsche Bundesbank

etwas schwächeren Arbeitsmarkt- und Inflationsdaten in den USA verstärkten dabei diese Tendenzen. Auch die Realzinsen bildeten sich jüngst wieder zurück.

Bei Berichtsschluss rentierten zehnjährige US-Treasuries mit 4,5 % um 61 Basispunkte höher als zur Jahresmitte. Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen stieg im gleichen Zeitraum um 20 Basispunkte auf 2,6 %. Gemäß einer Modellzerlegung der Zinsstrukturkurve haben insbe-

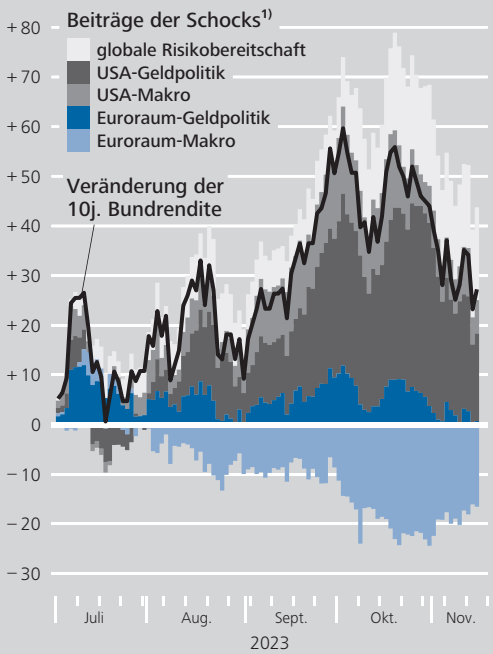
*Höhere Terminprämien tragen maßgeblich zum Renditeanstieg der Bundesanleihen bei*

1 So wurde die Wachstumserwartung für das Bruttoinlandsprodukt (BIP) aus Umfragen gemäß Consensus Economics für das kommende Jahr zwischen Juli und Oktober von 0,9 % auf 0,6 % revidiert.



### Historische Zerlegung zehnjähriger Bundesanleihen

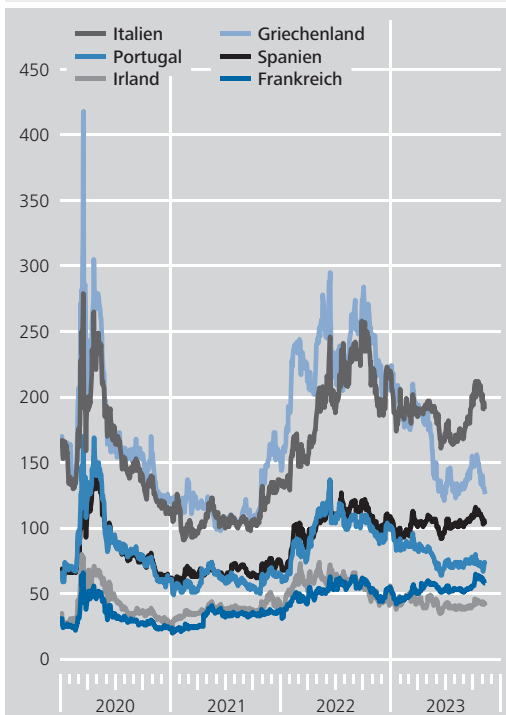
kumulierte Veränderung seit 31. März 2023 in Basispunkten, Tageswerte



Quelle: Refinitiv und eigene Berechnungen. <sup>1)</sup> Auf Basis eines VAR-Modells mit Vorzeichenrestriktionen (vgl. Brandt et al., 2021). Schätzzeitraum: Januar 1999 bis August 2023.  
 Deutsche Bundesbank

### Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

sondere höhere Terminprämien zum Renditeanstieg beigetragen. In den gestiegenen Terminprämien zeigt sich, dass die Investoren eine höhere Kompensation für das Risiko verlangen, das mit der Unsicherheit über die zukünftige längerfristige Zinsentwicklung verbunden ist. Dabei erfolgte der Anstieg der Bundesanleiherenditen nahezu ausschließlich über den US-Zinsverbund (vgl. oberes Schaubild). Renditetreibend wirkte insbesondere der als stärker restriktiv erwartete US-Leitzinsverlauf, auch wenn zum Berichtsende wieder eine gewisse Umkehr zu konstatieren war.

Der von höheren Terminprämien getriebene Anstieg langfristiger Renditen schlug sich auch in der Zinsstrukturkurve nieder. Gemäß der aus Bundeswertpapieren abgeleiteten Zinsstrukturkurve stiegen die Renditen seit der Jahresmitte insbesondere für Laufzeiten von über sechs Jahren. Dadurch nahm der in diesem Laufzeitbereich zunächst flache Kurvenverlauf eine positive Steigung an. Demgegenüber verstärkte sich im kürzerfristigen Laufzeitbereich bis fünf Jahre der inverse Verlauf der Zinsstruktur im Umfeld der jüngst wieder zunehmenden Abwärtsrisiken für den mittelfristigen Leitzinsausblick. Die Renditen zweijähriger Papiere verringerten sich um 14 Basispunkte.

*Zinsstrukturkurve zeigt höhere Renditen für länger laufende Bundeswertpapiere*

Im Vereinigten Königreich hat die Bank of England angesichts einer weiterhin deutlich über dem Inflationsziel liegenden Inflationsrate ihren Leitzins im August um 25 Basispunkte auf 5,25% erhöht und ihn seitdem auf diesem Niveau belassen. Nach einem zwischenzeitlichen Renditeanstieg rentierten zehnjährige Gilts mit 4,2% bei Berichtsschluss niedriger (-25 Basispunkte) als zur Jahresmitte. Demgegenüber zogen die Renditen zehnjähriger japanischer Staatsanleihen deutlich an (+39 Basispunkte auf 0,8%). Hierzu trug die Geldpolitik der japanischen Notenbank bei, die im Juli und abermals im Oktober die Flexibilität ihrer Zinsstrukturkurvensteuerung erhöht hatte (siehe auch die Ausführungen auf S. 39 ff.). Zehnjährige Anleihen rentieren derzeit auf

*Renditen in Japan gestiegen, im Vereinigten Königreich gesunken*

einem Niveau, das zuletzt 2013 beobachtet wurde.

*Renditedifferenzen im Euroraum nahezu unverändert*

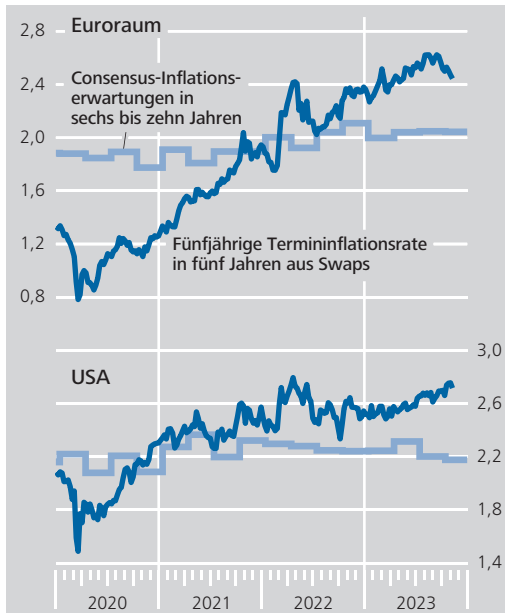
Während das Ende der Reinvestitionsphase der Wertpapierkaufprogramme im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme, APP) im Juli 2023 keine ausgeweiteten Renditeaufschläge nach sich zog, fächerten sich die Renditen von Staatsanleihen im Euroraum im Umfeld höherer Realzinsen und eines fallenden Risikoappetits vonseiten der Investoren zeitweise verstärkt auf. Dabei mussten hoch verschuldete Emittenten zeitweise stärkere Spreadausweitungen hinnehmen. Unter dem Eindruck nach oben revidierter Prognosen für das Fiskaldefizit Italiens verzeichneten zehnjährige italienische Papiere Spreadausweitungen in Höhe von 9 Basispunkten. Insgesamt legte die mit dem BIP gewichtete Durchschnittsrendite zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum seit Ende des zweiten Quartals praktisch gleich stark zu wie laufzeitgleiche Bundestitel.

*Marktteilnehmer erwarten kurz- bis mittelfristig weiter hohe Inflationsraten*

Die im Jahresverlauf 2023 deutlich rückläufigen Inflationszahlen im Euroraum wurden von den Marktteilnehmern größtenteils bereits zu Beginn des Berichtszeitraums antizipiert. So rechnen die Marktteilnehmer unverändert mit einer durchschnittlichen Inflationsrate von 5,5% für das Jahr 2023. Im Berichtszeitraum niedriger liegen die impliziten Termininflationen für 2024 aktuell bei 2,3%. Damit erwarten die Marktakteure auch für 2024, dass die Stabilitätsnorm des Eurosystems von 2% überschritten wird. In der mittleren Frist stieg die markt-basierte Inflationskompensation von Niveaus oberhalb von 2% im Sommer zeitweilig nochmals deutlich an. Im Umfeld der Straffung der finanziellen Bedingungen sowie der Veröffentlichung der Inflationszahlen für Oktober und November sank sie wieder, sodass sie im Ergebnis etwas niedriger liegt. Im Oktober wies die umfragebasierte Inflationserwartung von Consensus Economics für die Jahre 2023 und 2024 Inflationsraten von 5,6% beziehungsweise 2,5% aus.

### Termininflationen<sup>\*)</sup> und -erwartungen im Euroraum und in den USA

% p. a., Wochendurchschnitte



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

Die von den Investoren geforderte langfristige Inflationskompensation ist weiterhin deutlich erhöht. Die fünf Jahre in der Zukunft beginnende fünfjährige Termininflation, abgeleitet aus Inflationsswaps, betrug zuletzt 2,4%. Zwischenzeitlich erreichte die Rate im Juli und August aber mit 2,7% einen neuen Höchststand seit 2010. Dies dürfte vor allem auf eine anhaltend hohe Kerninflation im Euroraum und internationale Übertragungseffekte zurückzuführen gewesen sein. So übte insbesondere eine überraschend robuste US-Konjunktur Aufwärtsdruck auf die markt-basierten Inflationserwartungen im Euroraum aus. Im weiteren Verlauf gingen die langfristigen Termininflationen wieder auf 2,4% zurück (5J5J-Terminrate). Dabei dürfte der oben erwähnte strafende Impuls durch gestiegene langfristige Realzinsen zum beobachteten Rückgang beigetragen haben. Die vierteljährlichen umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren veränderten sich kaum. Sie lagen auch

*Marktteilnehmer sichern sich weiterhin gegen langfristige Aufwärtsrisiken bei der Inflation ab*



## Inflationsrisiken basierend auf Inflationsoptionen: aktuelle Entwicklungen im Euroraum

Angesichts lang anhaltend zu hoher Inflationsraten im Euroraum beobachtet das Eurosystem genau, wie sich verschiedene Messgrößen für die Inflationserwartungen entwickeln. Zum einen spielen die Inflationserwartungen eine wichtige Rolle bei den Ausgabeentscheidungen privater Haushalte und Unternehmen und damit bei der Beurteilung der Wirksamkeit der Geldpolitik. Zum anderen liefert ihre Analyse wichtige Informationen über den Grad der Verankerung der Inflationserwartungen am Inflationsziel und damit über die Glaubwürdigkeit der Geldpolitik. Neben Umfragen unter professionellen Prognostikern, Haushalten und Unternehmen stehen Finanzmarktinstrumente zur Verfügung. Sie ermöglichen eine zeitnahe Einschätzung, welche Kompensation die Investoren für die künftige Inflation verlangen. Dieser Inflationsausgleich kann beispielsweise über Inflationsswaps gemessen werden (vgl. Schaubild auf S. 45). Er beinhaltet neben den reinen Inflationserwartungen (zentrale Tendenz) weitere preisbeeinflussende Größen, insbesondere die Inflationsrisikoprämie. Diese kompensiert risikoaverse Investoren für die wahrgenommene Unsicherheit über die zukünftige Inflationsentwicklung.<sup>1)</sup>

Die Analyse von Inflationsoptionen liefert darüber hinaus tagesaktuell Informationen über die durch die Finanzmarktteilnehmer eingepreisten Wahrscheinlichkeitsverteilungen über die zukünftige Inflationsentwicklung. Insbesondere kann analysiert werden, mit welcher Wahrscheinlichkeit aus Finanzmarktsicht das Inflationsziel von 2 % in eine bestimmte Richtung verfehlt wird oder für wie wahrscheinlich die Investoren es halten, dass extreme Inflationsereignisse auftreten können.<sup>2)</sup>

Die Risikoeinschätzung der Marktteilnehmer lässt sich dabei an ihrer Zahlungsbereitschaft für bestimmte Absicherungsgeschäfte messen, die sie mithilfe von Optionen tätigen. Inflationsoptionen dienen Investoren zur Absicherung gegen bestimmte Inflationsereignisse. Der Optionskäufer wird kompensiert, wenn die realisierte Inflationsrate während eines festgelegten Zeitraums über (cap) oder unter (floor) einem bestimmten Schwellenwert liegt. Über den Vergleich der unterschiedlichen Optionen lassen sich mithilfe statistischer Verfahren Wahrscheinlichkeitsverteilungen über die zukünftige Inflation ableiten<sup>3)</sup>.

Wichtig ist zu betonen, dass diese aus Optionspreisen abgeleiteten Wahrscheinlichkeiten grundsätzlich nicht nur eine Einschätzung der Marktteilnehmer über die tatsächliche Wahrscheinlichkeit eines gewissen Ereignisses enthalten. Denn sie beinhalten zusätzlich eine Bewertung der Marktteilnehmer darüber, für wie wertvoll sie eine bestimmte Auszahlung bei unterschiedlichen Inflationsereignissen erachten. Wahrscheinlichkeiten, die auf Finanzmarktpreisen beruhen, reflektieren damit stets auch Risikopräferenzen der Marktteilnehmer. Risikoaverse Marktteilnehmer ordnen „schlechten Inflationsereignissen“ höhere Eintrittswahrscheinlichkeiten zu. Damit sind

<sup>1</sup> Zur ökonomischen Bestimmung von Inflationsrisikoprämien vgl.: Deutsche Bundesbank (2023b).

<sup>2</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank (2015). Technische Details zur Bestimmung der marktbasierenden Wahrscheinlichkeiten aus Inflationsoptionen finden sich in: Bundesbank (2015) sowie Scharnagl und Stapf (2015).

<sup>3</sup> Die Methode zur Bestimmung risikoneutraler Dichtefunktionen fußt auf dem Ansatz von Breeden und Litzenberger (1978). Zur Bestimmung der impliziten Volatilitätskurve wird auf ein Interpolationsverfahren mithilfe eines stochastischen Volatilitätsmodells (SABR-Modell) von Hagan et al. (2002) zurückgegriffen.

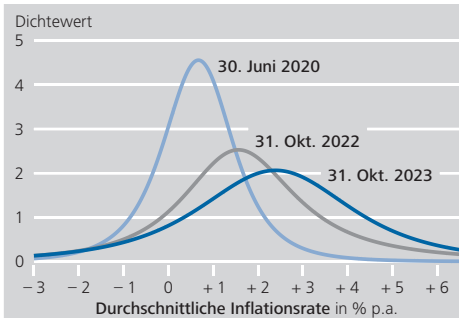
sie bereit, einen höheren Optionspreis in Form einer Inflationsrisikoprämie als Absicherung gegen diese ungünstigen Inflationsereignisse zu bezahlen, was bei der Analyse und Interpretation der abgeleiteten Wahrscheinlichkeiten berücksichtigt werden muss.

Inflationswahrscheinlichkeiten für einzelne Jahre in der Zukunft können mithilfe sogenannter Year-on-Year-Inflationsoptionen bestimmt werden.<sup>4)</sup> Bei dieser Optionsart findet eine Auszahlung nicht nur am Ende der Laufzeit, sondern jährlich statt, wenn die Inflationsrate in den jeweils letzten zwölf Monaten oberhalb oder unterhalb des Schwellenwerts lag. Damit können schließlich Dichtefunktionen für jährliche Termininflationen ermittelt werden, und der aus Inflationsswaps abgeleitete Termininflationsspfad kann somit um ein marktbasierendes Unsicherheitsband ergänzt werden.<sup>5)</sup>

Die Entwicklung der auf Basis von Year-on-Year-Optionen ermittelten Dichtefunktionen zeigt, dass sich die Verteilung der zukünftigen Inflationsraten in den letzten Jahren deutlich verändert hat (vgl. nebenstehendes Schaubild). So lag die einjährige Termininflation in zwei Jahren (1J2J) Mitte 2020 im Umfeld der Pandemie noch im Mittel bei knapp unter 1%. Gleichzeitig signalisierte die enge Verteilung, dass die Marktteilnehmer recht sicher von einem mittelfristig niedrigen Inflationsumfeld ausgingen, mit einer sehr geringen Wahrscheinlichkeit für Inflationsraten oberhalb von 2%. Mit der steigenden Inflation ab 2021 änderte sich diese Markteinschätzung zügig. So signalisiert die beträchtliche Verschiebung der Verteilung nach rechts, dass die Marktteilnehmer mittelfristig Inflationsraten von über 2% im Jahresverlauf als immer wahrscheinlicher erachteten.

### Risikoneutrale Dichtefunktion<sup>\*)</sup> im Zeitverlauf für ein Jahr in zwei Jahren

Stand: 31. Oktober 2023



Quellen: Bloomberg, BGC Partners und eigene Berechnungen.  
 \*) Risikoneutrale Dichtefunktionen, abgeleitet aus Year-on-Year-Inflationsoptionen mit Laufzeiten von ein bis zehn Jahren, auf den HVPIxT (HVPI ohne Tabak) für den Euroraum.

Deutsche Bundesbank

Diese Entwicklungen übertrugen sich auch auf längerfristige Horizonte. Das Schaubild auf Seite 48 zeigt die Wahrscheinlichkeiten für spezifische Ausprägungen der einjährigen Inflationsrate beginnend in fünf und in neun Jahren. Auch für diese Zeithorizonte erhöhte sich die Wahrscheinlichkeitsmasse für Inflationsraten von über 2% spürbar. Dabei nahm nicht nur die Wahrscheinlichkeit für extreme Ereignisse mit sehr hohen Inflationsraten oberhalb von 3% zu, sondern es hat sich darüber hinaus die Wahrscheinlichkeit für Werte zwischen 2% und 3% teils deutlich erhöht.

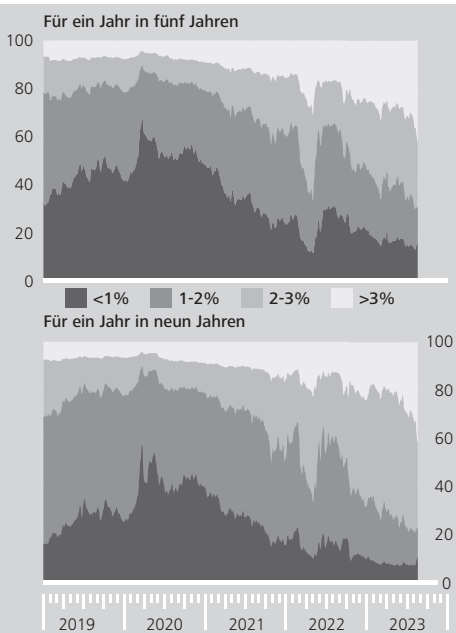
Insgesamt zeigt sich, dass die Marktteilnehmer zwar mit einem kontinuierlichen Absinken der Inflationsrate im kommenden Jahr rechnen, die im Erwartungswert über

4 Im Gegensatz dazu bieten klassische Nullkupon Inflationsoptionen nur einen Durchschnitt der Wahrscheinlichkeiten über mehrere Jahre (vgl.: Deutsche Bundesbank (2015)). Klassische Inflationsoptionen sind zwar für eine längere Historie verfügbar. Zudem gelten sie am Markt als liquider, haben also eine bessere Informationsqualität. Jedoch verschleiert die Durchschnittsbetrachtung in klassischen Inflationsoptionen für die Geldpolitik entscheidende Informationen über den Pfad der hinter dem Durchschnitt liegt. Das rechtfertigt die Nutzung der Year-on-Year-Optionen.

5 Für den Euroraum wird als Basiswert der Optionen und Swaps die Inflationsrate des HVPI ohne Tabakwaren HVPIxT verwendet.

### Inflationswahrscheinlichkeiten<sup>\*)</sup>

geglättet über fünf Handelstage, Stand: 31. Oktober 2023

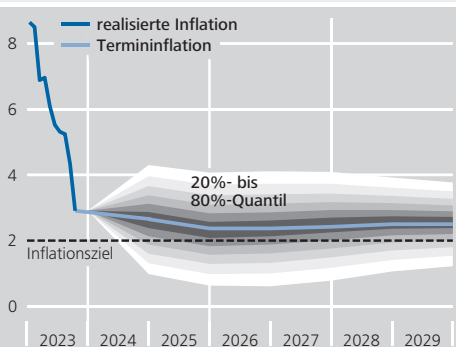


Quellen: Bloomberg, BGC Partners und eigene Berechnungen.  
 \*) Risikoneutrale Dichtefunktionen, abgeleitet aus Year-on-Year-Inflationsoptionen mit Laufzeiten von ein bis zehn Jahren, auf den HVPIXT (HVPI ohne Tabak) für den Euroraum.  
 Deutsche Bundesbank

2 % liegt (vgl. unten stehendes Schaubild). Die einjährigen Terminwahrscheinlichkeiten für die Inflationsrate verdeutlichen darüber hinaus, dass die Marktteilnehmer in den nächsten Jahren eher eine über dem Inflationsziel liegende Inflationsrate befürchten als eine darunter liegende. Die Inflations-

### Verlauf der Termininflation<sup>\*)</sup>

Inflationsrate in %, Stand: 31. Oktober 2023



Quellen: Bloomberg, BGC Partners und eigene Berechnungen.  
 \*) Risikoneutrale Wahrscheinlichkeitsintervalle, abgeleitet aus Year-on-Year-Inflationsoptionen mit Laufzeiten von ein bis zehn Jahren, auf den HVPIXT (HVPI ohne Tabak) für den Euroraum.  
 Deutsche Bundesbank

risiken bleiben damit aus Marktsicht aufwärtsgerichtet und sind nicht symmetrisch um das Inflationsziel verteilt. Marktteilnehmer sind weiterhin bereit, sich gegen unerwartet hohe Inflation über den Kauf von Inflationsswaps oder -optionen zu versichern. Insoweit besteht aus Sicht der Märkte weiterhin das Risiko, dass die Inflation längerfristig über der Preisstabilitätsnorm verharren könnte.<sup>6)</sup>

<sup>6)</sup> Für eine ausführliche Diskussion zur Nutzung der gesamten Verteilung zukünftiger Inflationsarten basierend auf Inflationsoptionen zur Beurteilung des Risikos sich entankernder Inflationserwartungen vgl.: Reis (2021) sowie Hilscher et al. (2022).

im Oktober weiterhin nahe am Inflationsziel von 2 %. Die Differenz zwischen marktbasierten und umfragebasierten langfristigen Inflationserwartungen ist damit immer noch deutlich erhöht. Diese Differenz dient als Indikator für die Inflationsrisikoprämie. In ähnlicher Weise deuten optionsbasierte Wahrscheinlichkeiten sowie Schätzungen aus Zinsstrukturmodellen darauf hin, dass das Risiko von zukünftiger hoher Inflation für die Investoren trotz der rückläufigen tatsächlichen Inflationsentwicklung weiterhin relevant ist. Demzufolge sind sie bereit, eine Prämie zu zahlen, um sich gegen solche ungünstigen Szenarien abzusichern (siehe die Ausführungen auf S. 46 ff.).

*Langfristige Inflationserwartungen in den USA gestiegen; Umfragewerte unverändert*

Die marktbasierten fünfjährigen US-Termininflationssraten in fünf Jahren stiegen leicht auf 2,7 % (+ 7 Basispunkte). Die vierteljährlichen umfragebasierten Inflationserwartungen von Consensus Economics in sechs bis zehn Jahren lagen zum Oktober unverändert bei 2,2 %. Die Inflationsrisikoprämie, gemessen als Differenz zwischen marktbasierten und umfragebasierten Inflationserwartungen, stieg demnach in den USA im Berichtszeitraum an.

*Renditeaufschläge von Unternehmensanleihen zeitweise ausgeweitet*

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB und hoch verzinslicher Anleihen mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren legten im Zuge des Anstiegs der Realzinsen zunächst ebenfalls zu, gaben zum Ende des Berichtszeitraums aber wieder nach. Innerhalb der Ratingklasse BBB stiegen die Anleiherenditen nichtfinanzieller Unternehmen im Ergebnis geringfügig um 3 Basispunkte. Die Anleiherenditen finanzieller Unternehmen gaben dagegen um 18 Basispunkte nach. Die Spreads zu Bundesanleihen engten sich aber für beide Anleiheklassen ein, nachdem sie sich zwischenzeitlich ausgeweitet hatten. Die Renditeaufschläge von Hochzinsanleihen blieben per saldo unverändert. Insgesamt erwiesen sich die Märkte für Unternehmensanleihen als robust gegenüber dem Zinsanstieg.

Die Bruttoemissionen am deutschen Rentenmarkt lagen im dritten Quartal 2023 mit 391

## Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2022		2023	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	
<b>Schuldverschreibungen</b>				
Inländer	8,6	62,8	– 12,9	
Kreditinstitute	8,0	17,2	– 16,2	
darunter:				
ausländische				
Schuldverschreibungen	– 3,4	16,3	– 10,4	
Deutsche Bundesbank	– 17,5	– 23,8	– 20,1	
Übrige Sektoren	18,1	69,4	23,4	
darunter:				
inländische				
Schuldverschreibungen	29,9	35,2	9,7	
Ausländer	– 0,9	38,9	61,6	
<b>Aktien</b>				
Inländer	– 13,0	6,4	10,2	
Kreditinstitute	– 2,5	– 2,6	0,9	
darunter:				
inländische Aktien	– 0,5	0,5	0,3	
Nichtbanken	– 10,5	9,0	9,3	
darunter:				
inländische Aktien	– 4,5	10,1	3,6	
Ausländer	7,7	– 6,3	– 1,3	
<b>Investmentzertifikate</b>				
Anlage in Spezialfonds	13,6	4,0	12,1	
Anlage in Publikumsfonds	– 2,5	1,2	1,1	
darunter:				
Aktienfonds	– 0,7	0,8	1,6	

Deutsche Bundesbank

Mrd € deutlich unter dem Wert des zweiten Vierteljahres (465 ½ Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten erhöhte sich die Kapitalmarktverschuldung inländischer Emittenten um 47 Mrd €. Der Umlauf von Schuldtiteln ausländischer Provenienz am deutschen Markt stieg im dritten Quartal leicht um 1 ½ Mrd €. Im Ergebnis stieg der Umlauf von Rentenpapieren in Deutschland im Berichtsquartal damit um 48 ½ Mrd €.

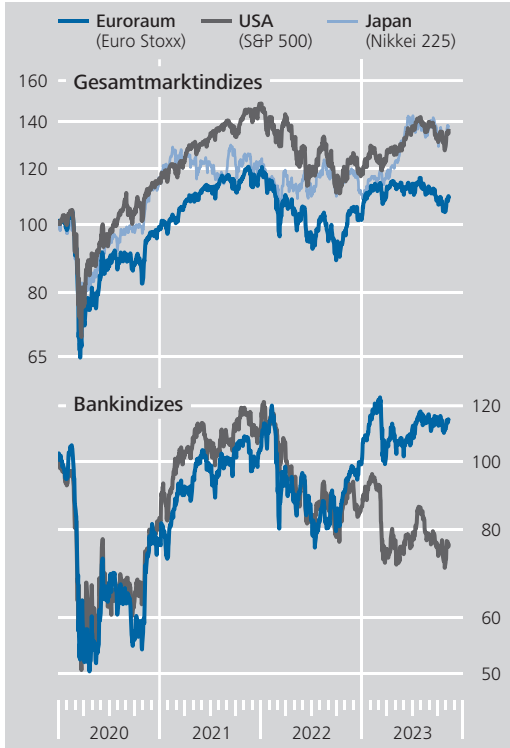
*Nettoemissionen deutscher Schuldverschreibungen*

Die öffentliche Hand begab im dritten Quartal Schuldtitel für netto 46 ½ Mrd €, nach 26 ½ Mrd € im Quartal zuvor. Der Bund (inklusive der ihm zugerechneten Abwicklungsanstalt) emittierte vor allem fünfjährige Bundesobligationen (15 ½ Mrd €), unverzinsliche Schatzanweisungen (13 Mrd €) sowie 30-jährige Bundesanleihen (11 Mrd €). Die Länder und Gemeinden begaben im Ergebnis Schuldverschreibungen für ½ Mrd €.

*Nettoemissionen der öffentlichen Hand*

## Aktienmarkt

Anfang 2020 = 100, log. Maßstab, Tageswerte



Quelle: Refinitiv und eigene Berechnungen.  
 Deutsche Bundesbank

grund; sie erwarben hiesige Rentenwerte für netto 61½ Mrd €. Inländische Nichtbanken erweiterten ihre Rentenportfolios um per saldo 23½ Mrd €, wobei es sich überwiegend um ausländische Papiere (13½ Mrd €) handelte. Hingegen verkauften heimische Kreditinstitute Schuldverschreibungen für netto 16 Mrd €. Das Rentenportfolio der Bundesbank verringerte sich um netto 20 Mrd €, dies ist vor allem auf auslaufende Papiere aus den Beständen der Ankaufprogramme im ESZB zurückzuführen.

*Erwerb von Schuldverschreibungen*

## Aktienmarkt

Seit der Jahresmitte gaben die Notierungen an den internationalen Aktienmärkten zunächst deutlich nach, konnten aber gegen Ende des Berichtszeitraums ihre Verluste teilweise wieder wettmachen. Einhergehend mit schwachen Makrodaten im Euroraum verlor der EuroStoxx 2,3 % an Wert. Obwohl der Zinsanstieg in den USA stärker als im Euroraum ausfiel, konnte der S&P500 angesichts einer robusten US-Konjunktur und lange Zeit positiver Signale vom US-Arbeitsmarkt leicht zulegen (+1,3 %). Bei sich unterschiedlich entwickelnden Gewinnerwartungen aus Analystenumfragen (IBES) hat sich der implizit von den Anlegern geforderte Aktienertag beiderseits des Atlantiks um rund ½ Prozentpunkt erhöht.

*Aktienmärkte im Ergebnis nur wenig verändert*

Auch japanische Aktien gewannen im Ergebnis leicht an Wert (Nikkei-Index: +0,7 %), nachdem die Kurse angesichts nach unten revidierter Markterwartungen über das BIP-Wachstum in Japan zeitweise gefallen waren. Dividendentitel im Vereinigten Königreich verloren demgegenüber im Ergebnis etwas an Wert (marktbreiter FTSE: -1,4 %).

*Aktienmärkte in Japan im Plus, im Vereinigten Königreich im Minus*

Entgegen der Gesamtmarktentwicklung im Euroraum konnten Bankaktien Kursgewinne in Höhe von 5,9 % verzeichnen. Dass sie sich vom allgemeinen Trend seit Ende Juni positiv absetzen konnten, dürfte vor allem daran gelegen haben, dass steigende Zinsen tendenziell die Zinsmargen erhöhen. Entsprechend haben sich

*Bankaktien mit Wertzuwächsen*

*Unternehmensanleihen per saldo emittiert*

Inländische Unternehmen emittierten im Berichtsquartal Anleihen für netto 5 Mrd €, nach Nettoemissionen in nahezu gleicher Höhe im Quartal zuvor. Im Ergebnis ist dies weit überwiegend auf langfristige Papiere zurückzuführen. Das Gros der Emissionen entfiel dabei auf Versicherungsunternehmen (3 Mrd €), aber auch nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften emittierten im Ergebnis Anleihen für 1½ Mrd €.

*Kapitalmarktverschuldung der Kreditinstitute gesunken*

Inländische Kreditinstitute verringerten im dritten Quartal ihre Kapitalmarktverschuldung leicht um 4 Mrd € (Vorquartal: Nettoemissionen in Höhe von 21 Mrd €). Die Tilgungen betrafen vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute (-5½ Mrd €) und flexibel gestaltbare Sonstige Bankschuldverschreibungen (-1 Mrd €). Dem standen Nettoemissionen von Hypothekendarlehen in Höhe von 2½ Mrd € gegenüber.

Auf der Erwerberseite standen im dritten Quartal vor allem ausländische Investoren im Vorder-

die Gewinnaussichten für Banken im Euroraum verbessert. US-amerikanische Bankaktien notierten dagegen mit + 3 % weniger stark im Plus. Die Berichtssaison für das dritte Quartal fiel für US-Banken deutlich schwächer als erwartet aus, und auch eine nachlassende Kreditnachfrage dürfte Anleger eher pessimistisch gestimmt haben.

*Energie-Aktien deutlich im Plus*

Blickt man auf die Entwicklung der übrigen im EuroStoxx vertretenen Branchen, so haben sich neben Bankaktien nur wenige von ihnen positiv entwickelt, darunter in erster Linie Aktien des Energiesektors (+ 10 %). Hierfür dürften auch die gegenüber der Jahresmitte vorübergehend spürbar höheren Notierungen des Ölpreises verantwortlich sein. Dagegen büßten Konsum- und Industrierwerte vor dem Hintergrund des starken Zinsanstiegs an Wert ein.

*Krise in Nahost bislang ohne Auswirkungen auf Unsicherheit an den Aktienmärkten*

Die durch die Terrorangriffe der Hamas auf Israel ausgelöste Krise in Nahost blieb bislang ohne spürbare Auswirkungen auf die internationalen Aktienmärkte. So verharrte die Unsicherheit über die weitere Aktienkursentwicklung, die sich an der impliziten Volatilität marktbreiter Aktienindizes messen lässt, beiderseits des Atlantiks auf einem vergleichsweise niedrigen Niveau.

*Mittelaufnahme am Aktienmarkt*

Deutsche Aktiengesellschaften nahmen im Berichtsquartal per saldo 2½ Mrd € an neuen Mitteln auf (Vorquartal: 4 Mrd €). Der Umlauf ausländischer Aktien in Deutschland stieg im gleichen Zeitraum um 6 Mrd €. Erworben wurden Dividendenwerte im Ergebnis weit überwiegend von inländischen Nichtbanken (9½ Mrd €) sowie von heimischen Kreditinstituten (1 Mrd €). Hingegen verringerten ausländische Investoren ihre hiesigen Aktienportfolios um netto 1½ Mrd €.

## Investmentzertifikate

*Absatz und Erwerb von Investmentzertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im dritten Quartal 2023 einen Mittelzufluss in Höhe von 13½ Mrd €, nach 5 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 (9½ Mrd €), aber auch Offene Immobilienfonds (2½ Mrd €), Dachfonds (1½ Mrd €) und Geldmarktfonds (½ Mrd €) verzeichneten Mittelzuflüsse. Der Umlauf ausländischer Fondsanteile in Deutschland stieg im Berichtszeitraum um 9 Mrd €. Erworben wurden Investmentzertifikate im Ergebnis nahezu ausschließlich von inländischen Nichtbanken; sie nahmen Anteilscheine für 24 Mrd € in ihre Portfolios. Dabei handelte es sich überwiegend um inländische Fondsanteile. Gebietsfremde Investoren verringerten ihre deutschen Fondsportfolios um netto 1½ Mrd €.

## ■ Direktinvestitionen

Die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr Deutschlands führten im dritten Quartal 2023 zu Netto-Kapitalimporten von 48 Mrd €. Den Hintergrund dieser Entwicklung bildeten geldpolitische Entscheidungen wichtiger Notenbanken und überwiegend verhaltene Konjunkturperspektiven in vielen Ländern. In diesem Umfeld ergaben sich bei den Direktinvestitionen Netto-Kapitalexporte von 21 Mrd €, nach Netto-Kapitalexporten im zweiten Quartal von 13½ Mrd €.

*Netto-Kapitalexporte bei den Direktinvestitionen*

Unternehmen mit Sitz in Deutschland weiteten von Juli bis September 2023 ihre Direktinvestitionen im Ausland per saldo um 17½ Mrd € aus. (In den drei Monaten zuvor hatten sie ihre Direktinvestitionen im Ausland um 35 Mrd € erhöht.) Hiesige Unternehmen stellten verbundenen Einheiten im Ausland zusätzliches Beteiligungskapital zur Verfügung (21½ Mrd €). Dahinter standen ganz überwiegend reinvestierte Gewinne. Hingegen überwogen im konzerninternen Kreditverkehr die Tilgungen (4½ Mrd €). Dies betraf allerdings nur die Handelskredite, während über Finanzkredite zusätzliche Mittel vergeben wurden. Vergleichsweise hoch

*Bei deutschen Direktinvestitionen im Ausland überwogen die Kapitalexporte*



## Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2023		
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj. p)
I. Leistungsbilanz	+ 23,0	+ 58,9	+ 69,7
1. Warenhandel	+ 23,0	+ 55,9	+ 62,0
2. Dienstleistungen	- 22,2	- 14,3	- 24,7
3. Primäreinkommen	+ 39,5	+ 26,7	+ 46,4
4. Sekundäreinkommen	- 17,4	- 9,3	- 14,1
II. Vermögensänderungsbilanz	- 5,9	- 4,0	- 3,5
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	- 30,0	+ 63,8	+ 52,7
1. Direktinvestition	+ 29,6	+ 13,5	+ 20,9
Inländische Anlagen im Ausland	+ 54,8	+ 34,9	+ 17,3
Ausländische Anlagen im Inland	+ 25,2	+ 21,4	- 3,6
2. Wertpapieranlagen	- 31,7	+ 16,5	- 47,9
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	- 26,8	+ 49,3	+ 10,7
Aktien <sup>1)</sup>	- 9,9	- 4,6	+ 0,1
Investmentfondsanteile <sup>2)</sup>	- 1,0	+ 4,7	+ 9,0
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	- 0,7	+ 1,7	+ 2,1
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>3)</sup>	+ 2,2	+ 2,9	- 0,7
langfristige Schuldverschreibungen <sup>4)</sup>	- 18,0	+ 46,3	+ 2,3
darunter:			
denominiert in Euro <sup>5)</sup>	- 6,1	+ 35,4	+ 3,4
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	+ 4,9	+ 32,9	+ 58,6
Aktien <sup>1)</sup>	+ 7,5	- 5,0	- 1,4
Investmentfondsanteile	- 1,6	- 1,1	- 1,6
kurzfristige Schuldverschreibungen <sup>3)</sup>	- 4,0	+ 10,0	- 2,1
langfristige Schuldverschreibungen <sup>4)</sup>	+ 3,1	+ 29,0	+ 63,7
darunter: öffentliche Emittenten <sup>6)</sup>	- 11,1	+ 23,7	+ 39,3
3. Finanzderivate <sup>7)</sup>	+ 14,8	+ 11,3	+ 13,0
4. Übriger Kapitalverkehr <sup>8)</sup>	- 43,4	+ 21,5	+ 67,5
Monetäre			
Finanzinstitute <sup>9)</sup>	- 26,1	+ 10,8	+ 56,1
Unternehmen und Privatpersonen <sup>10)</sup>	- 53,4	+ 38,4	+ 33,6
Staat	- 11,5	- 2,8	- 4,6
Bundesbank	+ 47,6	- 24,9	- 17,6
5. Währungsreserven	+ 0,8	+ 1,1	- 0,8
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen <sup>11)</sup>	- 47,1	+ 8,9	- 13,4

<sup>1</sup> Einschl. Genussscheine. <sup>2</sup> Einschl. reinvestierter Erträge. <sup>3</sup> Kurzfristig: ursprüngliche Laufzeit bis zu 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

waren die Direktinvestitionsströme in andere EU-Länder (23 Mrd €). Vor allem in den Niederlanden (5 ½ Mrd €), Dänemark (4 ½ Mrd €) und Luxemburg (3 ½ Mrd €) wurden vergleichsweise größere Direktinvestitionsbeträge investiert. Aus den Vereinigten Staaten (7 ½ Mrd €) und China (2 Mrd €) waren im dritten Quartal 2023 dagegen höhere Mittelrückflüsse zu verzeichnen.

Ausländische Unternehmen reduzierten im dritten Quartal ihre Direktinvestitionen in Deutschland, und zwar um 3 ½ Mrd € (nach Zuflüssen von 21 ½ Mrd € im Vorquartal). Dies lag daran, dass im konzerninternen Kreditverkehr die Tilgungen überwogen (3 ½ Mrd €). Auch in dieser Richtung ging nur das Volumen der Handelskredite zurück, während ausländische Unternehmen hiesigen Töchtern zusätzliche Mittel über Finanzkredite gewährten. Ihr Beteiligungskapital an verbundenen Unternehmen in Deutschland ließen ausländische Investoren im Ergebnis nahezu unverändert. Besonders hohe Rückflüsse von Direktinvestitionsmitteln waren in die Niederlande (19 Mrd €), China (3 Mrd €) und die Vereinigten Staaten (2 ½ Mrd €) zu verzeichnen. Unternehmen aus der Schweiz (8 ½ Mrd €), dem Vereinigten Königreich (7 Mrd €) und Frankreich (3 Mrd €) stellten hingegen in größerem Umfang zusätzliche Mittel über Direktinvestitionen in Deutschland zur Verfügung.

Insgesamt weiteten Unternehmen mit Sitz in Deutschland bislang im laufenden Jahr 2023 ihr Engagement im Ausland zwar aus, jedoch nur halb so stark wie im entsprechenden Vorjahreszeitraum. So beliefen sich die bis September kumulierten Direktinvestitionen im Ausland auf 80 Mrd € verglichen mit 158 ½ Mrd € von Januar bis September 2022. Spürbar schwächer entwickelten sich auch die ausländischen Direktinvestitionen in Deutschland: Sie nahmen per saldo von Januar bis September 2023 um 7 ½ Mrd € zu, verglichen mit 59 ½ Mrd im entsprechenden Vorjahreszeitraum. Nach einer ersten Einschätzung der UNCTAD weisen die Daten für das erste Halbjahr 2023 weltweit auf eine weitere Abschwächung der grenzüber-

*Ausländische Direktinvestitionen in Deutschland: Kapitalabflüsse überwogen*

*Kumulierte Daten bis September für 2023 bislang Abschwächung gegenüber dem Vorjahr*

schreitenden Direktinvestitionen hin.<sup>2)</sup> Bereits für das Jahr 2022 war eine Abschwächung der globalen Direktinvestitionsströme diagnostiziert worden.<sup>3)</sup>

---

<sup>2</sup> Vgl.: United Nations Conference on Trade and Development (2023a).

<sup>3</sup> Vgl.: United Nations Conference on Trade and Development (2023b).

## ■ Literaturverzeichnis

Breeden, D.T. und R.H. Litzenberger (1978), Prices of state-contingent claims implicit in option prices, *Journal of business*, S. 621–651.

Deutsche Bundesbank (2023a), Ist die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands und des Euro-raums günstig?, *Monatsbericht*, Oktober 2023, S. 13–39.

Deutsche Bundesbank (2023b), Zinsstrukturkurven in der volkswirtschaftlichen Analyse, *Monatsbericht*, Januar 2023, S. 53–77.

Deutsche Bundesbank (2021), Zu den Gründen für das vergleichsweise gute Abschneiden der chinesischen Volkswirtschaft in der Pandemie, *Monatsbericht*, Oktober 2021, S. 46–47.

Deutsche Bundesbank (2020), Neuberechnung der Gewichte für die Indikatoren der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft, *Monatsbericht*, August 2020, S. 52–55.

Deutsche Bundesbank (2015), Inflationserwartungen: neuere Instrumente, aktuelle Entwicklungen und wesentliche Einflussfaktoren, *Monatsbericht*, Juni 2015, S. 45–60.

Hagan, P.S., D. Kumar, A.S. Lesniewski und D.E. Woodward (2002), Managing smile risk, *The Best of Wilmott*, 1, S. 249–296.

Hilscher, J., A. Raviv und R. Reis (2022), How likely is an inflation disaster?, *CEPR Discussion Paper*, No 17224.

Reis, R. (2022), Losing the inflation anchor, *Brookings Papers on Economic Activity*, 2021(2), S. 307–379.

Scharnagl, M. und J. Stapf (2015), Inflation, deflation, and uncertainty: What drives euro area option-implied inflation expectations, and are they still anchored in the sovereign debt crisis?, *Economic Modelling*, 48, 248–269.

Schmitz, M., M. De Clercq, M. Fidora, B. Lauro und C. Pinheiro (2012), Revisiting the effective exchange rates of the euro, *ECB Occasional Paper*, No. 134.

United Nations Conference on Trade and Development (2023a), <https://unctad.org/news/world-investment-forum-2023-ends-strong-call-greater-private-and-public-investment>.

United Nations Conference on Trade and Development (2023b), *World Investment Report 2023*.