

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Finanzmärkte unter dem Einfluss hoher Inflation und erwarteter geldpolitischer Reaktion

Die internationalen Finanzmärkte standen im bisherigen Verlauf der zweiten Jahreshälfte 2021 unter dem Eindruck überraschend hoher Inflationsraten und steigender Inflationserwartungen. Die Marktteilnehmer korrigierten vor allem für die kommenden zwei Jahre ihre Inflationserwartungen sukzessive nach oben. So lagen die marktbasiernten erwarteten durchschnittlichen Jahresinflationsraten für das Jahr 2022 in vielen Währungsräumen zuletzt sehr deutlich über 2 %, im Euroraum bei 3 %. Die steigenden Inflationserwartungen schlugen sich auch in der Einschätzung nieder, dass die Notenbanken möglicherweise schneller geldpolitisch reagieren würden, als diese bislang verlautbart hatten. Vor diesem Hintergrund stiegen bis Ende Oktober weltweit die nominalen Zinsen, vor allem im kurzen Laufzeitbereich. Der Beschluss der Federal Reserve (Fed), die Netto-Anleihekäufe stufenweise zu reduzieren, war weitgehend erwartet worden. Zuletzt traten die großen Notenbanken aber den Erwartungen einer rascheren geldpolitischen Straffung kommunikativ entgegen. Dies trug dazu bei, dass die Renditen vielerorts über das gesamte Laufzeitspektrum wieder fielen. Im Ergebnis stiegen die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen in den USA und im Vereinigten Königreich verglichen mit Ende Juni merklich an, während sie im Euroraum nahezu unverändert blieben. Die Renditen von Anleihen europäischer Unternehmen der Ratingklasse BBB zogen im Ergebnis leicht an. Insgesamt sind die Finanzierungsbedingungen am europäischen Anleihemarkt damit aber weiterhin sehr günstig. Die Aktienmärkte verbuchten weltweit Kurssteigerungen. Kursstützend wirkten dabei eine gute Berichtssaison und höhere Gewinnerwartungen der Unternehmen. Sorgen über den weiteren Verlauf der Pandemie traten bei den Marktteilnehmern zunächst etwas in den Hintergrund, nahmen zuletzt aber wieder zu. Die geschilderten Erwartungen über die Inflationsentwicklung und die zukünftige

Geldpolitik in den einzelnen Währungsräumen prägten auch das Geschehen an den Devisenmärkten. Im Ergebnis wertete der US-Dollar auf breiter Basis auf, wohingegen der Euro in effektiver Rechnung an Wert verlor.

■ Wechselkurse

Der Euro gab gegenüber dem US-Dollar seit Beginn des dritten Quartals 2021 per saldo nach. Die Abwärtsbewegung setzte bereits Anfang August ein. Sie wurde ausgelöst durch die Veröffentlichung überraschend hoher Preissteigerungsraten in den USA sowie besser als erwartet ausgefallener Zahlen zum US-Arbeitsmarkt, dessen Erholung die amerikanische Notenbank als Voraussetzung für eine geldpolitische Straffung genannt hatte. In der zweiten Augusthälfte kam es allerdings vorübergehend zu einem Stimmungsumschwung zugunsten des Euro, als die Veröffentlichung des Protokolls der Juli-Sitzung des Offenmarktausschusses der Fed verdeutlichte, dass sich die Mitglieder über den geldpolitischen Kurs uneinig waren. Auch die viel beachtete Rede des Vorsitzenden Powell in Jackson Hole gab dem Euro Auftrieb, da er Zinssteigerungserwartungen explizit dämpfte. Demgegenüber fiel die am Monatsende veröffentlichte jährliche Steigerungsrate der Verbraucherpreise im Euroraum mit 3 % deutlich höher als erwartet aus. Dadurch bildeten sich am Markt Erwartungen, dass der EZB-Rat in absehbarer Zeit eine Drosselung seines Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) diskutieren könnte und sich die Unterschiede in der geldpolitischen Ausrichtung des Eurosystems und der amerikanischen Notenbank zurückbilden würden. Dies stützte den Euro gegenüber dem US-Dollar zusätzlich.

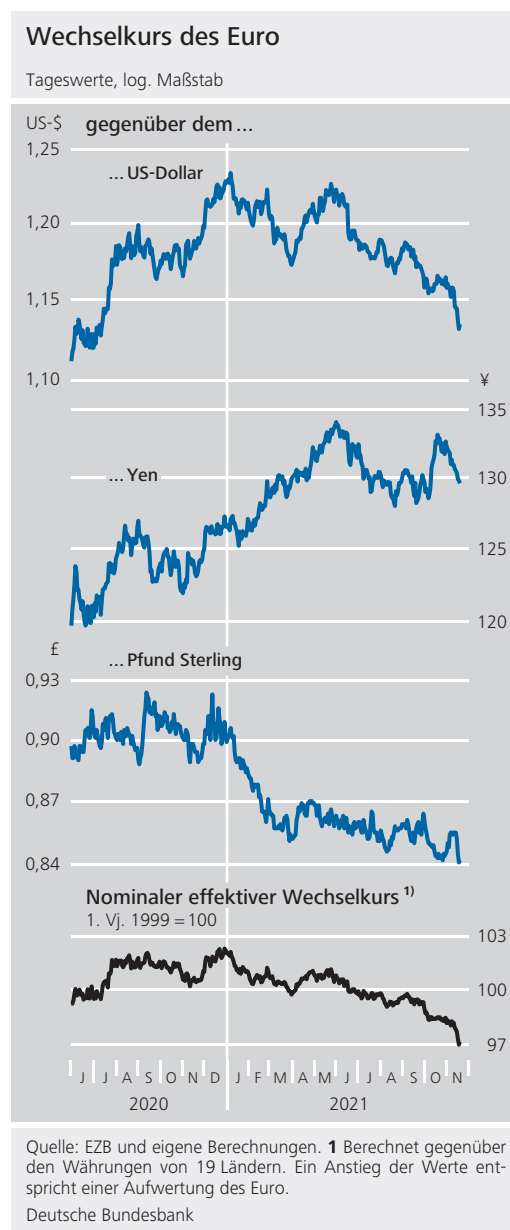
Euro per saldo mit Kursverlusten gegenüber US-Dollar

In der Folgezeit wurde der Euro jedoch durch eine Reihe schlechter als erwartet ausgefallener Konjunkturdaten für den Euroraum erneut ge-

schwächt. Mitte September verunsicherte zudem die Warnung vor Zahlungsausfällen des chinesischen Immobilienkonzerns Evergrande kurzzeitig die Finanzmärkte. Infolge der dadurch ausgelösten Dispositionen Sicherer suchender Investoren wertete der US-Dollar gegenüber dem Euro und einer Vielzahl anderer Währungen auf. Zur Stärke des US-Dollar gegenüber dem Euro trug auch der Offenmarktausschuss der Fed bei. So signalisierte er nach der September-Sitzung, dass eine Verringerung der Anleihekäufe vor dem Hintergrund der zuletzt hohen Preissteigerungsraten und der Erholung des Arbeitsmarktes schon bald gerechtfertigt sein könnte. Daneben ging aus den Prognosen der Ausschussmitglieder hervor, dass die Leitzinsen schon früher erhöht werden könnten, als zuvor gedacht. Als weiterer Belastungsfaktor für den Euro kam hinzu, dass in diesem geldpolitischen Umfeld die Renditen amerikanischer Staatsanleihen spürbar stiegen und sich der Renditeabstand zum Euroraum ausweitete. Nach Bekanntgabe einer überraschend hohen Verbraucherpreisinflation in den USA verlor der Euro gegenüber dem US-Dollar im November erneut spürbar an Wert und fiel auf den tiefsten Stand seit Juli 2020. Bei Abschluss dieses Berichts notierte er mit 1,13 US-\$ 4,5 % schwächer als Anfang Juli 2021.

Euro auch gegenüber Pfund Sterling schwächer, ...

Seit Beginn des dritten Quartals wertete der Euro gegenüber dem Pfund Sterling per saldo ab. Dabei verzeichnete die britische Währung Ende September zunächst einen merklichen Kursverlust, der auf den durch die Friktionen in den Lieferketten kurzfristig ausgelösten Benzinmangel an den britischen Tankstellen und auf die damit einhergehenden Konjunktursorgen zurückzuführen war. Diese traten aber ab Anfang Oktober nach der Veröffentlichung überraschend guter Konjunkturzahlen in den Hintergrund. Damit festigten sich Erwartungen einer baldigen geldpolitischen Straffung im Vereinigten Königreich, wodurch das Pfund Sterling Rückenwind erhielt. Im November trat zwar durch die für die Märkte überraschende Entscheidung der Bank von England, ihren Leitzins nun doch auf dem Rekordtief zu belassen, vorü-



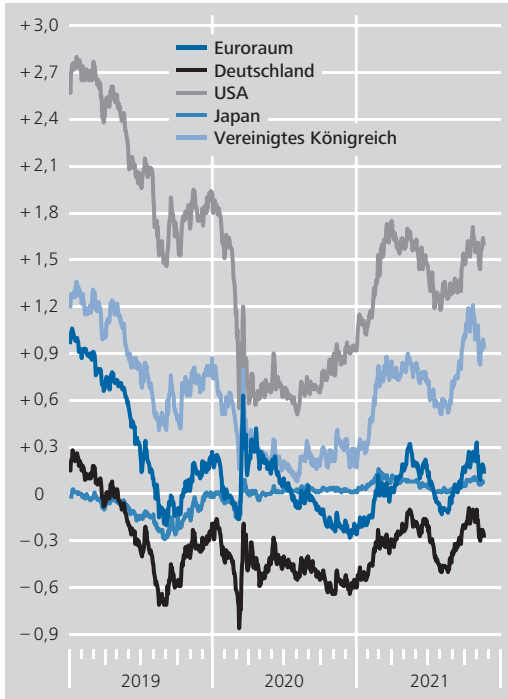
bergehend eine Gegenbewegung ein. Am Ende der Berichtsperiode notierte der Euro dennoch bei 0,84 Pfund und lag damit 1,9 % unter seinem Wert von Ende Juni.

Der Euro bewegte sich seit Beginn des dritten Quartals gegenüber dem Yen nach anfänglichen Kursverlusten lange ohne klar erkennbare Richtung. In der ersten Oktoberhälfte gewann er dann aber spürbar an Wert. Dies war darauf zurückzuführen, dass die japanische Notenbank angesichts weiterhin niedriger Preissteigerungsraten Markterwartungen zufolge noch mehrere Jahre an ihrem lockeren geldpolitischen Kurs festhalten werde. Einsetzende Diskussionen um

... ebenso wie gegenüber Yen

Anleiherenditen*) des Euroraums und ausgewählter Länder

% p. a., Tageswerte



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

wertete der Euro gegenüber den Währungen einiger mittel- und osteuropäischer Staaten wie dem Złoty und dem Forint auf, die durch verhältnismäßig hohe Inflationsraten sowie steigende Corona-Infektionszahlen belastet wurden.

Wertpapiermärkte und Wertpapierverkehr

Rentenmarkt

Die nominalen Renditen von Staatsanleihen in den großen Währungsräumen entwickelten sich im Berichtszeitraum im Ergebnis uneinheitlich. Die Komponenten des Nominalzinses verschoben sich dabei zum Teil deutlich. Analytisch kann die nominale Rendite aufgespalten werden in die Komponenten Realzins, Inflationserwartung, reale Terminprämie und Inflationsrisikoprämie. Im Berichtszeitraum stiegen weltweit die marktbasierenden Inflationserwartungen und die Inflationsrisikoprämien. Die Realzinsen hingegen sanken in die Nähe historischer Tiefstände.

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen uneinheitlich

In den USA stiegen die Renditen zehnjähriger US-Treasuries im Ergebnis auf 1,6 % (+ 12 Basispunkte). Die oben angesprochenen Verschiebungen zwischen den Bestandteilen der zehnjährigen US-Rendite zeigten sich hier sehr deutlich. So stiegen im Berichtszeitraum die Erwartungen über die durchschnittliche Inflation in den nächsten zehn Jahren auf Basis von Inflationsswaps (+ 44 Basispunkte) und – etwas weniger stark – auf Basis von Umfragen, die von Consensus Economics ermittelt werden. Die Inflationsrisikoprämie, die überschlüssig als Differenz zwischen marktbasierenden und umfragebasierten Erwartungen berechnet wird, erhöhte sich damit ebenfalls. Die reale Rendite zehnjähriger inflationsindexierter Anleihen fiel dagegen im Berichtszeitraum in die Nähe historischer Tiefstände und lag zuletzt bei – 1,1 %. In dem sinkenden zehnjährigen Realzins spiegelte sich möglicherweise auch eine zuletzt wieder höhere Unsicherheit darüber wider, wie

Reale Renditen zehnjähriger US-Staatsanleihen gefallen

den Beginn eines Ausstiegs aus der geldpolitischen Unterstützung im Euroraum stärkten hingegen den Euro. Zuletzt notierte dieser aber wieder schwächer bei 130 Yen. Seit Anfang Juli 2021 hat er damit 1,4 % an Wert verloren.

Euro in effektiver Rechnung mit Wertverlusten

Im Ergebnis wertete der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 19 wichtiger Handelspartner ab (– 2,6 %). Dazu hat neben den erwähnten Kursverlusten insbesondere eine merkliche Abwertung gegenüber dem Renminbi beigetragen. Auch gegenüber dem Schweizer Franken gab der Euro deutlich nach. Die Schweizer Währung, die oft als vergleichsweise sicher empfunden wird, profitierte dabei von einer erhöhten Nachfrage angesichts der im September zeitweise gestiegenen Unsicherheit auf den globalen Finanzmärkten. Daneben verzeichnete der Euro auch merkliche Verluste gegenüber der norwegischen Krone und dem kanadischen Dollar, die als Währungen von Öl-exportländern durch den Anstieg der Ölpreise auf breiter Basis gestützt wurden. Dagegen

sich die Pandemie im Winterhalbjahr ökonomisch auswirken könnte. Zudem fiel das Anfang November verabschiedete Fiskalpaket und damit die erwartete Schuldenaufnahme in den USA geringer aus, als zunächst angekündigt, was für sich genommen ebenfalls die Realrendite senkte und gegenläufige Bewegungen im ersten Quartal dieses Jahres kompensierte (zu dem Fiskalpaket siehe die Erläuterungen auf S. 18 f.).¹⁾

Termininflationen in den USA gestiegen

Die aus US-Inflationsswaps hergeleitete Termininflationenrate für einen Zeitraum von fünf Jahren, der in fünf Jahren beginnt, notierte gegenüber Ende Juni ebenfalls höher und stand zuletzt bei 2,6 %. Ende Oktober hatte sie sogar bei 2,7 % gelegen. Ein Grund für den jüngsten Rückgang der Termininflationenrate könnte sein, dass auf der Sitzung des Offenmarktausschusses der Fed Anfang November beschlossen wurde, die Netto-Anleihekäufe ab Mitte November stufenweise zu reduzieren („Tapering“). Dieser Straffungsschritt war von Marktteilnehmern vor dem Hintergrund der aktuellen Inflationenentwicklung mit Blick auf die Sitzung überwiegend erwartet und zunehmend eingepreist worden.

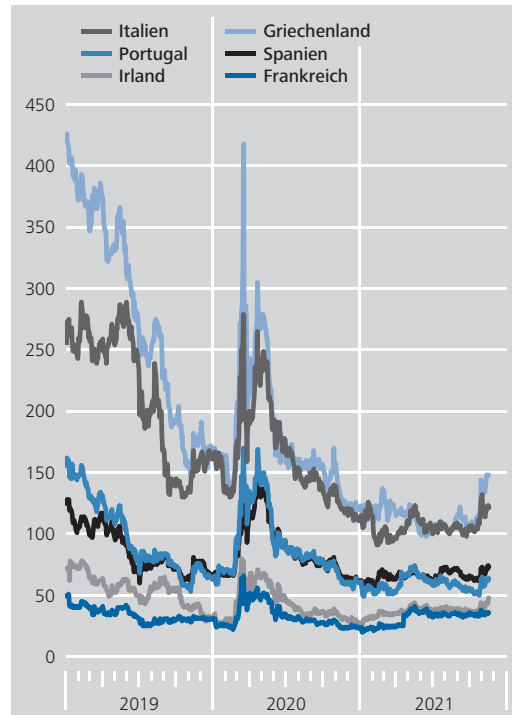
Rendite zehnjähriger Bundesanleihen gesunken

Die Rendite zehnjähriger Bundesanleihen sank seit Ende Juni – unter kräftigen Schwankungen – um 7 Basispunkte auf – 0,3 %. Der Rückgang lässt sich vor allem auf niedrigere reale Terminprämien zurückführen, worin sich möglicherweise Unsicherheit über den weiteren Konjunkturverlauf widerspiegelte. Neben den anhaltenden Lieferengpässen von Vorprodukten, die schon seit einiger Zeit die Produktion in der Industrie belasten (siehe hierzu S. 52 ff.), wuchsen auch in Deutschland zuletzt wieder die Sorgen über die ökonomischen Auswirkungen der Pandemie. Die Inflationenrisikoprämie stieg hingegen über die letzten Monate deutlich an, im zehnjährigen Laufzeitbereich legte sie seit Ende Juni um rund 25 Basispunkte zu. Die impliziten risikoneutralen Erwartungen für die kurzfristigen Zinsen stiegen unter Schwankun-

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021).

Renditeaufschlag zehnjähriger Staatsanleihen zu Bundesanleihen

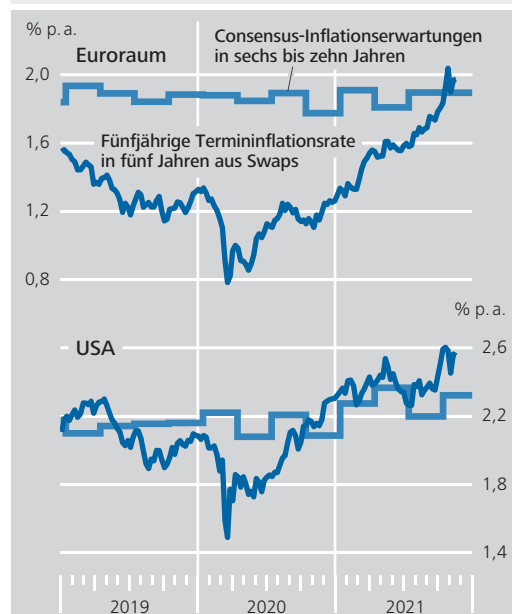
Basispunkte, Tageswerte



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Termininflationenraten*¹⁾ und -erwartungen im Euroraum und in den USA

Wochendurchschnitte

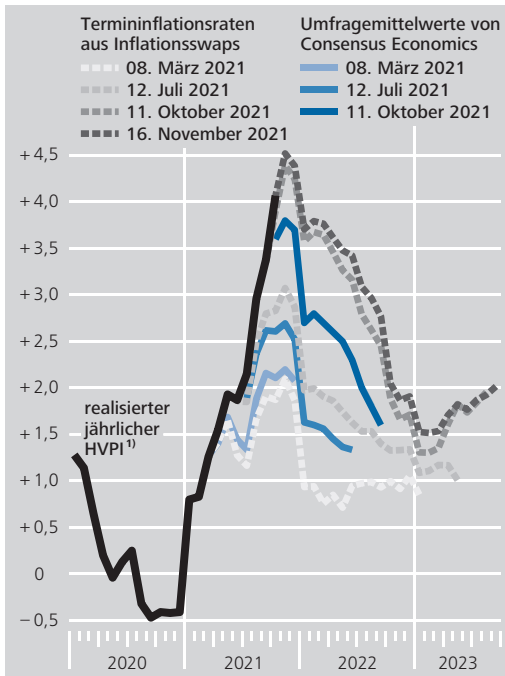


Quellen: Bloomberg, Thomson Reuters, Consensus Economics und eigene Berechnungen. * Abgeleitet aus dem festen Zahlungsstrom von Inflationensswaps, der gegen die jährlichen realisierten Inflationenraten (HVPI ohne Tabakwaren für den Euroraum sowie CPI Urban Consumers für die USA) der nächsten fünf bzw.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

Deutsche Bundesbank

Kurzfristige HVPI-Pfade für den Euroraum

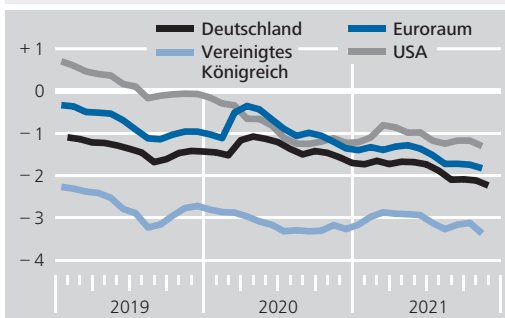
in %



Quellen: Fenics Market Data, Consensus Economics, Eurostat und eigene Berechnungen. ¹ Ohne Tabak. Veränderung gegenüber Vorjahr.
 Deutsche Bundesbank

Zehnjährige Realzinsen in verschiedenen Währungsräumen¹⁾

in % p. a., monatlich



Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. * Realzinsen auf Basis von zehnjährigen Nominalzinsen minus laufzeitgleichen Inflationserwartungen auf Basis von Inflationsswaps. Für Deutschland werden die Inflationsswaps des Euroraums verwendet.
 Deutsche Bundesbank

gen im Ergebnis trotz der höheren Inflationserwartungen und Inflationsrisikoprämien nur leicht.

Besonders deutlich stiegen im Euroraum die Inflationserwartungen und die Inflationsrisikoprämie auf kürzere Horizonte. Die Marktteilnehmer

revidierten ihre diesbezüglichen Einschätzungen im Berichtszeitraum mehrfach nach oben. Die aus Inflationsswaps abgeleitete erwartete durchschnittliche Inflationsrate im Euroraum für das Jahr 2022 stieg auf 3,0 %, nachdem sie Ende Juni noch bei 1,6 % und Ende März dieses Jahres bei 1,0 % gelegen hatte. Auch die Inflationserwartungen auf Basis der Umfragen von Consensus Economics wurden mehrfach nach oben korrigiert. Bemerkenswert war dabei, dass die Markterwartungen für die Inflationsentwicklung bis Ende 2022 weiter oberhalb der Umfrageerwartungen lagen.

Auch bei längerfristigen Horizonten stiegen die marktbasierenden Inflationserwartungen und die Inflationsrisikoprämie. Die aus Inflationsswaps hergeleiteten in fünf Jahren beginnenden Termininflationssraten für fünf Jahre stiegen im Euroraum seit Ende Juni deutlich um 36 Basispunkte auf 2,0 %. Ende Oktober lag dieser Wert kurzzeitig über der 2 %-Marke und damit auf dem höchsten Wert seit 2014. Die von Consensus Economics aus Umfragen ermittelten Inflationserwartungen für den Euroraum in sechs bis zehn Jahren blieben im Oktober nahezu unverändert zur vorherigen Umfrage im Juli. Die Inflationsrisikoprämie war damit erstmals seit langer Zeit in diesem langfristigen Laufzeitbereich wieder positiv.

Offenbar messen die Marktteilnehmer den Aufwärtsrisiken bei der Inflation vor allem im kurzen Laufzeitbereich zurzeit eine höhere Bedeutung bei als den Abwärtsrisiken. Dahinter steht die Sorge der Marktteilnehmer, dass sich die Inflation als weniger transitorisch erweisen könnte, als zurzeit vermutet wird.

Die mit dem Bruttoinlandsprodukt gewichtete Rendite im Euroraum (ohne Deutschland) blieb im Ergebnis nahezu unverändert (+1 Basispunkt auf -0,3 %). Ein stärkerer Renditeanstieg angesichts der wahrgenommenen Inflationsrisiken wurde wie bei Bundesanleihen von niedrigeren realen Terminprämien teilweise kompensiert. Der Renditeunterschied zu zehnjährigen Bundesanleihen stieg damit um 8 Basispunkte auf

Marktteilnehmer revidierten die für das Jahr 2022 erwartete durchschnittliche Inflationsrate im Euroraum nach oben

Termininflationssraten im Euroraum gestiegen

Marktteilnehmer sehen Aufwärtsrisiken bei der Inflation

Renditedifferenzen im Euroraum leicht ausgeweitet

0,6%. Etwas stärker erhöhten sich die Renditeaufschläge für italienische (+ 17 Basispunkte) und vor allem griechische (+ 43 Basispunkte) Staatsanleihen. Ein Grund für die Spread-Ausweitungen könnte sein, dass die Marktteilnehmer im Nachgang zu der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Oktober ihre Erwartungen hinsichtlich des Volumens der Nettoankäufe von Wertpapieren im Rahmen des PEPP nach unten korrigierten. Bei geringeren erwarteten Ankaufvolumen durch das Eurosystem reagierten Renditen von Staatsanleihen von Ländern mit hohen öffentlichen Verschuldungsquoten vermutlich wieder stärker auf Fundamentalfaktoren. Unter dem Einfluss des PEPP zeigte sich, dass Neuigkeiten nur sehr abgeschwächt auf die Renditen durchwirkten. Indikatoren des Marktstresses, zu denen auch Liquiditätsindikatoren gehören, wiesen dabei seit Ende Juni durchgängig auf eine entspannte Marktlage für Staatsanleihen des Euroraums hin.

Renditen in Japan unverändert

In Japan rentierten zehnjährige Staatsanleihen zuletzt mit 0,1% und damit nahezu unverändert im Vergleich zur Jahresmitte. Die Renditen bewegten sich weiterhin innerhalb des Bandes, in dem die Bank von Japan nach Einschätzung der Marktteilnehmer die Zinsen halten möchte.

Renditen im Vereinigten Königreich gestiegen

Im Vereinigten Königreich stieg die Rendite zehnjähriger Gilts im Ergebnis kräftig an, und zwar um 21 Basispunkte auf 0,9%. Ausschlaggebend hierfür war, dass die marktbasierenden Inflationserwartungen und die Inflationsrisikoprämie im Vereinigten Königreich noch deutlicher anzogen als in den USA und im Euroraum. Die Erwartungen über die durchschnittliche Inflation in den nächsten zehn Jahren auf Basis von Inflationsswaps stiegen um mehr als 100 Basispunkte. Die Bank von England verzichtete in ihrer jüngsten geldpolitischen Sitzung gleichwohl darauf, den geldpolitischen Zinssatz zu erhöhen. Im Vorfeld hatten Marktteilnehmer einen solchen Zinsschritt eingepreist. Auch das Tempo ihrer Anleihekäufe behielt die Bank unverändert bei. Unmittelbar nach der Entscheidung fielen die Nominalzinsen daher deutlich.

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen entwickelten sich weitgehend im Gleichlauf zu den Renditen europäischer Staatsanleihen. Sowohl Anleihen von Finanzunternehmen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren als auch entsprechende Unternehmensanleihen des realwirtschaftlichen Sektors rentierten bei Berichtsschluss leicht höher im Vergleich zu Ende Juni (1,2% bzw. 0,8%). Da die Renditen laufzeitgleicher Bundeswertpapiere im Ergebnis sanken, weiteten sich die Renditeaufschläge aus, und zwar um 16 Basispunkte für finanzielle Unternehmen und 13 Basispunkte für nichtfinanzielle Unternehmen. Im Einklang mit den etwas gestiegenen Risikoaufschlägen erhöhten sich auch die Kreditausfallprämien für europäische Unternehmen seit Ende Juni leicht (zehnjährige iTraxx 125: + 2 Basispunkte). Die Finanzierungsbedingungen europäischer Unternehmen am Anleihemarkt blieben damit aber weiterhin sehr günstig.

Renditen von Unternehmensanleihen im Verbund mit Staatsanleihen

Das Bruttoemissionsvolumen am deutschen Rentenmarkt lag im dritten Quartal 2021 mit 442½ Mrd € etwas über dem Wert des zweiten Vierteljahres (435½ Mrd €). Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen der Emittenten war der Nettoabsatz mit 55 Mrd € weiterhin relativ hoch. Zudem brachten ausländische Schuldner Papiere im Wert von 8 Mrd € am deutschen Markt unter. Das Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt betrug im Berichtszeitraum somit im Ergebnis 62½ Mrd €.

Anhaltend hoher Nettoabsatz am Rentenmarkt

Die öffentliche Hand emittierte im Berichtsquartal eigene Schuldverschreibungen für netto 31½ Mrd €. Der Bund begab vor allem Bundesanleihen mit Laufzeiten von 30 Jahren (17 Mrd €), sowie fünfjährige Obligationen (11½ Mrd €) und siebenjährige Anleihen (10½ Mrd €). Dem standen Nettotilgungen zehnjähriger Bundesanleihen (16 Mrd €) gegenüber. Die Länder und Gemeinden begaben Schuldverschreibungen für netto 3½ Mrd €.

Hohe Nettoemissionen der öffentlichen Hand

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2020		2021	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj.	3. Vj.
Schuldverschreibungen				
Inländer	60,8	90,1	73,8	
Kreditinstitute	- 21,5	- 20,4	- 4,5	
darunter:				
ausländische				
Schuldverschreibungen	- 18,9	- 5,8	- 1,5	
Deutsche Bundesbank	65,8	72,2	60,1	
Übrige Sektoren	16,4	38,3	18,2	
darunter:				
inländische				
Schuldverschreibungen	- 0,4	8,4	6,6	
Ausländer	135,0	- 6,1	- 11,1	
Aktien				
Inländer	45,9	34,8	30,9	
Kreditinstitute	1,9	1,5	3,5	
darunter:				
inländische Aktien	0,2	1,5	0,7	
Nichtbanken	44,0	33,3	27,4	
darunter:				
inländische Aktien	25,3	6,4	9,1	
Ausländer	- 16,0	- 0,6	0,4	
Investmentzertifikate				
Anlage in Spezialfonds	18,9	21,4	14,9	
Anlage in Publikumsfonds	4,9	9,9	10,2	
darunter:				
Aktienfonds	3,4	4,3	2,4	

Deutsche Bundesbank

Kapitalmarktverschuldung der Unternehmen gestiegen

Inländische Unternehmen erhöhten im dritten Quartal ihre Kapitalmarktverschuldung um per saldo 13 Mrd € und damit in gleicher Größenordnung wie bereits im Vorquartal. Das Gros der Emissionen ist hierbei auf nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften zurückzuführen (10½ Mrd €).

Nettoemissionen der Kreditinstitute

Die inländischen Kreditinstitute begaben im Berichtsquartal eigene Anleihen für netto 10 Mrd €. Dabei wurden im Ergebnis vor allem Schuldverschreibungen der Spezialkreditinstitute emittiert (14½ Mrd €). Dem stand ein Rückgang bei Sonstigen Bankschuldverschreibungen und Öffentlichen Pfandbriefen von netto 5½ Mrd € beziehungsweise 1½ Mrd € gegenüber.

Erwerb von Schuldverschreibungen

Als Erwerber am heimischen Anleihemarkt trat im dritten Quartal 2021 vorrangig die Bundesbank in Erscheinung. Sie erwarb – vor allem im Rahmen der Ankaufprogramme des Eurosystems – Rentenwerte für netto 60 Mrd €. Inlän-

dische Nichtbanken erweiterten ihre Rentenportfolios um per saldo 18 Mrd €, dabei standen ausländische Werte im Vordergrund des Interesses (11½ Mrd €). Hingegen veräußerten ausländische Investoren und heimische Kreditinstitute Rentenwerte für netto 11 Mrd € beziehungsweise 4½ Mrd €.

Aktienmarkt

Die internationalen Aktienmärkte zeigten sich von der Inflationsentwicklung und der Debatte um eine geldpolitische Straffung vergleichsweise unbeeindruckt. Im Ergebnis schlossen sie mit einem zum Teil deutlichen Plus. Kurstreiber an den Märkten waren eine positiv verlaufende Berichtssaison der Unternehmen beiderseits des Atlantiks und die von Analysten nach oben revidierten Erwartungen über zukünftige Gewinne. In den gestiegenen Gewinnerwartungen spiegelt sich möglicherweise neben einem generellen Konjunkturoptimismus auch die Einschätzung, dass gewinnwirksame Preiserhöhungen gegenwärtig am Markt durchgesetzt werden können.

Aktienmärkte trotz Inflationsentwicklung mit Kursgewinnen

Belastende Faktoren schlugen nur temporär auf die Kurse durch. So führte die angespannte finanzielle Lage des chinesischen Immobilienkonzerns Evergrande nur zu kurzlebigen Abschlügen. Finanzielle systemische Ansteckungseffekte, die zeitweilig von Marktteilnehmern befürchtet worden waren, waren im Berichtszeitraum nicht zu beobachten. Gleiches gilt für eine möglicherweise erhöhte Unsicherheit darüber, wie einschneidend sich eine vierte Welle der Corona-Pandemie, wie sie sich zurzeit abzeichnet, ökonomisch auswirken wird. Im Ergebnis legten europäische Aktien, gemessen am Euro Stoxx, um 7,6 % zu, während deutsche Aktien, gemessen am CDAX, um 3,8 % stiegen. Der US-amerikanische Index S&P500 gewann 9,5 % an Wert und erreichte im Berichtszeitraum – wie auch andere Indizes – neue historische Hochstände. Britische und japanische Aktien verbuchten ebenfalls ein Plus, und zwar von 3,4 % beziehungsweise 2,8 %. Bankaktien

Belastende Faktoren schlugen nur temporär auf die Kurse durch

verzeichneten im Berichtszeitraum ebenfalls deutliche Gewinne. Die Kurse US-amerikanischer Banken legten um 8,1% zu, europäischen Banken gewannen 9,4% an Wert, und britische Banken schlossen den Berichtszeitraum mit einem Plus von 6,8% ab.

*Aktienmarkt-
volatilität kaum
verändert*

Die Kursunsicherheit am Aktienmarkt – gemessen an den aus Optionen berechneten impliziten Volatilitäten von Aktienindizes – lag im Berichtszeitraum relativ stabil auf niedrigem Niveau. Nur die Sorgen der Anleger vor Ansteckungseffekten des finanziell angeschlagenen chinesischen Immobilienkonzerns Evergrande ließen die Kursunsicherheit in der zweiten Septemberhälfte vorübergehend ansteigen. Zuletzt lag die Aktienmarktunsicherheit sowohl für US-amerikanische als auch europäische Aktien unter ihren jeweiligen fünfjährigen Durchschnittsniveaus.

*Bewertungs-
niveau etwas
gesunken*

Verschiedene Kennzahlen legen nahe, dass die Bewertung europäischer Aktien im Vergleich zu Ende Juni günstiger geworden ist. So stieg die Gewinnrendite des Euro Stoxx auf der Grundlage der über die nächsten zwölf Monate prognostizierten Gewinne (das inverse Kurs-Gewinn-Verhältnis) im Berichtszeitraum an. Auch die Aktienrisikoprämie, die Anleger dafür kompensiert, dass sie risikobehaftete Aktien anstelle von sicheren Bundeswertpapieren halten, erhöhte sich gemäß einem Dividendenbarwertmodell leicht. Die impliziten Eigenkapitalkosten, also die Summe aus Aktienrisikoprämie und sicherem Zins, stiegen im Berichtszeitraum ebenfalls an. Im historischen Vergleich blieb das Bewertungsniveau europäischer Aktien daher deutlich unterhalb des langjährigen Mittels. Anders sah die Entwicklung in den USA aus. Beim US-amerikanischen S&P 500 verharren die erwartete Gewinnrendite, die impliziten Eigenkapitalkosten und die Aktienrisikoprämie ungefähr auf dem Niveau von Ende Juni. Damit blieb das Bewertungsniveau US-amerikanischer Aktien im Berichtszeitraum per saldo nahezu unverändert.

Aktienmarkt

Anfang 2019 = 100, log. Maßstab, Tageswerte



Quelle: Thomson Reuters und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Am heimischen Aktienmarkt emittierten inländische Unternehmen im dritten Quartal 2021 neue Aktien für per saldo 10 Mrd €, nach 7 Mrd € im Vierteljahr davor. Der Umlauf ausländischer Aktien am deutschen Markt stieg im gleichen Zeitraum um 21 Mrd €. Erworben wurden Dividendenpapiere im Ergebnis nahezu ausschließlich von heimischen Nichtbanken (27 1/2 Mrd €), zu denen auch Investmentfonds rechnen. Inländische Kreditinstitute erwarben Dividendenpapiere für netto 3 1/2 Mrd €. Ausländische Investoren vergrößerten ihre hiesigen Aktienbestände per saldo um 1/2 Mrd €.²⁾

*Mittelaufnahme
am Aktienmarkt
und Aktien-
erwerb*

Investmentfonds

Inländische Investmentgesellschaften verzeichneten im Berichtszeitraum einen Mittelzufluss in Höhe von 25 Mrd €, nach 31 1/2 Mrd € im zweiten Quartal. Die neuen Mittel kamen überwie-

*Absatz und
Erwerb von
Investment-
zertifikaten*

² Zu den Direktinvestitionen siehe S. 50 f.

Wichtige Posten der Zahlungsbilanz

Mrd €

Position	2020 ^{a)}	2021	
	3. Vj.	2. Vj.	3. Vj. ^{b)}
I. Leistungsbilanz	+ 62,4	+ 56,4	+ 52,8
1. Warenhandel	+ 56,0	+ 45,5	+ 45,7
2. Dienstleistungen	- 5,4	+ 4,9	- 8,7
3. Primäreinkommen	+ 22,1	+ 14,6	+ 29,0
4. Sekundäreinkommen	- 10,4	- 8,6	- 13,2
II. Vermögensänderungsbilanz	- 1,2	- 1,9	+ 1,9
III. Kapitalbilanz (Zunahme: +)	+ 68,3	+ 67,8	- 0,5
1. Direktinvestition	- 11,4	+ 3,7	+ 21,4
Inländische Anlagen			
im Ausland	+ 15,1	+ 17,3	+ 36,6
Ausländische Anlagen			
im Inland	+ 26,5	+ 13,6	+ 15,2
2. Wertpapieranlagen	- 89,4	+ 69,5	+ 61,2
Inländische Anlagen in Wertpapieren ausländischer Emittenten	+ 44,7	+ 59,2	+ 49,4
Aktien ¹⁾	+ 18,8	+ 10,1	+ 19,4
Investmentfondsanteile ²⁾	+ 27,4	+ 24,8	+ 22,1
darunter:			
Geldmarktfondsanteile	+ 12,0	- 1,3	- 2,3
kurzfristige Schuldverschreibungen ³⁾	- 0,9	- 5,8	+ 5,4
langfristige Schuldverschreibungen ⁴⁾	- 0,6	+ 30,1	+ 2,4
darunter:			
denominiert in Euro ⁵⁾	- 18,4	+ 19,5	- 3,1
Ausländische Anlagen in Wertpapieren inländischer Emittenten	+ 134,1	- 10,3	- 11,8
Aktien ¹⁾	- 0,6	- 5,2	+ 0,4
Investmentfondsanteile	- 0,4	+ 1,0	- 1,1
kurzfristige Schuldverschreibungen ³⁾	+ 49,0	+ 0,2	+ 8,3
langfristige Schuldverschreibungen ⁴⁾	+ 86,0	- 6,3	- 19,4
darunter: öffentliche Emittenten ⁶⁾	+ 17,7	- 12,1	- 28,6
3. Finanzderivate ⁷⁾	+ 25,2	+ 13,5	- 11,4
4. Übriger Kapitalverkehr ⁸⁾	+ 145,2	- 18,8	- 102,9
Monetäre			
Finanzinstitute ⁹⁾	- 13,8	- 11,2	- 30,6
Unternehmen und Privatpersonen ¹⁰⁾	+ 59,6	+ 2,8	- 11,8
Staat	+ 11,9	- 4,4	- 0,6
Bundesbank	+ 87,4	- 6,1	- 60,0
5. Währungsreserven	- 1,3	+ 0,1	+ 31,2
IV. Statistisch nicht aufgliederbare Transaktionen ¹¹⁾	+ 7,1	+ 13,3	- 55,2

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

Deutsche Bundesbank

gend den Spezialfonds zugute (15 Mrd €), welche institutionellen Investoren vorbehalten sind. Unter den Anlageklassen konnten vor allem Gemischte Wertpapierfonds neue Anteile unterbringen (9½ Mrd €), in geringerem Umfang aber auch Offene Immobilienfonds (5½ Mrd €), Rentenfonds (4 Mrd €) und Aktienfonds (2½ Mrd €). Am deutschen Markt vertriebene Fonds ausländischer Gesellschaften akquirierten im dritten Quartal 2021 im Ergebnis neue Mittel für 22 Mrd €. Auf der Erwerberseite dominierten die heimischen Nichtbanken, die Anteilscheine für 46 Mrd € in ihre Portfolios aufnahmen. Inländische Kreditinstitute vergrößerten ihre Fondsportfolios um netto 2½ Mrd €, während gebietsfremde Investoren ihr Fondsengagement in Deutschland um 1 Mrd € reduzierten.

■ Direktinvestitionen

Die Transaktionen im grenzüberschreitenden Wertpapierverkehr führten im dritten Quartal 2021 zu Netto-Kapitalexporten von 61 Mrd €.³⁾ Auch bei den Direktinvestitionen ergaben sich im Ergebnis Mittelabflüsse (21½ Mrd €).

Netto-Kapitalexporte bei den Direktinvestitionen

Unternehmen mit Sitz in Deutschland weiteten in den Monaten Juli bis September ihre Direktinvestitionen im Ausland um 36½ Mrd € aus (Vorquartal: 17½ Mrd €). Inländische Unternehmen stockten vor allem ihr Beteiligungskapital an ausländischen Töchtern auf (25½ Mrd €) – rund die Hälfte davon in Form reinvestierter Gewinne. Darüber hinaus stellten sie verbundene Konzerneinheiten 11 Mrd € an zusätzlichen Krediten zur Verfügung. Im dritten Quartal flossen deutsche Direktinvestitionsmittel in bedeutendem Umfang in die Niederlande (8½ Mrd €),

Kapitalexporte bei deutschen Direktinvestitionen im Ausland

³ Außerhalb des Wertpapierverkehrs schlug sich im dritten Quartal die Zuteilung neuer Sonderziehungsrechte in der deutschen Zahlungsbilanz nieder. Die deutschen Währungsreserven stiegen allein durch diese Maßnahme um 31 Mrd €. In gleicher Höhe stieg allerdings auch der entsprechende Ausgleichsposten in der Bilanz der Bundesbank, der dort als Verbindlichkeit gegenüber dem Internationalen Währungsfonds verbucht ist. Vgl. auch die nebenstehende Tabelle.

nach Schweden (7 Mrd €) und in die USA (5½ Mrd €).

*Kapitalzuflüsse
über ausländische Direktinvestitionen in
Deutschland*

In umgekehrter Richtung erhöhten ausländische Unternehmen den Bestand ihrer Direktinvestitionen in Deutschland um 15 Mrd €, nach 13½ Mrd € im zweiten Quartal. Konzerninterne Kre-

dite machten gut zwei Drittel dieser zusätzlichen Direktinvestitionsmittel aus. Ein weiteres Drittel (4½ Mrd €) entfiel auf Beteiligungskapital. Besonders hohe Zuflüsse an Direktinvestitionsmitteln waren im dritten Quartal aus den Niederlanden (12 Mrd €) und dem Vereinigten Königreich (3½ Mrd €) zu verzeichnen.

■ Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2021), Finanzmärkte, Monatsbericht, Mai 2021, S. 41–52.