

■ Finanzmärkte

■ Finanzmarktumfeld

Erwarteter Inflationsrückgang und stärkere Leitzinssenkungserwartungen drücken Renditen

Die internationalen Finanzmärkte standen im Zeichen einer gewachsenen Zuversicht der Marktakteure, dass die Inflation 2024 weltweit schneller als bislang erwartet zurückgehen könnte. Im November und Dezember 2023 revidierten sie sukzessive ihre bisherige Einschätzung, dass die Leitzinsen in vielen Währungsräumen, wie in den USA und dem Euroraum, für längere Zeit auf einem hohen Niveau verharren würden (higher-for-longer) und gingen stattdessen von früheren und stärkeren Leitzinssenkungen aus. Zu dieser Erwartungsanpassung trugen vor allem deutlich rückläufige Energiepreise und die Hoffnung der Marktakteure, dass die Disinflation zügiger als bislang erwartet voranschreiten würde, bei. In den USA sendete die Fed zudem früh Signale, dass sie die Leitzinsen 2024 vermutlich senken können. So äußerte der Fed-Vorsitzende Powell nach der Tagung des Offenmarktausschusses im Dezember die Einschätzung, dass der Zinsgipfel in den USA wohl erreicht sei und im Jahr 2024 Leitzinssenkungen folgen könnten. Dies trug zu einer Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar bei. Zwar sorgte die im Januar etwas höher als erwartet ausgefallene US-Inflation dafür, dass

sich diese Leitzinssenkungserwartungen wieder etwas abschwächten. Angesichts weiter robuster US-Makrodaten, die im neuen Jahr insbesondere vom Arbeitsmarkt ausgingen, wuchs aber insgesamt die Zuversicht der Anleger, dass es bei einer rückläufigen Inflation zu einer „weichen Landung“ der US-Wirtschaft (soft landing) kommen könnte. Im Euroraum erklärten einige Mitglieder des EZB-Rats, dass ihrer Meinung nach eine Leitzinssenkung im Sommer denkbar sei. Angesichts der optimistischer eingeschätzten Inflationsentwicklung und vergleichsweise verhaltener europäischer Konjunkturaussichten erwarteten die Marktakteure vor diesem Hintergrund merklich raschere und stärkere Leitzinssenkungen als bislang. In diesem Umfeld gaben die langfristigen Nominal- und Realzinsen in beiden Währungsräumen deutlich nach. Dies schlug sich zusammen mit einem anhaltend robusten Risikoappetit der Marktakteure in deutlichen Kursgewinnen risikobehafteter Vermögenswerte nieder.

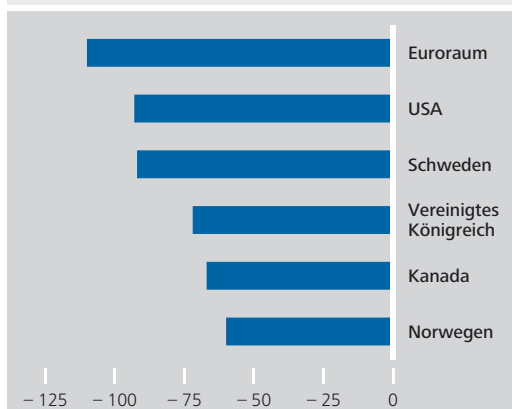
■ Wechselkurse

Der Euro gewann seit Ende des dritten Quartals 2023 per saldo gegenüber dem US-Dollar an Wert. Haupttreiber der Aufwertung war die sich verfestigende Erwartung einer Wende in der US-Geldpolitik. Diese Einschätzung übte trotz der im Euroraum ebenfalls bestehenden Leitzinssenkungserwartung Druck auf den US-Dollar aus. Der relativ stärkere Konjunkturausblick für die USA stützte zwar 2024 für sich genommen die US-Währung – beispielsweise als überraschend gute Zahlen zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) und zum Arbeitsmarkt in den USA veröffentlicht wurden. Die Erwartung einer baldigen US-Zinswende dominierte jedoch die Kursentwicklung, sodass der Euro insgesamt aufwertete. Am Ende der Berichtsperiode notierte er bei 1,07 US-\$ und lag damit 1,4% über seinem Wert von Ende September 2023.

Euro mit Kursgewinnen gegenüber US-Dollar ...

Implizite Leitzinssenkungen bis Ende 2024

Basispunkte, abgeleitet aus Geldmarktzinsen



Quelle: LSEG.
 Deutsche Bundesbank

... und gegenüber Yen, ...

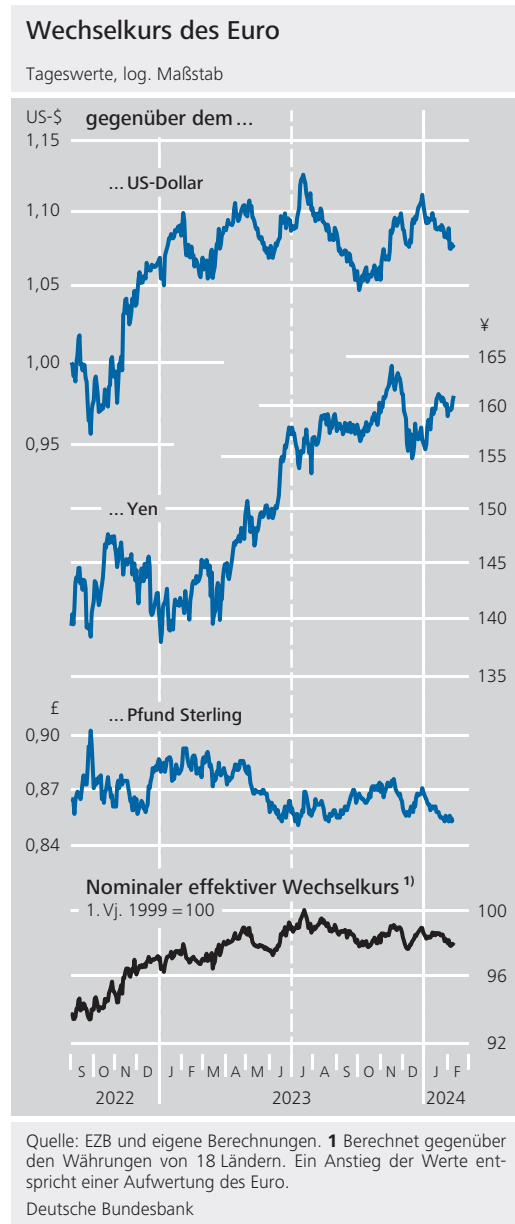
Stärker zeigte sich der Euro per saldo auch gegenüber dem Yen. Auch bei diesem Währungspaar bestimmte die erwartete geldpolitische Ausrichtung in den jeweiligen Währungsräumen weitgehend den Wechselkurs. So steht die japanische Währung seit Beginn des Straffungszyklus im Euroraum unter Druck, weil die Bank of Japan trotz auch dort steigender Inflationsraten an einem negativen Leitzins festhält. Mitte November erreichte der Euro sogar ein 15-Jahreshoch von 164 Yen. Erst als im Euroraum die oben erwähnten Erwartungen an baldige Zinssenkungen aufkamen und Anfang Dezember Äußerungen von Notenbank-Gouverneur Ueda von Marktteilnehmern dahingehend interpretiert wurden, dass in Japan eine Normalisierung der Geldpolitik bevorstehen könnte, schwächte sich der Euro gegenüber dem Yen ab. Ein schweres Erdbeben im Westen Japans um den Jahreswechsel trug jedoch dazu bei, dass Marktteilnehmer Erwartungen an eine baldige geldpolitische Straffung in Japan wieder etwas zurücknahmen. Der Euro legte in der Folge wieder zu und stand am Ende der Berichtsperiode bei 161 Yen. Damit steht per saldo ein Wertegewinn von 2,0 % seit Ende September vergangenen Jahres zu Buche.

... jedoch mit Kursverlusten gegenüber Pfund Sterling

Leichte Kursverluste erfuhr der Euro gegenüber dem Pfund Sterling. Wie auch gegenüber dem US-Dollar und dem Yen verlor der Euro gegenüber der britischen Währung Ende November spürbar an Wert, als Teilnehmer am Devisenmarkt baldige Zinssenkungen für den Euroraum einpreisten. Vorübergehend gestützt wurde der Euro hingegen von einigen Konjunkturdaten, die im Dezember für das Vereinigte Königreich veröffentlicht wurden. So fiel das Wachstum schwach und die Inflation überraschend niedrig aus. Dies schürte die Erwartung, dass die Bank of England ebenfalls früher als zuvor angenommen die Zinsen senken könnte. Zuletzt kostete ein Euro 0,86 Pfund und damit 1,0 % weniger als zum Ende des dritten Quartals 2023.

Euro in effektiver Rechnung fast unverändert

Im Ergebnis zeigte sich der Euro im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen 18 wichtiger Handelspartner fast unverändert



(- 0,1%). Während er dabei vor allem von seinen Kursgewinnen gegenüber dem US-Dollar gestützt wurde, wertete der Euro gegenüber dem Zloty und dem Schweizer Franken per saldo ab.

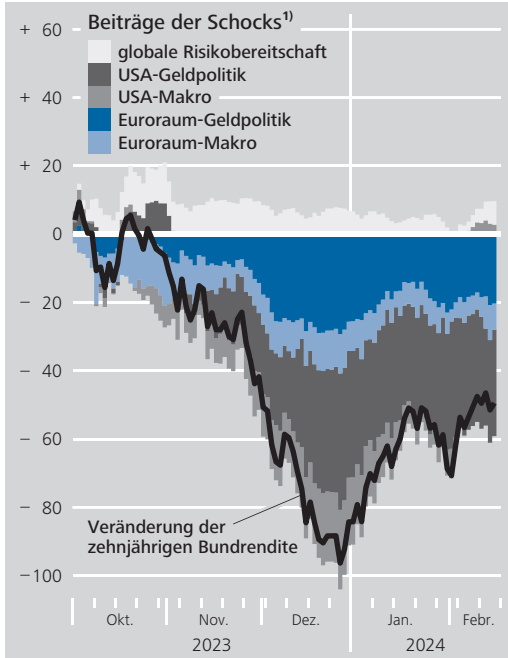
Wertpapiermärkte

Rentenmarkt

Die nominalen Renditen von Staatsanleihen gaben seit Ende des dritten Quartals 2023 in den großen Währungsräumen mit Ausnahme Japans deutlich nach. Ein wichtiger Grund hier-

Historische Zerlegung zehnjähriger Bundesanleihen

kumulierte Veränderung seit 30. September 2023, Basispunkte, Tageswerte



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

Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im Euroraum und in den USA gefallen

für waren auch hier die veränderten Erwartungen der Marktteilnehmer hinsichtlich der Leitzinsentwicklung. Die Renditen zehnjähriger US-Treasuries sanken in diesem Umfeld im gesamten Berichtszeitraum deutlich auf 4,3 %. Im Euroraum gab die nach dem BIP gewichtete zehnjährige EWU-Rendite noch stärker auf 2,9 % nach. Dieser vergleichsweise starke Rückgang reflektiert zum einen die erwartete weniger restriktive Geldpolitik und das eingetrübte Konjunkturbild im Euroraum. Zum anderen dürfte der kräftige Renditerückgang im Euroraum auch auf Spillover-Effekte aus den USA zurückzuführen sein. Das legt jedenfalls eine modellgestützte Analyse nahe, die Zinsbewegungen in die Beiträge jeweiliger Schocks historisch zerlegt.

Renditerückgang zehnjähriger Bundesanleihen

Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen sanken im Einklang mit der EWU-Rendite auf 2,4 %. Die aus den Renditen von Bundeswertpapieren abgeleitete Zinsstrukturkurve verschob sich im Berichtszeitraum annähernd gleichmäßig nach

unten. Der weiterhin inverse Verlauf der Zinsstrukturkurve, der als ein empirisches Signal für die Markterwartung einer Rezession in den nächsten zwölf Monaten gilt, steht damit im Einklang mit den eingetrübten Konjunkturperspektiven.¹⁾ Eine für reale Renditen von Bundeswertpapieren geschätzte Zinsstrukturkurve zeigt zudem, dass insbesondere im langfristigen Laufzeitbereich auch die realen Renditen im Berichtszeitraum sanken. Dies weist auf einen expansiven Impuls und für sich genommen günstigere Finanzierungsbedingungen hin.

Die Renditen sanken auch im Vereinigten Königreich und weiteren Ländern, wie zum Beispiel in Kanada und in den skandinavischen Ländern. Hintergrund hierfür war, dass die Marktteilnehmer von einem weitgehend global ablaufenden Disinflationsprozess ausgingen. Im Vereinigten Königreich gaben die Renditen zehnjähriger Gilts im Berichtszeitraum um 48 Basispunkte auf 4,1 % nach. Die Renditen zehnjähriger kanadischer und schwedischer Staatsanleihen sanken in ähnlichem Umfang, während norwegische Staatsanleiherenditen etwas weniger nachgaben. In Japan signalisierte die Bank of Japan, dass aus ihrer Sicht die Wahrscheinlichkeit allmählich steige, das Inflationsziel von 2 % nachhaltig zu erreichen. Zugleich hielt sie an ihrer sehr lockeren, zuletzt etwas flexibleren Geldpolitik der Zinsstrukturkurvensteuerung fest, mit der sie darauf abzielt, die langfristigen Renditen in der Nähe von 0 % zu halten.²⁾ In diesem Umfeld blieben die Renditen zehnjähriger japanischer Staatsanleihen fast unverändert.

Weltweite Disinflation drückt Renditen in weiteren Ländern

Die Renditeabstände von Staatsanleihen im Euroraum engten sich angesichts der gewachsenen Hoffnungen der Marktteilnehmer auf zügig sinkende Leitzinsen weiter ein. Bei niedrigeren Realzinsen und einem deutlich gestiege-

Renditedifferenzen im Euroraum eingengt

¹ Vgl: Deutsche Bundesbank (2023).

² Zuletzt hatte die Bank of Japan ihre Zinsstrukturkurvensteuerung etwas gelockert: Ende Juli 2023 hob sie die Obergrenze zehnjähriger Staatsanleiherenditen um 50 Basispunkte auf 1 % an. Ende Oktober 2023 beschloss sie, diesen Wert nicht mehr als strikte Obergrenze, sondern als Referenzpunkt und damit flexibler anzuwenden.

nen Risikoappetit gaben vor allem die Renditeaufschläge von Anleihen hoch verschuldeter Staaten sichtbar nach. Die Ankündigung des EZB-Rats, die Reinvestitionen im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP) bis zum zweiten Halbjahr 2024 schrittweise abzubauen, änderte das Abwärtsmomentum der Renditeaufschläge nicht. Dies lag auch daran, dass die vom Eurosystem in Aussicht gestellte Abbaugeschwindigkeit der PEPP-Anleihebestände hinter den Erwartungen der Marktakteure zurückblieb. Im Ergebnis sanken die gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen gemessenen Renditeabstände zehnjähriger griechischer und italienischer Staatsanleihen seit Ende September 2023 um 38 Basispunkte beziehungsweise 42 Basispunkte. Insgesamt engten sich die Renditeabstände zehnjähriger Staatsanleihen aus dem Euroraum gegenüber Bundesanleihen (BIP-gewichteter Durchschnitt) um 15 Basispunkte ein.

Marktteilnehmer erwarten bis Ende 2024 zügigen Inflationsrückgang auf 2 %

Die kurzfristigen Inflationserwartungen auf Basis von Inflationsswaps gingen im Berichtszeitraum deutlich zurück. So erwarten die Marktteilnehmer nun für die Jahre 2024 und 2025 eine Jahresinflation bei 2,2 % beziehungsweise 2,0 % und damit in Nähe der Stabilitätsmarke des Eurosystems. Ende September hatten sie noch für das Jahr 2024 mit 2,7 % beziehungsweise für das Jahr 2025 mit 2,3 % gerechnet. Grund hierfür war vor allem, dass die Energiepreise per saldo gefallen sind, was insgesamt dämpfend auf den marktbasierten Inflationspfad für das Jahr 2024 ausstrahlte. Veröffentlichungen der statistischen Ämter überraschten zudem mit niedrigeren aktuellen Inflationsraten als erwartet, was mit dazu beitrug, dass die Marktakteure ihren Inflationsausblick nach unten anpassten. Gegenwärtig ist an den Märkten eine etwas schnellere Rückkehr zur Preisstabilitätsnorm eingepreist, als Experten bei Umfragen angeben. Die vergleichsweise stärkeren Leitzinssenkungserwartungen, die aus Marktdaten abgeleitet werden (siehe S. 29), passen insofern zu dem entsprechend erwarteten stärkeren Rückgang der Inflation.

Erwartete Jahresdurchschnittsinflation des Euroraums für das Jahr 2024



Quellen: Fenics, Consensus Economics, Bloomberg und eigene Berechnungen. ¹⁾ Durchschnitt der 2024 monatlich fälligen Inflation Fixing Swaps indiziert auf den HVPI ohne Tabakwaren für den Euroraum.
 Deutsche Bundesbank

Die marktbasierte Inflationskompensation für den Euroraum zwischen fünf und zehn Jahren ging im Berichtszeitraum ebenfalls zurück, nämlich um etwa 0,3 Prozentpunkte auf 2,3 %. Zugleich blieben die umfragebasierten Inflationserwartungen für diesen Zeitraum unverändert bei 2,0 %. Zusammengefasst legt dies nahe, dass die Marktteilnehmer zwar mit Blick auf die künftige Inflationsentwicklung zversichtlicher geworden sind, sie aber weiterhin eher stärkere Aufwärts- als Abwärtsrisiken für die mittel- bis längerfristige Inflationsentwicklung im Euroraum sehen.

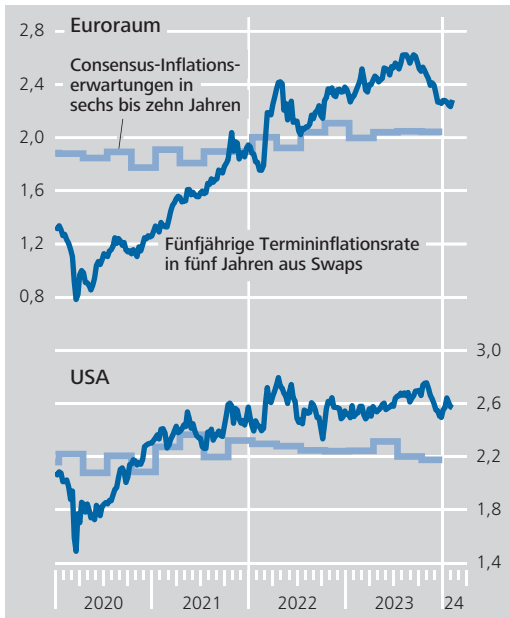
Marktteilnehmer sichern sich weiterhin gegen langfristige Aufwärtsrisiken der Inflation ab

In den USA hat sich der kurzfristige marktbasierte Inflationsausblick aufgrund der dämpfenden Energiepreisentwicklung ebenfalls verbessert. Auch die längerfristigen Inflationsindikatoren sind gesunken. Allerdings liegen die realisierte Inflation und der marktbasierte Inflationsausblick auf der anderen Seite des Atlantiks noch deutlich oberhalb von 2 %, dem Zielwert der amerikanischen Notenbank. Hierzu dürften

Inflationserwartungen in den USA gesunken, aber weiterhin erhöht

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

% p. a., Wochendurchschnitte



Quellen: Bloomberg, LSEG, 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 vergleichsweise robusteren US-Wirtschaftsdaten beigetragen haben, in denen ein Aufwärtsrisiko für den US-Inflationsprozess liegt.

Renditen von Unternehmensanleihen deutlich gesunken

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB und hochverzinslicher Anleihen mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren gaben zusammen mit den rückläufigen sicheren Zinsen deutlich nach. Innerhalb der Ratingklasse sanken die Anleiherenditen finanzieller Unternehmen stärker als für nichtfinanzielle Unternehmen. Angesichts des sichtbar höheren Risikoappetits engten sich auch die Renditeaufschläge gegenüber laufzeitgleichen Bundesanleihen ein, und zwar sowohl im BBB- als auch insbesondere im Hochzinssegment. Die an den Renditeaufschlägen gemessenen Finanzierungskosten europäischer Unternehmen liegen damit derzeit für alle Ratingklassen nahe oder unter ihrem jeweiligen Fünfjahresdurchschnitt. Dies ist insofern bemerkenswert, als diese Durchschnittswerte nicht nur von der Corona-Pandemie und dem

Ukrainekrieg, sondern auch von der quantitativen Lockerung und dem Regime einer effektiven Zinsuntergrenze geprägt sind.

Aktienmarkt

Die internationalen Aktienmärkte waren von den sinkenden risikofreien Zinsen und einem hohen Risikoappetit der Anleger geprägt, die den Kursen merklich Auftrieb gaben. In den USA stützte zudem die von vielen Anlegern erwartete „weiche Landung“ der US-Wirtschaft die Notierungen. Zwar interpretierten die Marktteilnehmer Anzeichen einer stabilen Konjunktur, wie beispielsweise robuste Arbeitsmarktdaten, teilweise auch als Belastungsfaktor für die Aktienkurse. Der Grund hierfür waren Sorgen, dass solche günstigen Konjunktursignale die Fed von zügigen Leitzinssenkungen abhalten könnten. Letztlich erwiesen sich solche Bedenken aber als nicht dauerhaft, zumal sich die robusten Makrodaten auch in höheren, die Notierungen stützenden Gewinnerwartungen niederschlugen. Auch zeitweise aufgekommene Sorgen vor einer Zuspitzung der geopolitischen Lage im Nahen Osten hatten letztlich keinen sichtbar dämpfenden Effekt auf die Aktienkurse. Überdurchschnittlich hohe Kursgewinne waren bei Aktien von Technologieunternehmen zu verzeichnen, die am US-Aktienmarkt ein hohes Gewicht haben. Bei diesen Unternehmen vertrauen die Anleger in der Regel auf günstige langfristige Perspektiven, sodass sie in besonderer Weise von niedrigeren sicheren Zinsen profitieren. Des Weiteren kamen einigen Technologieunternehmen Hoffnungen der Anleger auf Fortschritte bei der Nutzung künstlicher Intelligenz (KI) zugute. Dies gilt beispielsweise für Hersteller von Computerchips mit den für KI-Programme erforderlichen hohen Rechenkapazitäten.

Internationale Aktienmärkte mit sichtbaren Kursgewinnen

Die gesunkenen sicheren Zinsen und der robuste Risikoappetit sorgten auch im Euroraum für sichtbare Aktienkursgewinne. Im Vergleich mit den US-Notierungen fiel das Kursplus aber niedriger aus. Ein wichtiger Grund hierfür

Aktienkursgewinne in Europa niedriger als in USA

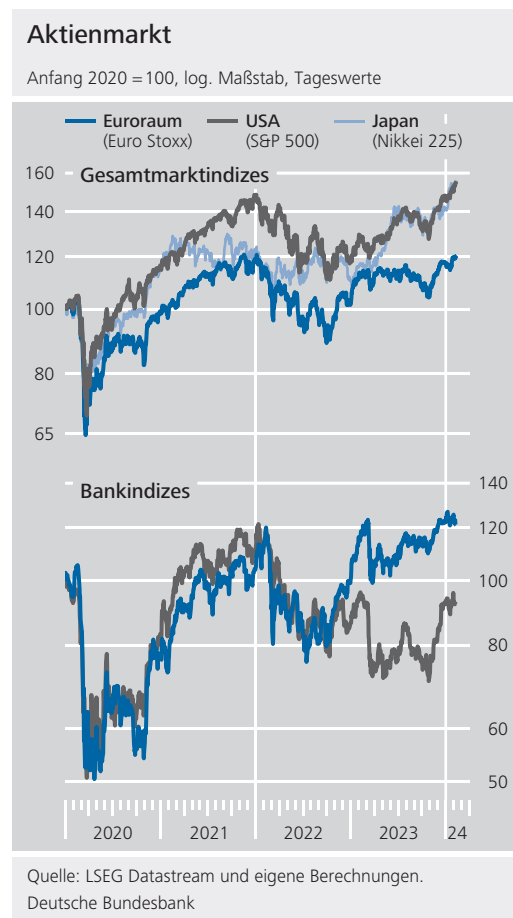
liegt in den vergleichsweise ungünstigen Konjunkturaussichten, die sich in nach unten revidierten Gewinnerwartungen niederschlugen und den Kursauftrieb dadurch dämpften. Im Ergebnis stiegen die Kurse europäischer Aktien (Euro Stoxx) und deutscher Aktien (CDAX) seit Ende des dritten Quartals 2023 um 10,8 % beziehungsweise 9,1 %. Die Kurse von Dividentiteln im Vereinigten Königreich (FTSE 100) blieben fast unverändert (- 0,1%), wobei einige im Index enthaltene Rohstofftitel die Kursentwicklung dämpften. US-amerikanische Aktien (S&P500) und japanische Aktien (Nikkei-Index) gewannen hingegen um 17,3 % beziehungsweise 19,8 % an Wert.

Banken beiderseits des Atlantiks mit Kursplus

Europäische und US-amerikanische Bankaktien verzeichneten im Berichtszeitraum teils kräftige Kursgewinne. Den Kursen von US-Bankaktien gab dabei sicherlich die gewachsene Zuversicht Auftrieb, dass es in den USA nicht zu einer Rezession, sondern zu der oben erwähnten „weichen Landung“ der Wirtschaft kommen könnte. Im Ergebnis stiegen die Notierungen europäischer und US-amerikanischer Banken seit Ende September 2023 um 6,2 % beziehungsweise 25,0 %.

Bewertungsniveau an Aktienmärkten etwas gestiegen

Das Bewertungsniveau US-amerikanischer Aktien blieb seit Ende des dritten Quartals 2023 nahezu konstant, während es für europäische Aktien leicht anstieg. Darauf weisen gesunkene Gewinnrenditen und implizite Eigenkapitalkosten europäischer Dividentitel hin. Die impliziten Eigenkapitalkosten ergeben sich dabei aus einem Dividendenbarwertmodell, das auch die mittelfristigen Gewinnaussichten der Unternehmen und die risikofreie Zinsentwicklung berück-



sichtigt. Angesichts der divergierenden Konjunkturaussichten beiderseits des Atlantiks entwickelten sich die mittelfristigen Ertragsaussichten unterschiedlich. Für europäische Unternehmen revidierten die Analysten sie etwas nach unten, sodass sie die Kursentwicklung dämpften; für US-Unternehmen wurden sie hingegen angehoben. Im langfristigen Vergleich deuten die impliziten Eigenkapitalkosten und insbesondere die Aktienrisikoprämien insgesamt auf eine relativ hohe Bewertung europäischer und US-amerikanischer Aktien hin.

■ Literaturverzeichnis

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