

Finanzmärkte

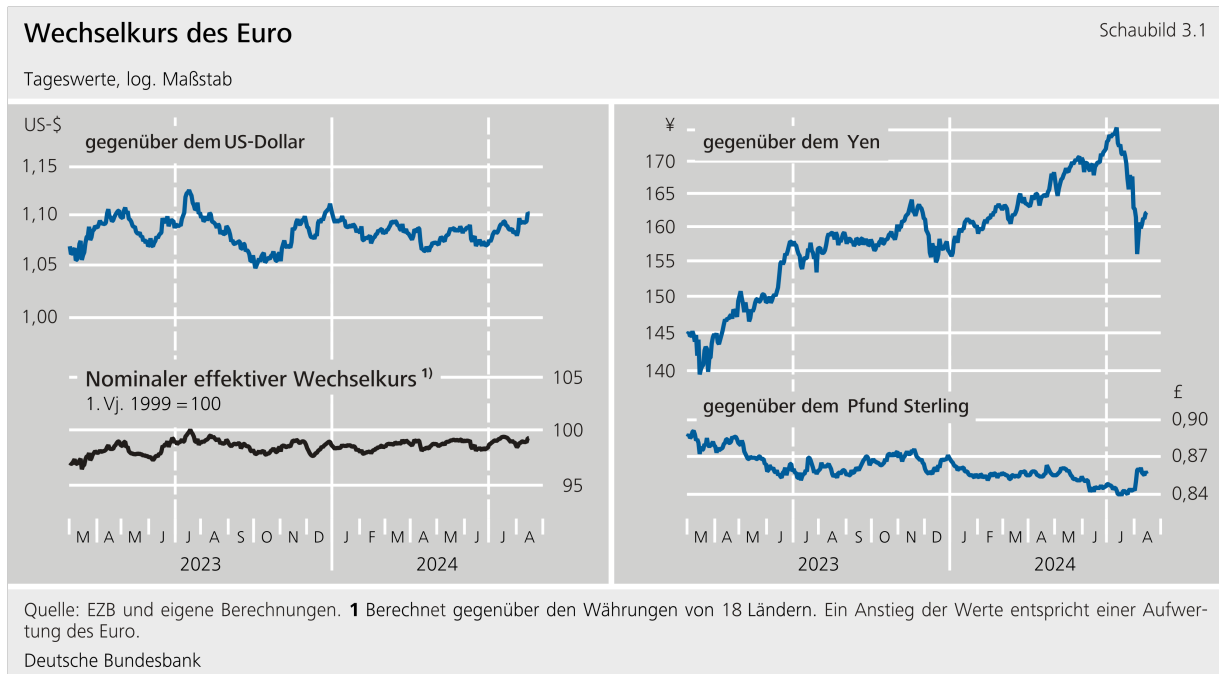
Monatsbericht – August 2024

1 Finanzmarktumfeld

Verbesserte Inflationsdaten in den USA sowie unerwartet schwächere Konjunktursignale verstärkten an den internationalen Finanzmärkten die Erwartung zügiger Leitzinssenkungen. Dies war im Frühjahr noch anders, als die Marktakteure ihre Einschätzung über den Beginn einer Zinssenkungsphase in den USA und im Euroraum angesichts stockender Disinflation und eines zumindest in den USA robusten konjunkturellen Umfelds sukzessive in die Zukunft verschoben. Seit Beginn des dritten Quartals änderte sich das Finanzmarktumfeld zunehmend. Gestützt durch die Einschätzung der Fed, dass es mittlerweile Fortschritte bei der Bekämpfung der US-Inflation gegeben habe, passten die Marktakteure ihren Leitzinsausblick teils deutlich nach unten an. In der Folge verstärkten unerwartet schwächere Arbeitsmarktdaten aus den USA diese Marktdynamik. Im US-Zinsverbund fielen auch die Leitzinserwartungen im Euroraum. Insgesamt entwickelten sich die langfristigen Renditen uneinheitlich. So fielen die Renditen in den USA, wohingegen sie sich im Euroraum im Ergebnis kaum veränderten. Die genannten Entwicklungen ließen den Euro gegenüber dem US-Dollar aufwerten. Gegenüber dem Yen verlor der Euro in einem Umfeld anziehender Renditen in Japan hingegen per saldo an Wert.

Risikobehaftete Vermögenswerte, darunter vor allem Aktien, gerieten infolge der pessimistischeren Konjunkturaussichten und eines rückläufigen Risikoappetits der Anleger unter Druck. So mussten die internationalen Aktienmärkte bei erhöhter Finanzmarktvolatilität temporär teils deutliche Kursverluste hinnehmen. Bei sinkender Risikoneigung der Investoren zogen die Renditeaufschläge von langfristigen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen insgesamt leicht an. Für Anleihen mit niedriger Bonität verlangten die Investoren in diesem Umfeld eine etwas höhere Risikokompensation. Die Anfang August durch schlechtere US-Arbeitsmarktdaten sprunghaft angestiegene Volatilität an den Finanzmärkten bildete sich jedoch rasch zurück. Die Entwicklung der internationalen Aktienmärkte seit Beginn des zweiten Quartals zeigt ausgeprägte regionale Unterschiede. In den USA und dem Vereinigten Königreich kam es per saldo zu Kursgewinnen, im Euroraum und Japan hingegen zu Verlusten.

2 Wechselkurse



Der Euro wertete seit Anfang des zweiten Quartals 2024 gegenüber dem US-Dollar per saldo auf. Impulse aus der Geldpolitik der beiden Währungsräume überlagerten dabei in ihrer Wirkung auf den Euro-US-Dollar-Kurs die Effekte einer zunehmenden Risikoaversion der Marktteilnehmer. Schon die vom französischen Präsidenten verfügte Auflösung der Nationalversammlung nach den Europawahlen führte dazu, dass sich der Risikoappetit für europäische Vermögenswerte merklich verringerte. Die Unsicherheit weitete sich später im Zuge zunehmender Spannungen im Nahen Osten auch global aus, was für sich genommen Nettokapitalströme in die USA und damit den US-Dollar begünstigte. Gestützt wurde der Euro seit Ende März dadurch, dass sich in den USA die Zinssenkungserwartungen verstärkten, was sich nur abgeschwächt auf den Euroraum übertrug. Ausschlaggebend für die sich ändernden geldpolitischen Perspektiven in den USA war, dass sich seit Juni die Zeichen für eine Abkühlung der US-Konjunktur mehrten. So fiel die am Verbraucherpreis gemessene Inflation in den USA mehrfach niedriger aus als ursprünglich erwartet, und auch die im August veröffentlichten US-Arbeitsmarktzahlen zeigten sich überraschend schwach. Im Euroraum erwies sich hingegen der Inflationsdruck bis zuletzt als hartnäckiger als von

den Marktteilnehmern erwartet. Bei Abschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 1,10 US-\$ und damit 1,9 % stärker als zum Ende des ersten Quartals 2024.

Der Eurokurs gegenüber dem Pfund Sterling blieb per saldo annähernd unverändert

. Überraschend hohe Inflationszahlen im Vereinigten Königreich, die in den Augen der Marktteilnehmer die Wahrscheinlichkeit einer baldigen geldpolitischen Lockerung dort reduzierten, trugen bis Mitte Juni zu Kursverlusten des Euro gegenüber dem britischen Pfund bei. Für anderthalb Monate bewegte sich der Wechselkurs dann überwiegend seitwärts in einem engen Band zwischen 0,84 Pfund und 0,85 Pfund. Anfang August senkte die Bank of England den Leitzins in einer knappen Entscheidung jedoch um 25 Basispunkte, nachdem die britischen Inflationszahlen zuvor nach unten überrascht hatten. Der Euro wertete daraufhin gegenüber dem Pfund wieder auf. Zuletzt stand er bei 0,86 Pfund Sterling, womit sein Kurs gegenüber dem Ende des ersten Quartals 2024 annähernd unverändert (+ 0,1 %) blieb.

Der Euro verlor zum Yen per saldo an Wert, obwohl er noch im Juli einen

Höchststand ihm gegenüber erreichte. Während des zweiten Vierteljahrs verzeichnete der Euro angesichts des markanten Zinsvorteils des Euroraums gegenüber Japan noch recht kontinuierliche Wertgewinne. Dieser Trend wurde auch durch Devisenmarktinterventionen der japanischen Behörden nur kurzzeitig unterbrochen, die im Mai – wie Ende des Monats offiziell bestätigt wurde – zur Stützung ihrer Währung 9,8 Billionen Yen kauften. Am 11. Juli erreichte der Euro ein neues Allzeithoch von 175 Yen. Anschließend setzte jedoch eine kräftige Gegenbewegung ein. Ein Auslöser für die rapiden Kursgewinne des Yen waren wohl erneute Devisenmarktinterventionen der japanischen Behörden, die laut offizieller Mitteilung im Juli weitere 5,5 Billionen Yen erwarben. Kurz darauf beschloss die japanische Zentralbank eine Leitzinserhöhung auf 0,25 %, die dazu beitrug, die Zinsdifferenz zwischen den Währungsgebieten ein wenig einzuengen. Darüber hinaus gab sie bekannt, das Anleiheankaufvolumen japanischer Staatsanleihen zu senken. Schließlich kündigte sie an, die Zinsen weiter zu erhöhen, wenn sich die Konjunktur wie erwartet entwickle. Auch dies trug zur weiteren Befestigung des Yen bei. Die kräftigen Kursgewinne des Yen belasten prinzipiell die Profitabilität von Currency-Carry-Trades, bei denen Mittel in Yen aufgenommen und im Ausland angelegt werden. Werden entsprechende Positionen aus diesem Grunde geschlossen, verstärkt dies den Aufwärtsdruck auf den Yen noch zusätzlich. Zuletzt wertete der Euro gegenüber dem Yen wieder auf, auch vor dem Hintergrund von Aussagen der Bank of Japan, sie werde die Leitzinsen nicht anheben, solange die Finanz- und Kapitalmärkte instabil seien. Bei Abschluss dieses Berichts lag der Euro bei 162 Yen und damit wieder 7,6 % unter seinem bisherigen Höchststand. Seit Ende März 2024 hat der Euro gegenüber dem Yen per saldo 0,8 % an Wert verloren.

Der Euro wertete im gewogenen Durchschnitt gegenüber den Währungen von 18 Handelspartnern seit Anfang April 2024 per saldo leicht auf (+ 0,4 %). Dabei

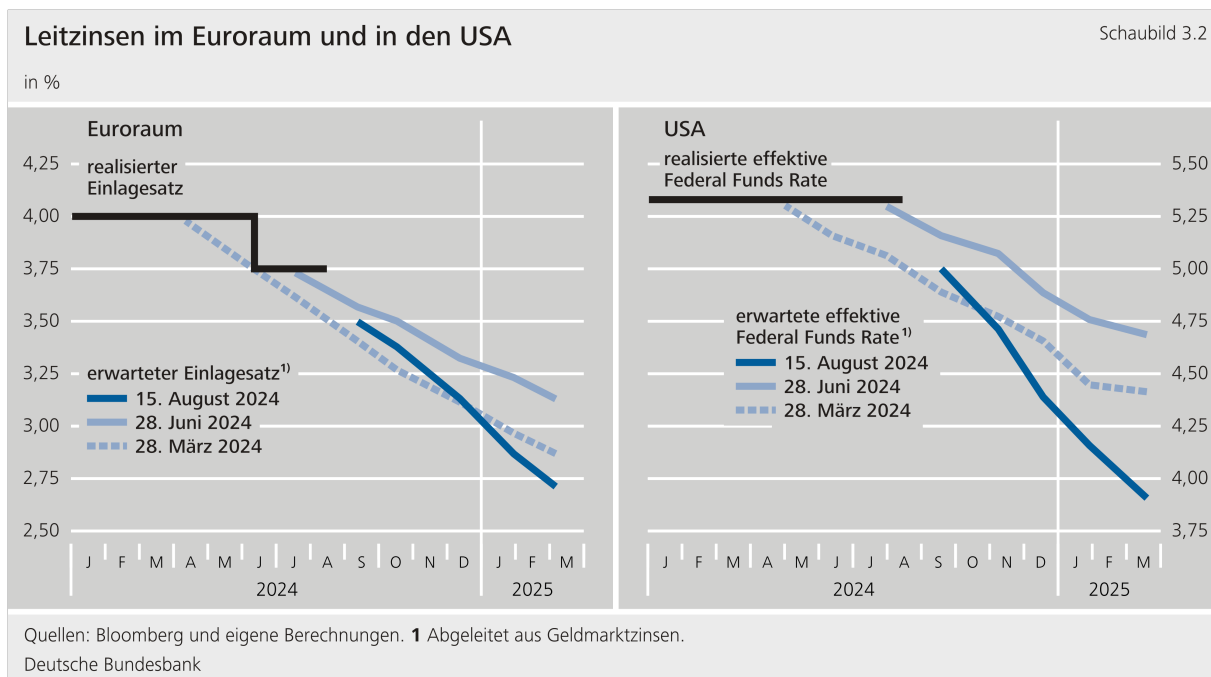
verzeichnete der Euro nicht nur zum US-Dollar Kursgewinne, sondern beispielsweise auch gegenüber dem kanadischen Dollar (+ 2,9 %). Dagegen wertete er neben dem Yen vor allem auch gegenüber dem Schweizer Franken merklich ab (- 2,3 %). Zwar führte die überraschende Absenkung des Leitzinses durch die Schweizerische Nationalbank um 25 Basispunkte im Juni temporär zu Kursgewinnen des Euro. Der Euro wertete im Berichtszeitraum gegenüber dem Franken per saldo dennoch ab. Hier kam die Rolle des Franken als Safe-Haven-Währung in Zeiten erhöhter Unsicherheit zum Ausdruck.¹⁾ Im Ergebnis überwogen jedoch die eingangs erwähnten Kursgewinne, sodass der Euro in effektiver Rechnung per saldo leicht aufwertete.

1 Eine Safe-Haven-Währung wertet nicht nur in unsicheren Perioden auf, sondern bietet auch in Zeiten von Finanzmarktstress eine Absicherung, wenn die Auswirkungen von Umschwüngen bei Carry-Trade-Aktivitäten berücksichtigt werden. Der Schweizer Franken erfüllt laut Schätzungen von Hossfeld und MacDonald (2015) diese Definition.

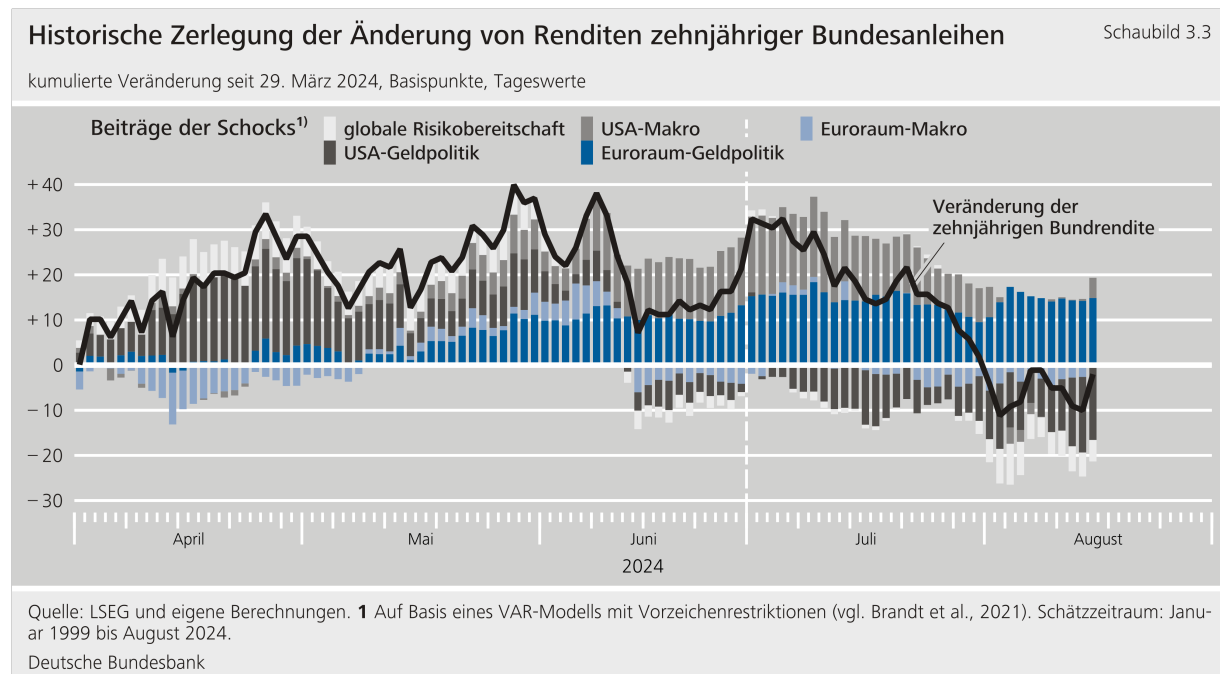
3 Wertpapiermärkte

3.1 Rentenmarkt

Die Renditen von Staatsanleihen gaben in den USA angesichts zunehmender Zinssenkungserwartungen und sich abschwächender Konjunkturaussichten nach. An den US-Staatsanleihenmärkten dominierte noch bis ins Frühjahr das Bild länger anhaltend hoher Leitzinsen, da der Disinflationprozess zunächst ins Stocken geriet. Nachfolgend wuchsen die Markterwartungen an Leitzinssenkungen für 2024 bei nachlassendem Preisdruck und einem sich abkühlenden Arbeitsmarkt wieder deutlich an. Hierzu trug auch die Kommunikation auf der Juli-Sitzung des Federal Open Market Committee (FOMC) bei, die die Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung betonte. Zuletzt signalisierten die Terminmärkte bis Ende 2024 Leitzinssenkungen für die USA um 95 Basispunkte. Die nominalen Renditen zehnjähriger US-Treasuries fielen im Ergebnis um 29 Basispunkte auf 4%.



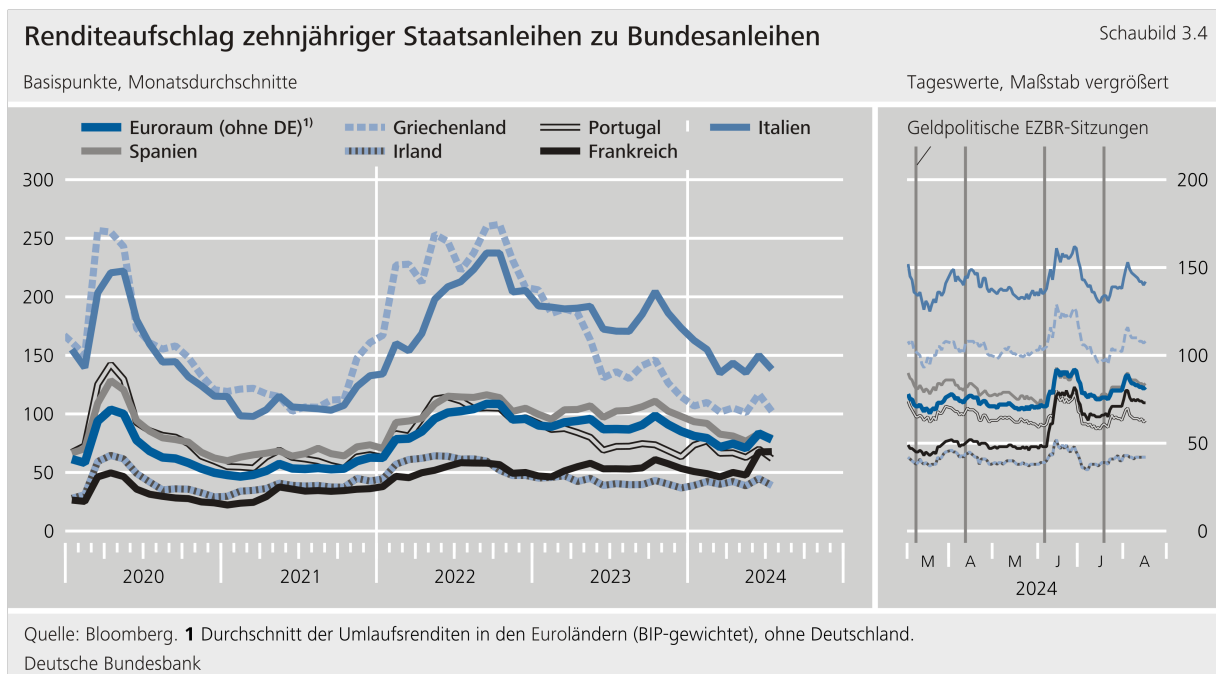
Im Umfeld der geldpolitischen Kommunikation des EZB-Rats passten die Marktakteure ihre Zinssenkungserwartungen im Euroraum weniger prägnant als in den USA an. Auf seiner Juni-Sitzung senkte der EZB-Rat die Leitzinsen angesichts der seit 2023 zurückgegangenen Inflation um 25 Basispunkte. Zugleich verwies er auf den weiterhin anhaltenden binnenwirtschaftlichen Preisdruck und die Datenabhängigkeit seines weiteren Vorgehens. Mehrere Stimmen des EZB-Rats betonten zudem, dass die Zinsentscheidung vom Juni nicht als Signal für einen Übergang in eine Phase sukzessiver Leitzinssenkungen zu bewerten sei. Die Bestätigung dieser Kommunikation auf seiner Sitzung im Juli sowie die jüngsten Aufwärtsüberraschungen bei den Inflationsdaten für den Euroraum im Juli trugen gemäß modellbasierten Analysen dazu bei, dass sich die expansiven geldpolitischen Impulse aus den USA nur abgeschwächt auf den Euroraum übertrugen. Insgesamt blieb der aus Geldmarktsätzen abgeleitete erwartete Einlagesatz für Ende 2024 nahezu unverändert auf einem Niveau von 3,1 %, allerdings legten die Zinssenkungserwartungen bis zum Ende des ersten Quartals 2025 zu. Die nach dem Bruttoinlandsprodukt (BIP) gewichtete zehnjährige EWU-Rendite blieb unverändert bei 2,8 %, sodass sich der Renditevorsprung der USA einengte.



Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen gaben leicht um 4 Basispunkte auf 2,3 % nach. Eine Modellzerlegung der Zinsstrukturkurve von Bundeswertpapieren zeigt, dass der Beitrag des Anstiegs der Terminprämien den Beitrag der gefallen Zinserwartungen auf die Renditeentwicklung bremste, da Investoren einen höheren Zinsaufschlag zur Übernahme von Zinsänderungsrisiken verlangten. Insgesamt

verflachte sich die Zinsstrukturkurve von Bundeswertpapieren im Berichtszeitraum, da die Renditen insbesondere am kurzen Ende nachgaben.

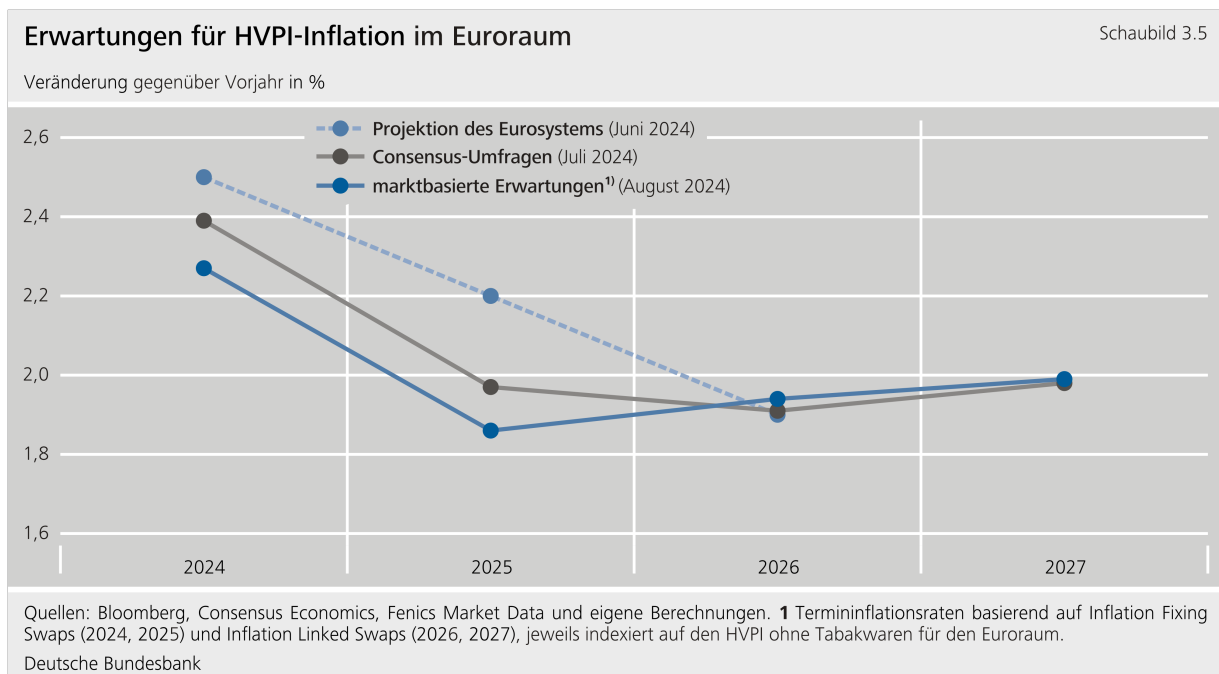
Die Renditeaufschläge europäischer Staatsanleihen weiteten sich angesichts eines gesunkenen Risikoappetits der Marktakteure leicht aus. So stieg der durchschnittliche Renditeaufschlag gemessen an der BIP-gewichteten EWU-Rendite gegenüber laufzeitgleichen Bundeswertpapieren im Ergebnis um + 5 Basispunkte. Stärkere Anstiege um + 22 Basispunkte verzeichneten hingegen zehnjährige französische Staatsanleihen, die die anhaltende politische Unsicherheit über die Mehrheitsverhältnisse im französischen Parlament und Sorgen über die zukünftige französische Fiskalpolitik reflektieren. Nach der Ankündigung vorgezogener Parlamentswahlen hatten sich die Renditeaufschläge zwischenzeitlich noch etwas stärker ausgeweitet, wozu auch eine erhöhte Nachfrage der Anleger nach Bundeswertpapieren beitrug (Safe-Haven-Effekt). Insgesamt blieben die Auswirkungen aber begrenzt, und es gab keine Anzeichen für eine eingeschränkte Marktfunktionsfähigkeit.



Die Renditen von Staatsanleihen im Vereinigten Königreich traten im Einklang mit den Entwicklungen im Euroraum auf der Stelle, wohingegen sie in Japan durch den fortgesetzten geldpolitischen Straffungsprozess der Bank of Japan stiegen. Die Bank of England senkte angesichts der Fortschritte bei der Inflationsbekämpfung auf ihrer Sitzung im August erstmals seit 2020 die Leitzinsen um 25 Basispunkte. Zugleich verwies sie darauf, dass einige Indikatoren weiterhin auf einen persistenten

Inflationsprozess hindeuten. Die Marktakteure passten daraufhin ihre Leitzinserwartungen nur leicht nach unten an. Die Renditen zehnjähriger Gilts zeigten sich von diesen Entwicklungen unbeeindruckt und verharrten bei 4 %. Die Bank of Japan hob hingegen den Leitzins im Juli um 15 Basispunkte an und setzte damit ihre geldpolitische Straffung im Kampf gegen die Inflation fort. Sie beschloss außerdem, den Ankauf von Staatsanleihen um die Hälfte zu reduzieren. Im Ergebnis zogen die Renditen zehnjähriger japanischer Staatsanleihen mit 12 Basispunkten auf 0,8 % an.

Die marktbasieren Inflationssindikatoren im Euroraum fielen vor allem zum Ende des Berichtszeitraums deutlich und legen eine baldige Rückkehr zur Stabilitätsnorm von 2 % nahe. Die Inflationsvergütung für den Euroraum, die sich aus Inflationsswaps errechnet, gab Ende Juli und Anfang August deutlich nach und fiel auf 2,3 % für das laufende Jahr. Für 2025 lag sie zuletzt bei 1,9 %. Die marktbasieren Inflationssindikatoren liegen damit derzeit – anders als noch Ende März – unter den Projektionen des Eurosystems. Hierzu dürften die zuletzt eingetrübten Konjunkturaussichten und ein gesunkener Ölpreis beigetragen haben.



Mittel- bis langfristig sehen Marktteilnehmer ein etwas geringeres Risiko für ein Überschreiten des Inflationsziels. Darauf deuten die aus Inflationsoptionen abgeleiteten, präferenzgewichteten Wahrscheinlichkeiten für künftige Inflationsraten hin. Dem Szenario, dass die durchschnittliche Inflationsrate über die nächsten fünf Jahre über 2 % beträgt, schrieben die Marktteilnehmer zuletzt eine Wahrscheinlichkeit von 41 % zu (- 11 Prozentpunkte gegenüber Ende März). Dementsprechend fiel die auf

Inflationsswaps basierende fünfjährige Inflationskompensation auf knapp unter 2 % (- 0,2 Prozentpunkte). Auch die längerfristige marktbasierende Inflationsvergütung gab seit Ende März leicht nach. Die in fünf Jahren beginnende fünfjährige Termininflationsrate lag zuletzt bei 2,2 % und damit 0,2 Prozentpunkte niedriger als Ende März. Damit näherten sich die marktbasierten längerfristigen Inflationserwartungen den umfragebasierten Erwartungen von Consensus Economics an, die gemäß der vierteljährlichen Umfrage vom Juli nahe dem 2 %-Ziel liegen. Demzufolge engte sich die Differenz zwischen markt- und umfragebasierten Inflationserwartungen, die als Maß für die Inflationsrisikoprämie interpretiert werden kann, ein; insgesamt bleibt sie in diesen langen Horizonten aber positiv. Investoren sind damit weiterhin bereit, eine Prämie zu zahlen, um sich gegen unerwartet hohe Inflations Szenarien abzusichern. Analog zum Euroraum sanken auch in den USA die marktbasierten fünfjährigen Termininflationsraten in fünf Jahren auf 2,4 % (- 0,2 Prozentpunkte).

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen verzeichneten angesichts einer nachlassenden Risikoneigung der Marktakteure etwas höhere Risikoaufschläge. Insgesamt blieben die Renditen von Unternehmensanleihen bis zur Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren unverändert, wohingegen Anleihen aus dem Hochzinssegment aller Laufzeiten moderat nachgaben. Bei etwas stärker nachgebenden Renditen laufzeitgleicher Bundeswertpapiere weiteten sich damit die Spreads aus. So stiegen die Renditeaufschläge für Unternehmensanleihen bis zur Ratingklasse BBB leicht an, während die Investoren für hochverzinsliche Anleihen im Umfeld des oben genannten nachlassenden Risikoappetits einen höheren Aufschlag forderten. Gegenüber der durch die negativen Konjunkturimpulse in den USA ausgelösten höheren Finanzmarktvolatilität erwiesen sich die Renditeaufschläge als relativ robust. Insgesamt lagen die Finanzierungskosten europäischer Unternehmen gemessen an den Renditeaufschlägen zuletzt für alle Ratingklassen nahe oder unter ihrem jeweiligen Fünfjahresdurchschnitt.

3.2 Aktienmarkt

Die internationalen Aktienmärkte verzeichneten in Anbetracht eines schwächeren Eindrucks der wirtschaftlichen Lage und einem rückläufigen Risikoappetit der Anleger teilweise Kursverluste. US-amerikanische Aktienkurse setzten angesichts zunächst robuster Konjunkturaussichten zu Beginn des zweiten Quartals ihre Aufwärtsbewegung vom Vorquartal fort. Bei steigenden Gewinnwachstumserwartungen erreichten sie, gemessen am S&P 500-Index, im Juli einen neuen Höchststand. Hierzu trugen Unternehmen des Technologiesektors, der im S&P 500-Index ein relativ hohes Gewicht einnimmt, wesentlich bei. Gegen Ende des Berichtszeitraums sorgten dann aber schwache US-Konjunkturdaten zusammen mit

einem deutlich rückläufigen Risikoappetit bei einer erhöhten Finanzmarktvolatilität für eine kräftige Kurskorrektur, die auf die globalen Aktienmärkte ausstrahlte. Zudem setzten verhalten ausgefallene Quartalszahlen einiger großer Technologieunternehmen die Notierungen unter Druck. Nach einer zügigen Erholung von dieser abrupt erhöhten Volatilität verzeichnete der S&P 500 im Ergebnis ein Plus von 5,5 %. Im Euroraum lasteten nennenswerte Kursverluste französischer Unternehmen auf der Wertentwicklung an den Aktienmärkten. Hierin spiegelte sich die bis zuletzt nicht vollständig abgeklungene politische Unsicherheit wider. Seit Ende März verzeichneten europäische und deutsche Aktienkurse, gemessen am Euro Stoxx und CDAX, merkliche Rückgänge um 4,8 % beziehungsweise 4,0 %. Aktien des Vereinigten Königreichs, gemessen am FTSE 100-Index, legten hingegen mit 5,0 % zu.

Japanische Aktientitel erlebten gegen Ende des Berichtszeitraums einen besonders starken Kursrückgang. Die Notierungen japanischer Aktien stiegen bis Mitte Juli zwar merklich an, sind seitdem aber stark gesunken. Hierzu dürften die erwartete Eintrübung der US-Konjunktur, die gewachsenen US-Zinssenkungserwartungen und die von der Bank of Japan signalisierte Bereitschaft zu einer weiteren Leitzinserhöhung beigetragen haben. Die daraus resultierende Aufwertung des Yen belastete insbesondere japanische exportorientierte Unternehmen. Anfang August erlebte der Nikkei-Index den stärksten Aktienmarkteinbruch seit Oktober 1987, wobei die Kurse sich teilweise wieder erholten. Über den gesamten Berichtszeitraum verzeichnete der Nikkei-Index ein Minus von 9,0 %.

Europäische und US-amerikanische Bankaktien entwickelten sich insgesamt ähnlich zu den Aktienindizes für die Gesamtmärkte. Im Euroraum dürfte hierzu beigetragen haben, dass die Marktteilnehmer infolge der im Verlauf des zweiten Quartals abgeschwächten Zinssenkungserwartungen weiterhin erhöhte Zinsmargen erwarten. Im Ergebnis stiegen die Notierungen US-amerikanischer Bankaktien mit 2,4 % vergleichsweise maßvoll. Europäische Bankaktien verzeichneten im Ergebnis zwar ein Minus von 2,0 %, die Rückgänge sind dennoch geringer im Vergleich zu den europäischen Aktienmärkten insgesamt.

Die Bewertungsniveaus europäischer und US-amerikanischer Aktien gingen seit Ende März zurück. Hierauf deuten in beiden Währungsräumen jeweils gestiegene Aktienrisikoprämien und implizite Eigenkapitalkosten hin. Die impliziten Eigenkapitalkosten ergeben sich dabei aus einem Dividendenbarwertmodell, das auch die mittelfristigen Gewinnaussichten der Unternehmen und die risikofreie Zinsentwicklung berücksichtigt. Die anhand von Analystenschätzungen gemessenen, und damit nur zeitverzögert vorliegenden mittelfristigen Gewinnaussichten stiegen im Berichtszeitraum vor allem für den S&P 500, aber auch für den Euro Stoxx an.

Literaturverzeichnis

Hossfeld, O. und R. MacDonald (2015), Carry funding and safe haven currencies: A threshold regression approach, *Journal of International Money and Finance*, Vol. 59, S. 185 – 202.