

Finanzmärkte

1 Finanzmarktumfeld

Die Finanzmärkte standen im Zeichen deutlich gestiegener Langfristzinsen, eines voranschreitenden Disinflationsprozesses im Euroraum und abnehmender Leitzinssenkungserwartungen vor allem in den USA. Die Marktteilnehmer revidierten den für das Jahr 2025 erwarteten Leitzinspfad für den Euroraum etwas nach oben. Sie gehen aber weiterhin von merklich sinkenden Geldmarktzinsen und einem abnehmenden Restriktionsgrad der Geldpolitik im weiteren Jahresverlauf aus. Sowohl Umfragen als auch Marktdaten deuten darauf hin, dass das Inflationsziel mittelfristig erreicht wird. Die Zinssenkungserwartungen für die US-Geldpolitik liefen deutlich stärker zurück. Vor allem in den USA erwies sich der Disinflationsprozess als vergleichsweise zäh. Die Marktteilnehmer rechneten für das Jahr 2025 zuletzt lediglich mit einem weiteren Zinsschritt der Fed.

Die Renditen zehnjähriger US-Treasuries – und mit ihnen die Renditen weltweit – zogen im Ergebnis kräftig an. Hierzu trugen anziehende US-Inflationserwartungen, unerwartet robuste Wachstumssignale für die US-Wirtschaft und erwartete fiskalische Belastungen bei. Sorgen darüber, ob Zölle oder die restriktivere Migrationspolitik das US-Wachstum hemmen könnten, traten bislang in den Hintergrund. Von der erwarteten US-Haushaltspolitik, in der stark steigende Schuldenstände relativ zum BIP angelegt sind, gingen aus Sicht der Anleger zumindest in der kürzeren Frist ebenfalls Wachstumsimpulse aus. Der Anstieg war letztlich ungewöhnlich stark gestiegenen Terminprämien geschuldet. Hierin spiegelte sich die gestiegene wirtschaftliche Zuversicht für die US-Wirtschaft, aber auch die wieder zunehmende Unsicherheit über die US-Inflationsentwicklung und die zukünftige Leitzinsentwicklung wider. Der Anstieg der Terminprämien griff auch auf die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen und auf europäische Staatsanleihen insgesamt über. Da aber gleichzeitig die geldpolitische Zinserwartung in den USA deutlicher nach oben revidiert wurde als im Euroraum, weitete sich die Zinsdifferenz zwischen dem Euroraum und den USA spürbar aus. Dies war ausschlaggebend dafür, dass der Euro gegenüber dem US-Dollar deutlich abwertete. Insgesamt gab der Euro im Berichtszeitraum gegenüber 18 Handelspartnern auch effektiv nach; hier dürfte sich das gedämpfte heimische Konjunkturbild stärker niedergeschlagen haben.

Mit dem gestiegenen Risikoappetit und überraschend positiven Zahlen für die US-Wirtschaft stiegen die Kurse an den internationalen Aktienmärkten sichtbar an. Dies trug im Ergebnis zu dem hohen Bewertungsniveau insbesondere von US-Aktien bei. Nicht zuletzt aufgrund erwarteter regulatorischer Lockerungen für die Finanzindustrie durch die neue US-Regierung rechneten Anleger mit länger anhaltenden hohen Zinsmargen der Banken. Bankaktien gewannen daher deutlich an Wert.

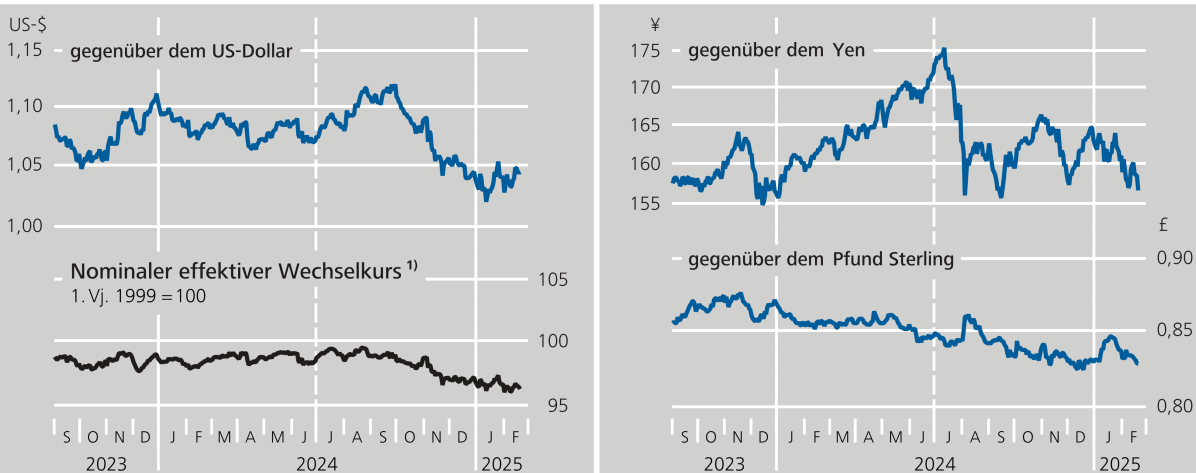
2 Wechselkurse

Gegenüber dem US-Dollar wertete der Euro seit Ende des dritten Quartals 2024 deutlich ab. Zwischenzeitlich notierte der Euro mit einem Kurs von 1,02 US-\$ auf dem niedrigsten Stand seit November 2022. Für die Abwertung des Euro waren mehrere Faktoren ausschlaggebend: Zum einen verliehen die wirtschaftspolitischen Vorhaben des neuen US-Präsidenten Trump dem US-Dollar Auftrieb. So stellte Trump eine expansivere Fiskal- und eine restriktivere Migrationspolitik in Aussicht. Zudem drohte er – neben den zusätzlichen Handelszöllen gegen die EU, die für Aluminium und Stahl Anfang Februar auf den Weg gebracht wurden – mit breit angelegten Zollanhebungen. Alle diese Maßnahmen verstärken tendenziell den Preisauftrieb in den USA. Daher erhöhten sich dort nach Bekanntgabe des Wahlausganges die marktbasieren Inflation- und damit auch die Zinserwartungen. Die dadurch gestiegene Zinsdifferenz zum Euroraum führte zu einer Abwertung des Euro. Ein zweiter wesentlicher Grund für die Schwäche des Euro gegenüber dem US-Dollar war die weiterhin überraschend robuste Wirtschaftsentwicklung in den USA. So wurde beispielsweise Anfang Dezember eine unerwartet gestiegene Nachfrage nach Arbeitskräften gemeldet. Die genannten Ereignisse trugen dazu bei, dass die Federal Reserve in ihrer Dezembersitzung zwar eine Zinssenkung von 25 Basispunkten beschloss, jedoch ein langsames Tempo der geldpolitischen Lockerung im Jahresverlauf 2025 signalisierte. Dies übte einen zusätzlichen Aufwertungsdruck auf den US-Dollar aus. Verstärkt wurde dieser Aufwertungsdruck im Verhältnis zum Euro drittens durch die erwarteten, aber ausbleibenden Aufschwungssignale für den Euroraum. Das nährte die Einschätzung der Marktteilnehmer, der geldpolitische Kurs des Eurosystems könne expansiver ausfallen als bisher gedacht, was den Euro unter Druck setzte. Zum Redaktionsschluss dieses Berichts notierte der Euro bei 1,04 US-\$ und lag damit verglichen mit dem Ende des dritten Quartals 2024 um 6,7 % im Minus.

Wechselkurs des Euro

Schaubild 3.1

Tageswerte, log. Maßstab



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

Deutsche Bundesbank

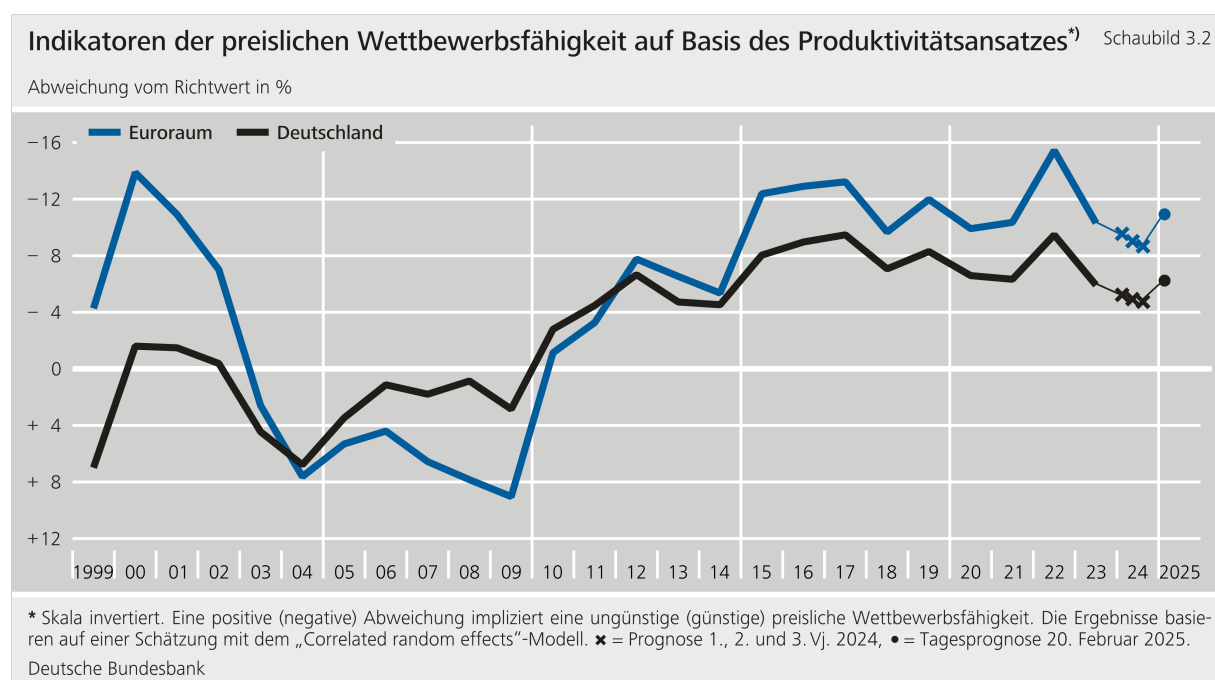
Der Euro wertete gegenüber dem Pfund Sterling seit Ende des dritten Quartals 2024

ab. Im Oktober gewann der Euro gegenüber dem Pfund Sterling vorübergehend an Wert, nachdem die britische Regierung eine höhere Neuverschuldung für 2025 angekündigt hatte. Zu Beginn des neuen Jahres wertete der Euro deutlicher, aber ebenfalls nur kurzzeitig auf, als gemeldet wurde, internationale Investoren würden aufgrund erneuter Bedenken hinsichtlich der fiskalischen Lage und der Wachstumsaussichten des Vereinigten Königreichs britische Staatsanleihen netto veräußern. Zuletzt sanken sowohl im Vereinigten Königreich als auch im Euroraum die Zinsen über alle Laufzeitbereiche. Da die Zinsreduktion im Euroraum etwas größer ausfiel, weitete sich die Zinsdifferenz zulasten des Euroraums aus. Dies trug zu einer Abwertung des Euro bei, sodass er zuletzt bei 0,83 Pfund und somit um 0,9 % niedriger als Ende September 2024 lag.

Der Euro verlor gegenüber dem Yen aufgrund abnehmender Zinsunterschiede

zwischen den Währungsräumen per saldo an Wert. Unterstützt wurde der Euro gegenüber dem Yen durch Sorgen über den konjunkturellen Ausblick in Japan. Diese wurden von politischen Unsicherheiten in Japan infolge der dortigen Parlamentswahlen sowie von internationalen Unwägbarkeiten genährt, die beispielsweise von der neuen US-Regierung ausgingen. Angesichts dessen setzte die Bank of Japan im Dezember die Leitzinsen nicht herauf. Die Marktteilnehmer werteten diese Entscheidung als einen

Hinweis darauf, dass die Bank of Japan ihren außerordentlich starken geldpolitischen Expansionsgrad in naher Zukunft möglicherweise nicht weiter zurücknehmen würde. Dadurch geriet der Yen vorübergehend unter Druck. Mit der Veröffentlichung unerwartet hoher Inflationszahlen kam dieser Trend zum Erliegen. Seitdem die Bank of Japan Ende Januar angesichts stärkerer Lohnabschlüsse die Leitzinsen weiter anhub, befand sich der Yen wieder in einer Aufwertungsphase. Da der EZB-Rat während des gleichen Zeitraums die Leitzinsen im Euroraum senkte, nahm die Zinsdifferenz einjähriger, durch die Geldpolitik geprägter Zinsen zwischen dem Euroraum und Japan um rund 15 Basispunkte ab. Dies belastete den Euro. Per saldo wertete er gegenüber dem Yen um 2,0 % ab und lag zuletzt bei 157 Yen.



Die effektive Abwertung des Euro gegenüber 18 Währungen unterstützt die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands. Im gewogenen Durchschnitt gegenüber 18 Handelspartnern gab der effektive Wechselkurs des Euro relativ zum Ende des dritten Quartals 2024 um 2,7 % nach. Maßgeblich hierfür war die oben erwähnte deutliche Abwertung gegenüber dem US-Dollar. Einen weiteren bedeutenden Beitrag zur effektiven Euro-Schwäche lieferte auch die merkliche Abwertung des Euro gegenüber dem Renminbi (- 3,4 %). Die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands und des Euroraums hat sich daher seit Ende September 2024 verbessert. Aktuell liegt das relative Preisniveau des Euroraums signifikant unter jenem, welches angesichts seines relativen Produktivitätsniveaus zu erwarten wäre. Somit wird die preisliche Wettbewerbsposition des Euroraums basierend auf dem Produktivitätsansatz und gegenüber

einem weiten Länderkreis als günstig eingeschätzt. Dies gilt nun tendenziell auch wieder für Deutschland. Im Vergleich zu weiten Strecken des Jahres 2024, als die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands nach diesem Maßstab zeitweise auf ein neutrales Niveau gesunken war, stellt dies eine Erholung dar. Im längerfristigen Vergleich mit den Jahren 2015 bis 2022 zeigt sich hingegen eine moderate Verschlechterung der preislichen Wettbewerbsposition Deutschlands. Der folgende Exkurs legt dar, dass die Entwicklung nicht-preislicher Faktoren der deutschen Wettbewerbsfähigkeit allerdings deutlich gravierender ist.

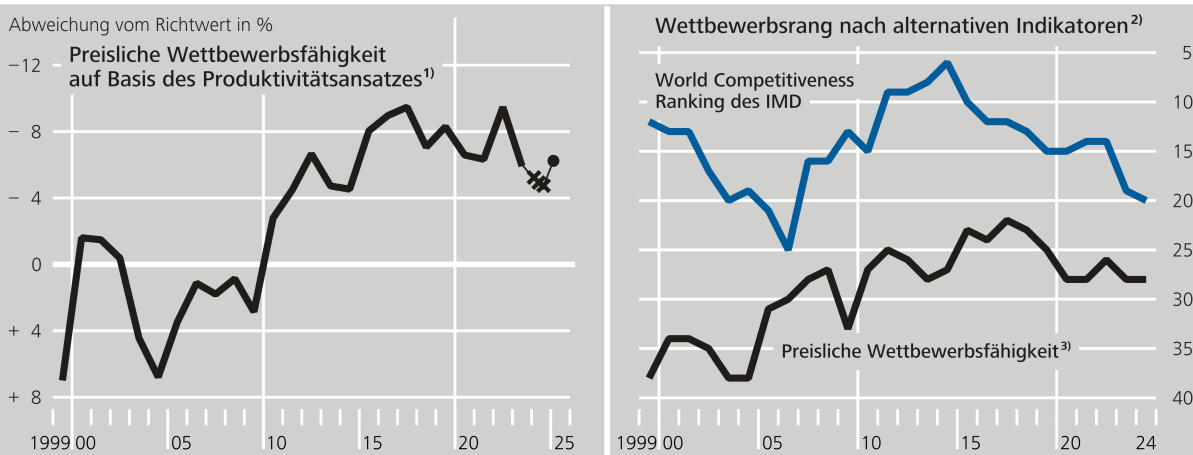
Preisliche und nicht-preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands – Stand und Entwicklungen

Die Bundesbank bewertet laufend die preisliche Wettbewerbsposition von 57 Ländern durch einen Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit auf Basis des Produktivitätsansatzes. Dabei wird der empirisch belegte und positive Zusammenhang zwischen dem relativen Produktivitätsniveau eines Landes und seinem relativen Preisniveau gemäß der Balassa-Samuelson-Hypothese berücksichtigt.¹⁾ Daraus lässt sich für jedes Land unter Berücksichtigung seiner geografischen Wettbewerbsstruktur auf den Exportmärkten ein Referenzwert für das relative Preisniveau berechnen, bei dem seine preisliche Wettbewerbsfähigkeit neutral wäre. Übersteigt das tatsächliche relative Preisniveau signifikant diesen Referenzwert, so wird die preisliche Wettbewerbsposition des betreffenden Landes als ungünstig bezeichnet.²⁾

-
- 1 Gemäß der Balassa-Samuelson-Hypothese zahlen Länder mit einem hohen Produktivitätsniveau vergleichsweise hohe Löhne im Sektor handelbarer Güter. Die relativ hohen Löhne werden aber auch im Sektor für nicht-handelbare Güter gezahlt, weil beide Sektoren um Arbeitskräfte konkurrieren. Die höheren Löhne bewirken somit ein höheres, auf den höheren Preisen nicht-handelbarer Güter beruhendes Preisniveau relativ zu Ländern mit geringerer Produktivität. Dies beeinflusst jedoch die internationale preisliche Wettbewerbsfähigkeit eines Landes nicht, da hierfür die Preise international gehandelter Güter entscheidend sind. Zur Ableitung des Effekts gesamtwirtschaftlicher Produktivitätsverschiebungen im Rahmen des Balassa-Samuelson-Modells vgl.: Fischer und Hossfeld (2014).
 - 2 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2023a).

Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft

Schaubild 3.3



1 Skala invertiert. Eine positive (negative) Abweichung impliziert eine ungünstige (günstige) preisliche Wettbewerbsfähigkeit. Die Ergebnisse basieren auf einer Schätzung mit dem „Correlated random effects“-Modell. **x** = Prognose 1., 2. und 3. Vj. 2024, **•** = Tagesprognose 20. Februar 2025. **2** Skala invertiert. Platzierung Deutschlands unter 53 (von beiden Indikatoren abgedeckten) Ländern. **3** Wie links, jedoch ausgedrückt als Rangplatz. Deutsche Bundesbank

Der Bundesbank-Indikator stuft die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands für das Jahr 2024 als neutral ein, zuletzt wegen der jüngsten effektiven Euro-Abwertung sogar tendenziell etwas besser (siehe Schaubild 3.3). Diese Indikatorwerte sind aber merklich schlechter als die aus den Jahren 2015 bis 2022, in welchen Deutschland eine recht günstige preisliche Wettbewerbsfähigkeit verzeichnete. Erstellt man eine Rangfolge der Länder basierend auf ihren Indikatorwerten, so lässt sich auch darin eine moderate Verschlechterung des Rangplatzes von Deutschland seit 2015 feststellen.

Einen alternativen Wettbewerbsfähigkeitsindikator stellt das World Competitiveness Ranking des Institute for Management Development (IMD) dar. Dieser stuft 67 Länder auf Grundlage von 256 Subindikatoren ein, die in die vier Kategorien wirtschaftliche Leistungsfähigkeit, Effizienz des Staates, Effizienz der Unternehmen sowie Güte der Infrastruktur eingeteilt sind. Zwei Drittel der Subindikatoren ergeben sich aus statistisch erhobenen Daten und ein Drittel aus Befragungen von Führungskräften. Die Anzahl der befragten Unternehmen (im Durchschnitt rund 100 pro Land) ist jedoch gering im Vergleich mit anderen Unternehmensbefragungen wie etwa dem Bundesbank Online Panel oder dem ifo Geschäftsklimaindex. Auch ist das Gewichtungsschema des Gesamtindikators im Detail nicht öffentlich bekannt und nicht theoretisch abgeleitet wie etwa im Fall des Indikators der preislichen Wettbewerbsfähigkeit. Die heterogene Datengrundlage des IMD-Indikators, die auch nicht-preisliche Faktoren wie Politik-

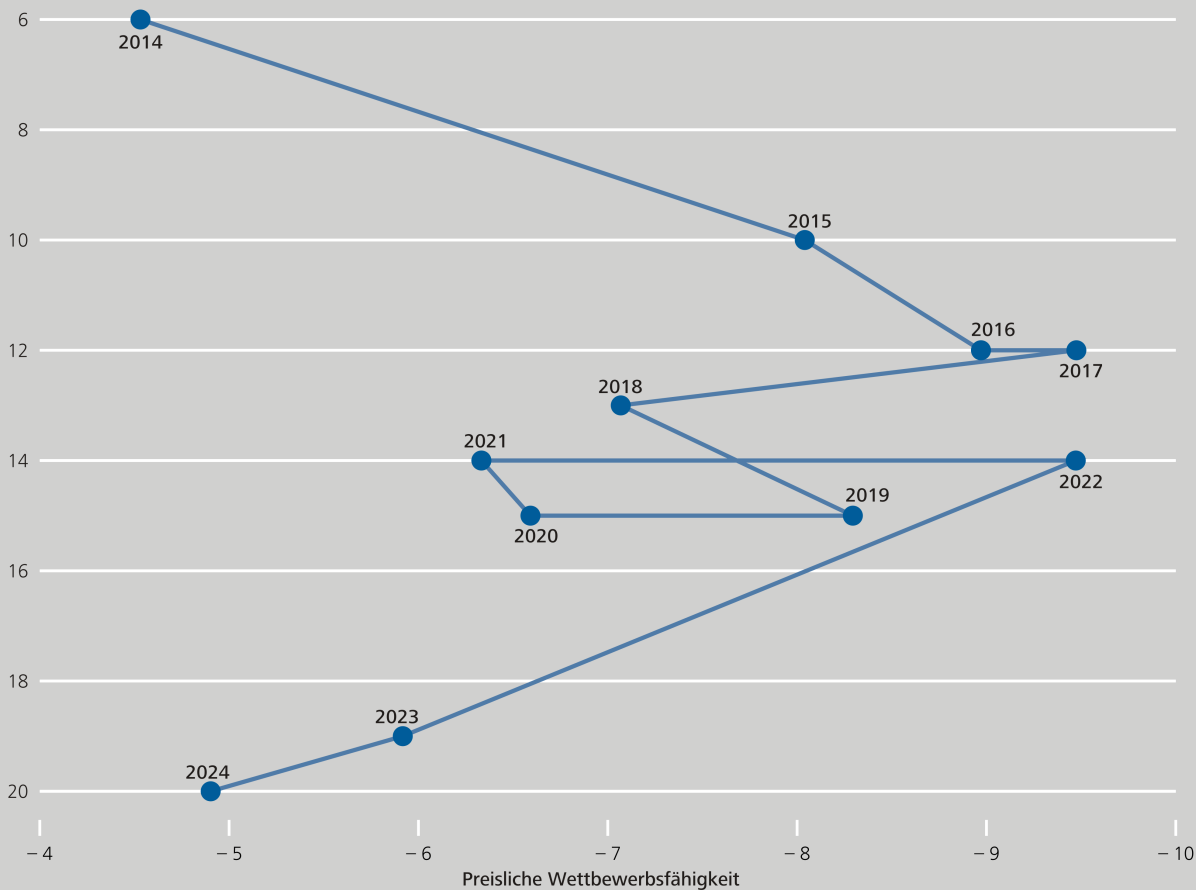
maßnahmen, Infrastruktur und Bildung einbezieht, hat zur Folge, dass der Begriff Wettbewerbsfähigkeit von diesem Indikator sehr breit abgegrenzt wird. Dies erschwert im Vergleich zum Bundesbank-Indikator einerseits seine Interpretation, ermöglicht jedoch andererseits eine umfassendere Betrachtung der Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands.

Innerhalb des letzten Jahrzehnts hat sich Deutschlands Wettbewerbsposition nach dem IMD-Indikator deutlich verschlechtert, von einer Topplatzierung im Jahr 2014 (6. Rang) zu einem nur noch mittleren Rang im Jahr 2024 (siehe Schaubild 3.3). Dabei fiel der Rangplatz Deutschlands laut IMD besonders deutlich in den Jahren 2014 bis 2019 und anschließend wieder ab 2022. Im direkten Vergleich mit dem Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit weisen beide Indikatoren auf eine seit 2022 negative Entwicklung bei der Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands hin (siehe Schaubild 3.4). In den Jahren 2014 bis 2019 divergierten die Indikatoren jedoch merklich, da sich die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands in diesem Zeitraum im Unterschied zum Indikator des IMD zunächst verbesserte und anschließend auf einem günstigen Niveau verharnte.

Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Wirtschaft: relative Entwicklung alternativer Indikatoren*)

Schaubild 3.4

World Competitiveness Ranking des IMD



* Punkte geben die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands in einem gegebenen Jahr nach zwei alternativen Indikatoren an: das IMD World Competitiveness Ranking den Rang Deutschlands unter 53 (von beiden Indikatoren abgedeckten) Ländern, die preisliche Wettbewerbsfähigkeit den Indikatorwert nach dem von der Bundesbank berechneten Produktivitätsansatz. Skalen sind invertiert: Ein niedrigerer Indikatorwert beziehungsweise Rang gibt eine höhere Wettbewerbsfähigkeit an.

Deutsche Bundesbank

Die Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands verschlechterte sich durch preisliche Komponenten insgesamt nur moderat; das zeigen sowohl der Indikator der preislichen Wettbewerbsfähigkeit der Bundesbank als auch die preisbezogenen Subindikatoren des IMD-Ansatzes. Zudem setzt die Verschlechterung bei preislichen Indikatoren des IMD-Ansatzes im Zeitraum ab 2022 ein und spiegelt damit unter anderem die negativen Auswirkungen des russischen Angriffskrieges gegen die Ukraine auf die Wirtschaft Deutschlands wider. Dies steht im Einklang mit dem oben bereits erwähnten Resultat, dass auch nach dem Bundesbank-Indikator der Rückgang der preislichen

Wettbewerbsfähigkeit nur moderat ausfällt und sich auf die Jahre ab 2022 konzentriert. Einzig beim Subindikator „HVPI-Inflationsrate“ konstatiert das IMD einen deutlicheren Rangverlust für Deutschland seit 2022. Die vergleichsweise ungünstige Entwicklung der deutschen Inflation reflektiert unter anderem den kriegsbedingten Energiepreisanstieg.³⁾

Auffälliger als bei preislichen sind die Verluste Deutschlands bei nicht-preislichen Faktoren, insbesondere bei umfragebasierten Subindikatoren des IMD-Rankings. So finden sich unter den Subindikatoren mit der seit 2014 ungünstigsten Entwicklung für Deutschland zahlreiche durch Unternehmensbefragungen ermittelte Werte. Im Bereich „Effizienz des Unternehmenssektors“ fiel Deutschland beispielsweise bei mehreren Fragen von ehemaligen Topplatzierungen auf mittlere Ränge, so zum Beispiel bei den Fragen, ob Großunternehmen verglichen mit internationalen Standards effizient operieren, ob das Image Deutschlands den Wirtschaftsstandort fördere, ob die gesellschaftlichen Werte dem internationalen Wettbewerb zuträglich seien und ob Unternehmertum weit verbreitet sei. Auch in den Kategorien „Infrastruktur“ und „Effizienz des Staatssektors“ sind unter den Subindikatoren mit der ungünstigsten Entwicklung solche, die auf Unternehmensbefragungen beruhen, wie etwa die Einschätzung zu juristischen Rahmenbedingungen für technischen Fortschritt, zu Anreizen für internationale Investoren oder zur Bürokratie. Auch die digitale Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands hat sich laut dem separat ermittelten „World Digital Competitiveness Ranking“ des IMD seit 2014 verschlechtert, wofür ebenfalls Umfrageindikatoren maßgeblich verantwortlich sind. Allerdings zeigt sich bei näherer Betrachtung, dass umfragebasierte Subindikatoren der Wettbewerbsfähigkeit im IMD-Ranking merklich stärker ausschlagen als solche, die auf statistischen Erhebungen basieren. So beträgt die Standardabweichung des durchschnittlichen Rangs statistisch erhobener Subindikatoren Deutschlands 4,7 Rangplätze, wohingegen der Wert bei umfragebasierten Subindikatoren bei 7,4 Rangplätzen liegt.⁴⁾ Dies könnte darauf hindeuten, dass umfragebasierte Subindikatoren die tatsächliche Verschlechterung aktuell überzeichnen.

Alles in allem lässt sich somit sagen, dass der Indikator des IMD insgesamt auf deutliche Verluste Deutschlands bei nicht-preislichen Aspekten der Wettbewerbsfähigkeit hindeutet, während die preisliche Wettbewerbsfähigkeit Deutschlands sich

3 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2022, 2023a).

4 Die Standardabweichung ist ein Maß der Schwankungsbreite der Rangplätze über die Zeit. Für den durchschnittlichen Rang statistisch erhobener Subindikatoren bedeutet dies konkret, dass zwei Drittel aller Platzierungen Deutschlands über die Zeit im Intervall [22-4,7; 22+4,7] liegen, wobei der Wert 22 den langfristigen Durchschnitt dieses Rangs wiedergibt.

im Vergleich zum Durchschnitt seit 2015 nur moderat verschlechterte. Die Analyse unterscheidet nicht zwischen strukturellen und zyklischen Faktoren der Wettbewerbsfähigkeit. Die langjährige, negative Entwicklung des IMD-Indikators, insbesondere im Bereich der nicht-preislichen Faktoren, legt jedoch strukturelle Probleme Deutschlands nahe.

3 Wertpapiermärkte

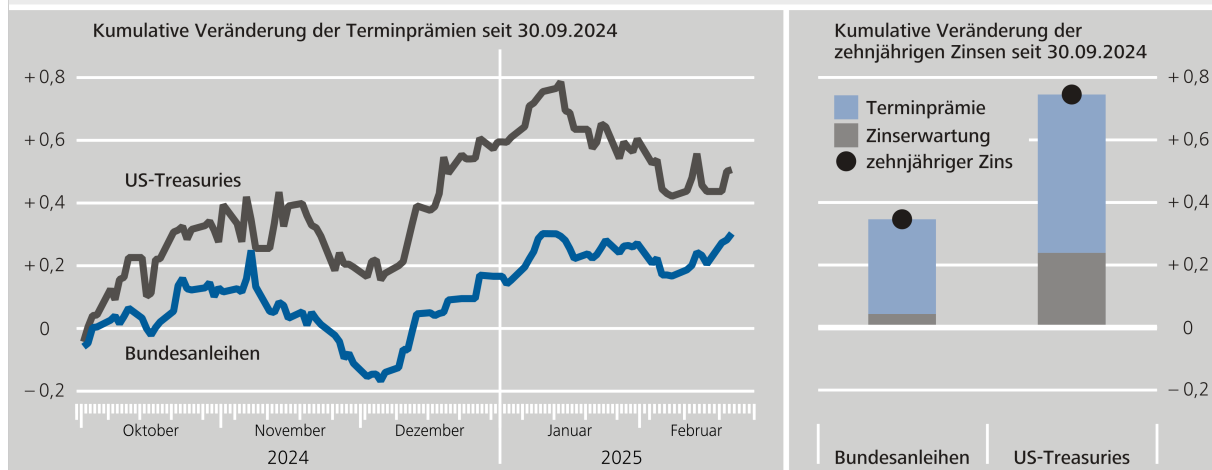
3.1 Rentenmarkt

Die Renditen von Staatsanleihen in den USA zogen angesichts eines überraschend guten Wirtschaftsausblicks und abnehmender Zinssenkungserwartungen deutlich an. Seit Ende September 2024 wurde eine Reihe von Indikatoren veröffentlicht, die ein überraschend positives Bild der US-Konjunktur zeichneten. Auch die Wirtschaftsagenda der neuen US-Regierung beurteilten Marktteilnehmer mit Blick auf das US-Wachstum insgesamt als förderlich (siehe auch oben die Abschnitte "Finanzmarktumfeld" und "Wechselkurse"). Alles in allem führten diese Einschätzungen zu steigenden realen Zinsen. Zu beobachten war auch, dass bei den Marktteilnehmern Bedenken aufkamen, dass sich der Disinflationprozess deutlich verlangsamen könnte. So zogen die zehnjährigenmarktbasierten Inflationserwartungen für die USA deutlich an. Vor diesem Hintergrund korrigierten die Marktakteure auch ihre Einschätzung über den zukünftigen Leitzinspfad der Fed nach oben. Hierzu trugen auch die Entscheidungen der Fed maßgeblich bei. So senkte die US-Notenbank die Leitzinsen im Dezember 2024 zwar noch einmal, machte dabei aber gleichzeitig deutlich, den geldpolitischen Normalisierungsprozess zu verlangsamen und ließ im Januar die Leitzinsen unverändert. Zuletzt lag die Rendite zehnjähriger US-Treasuries 74 Basispunkte über ihrem Niveau zu Beginn des vierten Quartals.

Rendite zehnjähriger Bundesanleihen und zehnjähriger US-Treasuries: Beiträge der Terminprämien und Zinserwartungen

Schaubild 3.5

in %



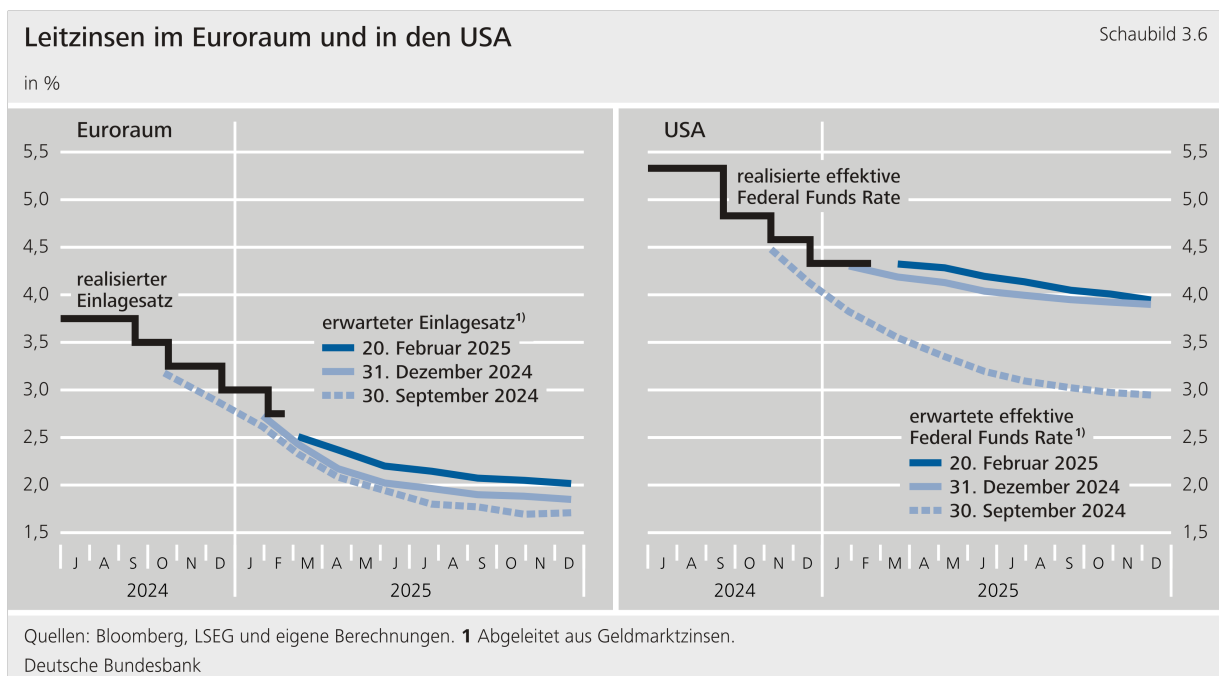
Quelle: Bloomberg und eigene Berechnungen. Zerlegung der Bundesanleihen und US-Treasuries basierend auf Adrian et al. (2013).
Deutsche Bundesbank

Der US-Renditeanstieg ging zum Großteil auf eine steigende Terminprämie aber auch auf schwächere US-Zinssenkungserwartungen zurück. Terminprämien sind die Prämien, die Investoren erhalten, wenn sie Anleihen mit längeren Laufzeiten halten anstelle von kurz laufenden Geldmarktpapieren, die sie revolvierend anlegen. Diese Prämien spiegeln die Unsicherheit und das Risiko wider, die mit heute unbekanntem, künftigen Zinssätzen und künftigen wirtschaftlichen Bedingungen verbunden sind. Abhängig vom wirtschaftlichen Umfeld können Terminprämien positiv oder negativ sein.¹⁾ Zu dem starken Auftrieb der Prämie am aktuellen Rand trugen vor allem zwei Faktoren bei. Zum einen sahen Marktteilnehmer wieder stärkere Inflationsrisiken in den USA. Eine überraschend hohe Inflation senkt die Kaufkraft – also den Realwert – einer zehnjährigen Anleihe bei Fälligkeit. Für die Übernahme dieses Inflationsrisikos verlangen die Anleger entschädigt zu werden. Die Inflationsrisikoprämie und die Unsicherheit über die künftige Leitzinsentwicklung stiegen an. Zum anderen schauen die Marktteilnehmer mit größerem Optimismus auf das reale US-Wirtschaftswachstum. Geringere Abwärtsrisiken führen dazu, dass die kurzfristigen realen Zinssätze sich eher nach oben entwickeln. Damit sinkt der reale Versicherungswert von langfristigen Anleihen gegen reale Einkommenseinbußen. Für Investoren wird es günstiger, ihren realen Konsum

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank (2023b).

über die Laufzeit der Anleihe zu verstetigen. Dieser sinkende reale Versicherungswert zehnjähriger Anleihen führt für sich genommen ebenfalls zu steigenden Zinsen. Vor allem diese reale Komponente der Terminprämie stieg in den letzten Monaten an. Geänderte Leitzinserwartungen trugen ebenfalls zu den steigenden zehnjährigen Renditen bei. Mehrheitlich rechneten nun die Marktteilnehmer zum Ende des Berichtszeitraums nur noch mit einer Zinssenkung für das laufende Jahr und damit um 100 Basispunkte weniger als noch Ende des dritten Quartals 2024.

Der Terminprämienanstieg in den USA strahlte im Berichtszeitraum deutlich auf die Renditen im Euroraum aus. Die internationalen Kapitalmärkte stehen in einem mehr oder weniger engen Zinsverbund. Steigt die reale Kapitalmarktbelastung durch die weltgrößte Volkswirtschaft an, kann sich der Rest der Welt diesem realen Anstieg nicht dauerhaft entziehen. Dieser Zusammenhang lässt sich am aktuellen Rand anhand der Terminprämie nachvollziehen. Die Terminprämie zehnjähriger Bundesanleihen stieg mit 24 Basispunkten ebenfalls deutlich an, wenngleich schwächer als die Terminprämie laufzeitgleicher US-Treasuries. Da die zehnjährige Bundesanleihe die Benchmark-Anleihe für den Euroraum ist, also eine zentrale Bezugsgröße für die Kurse der anderen Staatsanleihen des Euroraums, stiegen auch deren Renditen über die Terminprämie an.



Der erwartete Leitzinspfad des Euroraums entkoppelte sich von dem der USA. Mit Leitzinssenkungen von je 25 Basispunkten reduzierte der EZB-Rat auf seinen Sitzungen im Oktober, Dezember und Januar den Straffungsgrad seiner Geldpolitik weiter und

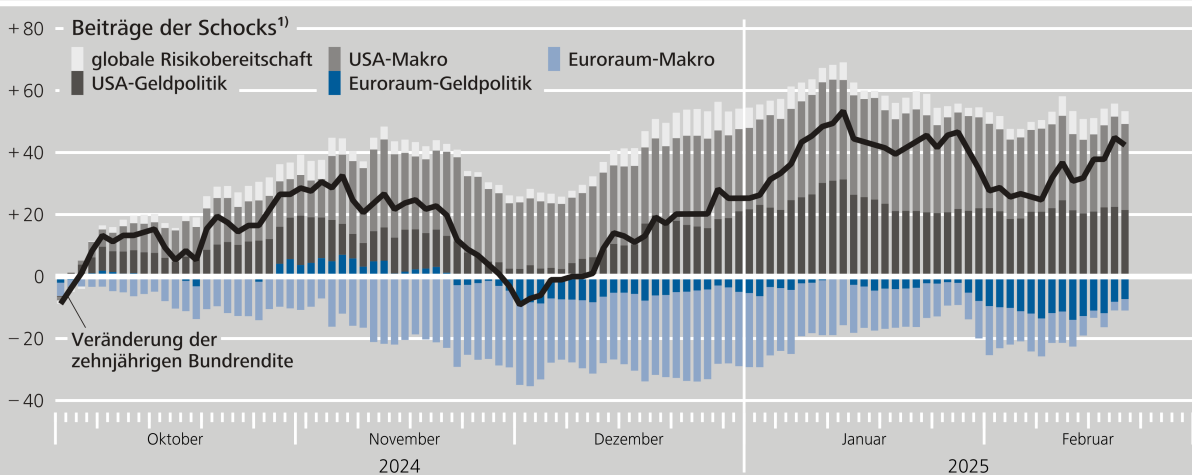
stärker als die Fed. Der von den Marktteilnehmern erwartete weitere Leitzinspfad für den Euroraum verschob sich hingegen nur leicht nach oben. Die Marktteilnehmer gehen wie zuvor von merklich sinkenden Geldmarktzinsen im Jahresverlauf 2025 aus. So lag der aus Geldmarktsätzen (€STR) für Mitte 2025 abgeleitete erwartete Einlagesatz zuletzt bei etwa 2,2 % und damit um 55 Basispunkte unter seinem aktuellen Niveau. Hierin drückt sich ihre Einschätzung aus, dass der Disinflationsprozess im Euroraum voranschreitet. Gleichzeitig spiegelte sich darin auch, dass die erwarteten Aufschwungssignale für den Euroraum ausblieben und die Indikatorenlage insgesamt auf eine überraschend schwache konjunkturelle Entwicklung im Euroraum hinwies.

Die Renditen zehnjähriger Bundesanleihen stiegen vor diesem Hintergrund deutlich weniger an als die der USA, aber wegen vergleichsweise stark abschmelzender Knappheitsprämien stärker als die Renditen anderer Länder des Euroraums. Der Renditeabstand des BIP-gewichteten Durchschnitts der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen der anderen Länder des Euroraums engte sich gegenüber laufzeitgleichen Bundestiteln um 13 Basispunkte ein. Der im EWU-Vergleich ausgeprägte Renditeanstieg von Bundesanleihen von im Ergebnis 41 Basispunkten reflektierte auch das Auslaufen der geldpolitischen Ankaufprogramme. Beträge aus fällig werdenden Bundesanleihen werden nicht mehr vom Eurosystem reinvestiert. Damit ändert sich nach und nach die Anlegerstruktur: Das sich im Streubesitz befindende Volumen von Bundestiteln nimmt zu und damit die Knappheit dieser Papiere ab. Diese Strukturverschiebungen zeigen sich anhand der abschmelzenden Knappheitsprämien, die insbesondere für sichere Bundesanleihen gezahlt werden. Verstärkt wird dieser Effekt dadurch, dass der Risikoappetit der Anleger zunahm, was die Nachfrage nach ausfallsicheren Bundestiteln dämpfte. Im Ergebnis stand der Renditeanstieg zehnjähriger Bundesanleihen vor allem unter dem Einfluss der oben beschriebenen Entwicklungen in den USA. Allerdings dürfte der jüngste Renditeanstieg nach der Münchener Sicherheitskonferenz auch im Zusammenhang mit den erwarteten höheren Verteidigungsausgaben in der EU stehen, die aus Marktsicht die fiskalischen Belastungen erhöhen.

Historische Zerlegung der Änderung von Renditen zehnjähriger Bundesanleihen

Schaubild 3.7

kumulierte Veränderung seit 1. Oktober 2024, Basispunkte, Tageswerte



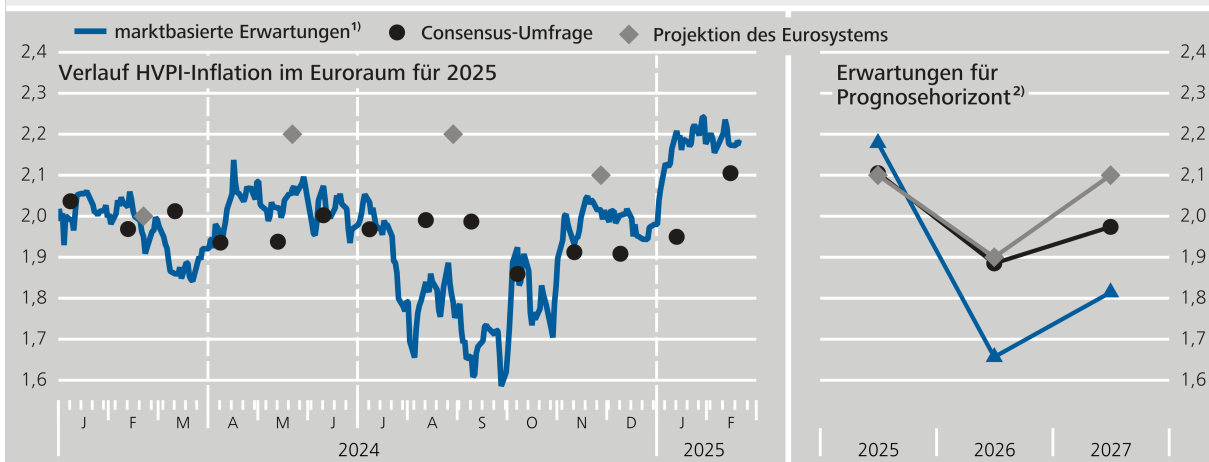
Quelle: LSEG und eigene Berechnungen. ¹ Auf Basis eines VAR-Modells mit Vorzeichenrestriktionen (vgl.: Brandt et al. (2021)). Schätzzeitraum: Januar 1999 bis Februar 2025.
Deutsche Bundesbank

Die zehnjährigen Staatsanleihen des Vereinigten Königreichs und Japans vollzogen im Berichtszeitraum das Bewegungsprofil der US-Treasuries nach. Im Ergebnis rentierten britische Gilt 62 Basispunkte über ihrem Niveau von Anfang Oktober, und die Renditen japanischer Staatsanleihen lagen 59 Basispunkte höher. Nach ihrer ersten Zinssenkung im August senkte die Bank of England ihren Leitzins im November und im Februar um jeweils weitere 25 Basispunkte. Demgegenüber erhöhte die Bank of Japan vor dem Hintergrund des sich weiter aufbauenden heimischen Inflationsdrucks nach ihrer geldpolitischen Straffung im Juli ihren Leitzins im Januar erneut um 25 Basispunkte (siehe Abschnitt „Wechselkurse“). Die Leitzinsen in Japan liegen damit auf dem höchsten Wert der vergangenen 17 Jahre.

Erwartungen für die HVPI-Inflation im Euroraum

Schaubild 3.8

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Quellen: Bloomberg, Consensus Economics, Fenics Market Data und eigene Berechnungen. **1** Termininflationen basierend auf Inflation Fixing Swaps (2025, 2026) und Inflation Linked Swaps (2026, 2027), jeweils indiziert auf den HVPI ohne Tabakwaren für den Euroraum. **2** Letzte verfügbare Datenstände: marktbasierter Erwartungen und Consensus-Umfragen: Februar 2025, Projektion des Eurosystems: Dezember 2024. Deutsche Bundesbank

Die marktbasieren Inflationen Indikatoren näherten sich der Projektion des Eurosystems für 2025 an, wohingegen sie sich für 2026 und 2027 kaum veränderten. Die marktbasieren Inflationserwartungen, die aus Inflationen Swaps für den Euroraum abgeleitet werden, stiegen für das Jahr 2025 kräftig um 56 Basispunkte an. Ausschlaggebend hierfür war, dass Ende Oktober überraschend hohe Inflationen zahlen veröffentlicht wurden. Zudem trug der Anstieg der Öl- und Gaspreise um den Jahreswechsel zu steigenden Inflationserwartungen auf Jahresfrist bei. Die marktbasieren Inflationserwartungen für das Jahr 2026 fielen leicht um 7 Basispunkte, wohingegen sie für 2027 um 3 Basispunkte zunahmen. Für die Jahre 2026 und 2027 überwogen aus Marktsicht verstärkt die Abwärtsrisiken der Inflation. Im Unterschied dazu gehen die Experten des von der EZB erhobenen Survey of Professional Forecasters aufgrund zunehmender geopolitischer Spannungen von leicht aufwärtsgerichteten Inflationen Risiken aus.²⁾ In diesen unterschiedlichen Risikobewertungen der Auswirkungen einer restriktiveren US-Handelspolitik auf die Inflation spiegelt sich die große Unsicherheit wider, mit der die Marktteilnehmer konfrontiert sind. Austariert werden müssen die Effekte eines möglichen Anstiegs der Importpreise durch die zu erwartenden Zollerhöhungen und eines schwachen Eurokurses gegen einen verschlechterten Wachstumsausblick. Insgesamt

2 Vgl.: Europäische Zentralbank (2025).

zeigt sich aber auch hier, dass die Markt- und Umfrageteilnehmer davon ausgehen, dass die Inflation im Euroraum in die Nähe des Inflationsziels des Eurosystems zurückkehrt.

Marktbasierte Inflationserwartungen und Umfragen deuten auf fest verankerte Erwartungen am Stabilitätsziel. Die in fünf Jahren beginnende fünfjährige Termininflationsrate blieb nahezu unverändert gegenüber Ende des dritten Quartals und lag damit zielkonform um die 2,1 %. Auch die umfragebasierten längerfristigen Inflationserwartungen für den Euroraum von Consensus Economics, die vierteljährlich erhoben werden, lagen im Januar weiterhin auf dem Inflationsziel von 2 %.

Die Renditen europäischer Unternehmensanleihen im nicht spekulativen Segment blieben im Umfeld eines zunehmenden Risikoappetits der Marktakteure nahezu unverändert, wohingegen die Renditen von Hochzinsanleihen deutlich gefallen sind.

Die Renditen von Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB gingen für finanzielle Unternehmen mit einer Restlaufzeit zwischen sieben und zehn Jahren leicht zurück, wohingegen sie für nichtfinanziellen Unternehmen marginal zulegten. Weil die Renditen laufzeitgleicher Bundeswertpapiere spürbar anstiegen, engten sich die Renditeaufschläge damit deutlich ein. Die Renditen von Hochzinsanleihen gingen im Berichtszeitraum aufgrund des gestiegenen Risikoappetits spürbar um 27 Basispunkte zurück, was sich auch in gesunkenen Kreditausfallprämien für alle relevanten Anleiheklassen zeigte. Insgesamt lagen die Finanzierungskosten europäischer Unternehmen gemessen an den Renditeaufschlägen zuletzt unabhängig von ihrer Kreditqualität unter ihrem jeweiligen Fünfjahresdurchschnitt.

3.2 Aktienmarkt

Die internationalen Aktienindizes verzeichneten im Berichtszeitraum spürbare Kursanstiege. Der S&P 500-Index stieg seit Ende September um 6,2 % an und erreichte dabei zwischenzeitlich einen neuen Höchststand. Der Euro Stoxx verzeichnete bis zum Jahreswechsel zwar leichte Verluste, zog dann aber ebenfalls deutlich an und lag insgesamt 7,8 % im Plus. In den USA verlieh vor allem die von vielen Anlegern erwartete konjunkturelle Belebung der US-Wirtschaft den Notierungen Auftrieb. Dies zeigte sich nicht nur in überraschend robusten US-Wirtschaftsdaten, sondern schlug sich auch in einer für US-Unternehmen positiv angelaufenen Berichtssaison und einem zunehmenden Risikoappetit nieder. Unter dem Eindruck der günstigen US-Konjunktursignale stiegen die Zinsen weltweit deutlich an, besonders deutlich in den USA (siehe oben

Abschnitt „Rentenmarkt“). Steigende Zinsen belasten für sich genommen Aktienwerte, weil sie den Gegenwartswert zukünftiger Gewinne verringern. Im Ergebnis bremste der Zinsauftrieb die Aufwärtsentwicklung des S&P 500 aber nur vorübergehend ab. Einige US-Technologiewerte büßten im Berichtszeitraum aber zwischenzeitlich merklich an Wert ein, als ein chinesisches Unternehmen ein überraschend leistungsfähiges KI-basiertes Sprachmodell vorstellte. Im Ergebnis verzeichneten Aktien des US-Technologiesektors nur relativ geringe Wertzuwächse und dämpften damit das Kursplus des Gesamtmarkts. Im Euroraum lasteten zunächst die schwache Konjunktur und die Unsicherheit über zukünftige Handelshemmnisse auf den Aktienkursen, was sich in sinkenden Gewinnerwartungen niederschlug. Dabei geriet insbesondere der Chemie- und Automobilsektor unter Druck. Zum Jahreswechsel zogen die Kurse über fast alle Sektoren zusammen mit einem steigenden Risikoappetit wieder an. Ein Grund hierfür kann sein, dass bei den Marktteilnehmern zeitweise die Hoffnung aufkam, dass die Zölle durch die USA insgesamt geringer als erwartet ausfallen könnten und nicht zu einem umfassenden Handelskonflikt eskalieren würden. Außerdem enthalten auch europäische und deutsche Indizes Aktien von Technologieunternehmen, die – im Unterschied zu den USA – überproportionale Wertzuwächse verzeichneten. Europäische Technologieunternehmen dürften besonders stark von geringer ansteigenden Zinsen im Euroraum profitiert haben. Vor diesem Hintergrund stiegen die Kurse deutscher Aktien (CDAX) stark an (13,3 %), wobei sie zwischenzeitlich neue Höchststände erreichten. Aktien des Vereinigten Königreichs gemessen am FTSE 100-Index gewannen um (5,2 %) an Wert. Japanische Aktientitel (Nikkei-Index) verzeichneten im Berichtszeitraum einen leichten Kurszuwachs in Höhe von 2 %.

Aktien von Banken und anderen Finanzdienstleistern in Europa und den USA verzeichneten größere Kurszuwächse als die entsprechenden Gesamtmärkte. Die Aktienkurse der US-Banken stiegen dabei nach den US-Präsidentenwahlen besonders kräftig an. Hierzu trug unter anderem bei, dass die neue Regierung eine Lockerung der Regulierungsmaßnahmen für die Finanzindustrie und niedrigere Unternehmenssteuern in Aussicht stellte. Mitte Dezember erhielten Bankaktien auf beiden Seiten des Atlantiks zusätzlichen Auftrieb, als die US-Notenbank die Erwartungen der Anleger hinsichtlich weiterer Leitzinssenkungen dämpfte. Dies nährte die Erwartung länger anhaltender hoher Zinsmargen und schlug sich in gestiegenen Gewinnerwartungen nieder. Zudem stützten günstige Quartalsdaten einiger US-Banken den Optimismus der Anleger. Im Euroraum profitierten die Kurse der Banken außerdem von hohen erwarteten Dividendenausschüttungen und Aktienrückkäufen sowie von Signalen, dass sich das Geschäft mit Fusionen und Übernahmen erholen könnte. Im Ergebnis stiegen die Kurse europäischer und US-amerikanischer Bankaktien um 20,9 % beziehungsweise 21,6 %.

Die Bewertungsniveaus europäischer und US-amerikanischer Aktien stiegen seit Ende September weiter an. Hierauf deuten zum einen die in beiden Währungsräumen gefallenen Gewinnrenditen über die nächsten zwölf Monate hin. Zum anderen engten sich jeweils die Aktienrisikoprämien ein, die mithilfe eines Dividendenbarwertmodells ermittelt werden können und auch die mittelfristigen Gewinnaussichten berücksichtigen. Die gesunkenen Aktienrisikoprämien glichen den Anstieg der risikofreien Zinsen aus, sodass die impliziten Eigenkapitalkosten im Ergebnis unverändert blieben. Dies deutet auf gestiegene Bewertungen europäischer und US-amerikanischer Aktien hin, die auch über ihren langfristigen Durchschnitten liegen und insbesondere in den USA hoch bleiben.

Literaturverzeichnis

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

Brandt, L., A. Saint Guilhem, M. Schröder und I. Van Robays (2021), What drives euro area financial market developments? The role of US spillovers and global risk, ECB Working Paper Series, No 2560.

Deutsche Bundesbank (2025), Der Risikoappetit auf den Finanzmärkten und Geldpolitik, Monatsbericht, Januar 2025.

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

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

Fischer, C. und O. Hossfeld (2014), A consistent set of multilateral productivity approach-based indicators of price competitiveness – results for Pacific Rim economies, Journal of International Money and Finance, Vol. 49, S. 152 – 169.

Europäische Zentralbank (2025), Results of the ECB Survey of Professional Forecasters for the first quarter of 2025, Januar 2025.