

Finanzmärkte in Deutschland

Kapitalmarkt- und Bankzinsen

Die deutschen Kapitalmarktzinsen sind im Sommer in weitgehendem Gleichschritt mit den Renditen in den übrigen EWU-Ländern gestiegen. Mitte August 1999 war die Umlaufrendite zehnjähriger Bundesanleihen mit über 4¾ % mehr als drei viertel Prozentpunkte höher als Ende März. Sie lag damit weiterhin knapp einen viertel Prozentpunkt unterhalb des EWU-Durchschnitts; der maximale Renditenvorsprung einzelner EWU-Länder gegenüber Deutschland hat sich auf etwas weniger als einen halben Prozentpunkt ausgeweitet. Die Renditen von Bundeswertpapieren mit kürzerer Restlaufzeit waren vom Zinsanstieg in sehr viel geringerem Umfang betroffen als mittlere und lange Laufzeiten. So war die Rendite von Papieren mit einjähriger Restlaufzeit zuletzt nur um etwa einen viertel Prozentpunkt höher als Ende März. Im Ergebnis hat sich das Zinsspektrum bei Bundeswertpapieren weiter aufgefächert. Mitte August betrug der am Markt beobachtbare Zinsvorsprung zehnjähriger Bundestitel gegenüber einjährigen Papieren 1¾ Prozentpunkte, verglichen mit weniger als 1¼ Prozentpunkten Ende März.

*Zinsanstieg am
Kapitalmarkt
und Auffächer-
ung der Zins-
struktur*

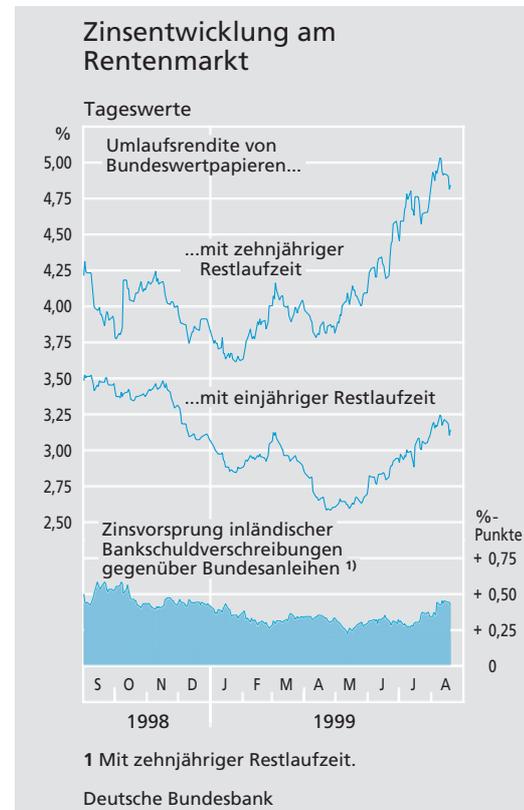
Der Zinsvorsprung zehnjähriger Schuldverschreibungen inländischer Banken gegenüber vergleichbaren Bundesanleihen bewegte sich bis in den Juli hinein nahezu konstant bei rund 30 Basispunkten. Ende Juli weitete sich die Zinsdifferenz bei zeitweise rückläufigen Renditen der Bundesanleihen auf etwa 40 Basispunkte aus. Während die relativ großvolumigen und liquiden Öffentlichen Pfandbriefe den Renditenabbau der Bundesanleihen weit-

*Zinsvorsprung
von
Bankschuldver-
schreibungen
zuletzt
gestiegen*

gehend nachvollziehen konnten, veränderten sich die Renditen der Sonstigen Bankschuldverschreibungen kaum. Eine solche Konstellation deutet in der Regel auf eine stärkere Nachfrage institutioneller Anleger hin, die liquide Anlagen bevorzugen. Möglicherweise wurde die Erholung des Euro gegenüber dem US-Dollar von vielen international agierenden Akteuren als Trendwende und damit als „Einstiegsgeliegenheit“ angesehen. Im August weitete sich der Renditenvorsprung zehnjähriger Bankschuldverschreibungen bei zunehmender Zinsunsicherheit auf fast einen halben Prozentpunkt aus. Dabei dürfte eine Rolle spielen, daß die Existenz eines sehr liquiden Terminmarkts bei Bundesanleihen als „Qualitätsvorteil“ in Phasen unruhiger Marktverfassung an Bedeutung gewinnt.

*Langfristige
Bankzinsen
etwas höher,
kurzfristige
Zinssätze
nachgebend*

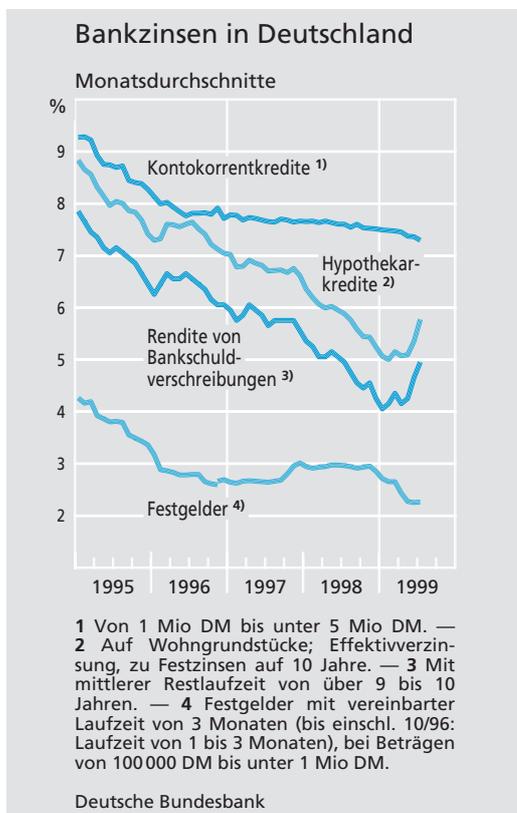
Mit dem Renditenanstieg am Kapitalmarkt im Sommer ging eine Anhebung der langfristigen Bankzinsen einher. Im Juli 1999 kosteten Hypothekendarlehen mit zehnjähriger Zinsbindung im Durchschnitt etwas mehr als $5\frac{3}{4}\%$ nach knapp $5\frac{1}{4}\%$ im März 1999. In der gleichen Größenordnung bewegten sich die Sätze für langfristige Festzinskredite an Unternehmen; für sie mußten im Juli effektiv durchschnittlich 6% (Kreditvolumen 200 000 DM bis unter 1 Mio DM) beziehungsweise $5\frac{3}{4}\%$ (Kreditvolumen 1 Mio DM bis unter 10 Mio DM) bezahlt werden. Im kurzfristigen Einlagen- und Kreditgeschäft gaben die Sätze dagegen nach der Zinssenkung des Eurosystems Anfang April weiter nach. So kosteten Kontokorrentkredite von 1 Mio DM bis unter 5 Mio DM mit $7\frac{1}{3}\%$ im Juli knapp 0,2 Prozentpunkte weniger als im März. Die Zinsen auf kurzfristige Festgelder wurden im



gleichen Zeitraum um rund 0,4 Prozentpunkte zurückgenommen. Im Durchschnitt wurden Festgelder mit vereinbarter Laufzeit von einem Monat und Anlagebeträgen von 100 000 DM bis unter 1 Mio DM im Juli mit $2\frac{1}{4}\%$ verzinst.

Trotz des Zinsanstiegs am Kapitalmarkt sind die Konditionen der langfristigen Fremdmittelbeschaffung nach wie vor eine Stütze der sich abzeichnenden Konjunkturbelebung. Die Kapitalmarkt- und Bankzinsen liegen nominal noch immer in der Nähe ihrer historischen Tiefstände und deutlich unterhalb der Talsohle des letzten Zinszyklus. Auch in realer Betrachtung ist das Zinsniveau vergleichsweise niedrig. Der für Investitionsentscheidungen relevante erwartete reale Kapitalmarktzins (errechnet auf Grundlage der no-

Zinsen weiterhin Aktivposten für die wirtschaftliche Erholung



minimalen Renditen abzüglich der in Umfragen ermittelten Inflationserwartungen) betrug im Juli für zehn Jahre Laufzeit knapp 3¼% gegenüber rund 4% im Durchschnitt der neunziger Jahre.

Aktienkurse

Deutscher Aktienmarkt gewinnt Boden zurück

Nach dem Rückgang der Notierungen im ersten Quartal dieses Jahres war der Kurs-trend am deutschen Aktienmarkt bis in den Juli hinein aufwärts gerichtet. Von Ende März bis Mitte Juli stiegen die Kurse – gemessen am marktbreiten CDAX-Kursindex – um 13%; sie lagen damit noch etwa 9% unterhalb des Rekordstandes vom Juli 1998. Neben dem günstigen internationalen Umfeld halfen auch verbesserte binnenwirtschaftliche Per-

spektiven heimischen Beteiligungswerten, im europäischen Vergleich wieder Terrain gut zu machen. Unterstützend dürfte in diesem Zusammenhang das avisierte fiskalpolitische Maßnahmenpaket der Bundesregierung gewirkt haben. Deutlich besser als der Gesamtmarkt entwickelten sich insbesondere Werte aus der Baubranche (+ 34%). Dem kräftigen internationalen Kursrückgang ab Mitte Juli konnten sich allerdings auch deutsche Aktien nicht entziehen. Von Mitte Juli bis Anfang August gaben die Notierungen um 10% nach; danach zogen sie wieder etwas an. Insgesamt legten die Kurse der im DAX enthaltenen internationalen Standardaktien wie auch der marktbreite CDAX-Index von Ende März bis Mitte August um rund 5% zu, verglichen mit einem Plus von rund 2% beim Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex.

Mittelbeschaffung über die Wertpapiermärkte

Die Mittelaufnahmen durch Emission von Schuldverschreibungen waren im zweiten Vierteljahr rückläufig. Der Brutto-Absatz von Rentenwerten inländischer Emittenten blieb mit 133½ Mrd Euro (Kurswert) deutlich hinter dem Spitzenvolumen des Vorquartals von 163½ Mrd Euro zurück. Dem Betrag nach lauteten etwa drei Viertel der neu begebenen Papiere auf Euro. Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen bei den Emittenten erbrachte der Verkauf inländischer festverzinslicher Wertpapiere im zweiten Quartal 50 Mrd Euro. Der Umlauf inländischer Rentenwerte überschritt damit erstmals die

Absatz von Rentenwerten rückläufig

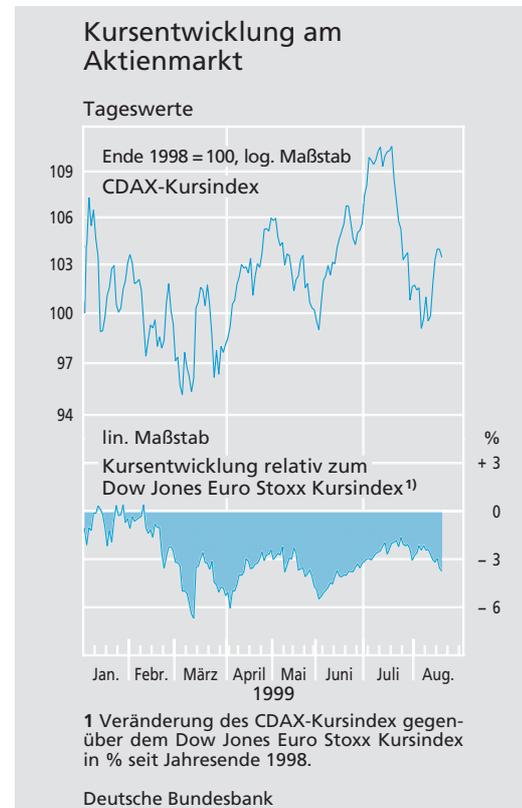
Marke von 2 Billionen Euro. Ausländische Rentenwerte wurden für 29 Mrd Euro abgesetzt; dabei handelte es sich im Ergebnis ausschließlich um auf Euro beziehungsweise andere Währungseinheiten von EWU-Teilnehmerländern lautende Papiere.

Zurückhaltende Emissionstätigkeit der öffentlichen Hand

Zurückzuführen ist der Rückgang des Netto-Absatzes heimischer Anleihen auf die verhaltene Emissionstätigkeit der öffentlichen Hand. Sie nahm netto lediglich 3 ½ Mrd Euro am Rentenmarkt auf, verglichen mit 14 ½ Mrd Euro im ersten Vierteljahr. Der Bund erhöhte seine Anleiheverschuldung um knapp 7 Mrd Euro, wobei er in erster Linie auf Bundesobligationen und zehnjährige Anleihen (5 Mrd Euro bzw. 3 Mrd Euro netto) zurückgriff. In größerem Umfang getilgt wurden Anleiheverbindlichkeiten der Treuhandanstalt und der Bundespost (2 ½ Mrd Euro bzw. 1 Mrd Euro). Die Länder nahmen 1 Mrd Euro am Rentenmarkt auf. Inländische Kreditinstitute erlösten aus dem Verkauf eigener Schuldverschreibungen mit 46 Mrd Euro von April bis Juni per saldo etwa ebenso viele Mittel wie im Vorquartal. Im Laufe des Berichtszeitraums schwächte sich die Emissionstätigkeit bei rasch anziehenden Kapitalmarktzinsen jedoch merklich ab; im Juni belief sich der Netto-Absatz von Bankschuldverschreibungen nur noch auf 7 Mrd Euro, verglichen mit 25 Mrd Euro im April und 13 ½ Mrd Euro im Mai.

Hohe Mittelaufnahmen am Aktienmarkt

Inländische Unternehmen plazierten im zweiten Quartal 1999 für rund 18 Mrd Euro (Kurswert) junge Aktien, verglichen mit lediglich 3 Mrd Euro in den ersten drei Monaten des Jahres. Das hohe Emissionsvolumen ging zum



überwiegenden Teil auf die Kapitalerhöhung der Deutschen Telekom im Juni zurück, doch war in den Monaten April bis Juni auch der allgemeine Trend zum Gang an die Börse ungebrochen. Im zweiten Quartal nahmen insgesamt 81 Gesellschaften zum ersten Mal Mittel über die deutschen Börsen auf. Mit einem neuen Rekord von 109 Neuemissionen wurde bereits nach dem ersten Halbjahr der Vorjahrswert übertroffen. Das Interesse an ausländischen Beteiligungstiteln war insgesamt betrachtet unverändert lebhaft. Zwischen April und Juni 1999 wurden ausländische Aktien für 17 Mrd Euro (nach knapp 16 ½ Mrd Euro im Vorquartal) im Inland abgesetzt, wobei es sich jeweils zur Hälfte um Portfolio- und Direktinvestitionen handelte.

Mittelanlage an den Wertpapiermärkten

Erwerb von Rentenwerten

Auf der Käuferseite des Rentenmarkts haben sich im zweiten Quartal insbesondere die heimischen Kreditinstitute engagiert. Sie weiteten ihre Anleiheportefeuilles mit 37 ½ Mrd Euro doppelt so stark wie in der Vorperiode aus. Die Banken übernahmen etwa zu gleichen Teilen ausländische Rentenwerte und inländische Bankschuldverschreibungen. Ausländische Anleger kauften im Berichtszeitraum per saldo für 26 Mrd Euro Anleihen deutscher Schuldner. Auf großes Interesse stießen Emissionen von Banken, die netto für 23 Mrd Euro ins Ausland gingen. Favorisiert wurden weiterhin großvolumige Öffentliche Pfandbriefe, die offenbar ausländischen institutionellen Anlegern ein attraktives Ertrags-Risiko-Profil bieten. Ein größerer Teil des Auslandserwerbs entfiel darüber hinaus auf kurzlaufende Titel der Banken. Der Rentenerwerb der inländischen Nichtbanken war mit netto 16 Mrd Euro erheblich niedriger als im ersten Vierteljahr (46 ½ Mrd Euro), als sich über die Jahreswende ein relativ hoher Anlagebedarf aufgestaut hatte.

Aktien

Ausländische Anleger zeigten im zweiten Quartal wieder lebhaftes Interesse an deutschen Dividendenwerten. Sie stockten ihre Bestände an inländischen Aktien um 21 ½ Mrd Euro auf, nachdem sie im ersten Vierteljahr noch für 15 Mrd Euro solche Papiere verkauft hatten. Zu diesem Ergebnis beigetragen hat die erfolgreiche Plazierung junger Telekom-Aktien bei privaten Anlegern aus anderen EWU-Ländern. Inländische Nichtbanken kauften ebenfalls wieder deutsche Beteiligungswerte, und zwar per saldo für 12 ½ Mrd Euro.

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd Euro

Position	1999	
	April – Juni	Jan. – März
Rentenwerte		
Inländer	53,3	63,3
Kreditinstitute 1)	37,4	16,6
darunter:		
ausländische Rentenwerte 2)	19,2	7,8
Nichtbanken 3)	15,9	46,7
darunter:		
ausländische Rentenwerte 2)	10,1	27,9
Ausländer 2)	25,9	34,8
Aktien		
Inländer	13,6	34,6
Kreditinstitute 1)	- 13,7	21,9
darunter:		
inländische Aktien	- 16,0	22,4
Nichtbanken 3)	27,3	12,7
darunter:		
inländische Aktien	12,7	- 4,1
Ausländer 2)	21,6	- 15,2
Investmentzertifikate		
Anlage in Spezialfonds	14,3	14,7
Anlage in Publikumsfonds	9,6	13,9
darunter: Aktienfonds	3,2	4,2

1 Buchwerte, statistisch bereinigt. — 2 Transaktionswerte. — 3 Als Rest errechnet.

Deutsche Bundesbank

Zugleich nahmen sie für 14 ½ Mrd Euro ausländische Aktien in ihre Portefeuilles. Auf der Verkäuferseite standen diesmal ausschließlich die Kreditinstitute, die ihre Aktienbestände – auch im Zusammenhang mit Termingeschäften – um 13 ½ Mrd Euro reduzierten. Dabei gaben sie ausschließlich inländische Dividendenwerte ab; ausländische Aktien erwarben sie hingegen für 2 ½ Mrd Euro.

Bei den inländischen Investmentfonds kamen mit 24 Mrd Euro von April bis Juni etwas weniger Mittel auf als im ersten Jahresviertel (28 ½ Mrd Euro). Die Zuflüsse entfielen mit netto knapp 14 ½ Mrd Euro zum größeren Teil auf die den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds. Die Publikumsfonds erzielten ein Mittelaufkommen von 9 ½ Mrd Euro. Während bei den Spezialfonds weiter-

Investment-
zertifikate

hin die Gemischten Fonds im Vordergrund standen, behaupteten sich bei den Publikumsfonds die Aktienfonds in der Gunst der Anleger; sie verkauften netto für gut 3 Mrd Euro Zertifikate, erneut gefolgt von den Offenen Immobilienfonds, die mit knapp 2 ½ Mrd Euro dotiert wurden. Die Beliebtheit der Aktienanlage über Investmentfonds bei den privaten Anlegern hinterläßt inzwischen auch deutliche Spuren in der Vermögensstruktur der Publikumsfonds. Infolge der Aktienhausse der letzten Jahre sowie der anhaltend hohen Mittelzuflüsse bilden mittlerweile die Aktienfonds dem Anlagevolumen nach die größte Fondsgruppe; Ende 1996 hatte das Vermögen der früher favorisierten Rentenfonds noch um mehr als das Doppelte über dem der Aktienfonds gelegen.

Einlagen- und Kreditgeschäft der Monetären Finanzinstitute (MFIs) mit inländischen Kunden

Weiterhin hohe Liquiditätsneigung

Das Einlagengeschäft der inländischen MFIs war auch im zweiten Quartal 1999 durch eine anhaltend hohe Liquiditätspräferenz der inländischen Anleger gekennzeichnet. Von April bis Juni sind deren täglich fällige Einlagen nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen mit einer Jahresrate von 23 % gestiegen. Zu diesem starken Wachstum dürfte nicht zuletzt der erneute Rückgang der Einlagenzinsen beigetragen haben. Im Anschluß an die Zinssenkung des EZB-Rates am 8. April haben die Kreditinstitute die Zinsen für Termineinlagen im Durchschnitt um rund 0,4 Prozentpunkte herabgesetzt und damit stärker als die von Sichteinlagen. Die Opportunitäts-

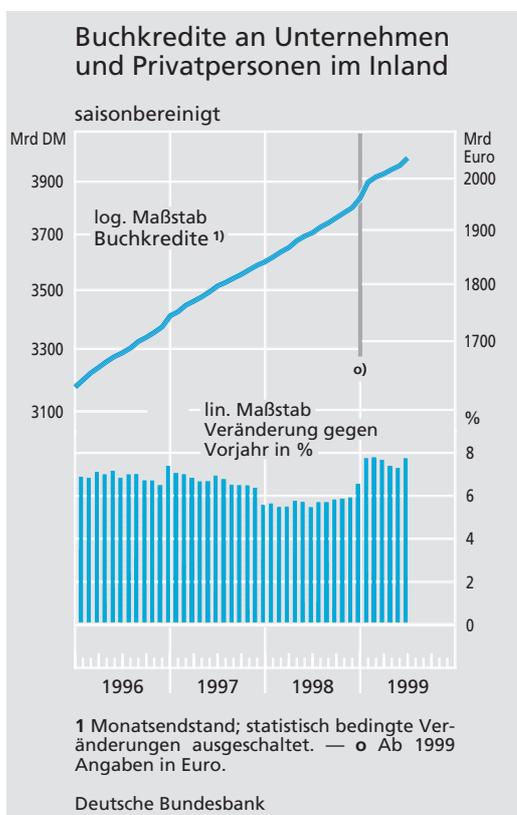
Entwicklung der Kredite und Einlagen der Monetären Finanzinstitute (MFIs) in Deutschland *)

Mrd Euro		
Position	April bis Juni 1999	April bis Juni 1998
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)		
täglich fällig	+ 27,2	+ 14,6
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	- 12,0	- 2,0
über 2 Jahre 2)	+ 1,0	+ 3,1
mit vereinbarter Kündigungsfrist 3)		
bis zu 3 Monaten	+ 2,2	- 1,2
über 3 Monate 4)	- 7,1	- 4,7
Kredite		
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite	+ 35,1	+ 31,9
Wertpapierkredite	- 5,1	+ 0,8
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 3,3	- 3,8
Wertpapierkredite	- 0,5	+ 7,1

* Zu den Monetären Finanzinstituten (MFIs) zählen hier neben den Banken (einschl. Bausparkassen) auch die Geldmarktfonds, s. a.: Tabelle IV.1 im Statistischen Teil des Monatsberichts. — 1 Unternehmen, Privatpersonen und öffentliche Haushalte. — 2 Im Jahr 1998 ohne, 1999 mit Bauspareinlagen. — 3 Spareinlagen. — 4 Im Jahr 1998 mit, 1999 ohne Bauspareinlagen.

Deutsche Bundesbank

kosten täglich fälliger Gelder sind damit weiter gesunken. Im Einklang mit dieser Entwicklung steht, daß die kürzerlaufenden Termineinlagen im Berichtszeitraum mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 13 ½ % abgebaut wurden, nachdem sie in den drei Monaten zuvor noch deutlich aufgestockt worden waren. Ferner dürfte die zunehmende Zinsunsicherheit an den Anleihemärkten viele Anleger veranlaßt haben, Mittel vorläufig liquide auf Sichtkonten „zu parken“. Schließlich ist das Wachstum der Sichteinlagen wohl auch durch anhaltende Repatriierungen bisher am Euromarkt angelegter Gelder gefördert worden. So waren die kurzfristigen Einlagen deutscher Anleger bei den Auslandstöchtern und -filialen inländischer Kreditinstitute zuletzt um 28 % niedriger als vor Jahresfrist. Ausschlaggebend hierfür dürfte sein, daß die



Eurogelder nach Einführung der Verzinsung der Mindestreserve gegenüber den Inlandsanlagen an Attraktivität verloren haben.

*Stärkeres
Wachstum der
Spareinlagen
mit dreimonatiger
Kündigungsfrist*

Die insbesondere von privaten Haushalten gehaltenen Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten haben von April bis Juni stark zugenommen (um 2,2 Mrd Euro). Dies entspricht einer saisonbereinigten Jahresrate von 8%. Offenbar wurden im Berichtszeitraum unattraktiv verzinsten Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von über drei Monaten in kurzfristige Spareinlagen umgeschichtet. Die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren sind im zweiten Quartal nur geringfügig aufgestockt worden (um 1,0 Mrd Euro gegenüber 3,1 Mrd Euro vor Jahresfrist). Ausschlaggebend hierfür dürfte sein, daß die

Versicherungsgesellschaften, die traditionell die Hauptnachfrager der in dieser Position enthaltenen kursrisikofreien Banknamenschuldverschreibungen sind, deren Rendite derzeit als zu niedrig ansehen. Damit scheint sich die bereits im vergangenen Jahr zu beobachtende Tendenz fortzusetzen, daß Versicherungen ihre Vermögensbildung in solchen Papieren zugunsten anderer Anlageformen wie beispielsweise Spezialfonds zurückführen.

*Längerfristige
Bankeinlagen
kaum gefragt*

Die Kreditgewährung der MFIs an inländische Unternehmen und Privatpersonen hat sich im zweiten Quartal abgeschwächt. Insgesamt erhöhte sich die Verschuldung des privaten Sektors bei MFIs von April bis Juni um 30,0 Mrd Euro, verglichen mit 32,7 Mrd Euro vor Jahresfrist. Saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet entspricht dies einer Zunahme um 6½%. Dies war deutlich weniger als in den drei Monaten zuvor (11%), als die Kreditgewährung an den privaten Sektor im Zusammenhang mit dem Auslaufen von Sonderabschreibungsregelungen in Ostdeutschland noch außerordentlich hoch gewesen war. Vor diesem Hintergrund ist vor allem die mittlerweile eingetretene Abschwächung bei den Buchkrediten als Normalisierung anzusehen. Diese sind nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen von April bis Juni mit einer Jahresrate von 6½% gewachsen, verglichen mit 10½% im ersten Quartal. Insbesondere die Ausweitung der längerfristigen Darlehen hat nachgelassen. Angesichts der recht verhaltenen Konjunktorentwicklung ist die Nachfrage nach Buchkrediten gleichwohl nicht als schwach zu bezeichnen. In jüngster Zeit wird sie wohl auch dadurch gefördert, daß Kredit-

*Verlangsamung
der Kredit-
gewährung an
den privaten
Sektor*

nehmer angesichts steigender längerfristiger Zinsen insbesondere Wohnungsbauinvestitionen vorziehen. In dieselbe Richtung könnte die im Sparpaket der Bundesregierung angekündigte Herabsetzung der Bemessungsgrundlage für die Eigenheimzulage ab dem Jahr 2000 wirken. Ihre Bestände an Wertpapieren des Unternehmenssektors, insbesondere Aktien, haben die MFIs im Berichtszeitraum um 5,1 Mrd Euro zurückgeführt. Allerdings war dies ausschließlich auf einen sehr hohen Abgang im Juni (– 17,1 Mrd Euro) zurückzuführen, als im Vorquartal – wohl überwiegend mit ausländischen Adressen – getätigte Termingeschäfte ausliefen.

*Rückgang der
Verschuldung
der öffentlichen
Hand bei MFIs*

Die Verschuldung der inländischen öffentlichen Haushalte bei inländischen MFIs ist in der Berichtsperiode zurückgegangen. Die öffentliche Hand hat ihre Kredite um 3,7 Mrd Euro abgebaut, verglichen mit einem Anstieg von 3,3 Mrd Euro im zweiten Quartal des Vor-

jahres. Zu dem Rückgang beigetragen haben in erster Linie die Buchkredite (– 3,3 Mrd Euro). Ferner ließen die MFIs ihre Bestände an inländischen Staatsanleihen von April bis Juni insgesamt leicht abschmelzen (– 0,5 Mrd Euro). Bei der Interpretation der Kreditaufnahme der inländischen öffentlichen Haushalte ist zu beachten, daß dem Bund im April die Gewinnausschüttung der Bundesbank in Höhe von 8,3 Mrd Euro zugeflossen ist, über die er bereits in diesem Monat verfügte.¹⁾ Insgesamt gingen von den Kassendispositionen der öffentlichen Hand im zweiten Quartal nur geringe expansive Einflüsse auf die monetäre Entwicklung aus. Zurückzuführen war dies nicht zuletzt auf die Konsolidierungsbemühungen der öffentlichen Haushalte.

¹ Im statistischen Zahlenwerk der monetären Analyse schlägt sich die expansive Wirkung der Gewinnausschüttung – für sich betrachtet – in einem Rückgang der „Sonstigen Einflüsse“ nieder.