

# Finanzmärkte in Deutschland

## Kapitalmarkt- und Bankzinsen

---

Die deutschen Kapitalmarktzinsen bewegten sich im Winter in engem Gleichlauf mit den Renditen in den übrigen EWU-Ländern, wobei zehnjährige Bundesanleihen durchweg knapp einen viertel Prozentpunkt niedriger als der EWU-Durchschnitt rentierten. Die Umlaufrendite zehnjähriger Bundesanleihen zog von Ende September bis Anfang Januar um einen halben Prozentpunkt auf gut  $5\frac{1}{2}\%$  an. Im Ergebnis lag sie bei Abschluß dieses Berichts Mitte Februar immer noch auf diesem Niveau. Zwischenzeitlich stieg der langfristige Kapitalmarktzins allerdings bis  $5\frac{2}{3}\%$  an, fiel aber im Zusammenhang mit der Zinsanhebung des Eurosystems Anfang Februar vorübergehend auch auf unter  $5\frac{1}{2}\%$  zurück. Die Zinsen von Bundeswertpapieren mit kürzerer Restlaufzeit, die stärker von den Veränderungen der Geldmarktkonditionen bestimmt werden, erhöhten sich in den letzten Monaten etwas stärker als die Zinsen langfristiger Titel. Das Zinsspektrum bei Bundeswertpapieren hat sich daher im Berichtszeitraum abgeflacht. Mitte Februar betrug der am Markt beobachtbare Zinsvorsprung zehnjähriger Bundesanleihen gegenüber einjährigen Papieren  $1\frac{1}{2}$  Prozentpunkte, verglichen mit mehr als  $1\frac{3}{4}$  Prozentpunkten Ende September.

*Weiterer  
Zinsanstieg  
am Kapital-  
markt und  
Abflachung der  
Zinsstruktur*

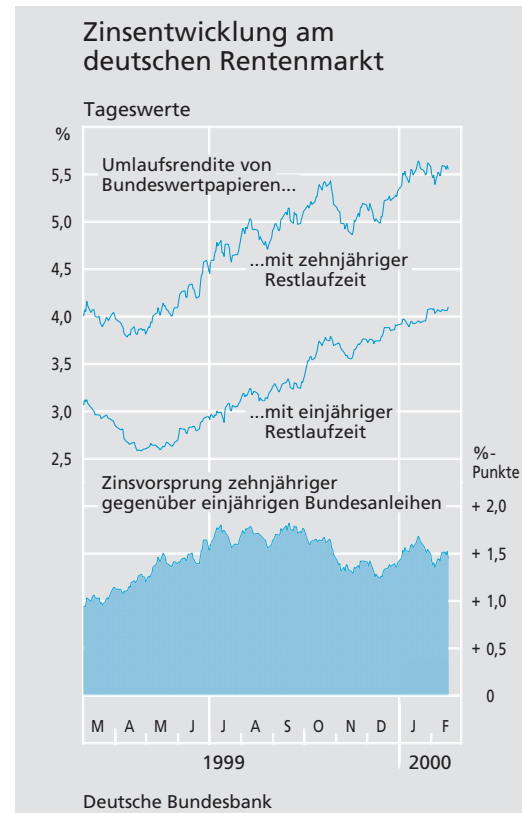
Die Zinsspanne zwischen zehnjährigen Schuldverschreibungen inländischer Banken und vergleichbaren Bundesanleihen hat sich nach dem Jahreswechsel geringfügig verringert. Sie ist mit durchschnittlich fast 40 Basispunkten aber immer noch etwas höher als im ersten Halbjahr 1999. Der Rückgang ist insbesondere auf die

*Risikospreads  
am Anleihe-  
markt leicht  
verringert*

Entwicklung bei den vergleichsweise weniger liquiden Sonstigen Bankschuldverschreibungen zurückzuführen; ihr Zinsvorsprung gegenüber Bundesanleihen entsprach im Zehnjahresbereich zuletzt etwa dem Durchschnitt aller Banktitel, während er im November und Dezember zeitweise über 50 Basispunkte betragen hatte.

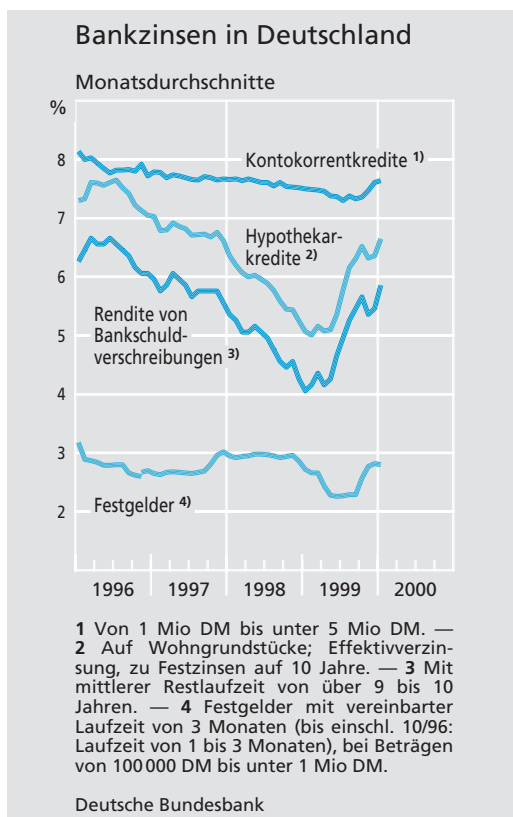
*Bankzinsen  
ebenfalls  
deutlich höher*

Der Zinsentwicklung am Anleihemarkt entsprechend sind auch die langfristigen Bankzinsen in den letzten Monaten deutlich gestiegen. Im Januar dieses Jahres kosteten Hypothekendarlehen mit zehnjähriger Zinsbindung im Durchschnitt etwa  $6\frac{2}{3}\%$ , nach  $6\frac{1}{3}\%$  im September 1999. Noch etwas stärker – und zwar um fast einen halben Prozentpunkt – haben die effektiven Sätze für langfristige Festzinskredite an Unternehmen angezogen. Sie lagen im Januar im Durchschnitt bei über  $6\frac{3}{4}\%$  (Kreditvolumen 200 000 DM bis unter 1 Mio DM) beziehungsweise  $6\frac{2}{3}\%$  (Kreditvolumen 1 Mio DM bis unter 10 Mio DM). Auch im kurzfristigen Bankgeschäft waren die Zinssätze merklich höher als im September letzten Jahres, wobei allerdings die Einlagenzinsen tendenziell stärker gestiegen sind als die Sätze für kurzfristige Ausleihungen. So war beispielsweise die Verzinsung von Festgeldern mit dreimonatiger Laufzeit (Anlagebetrag 100 000 DM bis unter 1 Mio DM) im Januar mit über  $2\frac{3}{4}\%$  einen halben Prozentpunkt höher als im September. Die Zinssätze für Kontokorrentkredite (z.B. für Kredite von 200 000 DM bis unter 1 Mio DM) und für Dispositionskredite an Privatkunden wurden dagegen weniger stark angehoben, nämlich nur um einen viertel Prozentpunkt beziehungsweise etwas weniger.



Der oben erwähnte stärkere Anstieg der Renditen am kurzen Ende des Rentenmarkts spiegelt im wesentlichen die Erwartungen der Marktteilnehmer auf steigende Notenbankzinsen wider. Die damit einhergehende Abflachung der Zinsstrukturkurve ist kein Indiz für eine restriktive Geldpolitik des Eurosystems. Vielmehr zeigen sich die deutlich verbesserten realen Ertragsperspektiven nun auch in den Zinsen am kurzen Marktende, nachdem zunächst nur die langfristigen Kapitalmarktzinsen auf den erwarteten Wirtschaftsaufschwung reagiert hatten. Die jetzige Abflachung entspricht insofern dem normalen „Atmen“ der Zinsstruktur im Konjunkturzyklus. Außerdem sind die kurzfristigen Realzinsen auch nach der zweimaligen Straffung der geldpolitischen Zügel durch das Eurosystem nach wie vor vergleichsweise niedrig. Aber auch das reale wie nominale Niveau

*Zinsniveau  
auch nach  
Anhebung der  
Notenbank-  
sätze ver-  
gleichsweise  
niedrig*



der langfristigen Anleihe- und Bankzinsen bieten der deutschen Wirtschaft immer noch attraktive Finanzierungsbedingungen. So lag der erwartete reale Kapitalmarktzins für zehn Jahre Laufzeit (errechnet auf Grundlage der nominalen Renditen abzüglich der in Umfragen ermittelten Inflationserwartungen) im Januar bei schätzungsweise 4%; dies entspricht etwa dem Durchschnitt der neunziger Jahre.

## Aktienkurse

*Haussierender  
Aktienmarkt*

Am deutschen Aktienmarkt kam es ab Herbst zu einer stürmischen Aufwärtsbewegung. Gemessen am marktbreiten CDAX-Kursindex stiegen die Notierungen von Ende September bis zum Jahresende um 28%. Während sich die Kurse im Oktober und November im

Gleichschritt mit den großen ausländischen Aktienmärkten bewegten, koppelte sich der Kurstrend in den folgenden Monaten mehr und mehr vom amerikanischen Markt ab, wo die Notierungen bei relativ hoher Volatilität stagnierten. Gegen Jahresende konnte der deutsche Markt auch noch erheblich größere Kurszuwächse verzeichnen als andere europäische Märkte. Neben den verbesserten Wachstumsaussichten wirkten vor allem die zum Jahresende bekannt gewordenen Steuerreformpläne kurssteigernd. Dabei legten insbesondere Bank- und Versicherungsaktien zu, deren Kurse von der im Reformpaket vorgesehenen Möglichkeit profitierten, Kapitalbeteiligungen steuerfrei zu veräußern. Die höchsten Kurszuwächse verzeichneten im Berichtszeitraum aber die zumeist am Neuen Markt notierten Aktien aus den Bereichen Technologie und Telekommunikation, die im letzten Quartal jeweils um rund 60% zulegten. Zu Beginn des Jahres 2000 geriet der deutsche Aktienmarkt dann in unruhigeres Fahrwasser. Zwar erreichten die Notierungen neue Rekordstände, doch konzentrierten sich die Zuwächse auf eine immer geringere Zahl von Werten. Wiederholt kam es auch zu kräftigen Kursrückgängen. Bei Abschluß dieses Berichts Mitte Februar war der CDAX-Kursindex um knapp 11% höher als Ende 1999.

## Mittelbeschaffung über die Wertpapiermärkte

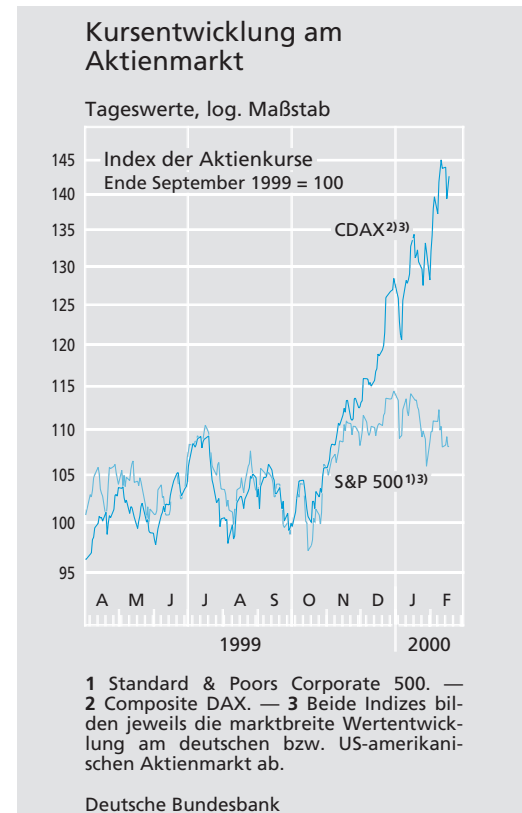
Die Emissionstätigkeit am deutschen Anleihemarkt hat sich gegen Jahresende deutlich abgeschwächt. Insgesamt belief sich der Bruttoabsatz von Rentenwerten inländischer Emit-

*Absatz von  
Rentenwerten  
zum Jahresende  
rückläufig*

tenten im letzten Quartal 1999 auf 130 Mrd Euro (Kurswert), verglichen mit 141 Mrd Euro von Juli bis September. Der Netto-Absatz, der sich nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen bei den Emittenten ergibt, war mit 27 Mrd Euro nicht einmal halb so hoch wie im Vierteljahr davor (58 ½ Mrd Euro). Hinter diesem Rückgang scheint in erster Linie die zum Jahresende übliche Tilgungswelle und weniger eine zurückhaltende Emissionspolitik im Vorfeld des Jahrtausendwechsels gestanden zu haben, denn der Netto-Absatz war noch deutlich höher als im letzten Quartal 1998 (23 Mrd Euro). Ausländische Rentenwerte wurden für 10 ½ Mrd Euro abgesetzt; dabei handelte es sich im Ergebnis weit überwiegend um auf Euro beziehungsweise andere Währungseinheiten von EWU-Teilnehmern lautende Titel.

*Rückläufige  
Emissions-  
tätigkeit der  
Banken*

Ausschlaggebend für das rückläufige Mittelaufkommen am Rentenmarkt war der vergleichsweise geringe Netto-Absatz von Bankschuldverschreibungen, der mit 17 Mrd Euro im letzten Jahresviertel nur noch etwa ein Drittel des Wertes vom Vorquartal erreichte (45 ½ Mrd Euro). Gleichzeitig kam es zu einer markanten Laufzeitverkürzung; während der Umlauf unterjähriger Bankschuldverschreibungen um 22 ½ Mrd Euro stieg, wurden mittel- und langfristige Papiere netto getilgt. Dies hängt vermutlich auch mit der hohen Liquiditätspräferenz der Anleger im Vorfeld des Jahrtausendwechsels zusammen. Die öffentliche Hand nahm im vierten Quartal netto 9 Mrd Euro über den Rentenmarkt auf, verglichen mit 12 ½ Mrd Euro im dritten Jahresviertel. Der Bund erhöhte seine An-



leiheverschuldung um 13 Mrd Euro, wobei er in erster Linie zehnjährige Anleihen (8 Mrd Euro) und fünfjährige Bundesobligationen (6 Mrd Euro) begab. Dem Netto-Absatz von Bundeswertpapieren standen Tilgungen von Titeln der Treuhandanstalt und der ehemaligen Bundespost gegenüber (jeweils gut 2 Mrd Euro). Anleihen von Industrieunternehmen wurden per saldo für 1 Mrd Euro abgesetzt.

Inländische Unternehmen plazierten im vierten Quartal 1999 für 6 ½ Mrd Euro junge Aktien, verglichen mit 8 Mrd Euro im Vorquartal. Auch gegen Jahresende war der Trend zum Gang an die Börse ungebrochen. Von Oktober bis Dezember wurden 39 deutsche Unternehmen an inländischen Börsen erstmals notiert. Auf außergewöhnlich ho-

*Mittel-  
aufnahmen am  
Aktienmarkt*

## Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd Euro

Position	1999		1998
	Juli– Sept.	Okt.– Dez.	Okt.– Dez.
<b>Rentenwerte</b>			
Inländer	38,8	7,3	27,6
Kreditinstitute 1)	20,5	0,9	19,4
darunter:			
ausländische Renten- werte 2)	12,7	7,3	20,1
Nichtbanken 3)	18,3	6,4	8,1
darunter:			
inländische Rentenwerte	12,7	3,5	9,6
Ausländer 2)	37,9	30,2	13,9
<b>Aktien</b>			
Inländer	21,0	25,1	25,3
Kreditinstitute 1)	-0,7	11,1	1,7
darunter:			
inländische Aktien	-1,5	6,5	3,6
Nichtbanken 3)	21,7	14,0	23,6
darunter:			
inländische Aktien	-0,3	-37,3	-18,7
Ausländer 2)	9,9	37,3	19,5
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	7,7	22,7	20,0
Anlage in Publikumsfonds	9,5	4,7	4,2
darunter: Aktienfonds	3,9	5,6	2,8

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

Deutsche Bundesbank

hem Niveau bewegte sich der Absatz von ausländischen Beteiligungstiteln, die von Oktober bis Dezember im Ergebnis für fast 56 Mrd Euro (nach knapp 23 Mrd Euro im Vorquartal) von Inländern erworben wurden. Zurückzuführen ist dies weit überwiegend auf die Übernahme ausländischer Aktien im Zusammenhang mit Unternehmenszusammenschlüssen.

## Mittelanlage an den Wertpapiermärkten

Erwerb von  
Rentenwerten

Auf der Käuferseite des Anleihemarkts prägten auch im letzten Jahresviertel von 1999 die ausländischen Anleger das Bild. Sie erwarben für 30 Mrd Euro inländische Schuldverschreibungen, verglichen mit 38 Mrd Euro in den drei Monaten davor. Etwa 80 % der im Aus-

land platzierten Papiere waren Bankschuldverschreibungen, wobei es sich weit überwiegend um kurzlaufende Titel handelte. Die Nachfrage der heimischen Nichtbanken nach Rentenpapieren war im vierten Quartal stark rückläufig (6 ½ Mrd Euro gegen 18 ½ Mrd Euro von Juli bis September). Davon entfielen etwa zwei Drittel auf inländische und ein Drittel auf ausländische Schuldverschreibungen. Die Kreditinstitute haben sich in den letzten Monaten des Vorjahres im Ergebnis so gut wie gar nicht neu am Rentenmarkt engagiert. Ihre Anleiheportefeuilles stiegen lediglich um 1 Mrd Euro. Damit verbunden war eine Umschichtung von inländischen Anleihen (-7 Mrd Euro) in ausländische Schuldverschreibungen (+7 ½ Mrd Euro).

Auch auf der Erwerberseite des deutschen Aktienmarkts dominierten im vierten Quartal 1999 ausländische Anleger; sie investierten 37 ½ Mrd Euro in heimischen Aktien. Der größte Teil dieser Transaktionen ist – wie beim Erwerb ausländischer Aktien durch Inländer – auf grenzüberschreitende Unternehmenszusammenschlüsse zurückzuführen. Die Aktienbestände der inländischen Nichtbanken stiegen um 14 Mrd Euro. Die Kreditinstitute stockten ihre Bestände an Dividendenwerten um 11 Mrd Euro auf, nachdem sie im Vorquartal per saldo keine Neuengagements eingegangen waren.

Aktienerwerb

Bei den inländischen Investmentfonds kamen von Oktober bis Dezember 1999 mit 27 ½ Mrd Euro deutlich mehr Mittel auf als im Dreimonatszeitraum zuvor (17 Mrd Euro). Der Anstieg betraf allerdings nur die für institutionelle Anleger aufgelegten Spezialfonds,

Investment-  
zertifikate

deren Mittelaufkommen mit 22 ½ Mrd Euro fast dreimal so hoch war wie im Vorquartal (7 ½ Mrd Euro). Getragen wurde dieser hohe Mittelzufluß weit überwiegend von den Gemischten Fonds und den Rentenfonds, die per saldo für 11 Mrd Euro beziehungsweise 9 Mrd Euro Zertifikate verkaufen konnten. Die Publikumsfonds erlösten dagegen nur noch 4 ½ Mrd Euro neue Mittel; von Juli bis September hatte ihr Mittelaufkommen noch 9 ½ Mrd Euro betragen. Favorisiert wurden weiterhin Aktienfonds, denen rund 5 ½ Mrd Euro zuflossen, gefolgt von den Gemischten Fonds und den Altersvorsorgefonds (1 Mrd Euro bzw. ½ Mrd Euro). Die Geldmarktfonds und die Rentenfonds mußten dagegen im Ergebnis für 2 ½ Mrd Euro beziehungsweise 1 Mrd Euro Zertifikate zurücknehmen.

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

*Schwache Entwicklung der täglich fälligen Einlagen*

Im Einlagengeschäft der inländischen MFIs wurden die täglich fälligen Einlagen inländischer Anleger im vierten Quartal 1999 saisonbereinigt betrachtet abgebaut, nachdem sie im Verlauf der ersten drei Quartale 1999 stark zugenommen hatten. Der Rückgang konzentrierte sich auf den Dezember, als die Unternehmen weit weniger Gelder vom Euromarkt repatriierten als in den Vorjahren und die privaten Haushalte ihre Bargeldbestände kräftig aufstockten, um erwarteten Schwierigkeiten bei der Jahrtausendumstellung zu begegnen. Daneben dürfte auch das sehr rege verlaufene Weihnachtsgeschäft zum kräftigen

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

Mrd Euro	1999		1998	
	Okt.– Dez.	Okt.– Dez.	Okt.– Dez.	Okt.– Dez.
<b>Position</b>				
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)				
täglich fällig	+ 14,8	+ 44,0		
mit vereinbarter Laufzeit bis zu 2 Jahren	+ 19,8	+ 23,6		
über 2 Jahre 2)	+ 10,5	- 5,6		
mit vereinbarter Kündigungsfrist 3)				
bis zu 3 Monaten	+ 4,8	+ 18,3		
über 3 Monate 4)	+ 1,6	+ 5,4		
<b>Kredite</b>				
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen				
Buchkredite	+ 40,2	+ 58,4		
Wertpapierkredite	+ 13,8	+ 20,5		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte				
Buchkredite	+ 6,2	+ 5,9		
Wertpapierkredite	- 1,5	- 9,2		

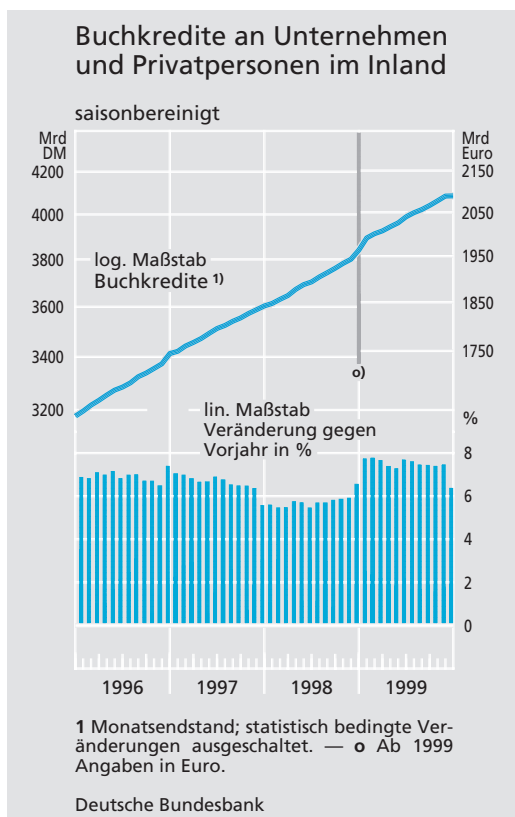
\* Zu den monetären Finanzinstituten (MFIs) zählen hier neben den Banken (einschl. Bausparkassen, ohne Bundesbank) auch die Geldmarktfonds, s.a.: Tabelle IV.1 im Statistischen Teil des Monatsberichts. — 1 Unternehmen, Privatpersonen und öffentliche Haushalte. — 2 Im Jahr 1998 ohne, 1999 mit Bauspareinlagen.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

Deutsche Bundesbank

Abschmelzen der täglich fälligen Einlagen der privaten Haushalte beigetragen haben.

Darüber hinaus wurden im vierten Quartal anscheinend auch täglich fällige Einlagen in kürzerfristige Termineinlagen umgeschichtet, die zinsbedingt offenkundig an Attraktivität gewannen. Die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren nahmen um 19,8 Mrd Euro zu, nachdem sie im Vorquartal nur geringfügig aufgestockt und im zweiten Quartal sogar deutlich abgebaut worden waren. Die Zinsen für Dreimonatsfestgelder sind im Zusammenhang mit dem Jahresultimo und der Zinsanhebung des EZB-Rats am 4. November im Verlauf des vierten Quartals 1999 um insgesamt einen halben Prozentpunkt gestiegen. Die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei

*Kürzerfristige Termineinlagen deutlich ...*



... und längerfristige recht kräftig gestiegen

Jahren nahmen von Oktober bis Dezember um 10,5 Mrd Euro zu, während sie im gleichen Vorjahrszeitraum noch um 5,6 Mrd Euro abgebaut worden waren. Anders als im vorherigen Quartal, als der Anstieg um 7,5 Mrd Euro im Ergebnis ausschließlich auf die Nachfrage inländischer Versicherungsunternehmen nach solchen längerfristigen Einlagen zurückzuführen war, haben nun auch die wirtschaftlich unselbständigen Privatpersonen wieder langfristige Termineinlagen gebildet.

Schwache Entwicklung der Spareinlagen mit dreimonatiger Kündigungsfrist

Die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten wuchsen mit einem Anstieg um 4,8 Mrd Euro im vierten Quartal deutlich schwächer als zu dieser Jahreszeit üblich. Hierin dürften sich nicht nur die im Vergleich zu den Vorjahren etwas niedrigeren Zinsgutschriften auf Spareinlagen

widerspiegeln, sondern vor allem auch das deutlich nachlassende Interesse an den höherverzinslichen Sondersparformen, die in den vergangenen Jahren per saldo fast ausschließlich zum Wachstum der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten beigetragen haben. Der seit langem zu beobachtende Abbau der längerfristigen Spareinlagen (mit vereinbarter Kündigungsfrist über drei Monaten) setzte sich im vierten Quartal 1999 saisonbereinigt weiter fort.

Die Kreditgewährung der MFIs an inländische Unternehmen und Privatpersonen war im Berichtszeitraum etwas schwächer als in den beiden Vorquartalen. Während die Kredite an den inländischen privaten Sektor damals mit einer saisonbereinigten Jahresrate von etwa 6 ½ % ausgeweitet wurden, verringerte sich der Anstieg im vierten Quartal 1999 auf 5 ½ %. Dabei hat vor allem das Wachstum der Buchkredite an den inländischen privaten Sektor weiter nachgelassen, das von Oktober bis Dezember saisonbereinigt und auf Jahresrate umgerechnet noch 4 ½ % betrug. Mittel- und langfristige Buchkredite waren saisonbereinigt weniger gefragt als zuvor, insbesondere bei den wirtschaftlich selbständigen Privatpersonen. Die kurzfristigen Buchkredite an die inländischen Unternehmen und Privatpersonen, die im dritten Quartal vergleichsweise kräftig abgebaut worden waren, nahmen insgesamt weiter leicht ab. Allerdings beschränkte sich der Rückgang auf den Dezember. Ihre Bestände an Wertpapieren des inländischen Unternehmenssektors stockten die inländischen MFIs im vierten Quartal 1999 erneut kräftig auf (um 13,8 Mrd Euro), wenn

*Kreditvergabe an den privaten Sektor abgeschwächt*

auch etwas weniger dynamisch als im dritten. Soweit der Wertpapiererwerb der MFIs am Sekundärmarkt erfolgt, ist mit ihm kein Mittelzufluß an die privaten Emittenten verbunden.

*Verschuldung  
der öffentlichen  
Haushalte  
etwas  
zugenommen*

Die Verschuldung der inländischen öffentlichen Haushalte bei inländischen MFIs hat im vierten Quartal 1999 um 4,7 Mrd Euro zugenommen, verglichen mit einem Rückgang um 3,3 Mrd Euro vor Jahresfrist. Die unterschied-

liche Entwicklung resultiert per saldo weitestgehend auf Portfoliotransaktionen der MFIs, die ihre Bestände an inländischen Staatsanleihen im letzten Vierteljahr 1999 mit 1,5 Mrd Euro deutlich geringer abbauten als in den vorangegangenen Jahren. Die Buchkredite an die öffentliche Hand nahmen dagegen im vierten Quartal 1999 mit 6,2 Mrd Euro ähnlich wie im Vorjahr (+ 5,9 Mrd Euro) zu; ihr Anstieg ist ausschließlich auf saisonale Einflüsse zurückzuführen.