

# Finanzmärkte in Deutschland

## Kapitalmarkt- und Bankzinsen

Die langfristigen Kapitalmarktzinsen sind von Mitte November bis Anfang Januar auf  $4\frac{2}{3}\%$  zurückgegangen. Danach zog die Umlaufrendite zehnjähriger Bundesanleihen wieder etwas an, bei Abschluss dieses Berichts lag sie mit  $4\frac{3}{4}$  Prozentpunkten rund einen halben Prozentpunkt unter dem Stand vom Herbst vorigen Jahres. Im gleichen Zeitraum fielen die Zinsen von Bundeswertpapieren mit kürzerer Restlaufzeit, die stärker von den Veränderungen der Geldmarktkonditionen bestimmt werden, um zwei drittel Prozentpunkte. Die Zinsstrukturkurve am deutschen Rentenmarkt ist deshalb wieder etwas steiler geworden. Mitte Februar belief sich der Zinsabstand zwischen zehnjährigen und einjährigen Bundesanleihen (beobachtete Werte) auf gut einen viertel Prozentpunkt, nachdem er während des vierten Quartals 2000 deutlich gesunken war und Anfang Dezember kurzzeitig sogar negativ wurde. Die Renditen in den übrigen EWU-Ländern bewegten sich im Winter wieder im stärkeren Gleichlauf mit den deutschen Kapitalmarktzinsen als zuvor. Der Renditenabstand zu den deutschen Benchmarkanleihen ist mit gut einem viertel Prozentpunkt im Berichtszeitraum relativ konstant geblieben.

*Steilerer Verlauf der Zinsstrukturkurve durch stärkeren Zinsrückgang am kurzen Ende*

Die Zinsspanne zwischen zehnjährigen Schuldverschreibungen inländischer Banken und vergleichbaren Bundesanleihen ging in der jüngsten Zeit zwar leicht zurück, hielt sich aber auf einem recht hohen Niveau. Sie lag Mitte Februar bei 54 Basispunkten und war damit zehn Basispunkte größer als vor einem Jahr. Insgesamt folgten die Renditen bei den

*Risikospreads am Anleihemarkt weiterhin hoch*

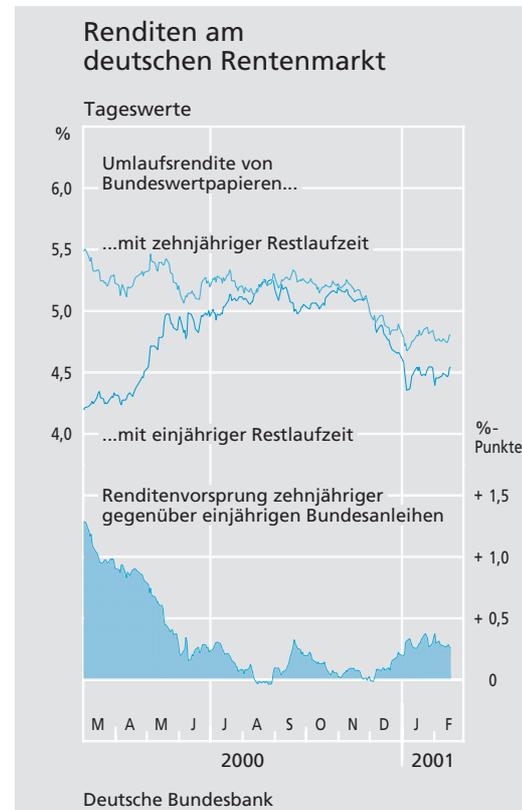
Anleihen privater Emittenten der Entwicklung der „sicheren“ Staatspapiere. Damit gibt es keine Hinweise für eine Erhöhung der Risikoprämien.

*Stark gesunkene Kurzfristzinsen spiegeln Zinssenkungserwartungen wider*

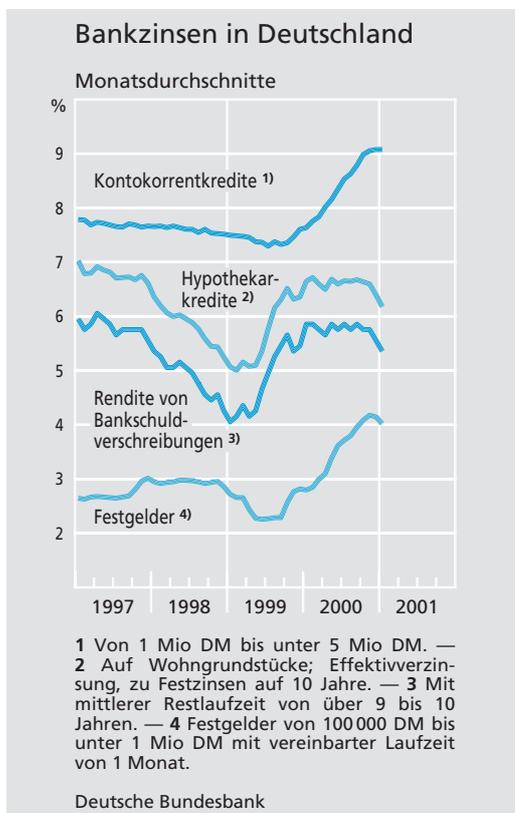
Der stärkere Rückgang der Renditen am kurzen Ende des Rentenmarkts spiegelt im Wesentlichen die auf sinkende Notenbankzinsen gerichteten Erwartungen der Marktteilnehmer wider. Damit einher geht eine inverse Zinsstruktur im ein- bis zweijährigen Bereich. Im mittel- und langfristigen Bereich weist die Zinsstrukturkurve dagegen einen steigenden Verlauf auf. Dieses Muster spricht dafür, dass den mit den Zinssenkungsspekulationen verbundenen Erwartungen einer Konjunkturabschwächung nur auf kurze, nicht aber auf längere Sicht Bedeutung beigemessen wird. Dagegen weist der Anstieg bei den längeren Fristen nicht auf höhere langfristige Inflationserwartungen hin. Diese sind nach den Informationen, die sich aus Befragungen und Finanzmarktpreisen (wie der Kursentwicklung indexierter versus nicht-indexierter Anleihen) ergeben, derzeit (mit rd. 1 ½ %) vielmehr recht niedrig. Legt man die in Umfragen ermittelten Inflationserwartungen zu Grunde, so betrug der erwartete reale Kapitalmarktzins für zehn Jahre Laufzeit im Januar 3 ½ %, verglichen mit rund 4 % im Durchschnitt der neunziger Jahre. Die Finanzierungsbedingungen der deutschen Wirtschaft sind damit im langfristigen Bereich weiterhin günstig.

*Langfristige Bankzinsen zurückgegangen*

Der Zinsentwicklung am Anleihemarkt entsprechend sind auch die langfristigen Bankzinsen in den letzten Monaten zurückgegangen. Im Januar dieses Jahres kosteten Hypo-



thekardarlehen mit zehnjähriger Zinsbindung im Durchschnitt etwa 6 ¼ %, nach 6 ¾ % im September 2000. Etwas weniger – und zwar um gut einen Drittel Prozentpunkt – haben die effektiven Sätze für langfristige Festzinskredite an Unternehmen nachgegeben. Sie lagen im Januar im Durchschnitt bei knapp 7 % (Kreditvolumen 200 000 DM bis unter 1 Mio DM) beziehungsweise 6 ⅔ % (Kreditvolumen 1 Mio DM bis unter 10 Mio DM). Im kurzfristigen Bankgeschäft hingegen waren die Zinsen höher als im Herbst vorigen Jahres, wobei die Sätze für kurzfristige Ausleihungen etwas stärker gestiegen sind als die Einlagenzinsen. Die Zinssätze für Kontokorrentkredite (Kreditvolumen von 1 Mio DM bis unter 5 Mio DM) und für Dispositionskredite an Privatkunden wurden um jeweils etwa einen Drittel Prozentpunkt angehoben. Die Verzinsung



von Festgeldern mit dreimonatiger Laufzeit (Anlagebetrag 100 000 DM bis unter 1 Mio DM) war im Januar mit über 4 % jedoch nur einige Basispunkte höher als im September.

## Aktienkurse

*Aktienkurse folgen amerikanischer Entwicklung*

Am deutschen Aktienmarkt sind die Kurse bis Ende Dezember deutlich gefallen, seit Anfang Januar nahmen sie wieder zu. Gleichwohl waren sie Mitte Februar gemessen am marktbreiten CDAX-Kursindex um 7 % niedriger als Mitte November und um 25 % niedriger als auf dem Höchststand vom März 2000. Der deutsche Markt folgte eher noch enger als die übrigen europäischen Märkte der Kursentwicklung in Amerika, wo der S&P-500-Index im Umfeld der gelockerten US-

Geldpolitik leicht anstieg und seit Anfang Januar um 3 % zulegen. Seit der Jahreswende sank auch die Kursunsicherheit in Deutschland wieder. Der VDAX, die implizite Volatilität des nächsten fälligen Futurekontraktes auf den DAX, ging nach einem vorübergehenden Anstieg im Dezember im Berichtszeitraum um insgesamt 23 % zurück.

In den letzten Monaten entwickelten sich die einzelnen Segmente des deutschen Aktienmarkts unterschiedlich. Die Titel aus den Branchen Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT), die überwiegend am Neuen Markt notiert sind, erlitten von Mitte November bis Anfang 2001 einen Kursverlust von 27 %. <sup>1)</sup> Ausgeprägte Kursschwankungen waren auch am Neuen Markt insgesamt zu beobachten. Der NEMAX-All-Share-Kursindex, der alle am Neuen Markt gehandelten Titel umfasst, notierte zuletzt 70 % unter seinem Höchststand vom 10. März 2000.

*Hohe Volatilität bei TMT-Werten*

## Mittelbeschaffung über die Wertpapiermärkte

Die Emissionstätigkeit am deutschen Anleihemarkt hat sich gegen Jahresende abgeschwächt. Insgesamt belief sich der Bruttoabsatz von Rentenwerten inländischer Emittenten im letzten Quartal 2000 auf 193,7 Mrd Euro, verglichen mit 183,9 Mrd Euro von Juli bis September 2000. Der Nettoabsatz, der sich nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen bei den Emittenten ergibt, war mit

*Absatz von Rentenwerten zum Jahresende schwächer*

<sup>1</sup> Gemessen am TMT-Branchenindex von Primark-Datastream.

20,6 Mrd Euro deutlich niedriger als im Vierteljahr davor (38,3 Mrd Euro). Auch der Absatz ausländischer Schuldverschreibungen ging mit netto 14,6 Mrd Euro im Vergleich zum dritten Quartal (21,6 Mrd Euro) zurück. Wie schon zuvor kauften deutsche Anleger fast ausschließlich auf Euro lautende Schuldverschreibungen ausländischer Emittenten (12,6 Mrd Euro).

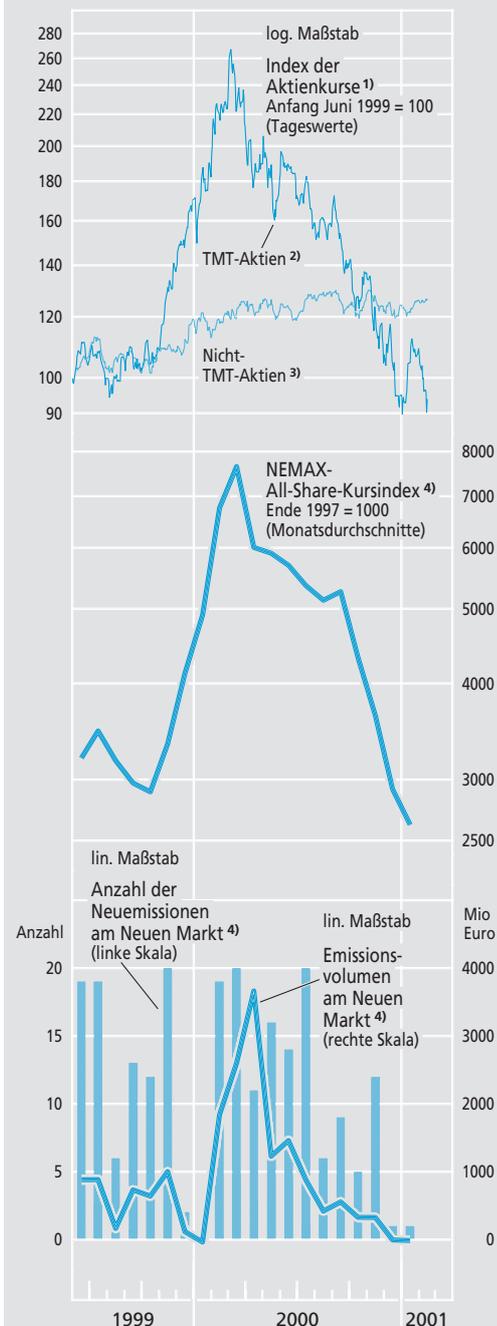
*Rückläufige  
Emissionstätigkeit  
der Banken*

Ausschlaggebend für das rückläufige Mittelaufkommen am Rentenmarkt ist der vergleichsweise geringe Netto-Absatz von Bankschuldverschreibungen, der mit 7,4 Mrd Euro im vierten Quartal weit niedriger als im dritten (30,7 Mrd Euro) war. Es wurden fast ausschließlich Sonstige Bankschuldverschreibungen begeben (netto 18,7 Mrd Euro), Öffentliche Pfandbriefe hingegen für 11,9 Mrd Euro getilgt. Die öffentliche Hand nahm im vierten Quartal netto 11,7 Mrd Euro über den Rentenmarkt auf, verglichen mit lediglich 1,6 Mrd Euro im dritten Vierteljahr. Der Bund erhöhte seine Anleiheverschuldung um 10,9 Mrd Euro, wobei er in erster Linie langlaufende Papiere absetzte. Dreißigjährige und zehnjährige Anleihen wurden für netto 5,2 Mrd Euro beziehungsweise 3,5 Mrd Euro begeben. Dem Netto-Absatz von Bundeswertpapieren standen Tilgungen von Titeln der ehemaligen Bundespost und des Bundes-eisenbahnvermögens gegenüber (insgesamt 2,0 Mrd Euro). Anleihen von Industrieunternehmen wurden per saldo für 1,5 Mrd Euro abgesetzt.

*Mittelaufnahmen  
am  
Aktienmarkt*

Inländische Unternehmen platzierten im vierten Quartal 2000 junge Aktien im Kurswert von 4,2 Mrd Euro, verglichen mit 5,5 Mrd

**Kursentwicklung  
und Emissionstätigkeit  
am Aktienmarkt**



1 Quelle: Primark-Datastream. — 2 Aktien aus den Bereichen Technologie, Medien und Telekommunikation (TMT). — 3 Gesamtmarkt ohne TMT-Aktien. — 4 Quelle: Deutsche Börse AG.

Deutsche Bundesbank

## Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd Euro; 1999 ohne Geldmarktpapiere

Position	2000		1999
	Juli bis Sept.	Okt. bis Dez.	Okt. bis Dez.
<b>Rentenwerte 1)</b>			
Inländer	39,5	32,8	11,9
Kreditinstitute 2)	19,6	11,8	0,2
darunter:			
ausländische Rentenwerte 3)	9,6	11,2	6,7
Nichtbanken	19,9	21,0	11,7
darunter:			
inländische Rentenwerte	7,9	17,5	9,5
Ausländer 3)	20,4	2,4	24,9
<b>Aktien</b>			
Inländer	33,1	138,7	26,1
Kreditinstitute 2)	-2,6	8,2	11,1
darunter:			
inländische Aktien	-1,0	5,2	6,5
Nichtbanken 4)	35,7	130,5	15,0
darunter:			
inländische Aktien	-3,9	133,1	-36,7
Ausländer 3)	10,5	-134,2	36,7
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	9,5	17,9	22,7
Anlage in Publikumsfonds	7,7	7,7	4,7
darunter: Aktienfonds	8,9	7,6	5,6

1 Seit Anfang 2000 mit Schuldverschreibungen von Nichtbanken bis einschl. einem Jahr Ursprungslaufzeit sowie Commercial Paper. — 2 Buchwerte, statistisch bereinigt. — 3 Transaktionswerte. — 4 Als Rest errechnet.

Deutsche Bundesbank

Euro im Vorquartal. Am Neuen Markt kam die Emissionstätigkeit infolge des anhaltenden Abwärtstrends der Kurse und der starken Zurückhaltung der Anleger fast vollständig zum Erliegen. Im Dezember und Januar gab es jeweils nur eine Neuemission. Insgesamt gingen von Oktober bis Dezember 18 Unternehmen an den Neuen Markt, etwa halb so viele wie im dritten Vierteljahr. Im Vergleich zum Vorquartal verringerte sich das platzierte Volumen daher noch einmal, und zwar um 60 % auf unter 0,8 Mrd Euro (vgl. Schaubild S. 25). Mit einer Gesamtzahl von 133 übertrafen die Neuemissionen im Jahr 2000 zwar die Anzahl des Vorjahres (131), die insbesondere noch im Frühjahr geäußerten Erwartungen eines Rekord-Emissionsvolumens erfüllten sich jedoch nicht. Ausländische Beteiligungstitel wurden von Oktober bis Dezember von

Inländern im Ergebnis nur für 0,3 Mrd Euro gekauft, nachdem sie im Vorquartal noch für 38,1 Mrd Euro erworben wurden.

## Mittelanlage an den Wertpapiermärkten

Auf der Käuferseite des Anleihemarkts prägten im vierten Quartal die inländischen Anleger das Bild. Sie legten 32,8 Mrd Euro in Schuldverschreibungen an, verglichen mit 39,5 Mrd Euro in den drei Monaten davor. Die heimischen Nichtbanken erwarben für 21,0 Mrd Euro Anleihen (Juli bis September: 19,9 Mrd Euro). Davon entfielen 17,5 Mrd Euro auf inländische Papiere, wobei es sich zum größeren Teil um Emissionen der öffentlichen Hand (9,7 Mrd Euro) handelte. Ausländische Schuldverschreibungen übernahmen die inländischen Nichtbanken für 3,5 Mrd Euro. Die Banken stockten ihre Anleiheportefeuilles um 11,8 Mrd Euro auf. Sie interessierten sich hauptsächlich für ausländische Rentenwerte (11,2 Mrd Euro). Die ausländischen Anleger reduzierten ihr Engagement am deutschen Rentenmarkt beträchtlich und kauften im Ergebnis nur noch für 2,4 Mrd Euro inländische Schuldverschreibungen im Vergleich zu 20,4 Mrd Euro im Vorquartal.

*Erwerb von Rentenwerten*

Ausländische Anleger verkauften im vierten Quartal für 134,2 Mrd Euro inländische Dividendenwerte, verglichen mit einem Erwerb von 10,5 Mrd Euro im Dreimonatszeitraum zuvor. Dabei spielte die Übertragung eines großen Aktienpakets, das bisher als Direktinvestition im Ausland gehalten wurde, auf eine inländische Gesellschaft die ausschlag-

*Aktien*

gebende Rolle (siehe S. 47 dieses Berichts). Die Kreditinstitute stockten ihre Aktienportefeuilles um 8,2 Mrd Euro (netto) auf. Davon entfielen zwei Drittel auf inländische und ein Drittel auf ausländische Papiere. Die inländischen Nichtbanken legten insgesamt 130,5 Mrd Euro in Dividendenwerten an, wobei der größte Teil auf die oben genannte Einzeltransaktion zurückzuführen ist.

*Investment-  
zertifikate*

Bei den inländischen Investmentfonds kamen mit 25,6 Mrd Euro von Oktober bis Dezember deutlich mehr Mittel auf als im Vorquartal (17,2 Mrd Euro). Der Anstieg betraf ausschließlich die von institutionellen Anlegern aufgelegten Spezialfonds, denen 17,9 Mrd Euro zufließen (Juli bis September: 9,5 Mrd Euro). Die Publikumsfonds erzielten ein unverändertes Mittelaufkommen von 7,7 Mrd Euro. Es kam im Ergebnis fast ausschließlich den Aktienfonds zugute, die aus dem Verkauf ihrer Zertifikate 7,6 Mrd Euro erlösten.

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

*Anhaltender  
Abbau der  
täglich fälligen  
Einlagen*

Im Einlagengeschäft der deutschen MFIs wurden die täglich fälligen Einlagen inländischer Anleger im vierten Quartal saisonbereinigt abgebaut. Hierzu trug bei, dass mit den weiter steigenden Kurzfristzinsen die Opportunitätskosten dieser liquiden, aber nicht oder nur gering verzinsten Einlagenform zunahmen. Ferner fielen – ähnlich wie Ende 1999 – auch im Dezember des vergangenen Jahres die Repatriierungen von Euroeinlagen seitens deutscher Unternehmen weit geringer aus,

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

Mrd Euro	2000		1999	
	Okt.– Dez.	Okt.– Dez.	Okt.– Dez.	Okt.– Dez.
<b>Position</b>				
<b>Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)</b>				
täglich fällig	+ 29,4	+ 14,8		
mit vereinbarter Laufzeit				
bis zu 2 Jahren	+ 18,2	+ 19,8		
über 2 Jahre	+ 2,4	+ 10,5		
mit vereinbarter Kündigungsfrist 2)				
bis zu 3 Monaten	- 1,3	+ 4,8		
über 3 Monate	+ 4,9	+ 1,6		
<b>Kredite</b>				
<b>Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen</b>				
Buchkredite	+ 19,1	+ 40,3		
Wertpapierkredite	+ 6,6	+ 13,8		
<b>Kredite an inländische öffentliche Haushalte</b>				
Buchkredite	+ 5,5	+ 6,2		
Wertpapierkredite	+ 3,9	- 2,3		

\* 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 Spareinlagen.

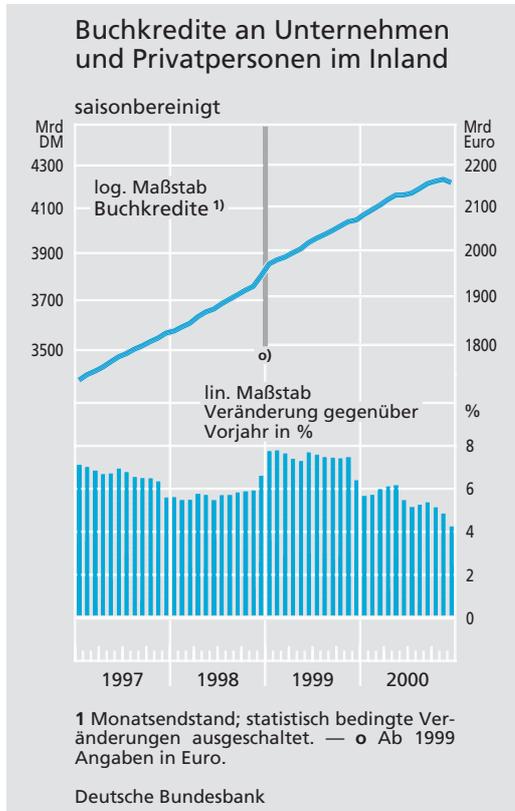
Deutsche Bundesbank

als dies in der Vergangenheit zum Jahresende üblich war.

Die zinsbedingten Umschichtungen ließen insbesondere die marktnah verzinsten Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren ansteigen. Sie nahmen im vierten Quartal um 18,2 Mrd Euro zu, verglichen mit 19,8 Mrd Euro vor Jahresfrist. Vorwiegend wirtschaftlich unselbständige Privatpersonen, aber auch nichtfinanzielle Unternehmen stockten ihren Bestand an kurzfristigen Termineinlagen deutlich auf. Die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren erhöhten sich mit 2,4 Mrd Euro von Oktober bis Dezember dagegen weit weniger als im vierten Quartal 1999 (10,5 Mrd Euro). Insbesondere Versicherungsunternehmen, die traditionell den Großteil der längerfristigen

*Deutliche  
Zunahme der  
kurzfristigen  
Terminein-  
lagen ...*

*... und modera-  
ter Anstieg der  
längerfristigen*



Termineinlagen halten, haben ihren Bestand im vierten Quartal 2000 vergleichsweise wenig erhöht.

*Spareinlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist weiter rückläufig*

Die schwache Entwicklung der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von drei Monaten setzte sich im Berichtszeitraum fort. Sie gingen trotz der am Jahresende erfolgten Zinsgutschriften weiter um 1,3 Mrd DM zurück. Der Abbau beschränkte sich auf die traditionellen Spareinlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von drei Monaten, während die höherverzinslichen Sondersparformen, die mit einem Anteil von knapp 70 % den Großteil der Spareinlagen ausmachen, geringfügig zunahmen. Von den nun seit rund einem Jahr anhaltenden, zinsbedingten Umschichtungen aus den kurzfristigen Spareinlagen dürften neben den Termineinlagen

auch Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von über drei Monaten profitiert haben. Mit einer Zunahme um 4,9 Mrd Euro blieb der Anstieg zuletzt aber trotz der Zinszahlungen zum Jahresende hinter der Zunahme im Vorquartal (5,1 Mrd Euro) zurück.

Die Kreditgewährung der deutschen MFIs an inländische Unternehmen und Privatpersonen schwächte sich im vierten Quartal spürbar ab. Hiervon waren sowohl die Wertpapierkredite als auch die Buchkredite betroffen. Nachdem die saisonbereinigte Jahresrate der Buchkredite im dritten Vierteljahr noch gut 5 % betragen hatte, gab sie im vierten Quartal auf nur noch ½ % nach. Dieser beachtliche Rückgang dürfte aber die Grundtendenz der Kreditexpansion unterzeichnen. Zum einen trugen hierzu Einzeltransaktionen im Dezember bei. Zum anderen blieben Ende 2000 – im Gegensatz zu den Vorjahren – ausgeprägte steuerliche Anreize zur Kreditaufnahme aus. Schließlich war die Kreditgewährung im dritten Quartal auch durch den „Einmaleffekt“ des UMTS-bedingten Finanzierungsbedarfs gefördert worden.

*Kreditvergabe an den privaten Sektor abgeschwächt ...*

In sektoraler Aufgliederung betrachtet hat sich die Kreditgewährung auf breiter Front abgeschwächt. Bei den wirtschaftlich unselbständigen Privatpersonen hat sich das mäßige Expansionstempo der letzten Quartale im Berichtszeitraum weiter verringert. Die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten kam praktisch zum Erliegen. Auch die Kredite an die Unternehmen blieben annähernd unverändert, wozu allerdings vor allem eine größere Einzeltransaktion bei den Finanzierungsinstitutionen beigetragen hat. In einigen anderen

*... und zwar auf breiter Front*

größeren Wirtschaftsbereichen außerhalb des Verarbeitenden Gewerbes sowie der Energie- und Wasserversorgung wurden jedoch ebenfalls Kredite saisonbereinigt zurückgeführt.

*Verschuldung  
der öffentlichen  
Haushalte  
gestiegen*

Die Verschuldung der inländischen öffentlichen Haushalte bei deutschen MFIs stieg im vierten Quartal um 9,3 Mrd Euro, verglichen mit einer Ausweitung um 3,9 Mrd Euro im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Im Einzelnen

erhöhten inländische MFIs ihre Bestände an inländischen Staatsanleihen um 3,9 Mrd Euro und an Buchkrediten an die öffentliche Hand um 5,5 Mrd Euro. Der Bund führte seine Bankverbindlichkeiten – wohl unter Rückgriff auf seine UMTS-Erlöse – allerdings um 4,1 Mrd Euro zurück. Seine Einlagen bei deutschen MFIs baute er im Berichtszeitraum um 1,7 Mrd Euro ab.