

Finanzmärkte in Deutschland

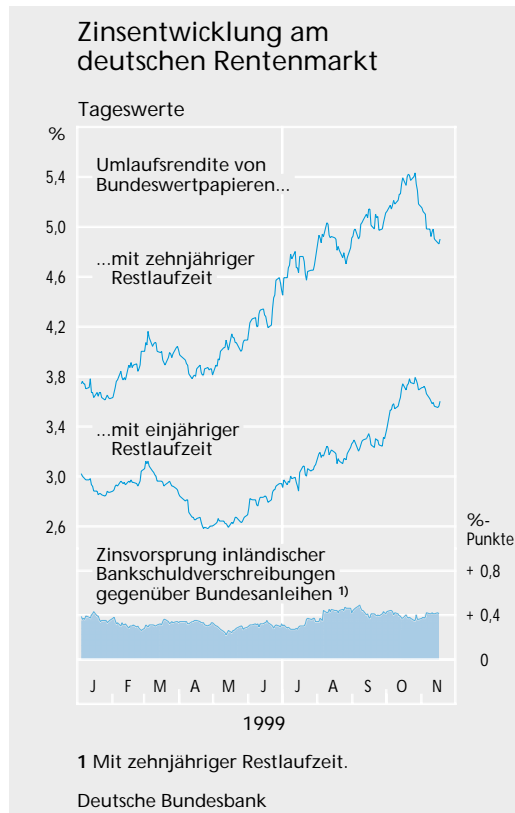
Kapitalmarkt- und Bankzinsen

Die deutschen Kapitalmarktzinsen sind im Herbst im Gleichschritt mit den Renditen in den übrigen EWU-Ländern gestiegen. Die Umlaufrendite zehnjähriger Bundesanleihen zog von Ende Juni bis Ende Oktober um knapp einen Prozentpunkt auf fast $5\frac{1}{2}\%$ an. Im Zusammenhang mit der Zinsanhebung des Eurosystems fielen die Renditen dann auf weniger als 5% zurück; auf diesem Niveau lagen sie auch bei Abschluß dieses Berichts. Zehnjährige Bundesanleihen rentieren damit weiterhin etwa einen viertel Prozentpunkt niedriger als der EWU-Durchschnitt; der maximale Renditenaufschlag einzelner EWU-Länder gegenüber Deutschland beträgt nach wie vor knapp einen halben Prozentpunkt. Die Zinsen von Bundeswertpapieren mit kürzerer Restlaufzeit stiegen bis Ende Oktober im Einklang mit dem „langen Marktende“, bildeten sich anschließend aber nur wenig zurück. Das Zinsspektrum bei Bundeswertpapieren hat sich damit zuletzt abgeflacht. Mitte November betrug der am Markt beobachtbare Zinsabstand zehnjähriger Bundestitel gegenüber einjährigen Papieren etwa $1\frac{1}{3}$ Prozentpunkte, verglichen mit zeitweise mehr als $1\frac{3}{4}$ Prozentpunkten im Sommer.

Zunächst weiterer Zinsanstieg am Kapitalmarkt

Der Zinsvorsprung zehnjähriger Schuldverschreibungen inländischer Banken gegenüber vergleichbaren Bundesanleihen bewegte sich in den letzten Monaten bei etwa 40 Basispunkten; dies sind rund zehn Basispunkte mehr als im Durchschnitt des ersten Halbjahres. Die Spreadausweitung dürfte wesentlich auf die ausgeprägte Liquiditätsneigung der Anleger im Vorfeld des Jahrtausendwechsels

Zinsspreads am Anleihemarkt im Vorfeld der Jahrtausendwende relativ groß



zurückzuführen sein. Sie hat zur Folge, daß Bankschuldverschreibungen, bei denen der Markt weniger breit und tief ist als bei Bundesanleihen und für die keine vollständigen Absicherungsmöglichkeiten über Terminmärkte existieren, mit einer Liquiditätsrisikoprämie gehandelt werden. Besonders deutlich stieg der Zinsvorsprung der Sonstigen Bankschuldverschreibungen (auf zuletzt über 50 Basispunkte). Bei diesen typischerweise relativ kleinen Emissionen fallen Liquiditätsrisiken stärker ins Gewicht als etwa bei Pfandbriefen.

Die langfristigen Bankzinsen wurden in den letzten Monaten im Einklang mit dem Renditenanstieg am Anleihemarkt heraufgesetzt. Im Oktober kosteten Hypothekendarlehen mit zehnjähriger Zinsbindung im Durchschnitt

6½ % nach 5½ % im Juni dieses Jahres. In der gleichen Größenordnung bewegten sich die Sätze für langfristige Festzinskredite an Unternehmen; für sie mußten im Oktober effektiv durchschnittlich 6⅔ % (Kreditvolumen 200 000 DM bis unter 1 Mio DM) beziehungsweise 6½ % (Kreditvolumen 1 Mio DM bis unter 10 Mio DM) bezahlt werden. Wohnungsbau- und Investitionskredite waren damit zuletzt rund einen Prozentpunkt teurer als im Frühsommer. Im kurzfristigen Einlagen- und Kreditgeschäft blieben die Zinssätze bis Oktober dagegen weitgehend unverändert. Lediglich die Verzinsung von Festgeldern mit dreimonatiger Laufzeit (Anlagebetrag 100 000 DM bis unter 1 Mio DM) stieg im Oktober um knapp einen Drittel Prozentpunkt auf durchschnittlich 2⅔ %; dies ist wesentlich auf die Liquiditätsprämie zurückzuführen, die für über die Jahrtausendwende zur Verfügung gestellte kurzfristige Mittel gezahlt wird.

Auch nach der Anhebung der Notenbankzinsen durch das Eurosystem Anfang November ist die Zinssituation für die deutsche Wirtschaft weiterhin als günstig einzuschätzen, zumal die Kapitalmarktsätze im Umfeld der Zinsentscheidung wieder zurückgegangen sind. Die mit dem Jahrtausendwechsel verbundenen Unsicherheiten haben das Zinsgefüge nur wenig beeinflusst und geben insofern keinen Anlaß zur Besorgnis. Die Kapitalmarkt- und Bankzinsen liegen nominal noch immer auf einem historisch sehr niedrigen Niveau. Auch in realer Betrachtung ist das Zinsniveau weiterhin relativ niedrig. Der erwartete reale Kapitalmarktzins (errechnet auf Grundlage der nominalen Renditen abzüglich

Zinssituation auch nach Anhebung der Notenbankzätze günstig

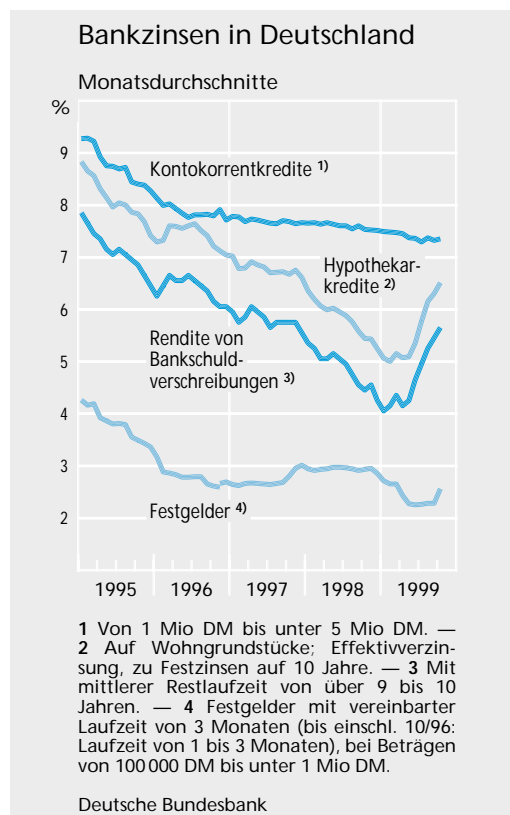
Langfristige Bankzinsen höher, kurzfristige Zinssätze kaum verändert

der in Umfragen ermittelten Inflationserwartungen) betrug zuletzt für zehn Jahre Laufzeit schätzungsweise knapp 3 ½ %, verglichen mit rund 4 % im Durchschnitt der neunziger Jahre.

Aktienkurse

*Deutscher
Aktienmarkt
ohne klaren
Kurstrend*

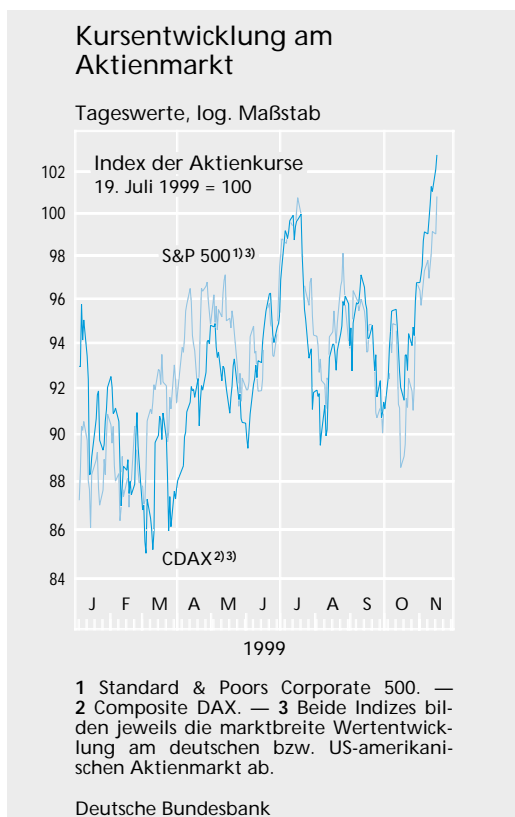
Der deutsche Aktienmarkt wies in den letzten Monaten bei kräftigen Schwankungen zunächst keinen klaren Kurstrend auf; Ende Oktober setzte dann eine beschleunigte Aufwärtsentwicklung ein, die die Notierungen zuletzt auf neue Jahreshöchststände trieb. Kursstützend wirkten die verbesserten Konjunktur- und Wachstumsperspektiven für die deutsche Wirtschaft. Ähnliche Effekte dürften von zahlreichen Spekulationen über Fusionen und Übernahmen im Unternehmenssektor ausgegangen sein. Dabei bildeten Telekommunikations- und Finanzunternehmen einen Schwerpunkt, deren im CDAX enthaltene Aktien von Ende Juli bis Mitte November hohe Kursgewinne verzeichnen konnten (+ 30 ½ % bzw. + 18 % gegenüber + 12 % für den Gesamtmarkt). Kursdämpfende Einflüsse gingen bis Ende Oktober von den deutlich anziehenden Kapitalmarktzinsen aus. Hinzu kommt, daß positive Trendvorgaben des amerikanischen Aktienmarkts lange Zeit ausblieben. Mitte November lagen die deutschen Aktienkurse – gemessen am marktbreiten CDAX-Kursindex – rund 3 % über dem bisherigen Jahreshoch von Mitte Juli. Gegenüber dem Jahresendstand 1998 bedeutet dies einen Zuwachs um 14 %, verglichen mit dem Rekordhoch vom Juli 1998 dagegen immer noch ein Minus von 7 %.



Mittelbeschaffung über die Wertpapiermärkte

Die Emissionstätigkeit am deutschen Anleihemarkt bewegte sich im dritten Quartal weiter auf relativ hohem Niveau. Der Brutto-Absatz von Rentenwerten inländischer Emittenten erreichte 141 Mrd Euro (Kurswert), verglichen mit 133 ½ Mrd Euro im zweiten Vierteljahr und einem Rekordwert von 163 ½ Mrd Euro im ersten Quartal. Betragsmäßig mehr als drei Viertel der neu begebenen Papiere waren in Euro denominiert. Nach Abzug der Tilgungen und unter Berücksichtigung der Eigenbestandsveränderungen bei den Emittenten erbrachte der Absatz inländischer festverzinslicher Wertpapiere von Juli bis September 58 ½ Mrd Euro, gegenüber 50 Mrd Euro in den drei Monaten zuvor. Am Netto-Absatz von Anleihen im ge-

*Absatz von
Rentenwerten
weiter hoch*



samten Euro-Währungsraum hatten Emissionen aus Deutschland einen Anteil von rund einem Drittel (in den ersten sieben Monaten des Jahres). Ausländische Rentenwerte wurden netto für 18 ½ Mrd Euro abgesetzt; dabei handelte es sich im Ergebnis fast ausschließlich um auf Euro beziehungsweise Währungseinheiten von EWU-Teilnehmerländern lautende Papiere.

Lebhafte Emissionstätigkeit der öffentlichen Hand

Die höheren Mittelaufnahmen am Rentenmarkt sind auf die lebhaftere Emissionstätigkeit der öffentlichen Hand zurückzuführen. Sie begab Schuldverschreibungen für netto 12 ½ Mrd Euro, verglichen mit lediglich 3 ½ Mrd Euro im zweiten Vierteljahr. Der Bund erhöhte seine Anleiheverschuldung um 18 ½ Mrd Euro, wobei er in erster Linie zehnjährige Anleihen (nominal 16 ½ Mrd Euro) begab; darin enthalten sind auch Mittelaufnah-

men für Sondervermögen des Bundes, die am Anleihemarkt seit einiger Zeit unter der Adresse des Bundes gebündelt werden. Dem hohen Netto-Absatz von Bundeswertpapieren standen Tilgungen von Titeln öffentlicher Schuldner gegenüber, die – wie etwa die Treuhandanstalt – nicht mehr als Emittenten in Erscheinung treten. Inländische Kreditinstitute erlösten aus dem Verkauf eigener Schuldverschreibungen mit 45 ½ Mrd Euro von Juli bis September per saldo praktisch ebenso viele Mittel wie im Vorquartal. Dabei griffen die Banken verstärkt auf kurzlaufende Papiere zurück; dies dürfte mit der bereits erwähnten hohen Liquiditätspräferenz der Anleger im Vorfeld des Jahrtausendwechsels zusammenhängen.

Inländische Unternehmen plazierten im dritten Quartal 1999 für rund 8 Mrd Euro junge Aktien. Dieser Betrag liegt deutlich unter dem Emissionsvolumen des Vorquartals (18 Mrd Euro), das allerdings durch die Kapitalerhöhung der Deutschen Telekom geprägt wurde. Weiterhin hoch blieb dagegen die Anzahl der Neuemissionen. Im dritten Quartal entschieden sich 45 Gesellschaften für den Gang an eine deutsche Börse. Damit hat sich die Zahl der Börseneinführungen mit 129 gegenüber der Gesamtzahl 1998 bereits nach einem Dreivierteljahr beinahe verdoppelt. Im Vordergrund stand dabei der Neue Markt, der 98 Neuemissionen an sich zog. Das Interesse an Auslandsaktien war ungebrochen groß. Im Ergebnis wurden von Juli bis September ausländische Beteiligungstitel für fast 23 Mrd Euro (nach knapp 16 Mrd Euro im Vorquartal) im Inland abgesetzt, wobei es sich weit überwiegend um Portfolioinvestitionen handelte.

Geringere Mittelaufnahmen am Aktienmarkt

Mittelanlage an den Wertpapiermärkten

Erwerb von Rentenwerten

Auf der Käuferseite des Rentenmarkts standen im dritten Quartal ausländische Anleger im Vordergrund. Sie erwarben für netto 38 Mrd Euro inländische Schuldverschreibungen, verglichen mit 26 ½ Mrd Euro in den drei Monaten davor. Über zwei Drittel der im Ausland platzierten Papiere waren Bankschuldverschreibungen. Insbesondere im September, als die Zinsunsicherheiten am Kapitalmarkt zunahmen, bevorzugten Ausländer kurzlaufende Titel der Banken und gaben im Gegenzug in größerem Umfang meist langlaufende öffentliche Anleihen ab (– 6 Mrd Euro). Die heimischen Nichtbanken haben sich im dritten Quartal etwas stärker in Rentenwerten engagiert. Sie legten 18 Mrd Euro in Anleihen an (April bis Juni: 14 ½ Mrd Euro). Davon entfielen 12 ½ Mrd Euro auf inländische Schuldverschreibungen, wobei es sich weit überwiegend um Emissionen der Kreditinstitute handelte. Die Banken stockten ihre Anleiheportefolles um 20 ½ Mrd Euro auf.

Aktien

Auf der Erwerberseite des deutschen Aktienmarkts dominierten im dritten Quartal erneut die inländischen Nichtbanken, die für netto 21 ½ Mrd Euro Beteiligungstitel kauften. Sie erwarben allerdings im Ergebnis ausschließlich ausländische Dividendenpapiere (22 Mrd Euro). Die ausländischen Anleger zeigten weiterhin ein lebhaftes Interesse an deutschen Aktien. Sie stockten ihre Bestände an inländischen Dividendenwerten um 10 Mrd Euro auf, verglichen mit 21 ½ Mrd Euro im Dreimonatszeitraum zuvor. Heimische Kreditinstitute hingegen gaben in geringem Umfang Aktien ab (– ½ Mrd Euro netto), nach-

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Position	1999	
	April– Juni	Juli– Sept.
Mrd Euro		
Rentenwerte		
Inländer	52,1	38,7
Kreditinstitute 1)	37,4	20,5
darunter:		
ausländische Rentenwerte 2)	19,2	12,7
Nichtbanken 3)	14,7	18,2
darunter:		
inländische Rentenwerte	5,5	12,6
Ausländer 2)	26,5	38,0
Aktien		
Inländer	12,4	21,0
Kreditinstitute 1)	– 13,7	– 0,6
darunter:		
inländische Aktien	– 16,0	– 1,5
Nichtbanken 3)	26,1	21,7
darunter:		
inländische Aktien	12,7	– 0,3
Ausländer 2)	21,6	9,9
Investmentzertifikate		
Anlage in Spezialfonds	14,3	7,7
Anlage in Publikumsfonds	9,6	9,5
darunter: Aktienfonds	3,2	3,9

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

Deutsche Bundesbank

dem sie ihre Aktienportefolles von April bis Juni um 13 ½ Mrd Euro abgebaut hatten.

Bei den inländischen Investmentfonds kamen mit 17 Mrd Euro von Juli bis September rund ein Viertel weniger Mittel auf als im Vorquartal (24 Mrd Euro). Dieser Rückgang betraf im Ergebnis ausschließlich die von institutionellen Anlegern gehaltenen Spezialfonds, die lediglich mit 7 ½ Mrd Euro dotiert wurden (April bis Juni: 14 ½ Mrd Euro). Gleichzeitig haben vor allem Versicherungen im dritten Quartal wieder in größerem Umfang Mittel direkt bei Banken angelegt. Die Publikumsfonds erzielten – wie zuvor – ein Mittelaufkommen von 9 ½ Mrd Euro. Favorisiert wurden vom Publikum weiterhin Aktienfonds, denen rund 4 Mrd Euro zuflossen, gefolgt

Investment-
zertifikate

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

Mrd Euro

Position	Juli bis Sept. 1999	Juli bis Sept. 1998
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)		
täglich fällig	+ 3,4	+ 5,9
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	+ 0,9	+ 2,4
über 2 Jahre 2)	+ 7,5	+ 2,8
mit vereinbarter Kündigungsfrist 3)		
bis zu 3 Monaten	- 3,8	- 0,5
über 3 Monate 4)	- 2,2	- 2,7
Kredite		
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite	+ 23,3	+ 27,7
Wertpapierkredite	+ 3,5	- 2,1
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 1,1	+ 4,8
Wertpapierkredite	+ 1,3	- 11,0

* 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

von Geldmarktfonds und Offenen Immobilienfonds (1,7 Mrd Euro bzw. 1,5 Mrd Euro).

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

Im Einlagengeschäft der inländischen MFIs expandierten im dritten Quartal die täglich fälligen Einlagen inländischer Anleger weiterhin kräftig. Mit einer saisonbereinigten Jahresrate von knapp 9 % wuchsen sie allerdings deutlich langsamer als in den beiden vorangegangenen Vierteljahre (21 ½ % im zweiten und 29 ½ % im ersten Quartal). Hierzu dürften die stark rückläufigen Repatriierungen bisher am Euromarkt angelegter Gelder beigetragen haben. Während solche Mittel in der ersten

Jahreshälfte in beträchtlichem Umfang nach Deutschland zurückgeführt wurden, war im dritten Quartal kaum mehr ein Abbau festzustellen. Der Anstieg der langfristigen Zinsen und die damit verbundenen ausgeprägten Zinsunsicherheiten könnten die Liquiditätsneigung dagegen gefördert haben.

Die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren, die im Vorquartal massiv abgebaut worden waren (- 12,0 Mrd Euro), wurden im dritten Vierteljahr wieder leicht aufgestockt (0,9 Mrd Euro). Daß sie nicht stärker von der herrschenden Zinsunsicherheit profitieren konnten, dürfte daran gelegen haben, daß die Banken die im Frühjahr herabgesetzten Zinssätze für kurzlaufende Termineinlagen (Laufzeit bis zu drei Monaten) im dritten Quartal praktisch unverändert ließen, so daß sich ihre Attraktivität gegenüber anderen Einlagen kaum veränderte. Demgegenüber stiegen die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren in dieser Zeit um 7,5 Mrd Euro, verglichen mit 2,8 Mrd Euro vor Jahresfrist. Der kräftige Anstieg geht per saldo ausschließlich auf die höhere Nachfrage inländischer Versicherungsunternehmen nach solchen längerfristigen Einlagen zurück. Ob sich darin ein erstes Anzeichen für ein zinsbedingt wieder erstarktes Interesse an längerfristigen Bankeinlagen erkennen läßt, kann derzeit nicht eindeutig gesagt werden. In der Vergangenheit waren die inländischen Versicherungsgesellschaften jedoch eher bemüht, solche Einlagen durch andere Anlageformen zu ersetzen. Die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten wuchsen im Berichtszeitraum mit einer saisonbereinigten

Kürzerfristige Termineinlagen ...

... und längerfristige Termineinlagen wurden aufgestockt

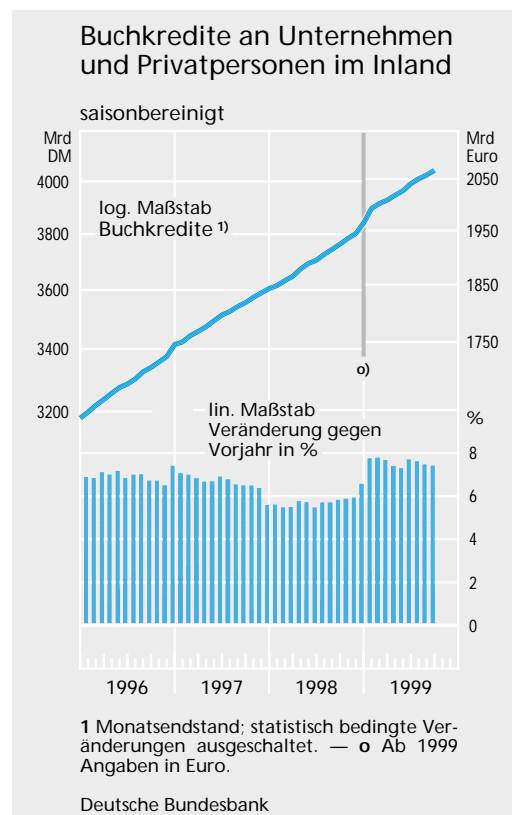
Weiterhin recht hohe Liquiditätsneigung

*Spareinlagen
mit drei-
monatiger
Kündigungsfrist
wuchsen mäßig*

Jahresrate von 2 ½ % deutlich langsamer als im Vorquartal. Demgegenüber hat sich der seit langem zu beobachtende Abbau der längerfristigen Spareinlagen (mit vereinbarter Kündigungsfrist über drei Monaten) im Vergleich zum zweiten Vierteljahr wieder abgeschwächt.

*Kreditvergabe
an den privaten
Sektor
annähernd
unverändert*

Die Kreditgewährung der MFIs an inländische Unternehmen und Privatpersonen, die sich nach der starken Zunahme um die Jahreswende im zweiten Quartal abschwächte, hielt sich im dritten auf dem damals erreichten Niveau. Die Verschuldung des privaten Sektors erhöhte sich von Juli bis September um 26,8 Mrd Euro. Saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet entspricht dies einer Zunahme von 6 ½ %. Im Vergleich zum ersten Quartal (gut 10 %) ist damit eine weitgehende Normalisierung eingetreten. Dies gilt insbesondere für die Buchkredite an den privaten Sektor, die im Berichtszeitraum mit einer saisonbereinigten Jahresrate von knapp 5 ½ % nochmals langsamer wuchsen als im vorangegangenen Quartal (6 ½ %). Insgesamt dürfte sich die Kreditgewährung mittlerweile weitgehend im Einklang mit der derzeitigen konjunkturellen Situation befinden. Im Berichtszeitraum bauten die privaten Nichtbanken ihre kurzfristigen Buchkredite ab, während sie ihre mittel- und langfristigen Ausleihungen geringfügig stärker ausweiteten als im Vorquartal. Vor allem die wirtschaftlich unselbständigen Privatpersonen haben versucht, sich angesichts steigender längerfristiger Zinsen noch schnell vergleichsweise günstige Fremdmittel für einen längeren Zeitraum zu sichern. Ihre Bestände an Wertpapieren des inländischen Unternehmenssektors stockten



die MFIs im dritten Quartal um 3,5 Mrd Euro auf. Im Vorquartal hatten sie solche Papiere infolge von auslaufenden Termingeschäften noch im Umfang von 5,2 Mrd Euro abgegeben. Saisonbereinigt und auf Jahresrate hochgerechnet stiegen die Wertpapierkredite deutscher MFIs an inländische Unternehmen im dritten Vierteljahr um 18 %. Gemessen an den gesamten MFI-Krediten an den inländischen privaten Sektor machen diese Kredite allerdings weniger als 10 % aus.

Die Verschuldung der inländischen öffentlichen Haushalte bei inländischen MFIs blieb in der Berichtsperiode nahezu unverändert, vor Jahresfrist hatte sie allerdings um 6,2 Mrd Euro abgenommen. Im einzelnen gingen die Buchkredite um 1,1 Mrd Euro zurück, während die Bestände der MFIs an inländischen

*Verschuldung
der öffentlichen
Haushalte
unverändert*

Staatsanleihen um 1,3 Mrd Euro stiegen. Soweit dahinter Käufe am Sekundärmarkt stehen, sind sie nicht mit einem entsprechenden

Mittelzufluß an die öffentlichen Emittenten gleichzusetzen.