

Finanzmärkte in Deutschland

Kapitalmarkt- und Bankzinsen

Die deutschen Kapitalmarktzinsen sind im Einklang mit den europäischen Renditen seit Anfang Oktober 2002 um etwa einen viertel Prozentpunkt gesunken. Bei Abschluss dieses Berichts Mitte Februar lag die Umlaufrendite zehnjähriger Bundesanleihen mit rund 4 % auf dem niedrigsten Stand seit Anfang 1999. Der Zinsabschlag dieser Papiere gegenüber dem Durchschnitt der übrigen europäischen Staatsanleihen halbierte sich von knapp 20 Basispunkten in den ersten drei Quartalen 2002 auf gut zehn Basispunkte im Februar 2003. Dies bedeutet aber nicht, dass Bundesanleihen im Begriff sind, ihre Benchmark-Funktion am EWU-Rentenmarkt zu verlieren, die dem Bund als Anleihe-Emittent einen „Zinsvorteil“ gegenüber den anderen öffentlichen Schuldern aus dem Euro-Gebiet verschafft. Auf Grund des liquiden Sekundärmarkts sowie der Bedeutung des BUND-Futures als wichtigstes Hedging-Instrument gegen langfristige Zinsrisiken im Euro-Raum kommt den Bundesanleihen auch weiterhin eine besondere Rolle zu. Der verringerte „Zinsvorteil“ des Bundes am EWU-Anleihemarkt ist daher eher im Zusammenhang mit seiner angespannten Haushaltslage zu sehen.

Benchmark-Funktion von Bundesanleihen weniger honoriert

Aus diesem Grund haben Bundesanleihen auch im Vergleich zu den Anleiheemissionen der Banken aus Sicht des jeweiligen Anleihe-schuldners etwas von ihrer Vorzugsstellung eingebüßt. Jedenfalls ist der Zinsaufschlag zehnjähriger Schuldverschreibungen inländischer Kreditinstitute gegenüber vergleichbaren Bundesanleihen bis Januar auf einen Tiefstand unter 20 Basispunkten zurückgegan-

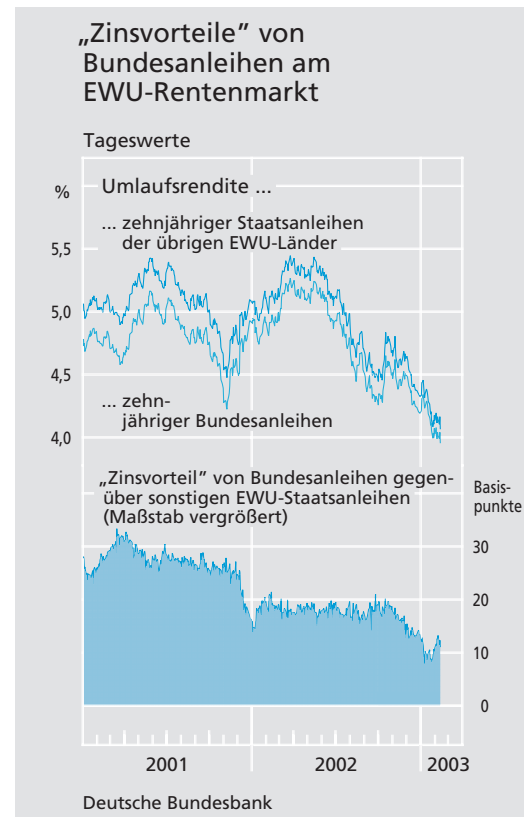
Rückläufige Zinsaufschläge von Bankschuldverschreibungen

gen. Danach hat er sich wieder etwas erhöht. Insgesamt liegen die Zinsaufschläge von Bankanleihen auf ähnlichem Niveau wie im Frühjahr 2002 vor dem Anstieg der Risikoprämien in den Sommermonaten und damit auf einem historisch niedrigen Stand.

Rückgang der Bankzinsen insbesondere im Einlagenbereich und bei längerfristigen Krediten

Parallel zu der Entwicklung am deutschen Kapitalmarkt sind auch die längerfristigen Bankzinsen im Kredit- und im Einlagengeschäft in den letzten Monaten weiter zurückgegangen. So verbilligten sich Hypothekarkredite mit zehnjähriger Zinsbindung von Oktober 2002 bis Januar dieses Jahres im Durchschnitt um 0,3 Prozentpunkte auf 5,4%. In etwas stärkerem Ausmaß wurden auch die effektiven Sätze für langfristige Festzinskredite an Unternehmen zurückgenommen. Je nach Darlehenssumme bewegten sie sich zwischen 5,8% und 6%. Auf der Einlagenseite sind in den längerfristigen Bereichen vor allem die Zinsen für Sparbriefe und Spareinlagen mit entsprechend langen Bindungsfristen deutlich gesunken. Im Januar waren sie im Durchschnitt mit rund 3% um 0,3 bis 0,4 Prozentpunkte niedriger als im Oktober letzten Jahres.

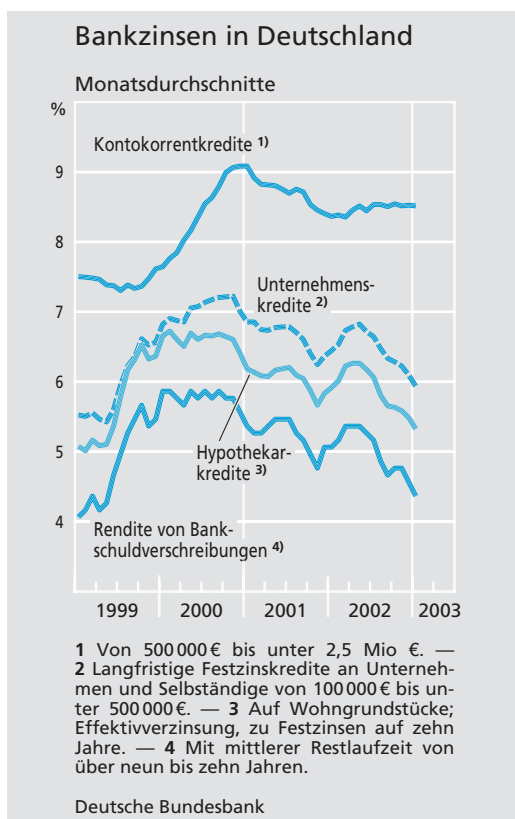
Bemerkenswert ist in diesem Zusammenhang aber auch der Zinsrückgang im kurzfristigen Passivgeschäft der Banken, der bereits im Vorfeld der Leitzinssenkung von Dezember im Einklang mit der Entwicklung der entsprechenden Geldmarktsätze in Gang gekommen ist. So wurden Festgelder mit einmonatiger und dreimonatiger Laufzeit (50 000 € bis unter 500 000 €) im Januar mit 2,3% ebenfalls um knapp 0,4 Prozentpunkte niedriger verzinst als im Oktober. Im kurzfristigen bezie-



ungsweise variabel verzinsten Bereich des Kreditgeschäfts sind die Konditionen nur bei einigen Kreditarten und zudem erst nach der jüngsten Zinsmaßnahme der EZB wieder nach unten in Bewegung gekommen. Vor allem die Sätze für die meist relativ gut besicherten Wechseldiskontkredite und die Gleitzinsen für Hypothekarkredite ermäßigten sich im Durchschnitt um rund 0,2 Prozentpunkte auf 6,1% beziehungsweise 5,7%. Sie erreichten damit die niedrigsten Werte seit etwa drei Jahren.

Dagegen wurden die Konditionen für Kontokorrentkredite sowie für Raten- und Dispositionskredite an Privatkunden bislang nur leicht herabgesetzt. Bei kleineren Krediten dieser Art wurden verschiedentlich sogar Anpassungen nach oben vorgenommen. Im

Zinsen für Kontokorrentkredite leicht gesunken



Durchschnitt lagen die Sätze für größere Kontokorrentkredite (100 000 € bis 500 000 €) mit 9,7 % sowie für Raten- und Dispositionskredite mit 10,7 % beziehungsweise 12,5 % im Januar nur wenige Basispunkte unter den Konditionen der vorangegangenen Monate. Wie auch bei früheren Zinssenkungen zu beobachten war, bemühen sich die Banken, durch die etwas verzögerten Zinsanpassungen im Kreditgeschäft zumindest zeitweilig ihre Zinsmarge aufzubessern. Darüber hinaus dürfte aber auch eine Rolle gespielt haben, dass Banken bei ihren Zinsforderungen die eingegangenen Kreditrisiken offenbar stärker als bisher berücksichtigen. Die bisherigen stark gedrückten Zinsmargen wurden vielfach als nicht mehr ausreichend angesehen. In der aktuellen Situation dürften auf Grund der deutlich gestiegenen Insolvenzen gerade die

größeren Ausfallrisiken im kurzfristigen Kreditgeschäft die Konditionengestaltung der Banken mitbestimmt haben. Auch im Interesse einer effizienten Verwendung der volkswirtschaftlichen Ersparnisse erscheint es angemessen, bei höheren Risiken auch die entsprechenden Konditionen anzupassen. Ob freilich der Versuch der Margenaufbesserung gelingt, wird der Wettbewerb unter den Banken entscheiden. Nach wie vor dürfte der Druck hier groß sein, die gesunkenen Refinanzierungskosten an ihre Kunden weiterzugeben.

Aktienkurse

Die seit den Sommermonaten anhaltende Tal- fahrt der Aktiennotierungen setzte sich im Oktober zunächst fort, bevor die Kurse gegen Mitte des Monats um etwa ein Viertel anstiegen. Danach gaben sie unter großen Schwankungen wieder nach. Lediglich die Kurse von Telekommunikations- und Versorgerwerten konnten sich dem Abwärtstrend entziehen und weiter zulegen. Seit November hat sich erneute Skepsis hinsichtlich der weiteren Entwicklungschancen auf breiter Front durchgesetzt. Zunehmende Unsicherheiten auf Grund der wachsenden Kriegsgefahren haben den Druck auf die Aktienkurse vor allem in den letzten Wochen weiter verstärkt. Mitte Februar lag der marktweite Index für deutsche Dividentitel (CDAX) zeitweilig unter seinem Tiefstand in der ersten Oktoberhälfte. Gegenüber dem historischen Höchstwert vom März 2000 bedeutet dies eine Einbuße von über zwei Dritteln. Die Kapitalisierung des deutschen Aktienmarkts hat sich eben-

*Wechselbäder
am
Aktienmarkt*

falls deutlich reduziert und lag Ende 2002 um über 60 % unter ihrem Stand im Frühjahr 2000.

Das Bewertungsniveau deutscher Standardwerte (Kursniveau im Verhältnis zu den auf Jahresfrist erwarteten Gewinnen) hat sich seit Oktober 2002 trotz der im Ergebnis kaum veränderten Kurse leicht erhöht. Nach dem deutlichen Gewinneinbruch 2002 rechnen Analysten nämlich in Übereinstimmung mit den nach unten revidierten Konjunkturerwartungen mittlerweile mit einer späteren Erholung der Unternehmensgewinne als noch vor einigen Monaten.

Mittelbeschaffung über die Wertpapiermärkte

Absatz von Rentenwerten

Am deutschen Rentenmarkt waren im letzten Quartal 2002 trotz einer regen Emissionstätigkeit Netto-Tilgungen zu verzeichnen. Der zu Kurswerten berechnete Brutto-Absatz von Schuldverschreibungen inländischer Emittenten lag bei 250 Mrd €, verglichen mit 232 Mrd € im vorangegangenen Vierteljahr. Dem standen allerdings außerordentlich hohe Tilgungen und Aufstockungen der Eigenbestände in Höhe von nahezu 264 Mrd € gegenüber. Damit reduzierte sich der Umlauf inländischer Schuldverschreibungen im vierten Quartal um mehr als 13 Mrd €, nach einem Anstieg um fast 53 Mrd € im dritten Quartal. Im Ergebnis überstieg das ausstehende Volumen festverzinslicher Wertpapiere inländischer Emittenten mit 2 481 Mrd € Ende 2002 seinen Vorjahrswert um 5,6 %. Auch der Netto-Absatz ausländischer Papiere am deut-

schen Markt lag im letzten Vierteljahr 2002 mit 5 Mrd € deutlich unter dem Wert des Vorquartals (13 Mrd €) und konnte die Netto-Tilgungen der Titel inländischer Emittenten daher nur teilweise kompensieren. Insgesamt wurden von Oktober bis Dezember 2002 für rund 9 Mrd € (netto) in- und ausländische Schuldverschreibungen zurückgenommen, nachdem in den vorangegangenen drei Monaten noch 66 Mrd € aufgenommen wurden.

Die Netto-Tilgungen am deutschen Rentenmarkt konzentrierten sich auf die Bankschuldverschreibungen (- 18 Mrd €), die fast zwei Drittel des gesamten inländischen Rentenumlaufs ausmachen. Zum Jahresende übertraf der Umlauf dieser Papiere seinen Vorjahrswert nur um 3,7 %. Die Netto-Tilgungen betrafen alle Arten von Bankschuldverschreibungen mit der Ausnahme der Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten, die im vierten Quartal für 5 Mrd € (netto) abgesetzt wurden. Der Umlauf öffentlicher Pfandbriefe reduzierte sich um 13 Mrd €, der Sonstiger Bankschuldverschreibungen und von Hypothekenspfandbriefen um 8 Mrd € beziehungsweise um 1 Mrd €.

Die öffentliche Hand erhöhte ihre Rentenmarktverschuldung zwischen Oktober und Dezember 2002 um 4 Mrd €. Im dritten Quartal 2002 waren dagegen noch 24 Mrd € neu am Kapitalmarkt aufgenommen worden. Binnen Jahresfrist ist der Umlauf öffentlicher Anleihen bis Ende 2002 um 7,5 % gestiegen. Der Bund begab im Herbstquartal für 11 Mrd € (netto) Schuldverschreibungen. Im Vordergrund standen dabei die zweijährigen Schatzanweisungen (6 Mrd €) und die zehnjährigen

Hohe Netto-Tilgungen von Bankschuldverschreibungen

Geringe Emissionen öffentlicher Anleihen

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2002		2001
	Juli bis September	Oktober bis Dezember	Oktober bis Dezember
Rentenwerte			
Inländer	27,1	- 2,6	21,8
Kreditinstitute 1)	- 5,0	- 19,7	- 1,9
darunter:			
ausländische Rentenwerte 2)	6,5	- 7,0	3,2
Nichtbanken 3)	32,1	17,1	23,7
darunter:			
inländische Rentenwerte	25,2	5,5	3,6
Ausländer 2)	39,0	- 6,3	21,6
Aktien			
Inländer	3,9	5,7	13,2
Kreditinstitute 1)	- 5,6	0,0	- 2,2
darunter:			
inländische Aktien	- 4,2	- 1,3	2,2
Nichtbanken 3)	9,5	5,6	15,3
darunter:			
inländische Aktien	6,0	- 1,0	4,9
Ausländer 2)	- 0,1	3,7	- 1,1
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	7,4	23,2	20,3
Anlage in Publikumsfonds	4,6	3,2	13,4
darunter: Aktienfonds	- 0,5	1,4	2,4

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

Deutsche Bundesbank

Bundesanleihen (4 Mrd €). Die Länder verkauften für 6 Mrd € neue Anleihen. Zurückgenommen wurden Schuldverschreibungen sonstiger öffentlicher Emittenten, und zwar insbesondere der Treuhandanstalt und der ehemaligen Bundespost im Betrag von 13 Mrd €.

Mittelaufnahme
am
Aktienmarkt

Die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt blieb auch im vierten Quartal 2002 sehr schwach. Wie in den vorangegangenen drei Monaten platzierten inländische Unternehmen junge Aktien im Kurswert von lediglich 1½ Mrd €. Ausländische Aktien wurden im gleichen Zeitraum für 8 Mrd € am deutschen Markt verkauft (Vorquartal: 2 Mrd €). Die gesamte Mittelaufnahme am Aktienmarkt erhöhte sich damit von 4 Mrd € im dritten auf 9½ Mrd € im vierten Quartal.

Mittelanlage an den Wertpapiermärkten

Auf der Käuferseite des Rentenmarkts standen im vierten Quartal lediglich die inländischen Nichtbanken (17 Mrd €), die vor allem ausländische Papiere nachfragten (12 Mrd €). Die heimischen Banken und ausländischen Anleger reduzierten ihre Rentenportefeuilles um 20 Mrd € beziehungsweise 6 Mrd €. Letztere verkauften insbesondere Anleihen privater Emittenten (- 11 Mrd €) und erwarben öffentliche Titel (5 Mrd €).

Erwerb von
Rentenwerten

Die bereits seit einigen Jahren anhaltende Tendenz zur internationalen Diversifizierung der Aktienportefeuilles setzte sich im letzten Quartal 2002 fort. Inländische Anleger erwarben in diesem Zeitraum ausländische Aktien für 8 Mrd € und gaben einheimische Titel für 2½ Mrd € ab. Während sich die Aktienportefeuilles der Kreditinstitute kaum veränderten, erhöhten die einheimischen Nichtbanken ihre Aktienbestände um 5½ Mrd €. Ausländische Investoren kauften für 3½ Mrd € deutsche Dividentitel.

Aktienwerb

Der Absatz von Investmentzertifikaten hat im letzten Quartal 2002 wieder angezogen. Inländische Fonds setzten Anteilscheine für 26 Mrd € ab. Das war mehr als das Doppelte der vorangegangenen drei Monate. Der Zuwachs betraf aber ausschließlich die den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds (23 Mrd €, nach 7 Mrd € im dritten Quartal), die gegen Jahresende gewohnheitsmäßig kräftige Zuflüsse verzeichnen. Die Publikumsfonds hingegen konnten lediglich für 3 Mrd € Investmentzertifikate verkaufen (Vorquartal: 5 Mrd €). Ausländische Fonds erzielten mit

Investment-
zertifikate

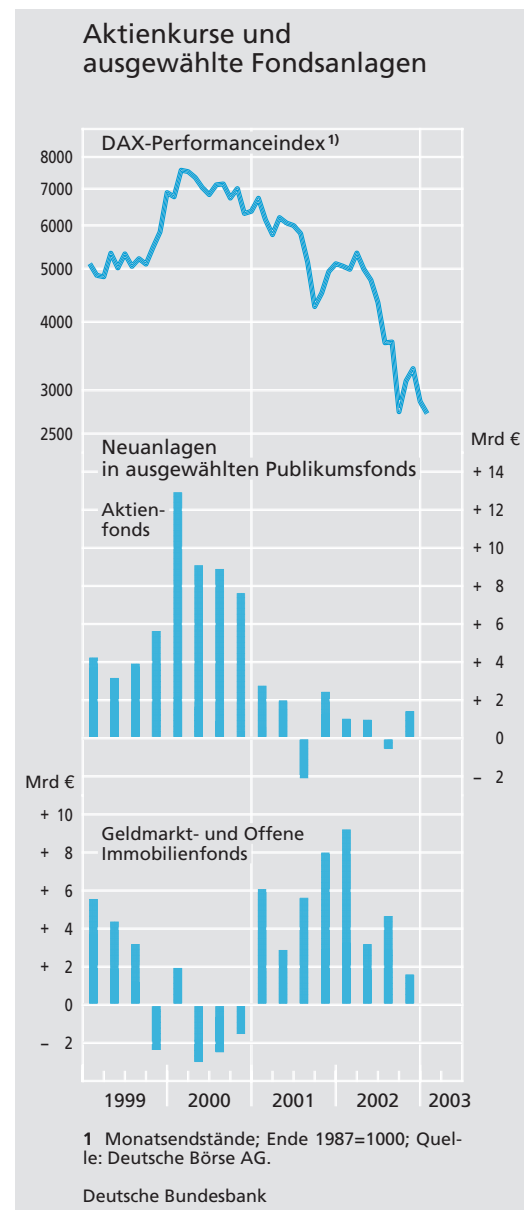
2 Mrd € ebenfalls ein geringeres Mittelaufkommen als in der Vorperiode (3 Mrd €).

Das Interesse der privaten Anleger konzentrierte sich weiterhin auf die als sicher erachteten Offenen Immobilienfonds (1,7 Mrd €). Die vorübergehenden Kursgewinne am Aktienmarkt belebten aber auch das Interesse an Aktienfonds (1,4 Mrd €), die besonders nach der Kurserholung von Mitte Oktober wieder mehr Zertifikate verkaufen konnten, während sie im Sommerquartal noch Mittelabflüsse in Höhe von 0,5 Mrd € hinnehmen mussten.

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

*Täglich fällige
Einlagen
moderat
gestiegen*

Im Einlagengeschäft deutscher MFIs mit inländischen Kunden haben die täglich fälligen Einlagen im letzten Vierteljahr 2002 in saisonbereinigter Betrachtung vergleichsweise moderat zugenommen. Gegenüber dem Vorquartal sind sie mit einer saisonbereinigten annualisierten Jahresrate von 4 ½ % gestiegen, nach 11% im Vorquartal. Einem starken Anstieg im November stand dabei ein merklicher Rückgang im Dezember gegenüber. Hierin spiegelte sich unter anderem das Anlageverhalten der sonstigen Finanzierungsinstitutionen wider. Während diese in den Monaten September bis November ihre Sichteinlagen bei inländischen Banken spürbar aufgestockt hatten, bauten sie diese im Dezember wieder ab. Per saldo dämpften sie damit den Anstieg der täglich fälligen Einlagen im vierten Quartal. Dagegen haben sowohl die nichtfinanziel-



len Unternehmen als auch die Privatpersonen im Berichtsquartal Sichteinlagen weitgehend im jahreszeitlich üblichen Umfang gebildet.

Die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren blieben in saisonbereinigter Betrachtung im vierten Quartal annähernd unverändert, nachdem sie in den Monaten Juli bis September noch spürbar abgebaut worden waren. Entgegen ihrem sonst

*Kurzfristige
Termineinlagen
stagnierten, ...*

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

Mrd €

Position	2002	2001
	Okt. – Dez.	Okt. – Dez.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)		
täglich fällig mit vereinbarter Laufzeit	+ 34,6	+ 45,6
bis zu 2 Jahren	+ 7,2	+ 1,6
über 2 Jahre	+ 9,4	+ 1,0
mit vereinbarter Kündigungsfrist 2)		
bis zu 3 Monaten	+ 18,1	+ 21,8
über 3 Monate	- 1,2	- 2,7
Kredite		
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite	+ 0,8	+ 16,8
Wertpapierkredite	+ 17,1	+ 8,6
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	+ 2,7	+ 1,9
Wertpapierkredite	- 1,0	+ 1,8

* 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

üblichen Verhalten haben sowohl die inländischen Privatpersonen als auch die öffentlichen Haushalte (ohne den Bund) ihre kurzfristigen Termineinlagen im letzten Vierteljahr 2002 nicht aufgestockt, sondern sogar abgebaut. Nur die inländischen Unternehmen haben ihre kurzfristigen Termingelder zum Jahresende stark erhöht. Gleichzeitig sind die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren kräftig gewachsen. Neben den inländischen Privatpersonen stockten auch die deutschen Versicherungsunternehmen ihre längerfristigen Termineinlagen zuletzt wieder deutlich auf. In den vorangegangenen Quartalen hatten sich die Versicherungen, die bei dieser Einlageart traditionell die bedeutendste Anlegergruppe stellen, hier stark zurückgehalten.

... während längerfristige Termineinlagen kräftig stiegen

Die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von drei Monaten haben von Oktober bis Dezember erneut deutlich zugenommen. Insgesamt setzte sich im letzten Vierteljahr 2002 damit der Trend zu Gunsten der kurzfristigen Spareinlagen fort, der bereits seit Beginn der Zinssenkungsphase Anfang 2001 zu beobachten war. Mit dem gegenwärtig recht niedrigen Zinsniveau gehen vergleichsweise geringe Opportunitätskosten der Geldhaltung einher, so dass die Attraktivität der kurzfristigen Spareinlagen derzeit wohl vor allem von deren recht leichten Verfügbarkeit bestimmt wird. Dagegen wurden die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten erneut abgebaut. Das Tempo des Rückgangs beschleunigte sich dabei im vierten Quartal wieder, nachdem der Abbau im Vorquartal eher gering ausgefallen war.

Kurzfristige Spareinlagen deutlich gestiegen

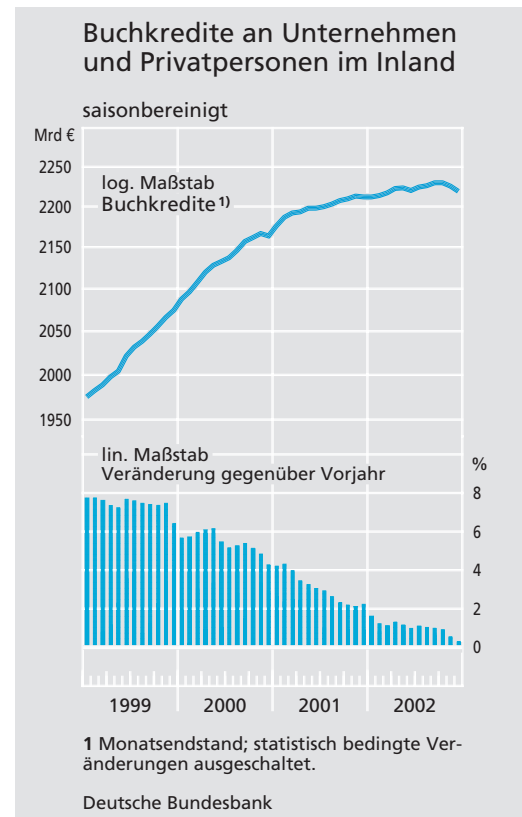
Die Kredite der deutschen MFIs an den inländischen privaten Sektor stagnierten im vierten Quartal in saisonbereinigter Betrachtung. Die Buchkredite an die Unternehmen und Privatpersonen wurden dabei sogar erheblich zurückgeführt. Vor allem die kurzfristigen Ausleihungen der Banken sind deutlich zurückgegangen, während die mittel- bis langfristigen Bankdarlehen an den inländischen Privatsektor in den Monaten Oktober bis Dezember noch leicht aufgestockt worden sind. Insbesondere die Unternehmen führten ihre kurzfristigen Verbindlichkeiten bei deutschen MFIs angesichts der schwierigen Wirtschaftslage deutlich zurück, oder sie nutzten die günstigen Zinsverhältnisse um ihre Verschuldung längerfristig zu konsolidieren. Verschiedentlich scheint auch die größere Zurückhal-

Kreditvergabe an den privaten Sektor

tung der Banken im Neugeschäft zu der schwachen Kreditentwicklung beigetragen zu haben, nachdem es hier unter dem Druck der angespannten Ertragssituation im deutschen Bankensektor zu einem geschärften Risikobewusstsein gekommen ist. Dagegen weiteten die Banken ihre Wertpapierforderungen an inländische Unternehmen in den letzten Monaten weiter aus. Per saldo sind in diesem Zusammenhang ausschließlich die Bestände der deutschen Kreditinstitute an Aktien und sonstigen Dividendenwerten gestiegen, was teilweise auch auf entsprechende Umstrukturierungen im Unternehmenssektor schließen lässt.

*Kreditvergabe
nach
Kreditnehmern*

Zum deutlichen Rückgang der Kredite deutscher Banken an den inländischen Unternehmenssektor im vierten Quartal haben entsprechend den Angaben zur Kreditnehmerstatistik alle Wirtschaftsbereiche beigetragen. Neben dem Verarbeitenden Gewerbe, das seine Verschuldung nunmehr seit dem Frühjahr 2001 kontinuierlich zurückführt, haben auch die sonstigen Finanzierungsinstitutionen und Versicherungen ihre Ausleihungen bei deutschen Banken abgebaut; sie hatten im Vorquartal noch umfangreiche Mittel aufgenommen. Darüber hinaus verringerten auch das Dienstleistungsgewerbe sowie Unternehmen aus dem Bereich Handel ihre Verbindlichkeiten bei den Kreditinstituten. Dagegen haben die deutschen Banken ihre Ausleihungen an die inländischen Privatpersonen und den Wohnungsbau etwas ausgeweitet. Im Einklang mit der schwachen Konjunkturerwicklung und der damit einhergehenden Ein-



kommensunsicherheit war die Bereitschaft der Kreditnehmer zur Aufnahme solcher Kredite allerdings gering.

Die Kredite inländischer MFIs an deutsche öffentliche Haushalte sind im letzten Vierteljahr um 1,7 Mrd € gestiegen; im Vorjahr hatte die Zunahme noch bei 3,7 Mrd € gelegen. Per saldo wurden im Berichtszeitraum ausschließlich die Buchkredite aufgestockt. Neben den Ländern nahmen dabei auch die Kommunen zusätzliche Mittel bei deutschen Banken auf, während der Bund seine Verschuldung bei ihnen abbaute. Ihren Bestand an Wertpapieren deutscher öffentlicher Haushalte verringerten die inländischen MFIs im vierten Quartal um 1 Mrd €.

*Kredite an
öffentliche
Haushalte*