

Finanzmärkte in Deutschland

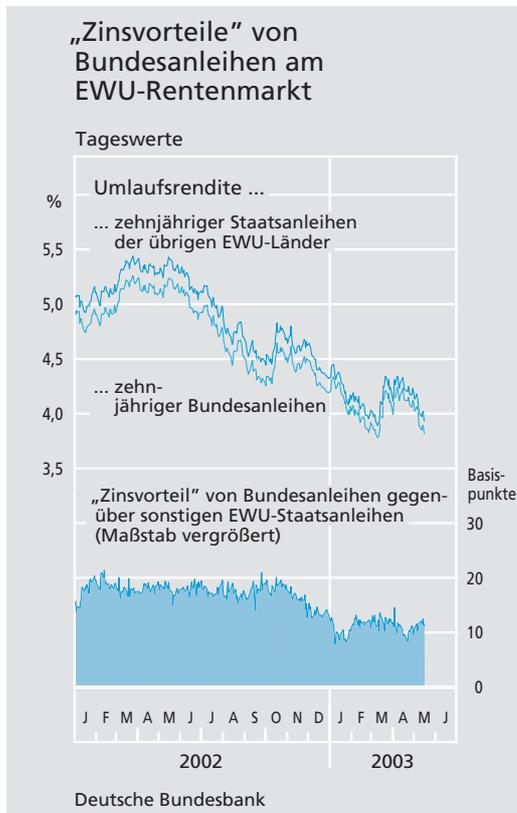
Kapitalmarkt- und Bankzinsen

Die Renditen deutscher Bundesanleihen sind im Einklang mit den EWU-Zinsen seit Jahresbeginn deutlich zurückgegangen. Zehnjährige Bundesanleihen rentierten Mitte Mai mit 3,8 % um mehr als einen Drittel Prozentpunkt unter ihrem Stand zu Jahresbeginn. Der Zinsabschlag von Bundesanleihen gegenüber Staatsanleihen der übrigen EWU-Länder, der vor einem Jahr noch bei knapp einem fünftel Prozentpunkt lag, erreichte im Berichtszeitraum mit zeitweilig unter zehn Basispunkten neue Tiefstände. Der Rückgang des „Zinsvorteils“ des Bundes dürfte auch für den derzeit geringen Zinsaufschlag von Bankschuldverschreibungen gleicher Laufzeit verantwortlich sein. Neben der angespannten Haushaltslage der öffentlichen Hand dürfte die „Benchmark“-Prämie deutscher Titel auch durch die Diskussion über die künftige Einstufung Deutschlands durch führende Rating-Agenturen belastet worden sein.

*„Benchmark“-
Prämie von
Bundesanleihen
weiterhin unter
Druck*

Parallel zu der Entwicklung am Kapitalmarkt sind auch die längerfristigen Bankzinsen im Kredit- und im Einlagengeschäft zwischen Januar und März weiter zurückgegangen, bevor sie im April wieder etwas heraufgesetzt wurden. So verbilligten sich Hypothekarkredite mit zehnjähriger Zinsbindung in diesem Zeitraum im Durchschnitt um knapp einen fünftel Prozentpunkt auf 5,2 %. Im April stiegen sie jedoch wieder auf 5,3 % an. Ähnlich entwickelten sich auch die effektiven Sätze für langfristige Festzinskredite an Unternehmen. Je nach Darlehenssumme bewegten sie sich zuletzt zwischen 5,7 % und 5,9 %. Auf der Einlagenseite sind in den längerfristigen

*Rückgang der
Bankzinsen
insbesondere
im Einlagen-
bereich und bei
längerfristigen
Krediten*



Bereichen vor allem die Zinsen für Sparbriefe mit langen Bindungsfristen deutlich gesunken. Im März waren sie mit 2,7 % knapp einen Drittel Prozentpunkt niedriger als im Januar, im April erhöhten sie sich dagegen wieder etwas auf rund 2,8 %. Im kurzfristigen Passivgeschäft haben die Banken ihre Zinssätze weiter nach unten angepasst. Nach der letzten Leitzinssenkung im März wurden Festgelder mit einmonatiger und dreimonatiger Laufzeit im April mit durchschnittlich gut 2 % mehr als einen Viertel Prozentpunkt niedriger verzinst als im Januar.

Die Banken waren – wie auch bei früheren Zinssenkungen – durch verzögerte Zinsherabsetzungen im kurzfristigen Kreditgeschäft um eine zeitweilige Aufbesserung ihrer Zinsmarge und eine Anpassung der Kondition an

die höheren Kreditausfallrisiken bemüht. So haben sich die Konditionen kurzfristiger Kontokorrent- und Dispositionskredite an Privatkunden nach der jüngsten Zinsmaßnahme der EZB im Vergleich zu den kurzfristigen Festgeldern nur leicht vergünstigt. Im Durchschnitt lagen die Sätze für größere Kontokorrentkredite mit 8,4 % und für Dispositionskredite mit 12,4 % im April 13 beziehungsweise 14 Basispunkte unter den jeweiligen Konditionen zu Jahresbeginn. Die Sätze für die meist recht gut besicherten Wechseldiskontkredite und Hypothekarkredite zu Gleitzinsen ermäßigten sich seit Jahresbeginn im Durchschnitt um 7 bis 16 Basispunkte auf 6,0 % beziehungsweise 5,6 %.

Aktienkurse

Die deutschen Aktien verloren von Jahresbeginn bis Mitte März gemessen am marktbreiten deutschen Aktienindex CDAX knapp ein Viertel ihres Wertes. Damit war der Kursrückgang deutscher Dividentitel stärker als die Wertverluste anderer europäischer Aktien. Deutlicher als an den übrigen Aktienmärkten der EWU fiel aber auch die kurz vor Kriegsbeginn einsetzende Kurserholung der deutschen Aktien aus: Seit Mitte März stieg der CDAX um ein Viertel, verglichen mit einem Wertzuwachs von 20 % für die im Dow Jones Euro Stoxx enthaltenen europäischen Aktien. Die Entwicklung deutscher Aktienkurse seit Jahresbeginn kann teilweise durch die Effekte des Irakkriegs auf die deutsche Wirtschaft erklärt werden, die Marktteilnehmer zunächst offenbar als besonders negativ einstufen. Darauf deutet eine Studie hin, die Kriegswir-

Deutsche Aktien im internationalen Vergleich besonders volatil

Verzögerte Zinsherabsetzung für kurzfristige Kredite

kungen auf die Finanzmärkte anhand der Preise entsprechender Terminkontrakte untersucht.¹⁾ Sie gelangt zu dem Ergebnis, dass für den deutschen Aktienmarkt vor Kriegsbeginn eine recht starke Beeinträchtigung erwartet wurde, während sich die negativen Folgen für die Aktienmärkte anderer EWU-Länder und der USA in Grenzen hielten.

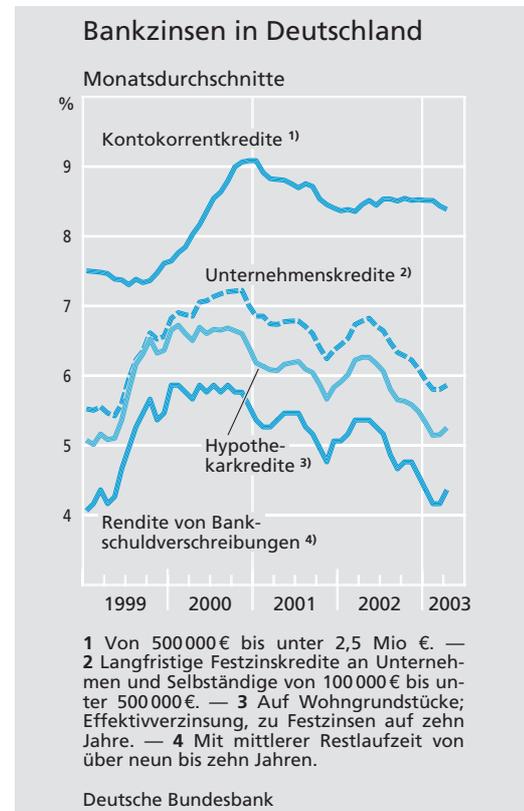
Mittelbeschaffung über die Wertpapiermärkte

*Lebhafter
Absatz von
Rentenwerten*

Der Absatz am deutschen Rentenmarkt hat im ersten Vierteljahr 2003 deutlich gegenüber dem Vorquartal zugelegt. Inländische Schuldner begaben Schuldverschreibungen zum Kurswert von 316 Mrd €, nach 250 Mrd € im Herbst 2002. Nach Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen verblieb ein Nettoabsatz in Höhe von 62 Mrd €, verglichen mit Netto-Tilgungen in Höhe von 13 Mrd € in der Vorperiode. Damit übertraf das ausstehende Volumen festverzinslicher Wertpapiere deutscher Emittenten seinen Vorjahrswert um 5,8 %. Ausländische Anleihen wurden im ersten Vierteljahr für 6 Mrd € abgesetzt.

*Hohe
Emissionen
öffentlicher
Anleihen*

Die Hälfte der zu Jahresbeginn aufgenommenen Mittel kamen der öffentlichen Hand zugute, die ihre Rentenmarktverschuldung um 35 Mrd € erhöhte. Binnen Jahresfrist ist der Umlauf öffentlicher Anleihen damit um 9,6 % gestiegen. Der Bund begab in den ersten drei Monaten des Jahres für 29 Mrd € (netto) Schuldverschreibungen. Im Vordergrund standen dabei die zehnjährigen Bundesanleihen (15 Mrd €), gefolgt von den fünfjährigen Bundesobligationen und den dreißigjährigen



Anleihen mit jeweils 6 Mrd €. Die Länder begaben für 13 Mrd € neue Anleihen. Getilgt wurde hingegen eine Schuldverschreibung der Treuhandanstalt im Betrag von 7 Mrd €. Dieser Schuldner tritt nicht mehr unter eigenem Namen am Kapitalmarkt auf, sondern emittiert nun gemeinsam mit dem Bund.

Der Absatz am Markt für Bankschuldverschreibungen hat sich im ersten Vierteljahr 2003 belebt. Nach Netto-Tilgungen in Höhe von 18 Mrd € im Vorquartal nahmen die deutschen Kreditinstitute am Rentenmarkt 13 Mrd € auf. Die weiterhin vergleichsweise geringe Inanspruchnahme des Rentenmarkts ist ein Ergebnis des niedrigen Refinanzierungs-

*Absatz von
Bankschuldver-
schreibungen
trotz Belebungs-
schwach*

1 A. Leigh, J. Wolfers und E. Zitzewitz (2003): What do Financial Markets think of war in Iraq?, NBER Working Paper Series No. 9587.

Nettomittelaufnahme an den deutschen Kapitalmärkten



Deutsche Bundesbank

bedarfs der deutschen Banken im Zusammenhang mit der schwachen Kreditvergabe. Der bereits seit einigen Jahren anhaltende Trend weg von öffentlichen Pfandbriefen (– 18 Mrd €) und Hypothekendarlehen (– 2 Mrd €) hin zu Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten (19 Mrd €) und Sonstigen Bankschuldverschreibungen (13 Mrd €) setzte sich fort.

Der Absatz von Unternehmensanleihen erreichte mit 15 Mrd € zwischen Januar und März einen neuen Rekordwert. Etwa die Hälfte dieser Mittel wurde im Rahmen von Commercial-Paper-Programmen aufgenommen. Insgesamt entfiel ein knappes Viertel der Neuverschuldung am deutschen Rentenmarkt auf Schuldverschreibungen nichtfinanzieller Unternehmen. Trotz sehr hoher Wachstumsraten – ihr Umlauf hat gegenüber dem Vorjahr um zwei Drittel zugelegt – ist ihr Anteil am Umlauf aller inländischen Schuldverschreibungen mit 2,8% aber weiterhin ausgesprochen gering. Hinzu kamen allerdings die von deutschen Unternehmen im Ausland begebenen Titel, über deren Volumen aber keine gesicherten Zahlen vorliegen.

Rege Emissionen von Unternehmensanleihen

Die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt hat sich in den ersten drei Monaten 2003 gegenüber der Vorperiode zwar auf 3 Mrd € (Kurswert) verdoppelt, blieb aber weit hinter den Werten während der Hausse Ende der neunziger Jahre zurück. Der größte Teil des Emissionsvolumens entfiel auf Aktien ohne Börsennotierung (2 Mrd €).

Schwache Mittelaufnahme am Aktienmarkt

Mittelanlage an den Wertpapiermärkten

Erwerb von Rentenwerten

Auf der Käuferseite des Rentenmarkts standen im ersten Quartal die ausländischen Investoren im Vordergrund. Sie stockten ihre Portefeuilles deutscher Schuldverschreibungen um 35 Mrd € auf. Dabei fragten sie Anleihen privater Emittenten (19 Mrd €) und der öffentlichen Hand (16 Mrd €) ungefähr gleichermaßen nach. Die einheimischen Kreditinstitute erwarben für 20 Mrd € festverzinsliche Wertpapiere. Sie engagierten sich vor allem in Papieren öffentlicher Schuldner (21 Mrd €). Demgegenüber hielten sich die Käufe ausländischer Anleihen und die Verkäufe von Schuldverschreibungen privater Emittenten mit etwa 3 Mrd € in etwa die Waage. Die Präferenz der inländischen Nichtbanken galt hingegen mehr den privaten Schuldnern (12 Mrd €). Außerdem übernahmen sie ausländische Rentenwerte im Betrag von 3 Mrd €, während sie ihre Bestände an inländischen öffentlichen Anleihen um 2 Mrd € abbauten.

Aktienerwerb

Am Aktienmarkt erhöhten lediglich die inländischen Nichtbanken ihre Bestände deutscher Aktien (9 Mrd €). Im Gegenzug verkauften sie ausländische Dividentitel für 7 Mrd €. Die Kreditinstitute stießen sowohl einheimische (-4 Mrd €) als auch ausländische Titel (-3 Mrd €) ab. Ausländische Anleger reduzierten ihre Portfolios deutscher Aktien um 2 Mrd €.

Investment- zertifikate

Der Absatz von Investmentzertifikaten hat im ersten Quartal nochmals angezogen. Inländische Fonds setzten mit 32 Mrd € mehr Anteilsscheine ab als in den ohnehin recht starken

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2002	2003	2002
	Oktober bis Dezember	Januar bis März	Januar bis März
Rentenwerte 1)			
Inländer	- 4,7	32,7	47,5
Kreditinstitute 2)	- 19,7	20,0	22,3
darunter:			
ausländische Rentenwerte 3)	- 7,0	2,7	9,1
Nichtbanken 4)	15,0	12,7	25,1
darunter:			
inländische Rentenwerte	3,4	9,4	14,4
Ausländer 3)	- 4,2	35,4	20,7
Aktien			
Inländer	5,7	- 3,9	10,7
Kreditinstitute 2)	0,0	- 6,2	- 8,6
darunter:			
inländische Aktien	- 1,3	- 3,5	- 5,4
Nichtbanken 4)	5,6	2,2	19,3
darunter:			
inländische Aktien	- 1,0	8,9	1,1
Ausländer 3)	3,7	- 2,5	8,0
Investmentzertifikate			
Anlage in Spezialfonds	23,2	21,4	5,0
Anlage in Publikumsfonds	3,2	11,1	13,7
darunter: Aktienfonds	1,4	- 0,8	1,0

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

vorangegangenen drei Monaten (26 Mrd €). Der Zuwachs betraf ausschließlich die Publikumsfonds, die Zertifikate für 11 Mrd € verkauften. Die auf die Bedürfnisse von institutionellen Anlegern zugeschnittenen Spezialfonds hatten dagegen mit 21 Mrd € etwas geringere Mittelzuflüsse zu verzeichnen als im Vorquartal. Ausländische Fonds spielten mit 2 Mrd € eine untergeordnete Rolle.

Das Interesse der privaten Anleger konzentrierte sich weiterhin auf die als besonders sicher erachteten Offenen Immobilienfonds (7 Mrd €), gefolgt von den Geldmarktfonds (4 Mrd €). Die Aktienfonds, deren Mittelaufkommen gerne als Gradmesser für die Einschätzung der Lage an den Aktienbörsen verwendet werden, mussten hingegen Abflüsse in Höhe von 1 Mrd € verzeichnen. Dabei ist

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

Mrd €

Position	2003		2002	
	Jan. bis März		Jan. bis März	
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)				
täglich fällig mit vereinbarter Laufzeit	+ 3,9		- 17,1	
bis zu 2 Jahren	- 13,8		- 12,3	
über 2 Jahre	+ 3,4		+ 7,3	
mit vereinbarter Kündigungsfrist 2)				
bis zu 3 Monaten	+ 8,8		+ 1,9	
über 3 Monate	- 4,7		- 5,7	
Kredite				
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen				
Buchkredite	+ 2,1		- 6,0	
Wertpapierkredite	- 1,3		- 12,3	
Kredite an inländische öffentliche Haushalte				
Buchkredite	- 4,4		- 4,4	
Wertpapierkredite	+ 20,5		+ 3,5	

* 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

aber zu beachten, dass die Daten zum Verkauf von Fondsanteilen nur das erste Quartal umfassen und daher den Stimmungsumschwung am Aktienmarkt ab Mitte März nur im eingeschränkten Maße abbilden können.

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

Täglich fällige Einlagen stark gestiegen

Im Einlagengeschäft deutscher MFIs mit inländischen Kunden sind im ersten Vierteljahr 2003 vor allem die liquiden Einlageformen stark dotiert worden. Damit setzte sich die bereits im Vorjahr zu beobachtende Entwicklung weiter fort. Neben der hohen Unsicherheit der Anleger dürften die derzeit geringen Opportunitätskosten kurzfristiger Bankeinla-

gen die Liquiditätshaltung gefördert haben. In saisonbereinigter Betrachtung wurden in den Monaten Januar bis März entsprechend überwiegend täglich fällige Einlagen gebildet. Sie wurden im Betrachtungszeitraum mit einer saisonbereinigten annualisierten Jahresrate von 21½ % außerordentlich stark ausgeweitet. Vor allem Privatpersonen haben ihre Tagesgeldeinlagen im ersten Vierteljahr wesentlich stärker aufgestockt als in den Vorjahren. Darüber hinaus fiel der saisonübliche Rückgang der von Unternehmen gehaltenen Sichteinlagen im Berichtsquartal schwächer aus als in früheren Jahren, was auf deutlich gestiegene Bestände an täglich fälligen Einlagen von finanziellen Unternehmen zurückzuführen war.

Die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von drei Monaten sind von Januar bis März in saisonbereinigter Betrachtung ebenfalls stark gestiegen. Dabei dürfte es erneut zu kräftigen Umschichtungen zu Lasten der kurzfristigen Termineinlagen (mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) gekommen sein, die im ersten Vierteljahr 2003 merklich abgebaut worden sind. Angesichts des derzeit vergleichsweise geringen Zinsvorteils der kurzfristigen Termineinlagen gegenüber den Spareinlagen mit dreimonatiger Kündigungsfrist haben sowohl Privatpersonen als auch Versicherungsunternehmen sowie sonstige Finanzierungsinstitutionen ihre kurzfristigen Termineinlagen zurückgeführt.

Kurzfristige Spareinlagen ebenfalls stark dotiert, ...

... während die kurzfristigen Termineinlagen weiter abgebaut wurden

Die längerfristigen Bankeinlagen sind im Berichtsquartal in saisonbereinigter Betrachtung per saldo abgebaut worden. Dabei sind die Bestände an Spareinlagen mit einer verein-

Längerfristige Bankeinlagen insgesamt gesunken

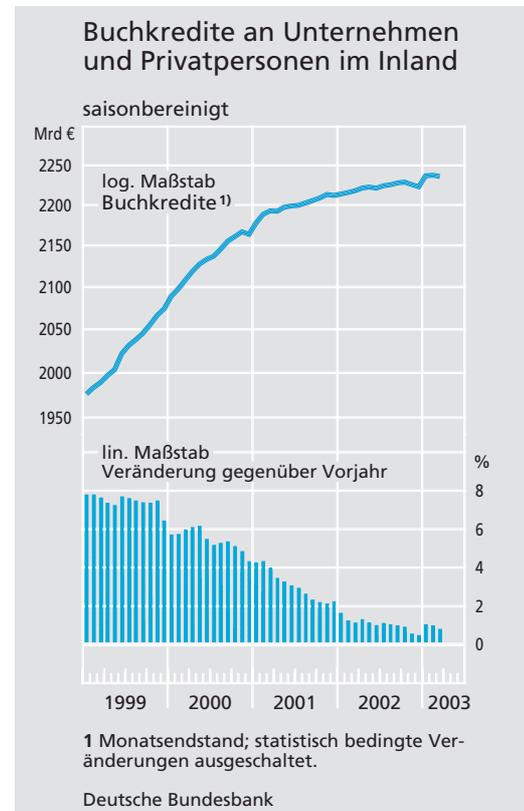
barten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten zurückgegangen, während die längerfristigen Termineinlagen im Berichtsquartal moderat aufgestockt wurden. Vor allem die deutschen Versicherungsunternehmen, die bei dieser Einlageart traditionell die bedeutendste Anlegergruppe stellen, bildeten im ersten Vierteljahr längerfristige Termineinlagen.

*Kreditvergabe
an den privaten
Sektor*

Die Kredite der deutschen MFIs an den inländischen privaten Sektor sind in den ersten drei Monaten dieses Jahres nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen leicht zurückgegangen. Dabei wurden jedoch ausschließlich die Wertpapierkredite der inländischen Banken an deutsche Unternehmen in saisonbereinigter Betrachtung abgebaut. Die Buchkredite an den inländischen privaten Sektor, die sich seit längerem sehr schwach entwickelt hatten und gegen Ende vorigen Jahres sogar zurückgeführt worden waren, sind im Berichtsquartal dagegen spürbar gestiegen. Dabei wurden insbesondere die mittel- bis langfristigen Ausleihungen deutlich ausgeweitet. Im kurzfristigen Bereich legten die unverbriefelten Kredite hingegen nur wenig zu.

*Kreditvergabe
nach
Kreditnehmern*

Nach der Kreditnehmerstatistik haben die deutschen Banken im ersten Quartal per saldo vor allem zusätzliche Ausleihungen für den Wohnungsbau herausgelegt. Dabei nahmen besonders die mittel- bis langfristigen Wohnungsbaukredite erkennbar kräftiger zu als in den beiden vorangegangenen Quartalen. Sie profitierten möglicherweise von den gesunkenen Zinssätzen für Hypothekarkredite, die in quartalsdurchschnittlicher Betrachtung je nach Zinsbindungsfrist um bis zu



einen halben Prozentpunkt gegenüber dem Vorquartal zurückgegangen waren. Während die Konsumentenkredite ebenfalls etwas schneller gestiegen sind als im letzten Vierteljahr 2002, entwickelten sich die Buchforderungen an den inländischen Unternehmenssektor weiterhin schwach. Letztlich haben lediglich die Finanzierungsinstitutionen und Versicherungen ihre Kreditinanspruchnahme in nennenswertem Umfang ausgeweitet. Dem stand ein Rückgang der Kredite an die übrigen Wirtschaftsbereiche gegenüber. Dabei hat insbesondere das Verarbeitende Gewerbe seine Verschuldung weiter spürbar abgebaut, aber auch die stärker verbrauchsorientierten Bereiche wie Handel und Dienstleistungsgewerbe haben ihre Kredite per saldo getilgt. Hierzu dürfte neben der geringen Wirtschaftsdynamik in Deutschland eine

größere Zurückhaltung der Banken bei ihrer Kreditvergabe beigetragen haben.

*Kredite an
öffentliche
Haushalte*

Die Kredite inländischer MFIs an deutsche öffentliche Haushalte sind im ersten Vierteljahr um 16,1 Mrd € gestiegen; im gleichen Vorjahrszeitraum sind sie noch um 0,9 Mrd € zurückgegangen. Per saldo geschah die Kre-

ditausweitung ausschließlich durch Anlagen in Wertpapieren der öffentlichen Hand, deren Bestand inländische MFIs im ersten Quartal um 20,5 Mrd € aufstockten. Die unverbrieften Ausleihungen deutscher Banken an die inländischen öffentlichen Haushalte sind dagegen zurückgeführt worden.