

Geldpolitik, Kapitalmarkt und Bankgeschäft

Zinspolitik und Geldmarkt

Der EZB-Rat setzte seine geldpolitische Geradeausfahrt in den zurückliegenden Monaten fort. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden unverändert als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 2 % ausgeschrieben. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität betragen weiterhin 3 % beziehungsweise 1%. Dabei stützte sich die stetige Zinspolitik auf die Einschätzung anhaltend günstiger Aussichten für die Preisstabilität im Euro-Währungsgebiet.

*Zinssätze des
Eurosystems
bei stabilen
Preisaussichten
unverändert*

Anfang März traten die den Marktteilnehmern seit längerem angekündigten Änderungen der institutionellen Ausgestaltung des geldpolitischen Instrumentariums des Eurosystems in Kraft. Zum einen wurde die Laufzeit der Hauptrefinanzierungsgeschäfte auf nun nur noch eine Woche verkürzt, zum anderen der Beginn der Mindestreserveerfüllungsperiode auf den Abwicklungstag des Hauptrefinanzierungsgeschäfts verschoben, das auf die erste EZB-Ratssitzung im jeweiligen Monat folgt. Da der Übergang zu den neuen institutionellen Regelungen von einer großzügigen Zentralbankgeldversorgung der Banken begleitet worden war, rutschte der Tagesgeldsatz (EONIA) vor dem Ultimo der außergewöhnlich langen Reserveerfüllungsperiode von Ende Januar bis Anfang März vorübergehend unter den Mindestbietungssatz. Demgegenüber war am Ende der Erfüllungsperiode März/April Liquidität gesucht und EONIA stieg kurzfristig kräftig an. Von solchen Entwicklungen abgesehen, lag der Tagesgeldsatz aber über weite Strecken des Berichtszeitraums eng am Mindestbietungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte.

*Zinsentwicklung am
Geldmarkt*

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Bei seiner Geldmarktsteuerung hat das Eurosystem im ersten Quartal 2004 eine Reihe von Neuerungen eingeführt. So begann die Mindestreserveperiode März/April gemäß den Regelungen des neuen geldpolitischen Handlungsrahmens nicht am 24., sondern bereits am 10. März. An diesem Tag wurde das erste Hauptrefinanzierungsgeschäft abgewickelt, das auf die monatlich stattfindende geldpolitische Sitzung des EZB-Rats folgte, die in diesem Fall am 4. März stattgefunden hatte. Am 10. März wurde außerdem das erste reguläre Hauptrefinanzierungsgeschäft mit einer von zwei auf eine Woche verkürzten Laufzeit abgewickelt. Nach dem Auslaufen des letzten zweiwöchigen Geschäfts vom 3. März steht nun seit dem 17. März zu jedem Zeitpunkt nur noch ein Hauptrefinanzierungsgeschäft des Eurosystems aus.

In der Zeit vom 24. Januar bis 6. April stieg die durch die autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren bedingte Nachfrage nach Zentralbankguthaben um 5,5 Mrd € (siehe nebenstehende Tabelle). Der Banknotenumlauf ging in der Periode Januar bis März um 9,6 Mrd € zurück, wodurch der durch die Weihnachtsfeiertage verursachte starke Anstieg der Vorperiode weitgehend wieder rückgängig gemacht wurde. In der Periode März/April nahm der Banknotenumlauf jedoch, auch bedingt durch die bevorstehenden Osterfeiertage, wieder um 7,3 Mrd € zu.

Die Einlagen öffentlicher Haushalte erhöhten sich im betrachteten Zeitraum um 14,5 Mrd €. Auch durch den Rückgang der Währungsreserven des Eurosystems um 7,8 Mrd €, der ohne den Anstieg wegen der Quartalsneubewertung zum 31. März noch etwas größer ausgefallen wäre, wurde dem Bankensystem Liquidität entzogen. Dagegen wurden über die sonstigen Faktoren 14,5 Mrd € zusätzlich bereitgestellt, was hauptsächlich durch die Aufstockung der Bestände des Eurosystems an nicht mit der Geldpolitik in Zusammenhang stehenden, in Euro denominierten Finanzaktiva verursacht wurde.

Den zusätzlichen Liquiditätsbedarf deckte das Eurosystem diesmal nicht über ein größeres Volumen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte, die sogar um 14,7 Mrd € zurückgefahren wurden, sondern über die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, die um 22,1 Mrd € ausgeweitet wurden. Dies wurde erreicht, indem das Eurosystem beginnend mit dem Geschäft am 29. Januar das Volumen der einzelnen Geschäfte von 15 Mrd € auf 25 Mrd € erhöhte.

Im Ergebnis kam es zu einem Anstieg der Guthaben der Kreditinstitute um 1,7 Mrd €. Unter Berücksichtigung der in der Periode Januar bis März gegenüber der Vorperiode deutlich gesunkenen Übererfüllung konnten so die um 1,9 Mrd € gestiegenen Mindestreserveverpflichtungen ohne Probleme erfüllt werden.

Der EONIA-Zinssatz für Tagesgeld am Interbankenmarkt blieb im betrachteten Zeitraum meist wie üblich wenige Basispunkte über dem Mindestbietungssatz von 2,00 %. Größere Abweichungen kamen lediglich in den letzten Tagen der Mindestreserveperioden vor. Der tiefste Stand wurde am 5. März mit 1,84 % und der höchste Stand am 6. April mit 2,75 % erreicht. Bei der Geldmarktsteuerung wurde der Übergang zum neuen geldpolitischen Handlungsrahmen somit weitestgehend reibungslos bewältigt.

1 Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14*/15* im Statistischen Teil dieses Berichts. — 2 Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende. — 3 Einschl. in Stufe 2 abgeschlossener und in Stufe 3 der Währungsunion

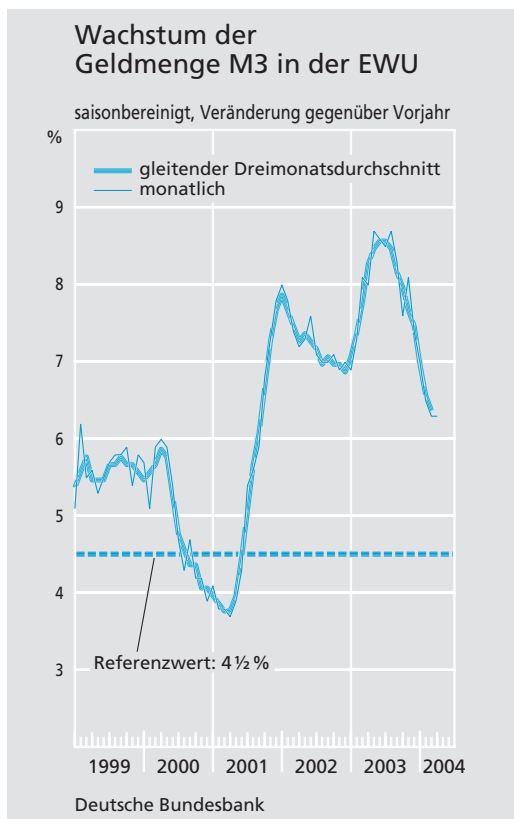
Deutsche Bundesbank

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2004	
	24. Jan. bis 9. März	10. März bis 6. Apr.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch		
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	+ 9,6	- 7,3
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	- 11,6	- 2,9
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven ²⁾	- 5,9	- 1,9
4. Sonstige Faktoren ^{2) 3)}	+ 9,9	+ 4,6
Insgesamt	+ 2,0	- 7,5
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 13,2	- 1,5
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 11,7	+ 10,4
c) Sonstige Geschäfte	-	-
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,1	- 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,1	- 0,2
Insgesamt	- 1,5	+ 8,7
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 0,5	+ 1,2
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,7	- 1,2

noch ausstehender geldpolitischer Geschäfte („Outright“-Geschäfte und die Begebung von Schuldverschreibungen) sowie nicht mit der Geldpolitik in Zusammenhang stehender Finanzaktiva.



In der Entwicklung der Zinssätze für die längeren Laufzeiten am Geldmarkt spiegeln sich die Zinsänderungserwartungen der Marktteilnehmer im Berichtszeitraum wider. Betrag der Zinsvorsprung von Zwölfmonatsgeld gegenüber Tagesgeld Anfang Februar noch fast einen viertel Prozentpunkt, lag der 12-Monats-Euribor Ende März sogar unter dem Tagesgeldsatz von rund 2 %. Mit dem Beschluss der geldpolitischen Geradeausfahrt auf der EZB-Ratssitzung am 1. April verflüchtigten sich die vorübergehend aufgekommenen Zinssenkungserwartungen jedoch wieder. Ende April wurde Zwölfmonatsgeld um knapp einen viertel Prozentpunkt höher gehandelt als Tagesgeld, die längerfristigen Zins­erwartungen am Geldmarkt sind nun wieder nach oben gerichtet.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Die Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet ist im ersten Quartal erneut weniger stark gestiegen als im Vierteljahr zuvor. Ihre annualisierte saisonbereinigte Dreimonatsrate betrug Ende März 4 ½ %. Auch der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahrsraten ging von 7,5 % für Oktober bis Dezember auf 6,4 % für die Monate Januar bis März zurück. Neben einem geringeren Zuwachs der Kredite an den privaten Sektor dürfte vor allem die kräftige Geldkapitalbildung die Zunahme des M3-Aggregats im Berichtsquartal gedämpft haben. Dabei waren besonders Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren gefragt, was auf einen graduellen Rückgang der Liquiditätsneigung der Anleger hindeutet. Der gegenwärtige Geldbestand ist gleichwohl nach wie vor deutlich höher als zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich. Unter den gegebenen Bedingungen gehen davon zwar keine akuten Gefahren für die Preisstabilität aus, zumal sich eine gewisse „Normalisierung“ der Geldhaltung abzeichnet. Da aber nicht ganz ausgeschlossen werden kann, dass diese Überschussliquidität an den Gütermärkten nachfragewirksam wird, muss die monetäre Entwicklung auch weiterhin aufmerksam verfolgt werden.

*Abschwächung
der monetären
Expansion*

Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 sind die täglich fälligen Einlagen in den Monaten Januar bis März stark gestiegen, nachdem ihre Zunahme im Vorquartal noch deutlich geringer ausgefallen war als in den Vierteljahren zuvor. Ihre saisonbereinigte

*Komponenten
der Geldmenge*

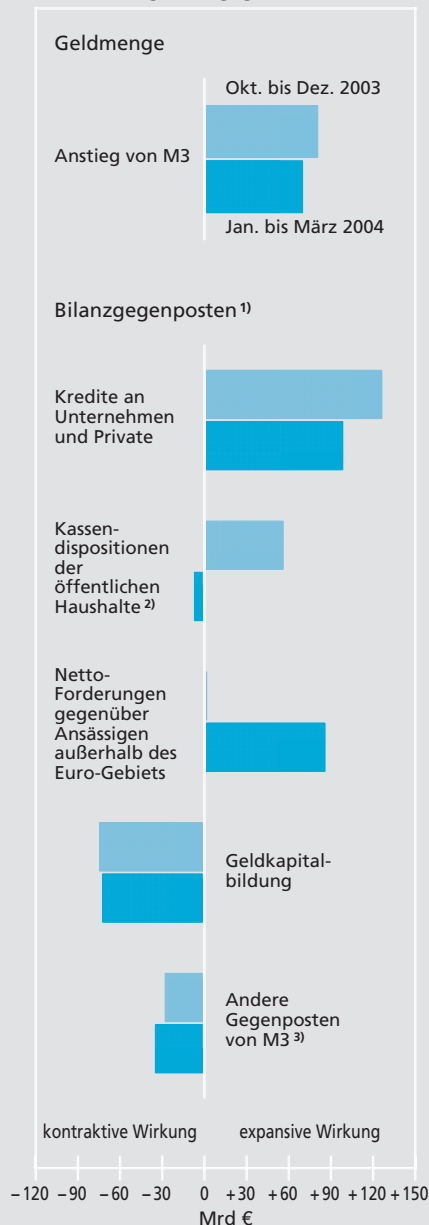
Jahresrate nahm im Berichtszeitraum auf gut 14% zu (von knapp 6½% in den Monaten Oktober bis Dezember). Auch die Bargeldbestände wurden erneut stark aufgestockt. Insgesamt stieg damit das Geldaggregat M1 im ersten Quartal 2004 um 15%. Die anderen kurzfristigen Bankeinlagen (ohne täglich fällige Einlagen) sind dagegen im Berichtsquartal per saldo deutlich verringert worden. Dabei entfiel der Rückgang allerdings ausschließlich auf die kurzfristigen Termineinlagen, deren Abbau sich verstärkt fortsetzte. Die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten konnten dagegen spürbar zulegen. Auch die in der Geldmenge M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente sind im ersten Quartal saisonbereinigt kräftig zurückgegangen. Dabei wurden besonders die Repogeschäfte stark reduziert, aber auch der Umlauf von Geldmarktfondszertifikaten nahm leicht ab. Einzig die Geldmarktpapiere und kurzlaufenden Bankschuldverschreibungen konnten zuletzt etwas zulegen.

Bilanzgegenposten

Unter den Bilanzgegenposten sind die Kredite an die inländischen Unternehmen und Privatpersonen im Berichtszeitraum schwächer gewachsen als im Vorquartal. Dies gilt vor allem für die Buchkredite an den privaten Sektor, die in den ersten drei Monaten dieses Jahres mit einer saisonbereinigten Jahresrate von gut 4½% stiegen, nach 6½% in den Monaten Oktober bis Dezember 2003. Trotz attraktiver Finanzierungsbedingungen, die sich vor allem in einer starken Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten niederschlugen, dämpfte die mäßige Ausweitung der Unternehmenskredite das Kreditwachstum im Euro-Währungsgebiet.

Geldmenge M3 in der EWU und ihre Bilanzgegenposten

Mrd €, saisonbereinigt,
Veränderung im angegebenen Zeitraum



1 Die Veränderungen der Bilanzgegenposten sind entsprechend ihrer expansiven (+) bzw. kontraktiven (-) Wirkung auf die Geldmenge gezeigt. — 2 Kredite der Banken an öffentliche Haushalte abzüglich der von Zentralregierungen im Euro-Raum gehaltenen Einlagen und Bestände vom MFI-Sektor begebener Wertpapiere. — 3 Als Restposten aus den übrigen Positionen der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors gerechnet.

Deutsche Bundesbank

Auch das Wachstum der Kredite an die öffentlichen Haushalte im Euro-Gebiet schwächte sich ab. In nichtsaisonbereinigter Betrachtung nahmen diese in den Monaten Januar bis März um 57 Mrd € zu, wobei ähnlich wie in den Vorjahren mit 52 Mrd € ein sehr hoher Anteil auf Wertpapierkredite entfiel. Darüber hinaus dämpfte der deutliche Aufbau der Einlagen der Zentralregierungen für sich genommen die monetäre Expansion im Berichtsquartal.

Dagegen wurde das M3-Wachstum zuletzt durch starke Mittelzuflüsse aus dem Auslandszahlungsverkehr gefördert. Die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors, in der sich der Zahlungsverkehr der Nichtbanken mit dem EWU-Ausland widerspiegelt, stieg um 35 ½ Mrd €. Ein Teil dieser grenzüberschreitenden Mittelzuflüsse könnte aber auch von der im Berichtsquartal spürbar gestiegenen Geldkapitalbildung absorbiert worden sein. So konnten die inländischen MFIs erneut in großem Umfang Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren außerhalb des inländischen Bankensektors platzieren. Bei insgesamt rückläufigen Kapitalmarktzinsen dürfte hierbei die gestiegene Attraktivität der längerfristigen Bankpapiere gegenüber ähnlichen Staatsanleihen eine Rolle gespielt haben. Zudem legten auch die längerfristigen Termineinlagen nochmals spürbar zu. Der seit Mitte 2001 zu beobachtende trendmäßige Abbau der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von über drei Monaten ist zuletzt praktisch zum Stillstand gekommen.

Wertpapiermärkte

An den Finanzmärkten hat eine gewisse Unsicherheit über die Nachhaltigkeit des globalen Aufschwungs die optimistische Grundstimmung eingetrübt. So geriet der schon länger anhaltende Kursaufschwung am Aktienmarkt im März ins Stocken. Auch die anschließend bekannt gewordenen, wieder günstigeren Wirtschaftsdaten für die USA konnten den Aktienkursen nur kurzzeitig Auftrieb verleihen. Zugleich stiegen angesichts der Erwartung eines allmählichen Endes der Niedrigzinspolitik in den USA die Kapitalmarktzinsen wieder an, die in den Vormonaten tendenziell nachgegeben hatten.

Zehnjährige EWU-Staatsanleihen rentierten bei Abschluss dieses Berichts mit gut 4 ⅓ % fast einen halben Prozentpunkt über ihrem Tiefstand Mitte März. Zu dem Zwischentief im März haben zeitweilige Zweifel an der Intensität des US-Aufschwungs und ungünstigere konjunkturelle Frühindikatoren für die europäische Wirtschaft beigetragen. So trübten sich sowohl das Geschäftsklima als auch das Verbrauchervertrauen in der EWU und in Deutschland zunächst weiter ein. Darüber hinaus stieg im Zusammenhang mit den Terroranschlägen in Spanien Mitte März zeitweilig die Unsicherheit über die weitere Kursentwicklung am Rentenmarkt. Im Ergebnis haben aber vor allem die insgesamt wieder zuversichtlicheren Konjunkturerwartungen den Zinsen Auftrieb verliehen. Ausgeprägter als im Euro-Gebiet fiel der Zinsanstieg allerdings am US-Markt aus, so dass sich der Zinsvorsprung langfristiger amerikanischer Staatsanleihen vor vergleichbaren EWU-Anleihen auf einen halben Pro-

*Finanzmärkte
im Zeichen
uneinheitlicher
Konjunkturerwartungen*

*Kapitalmarkt-
zinsen im
Ergebnis
nur wenig
verändert*

zentpunkt ausweitete. Neben den verbesserten Wachstumserwartungen spielten dabei auch Äußerungen der amerikanischen Notenbank eine Rolle, welche die Marktteilnehmer als Hinweis auf eine bevorstehende Zinswende in der Geldpolitik interpretierten.

Zinsabschlag von Bundesanleihen gegenüber übrigen EWU-Ländern gestiegen

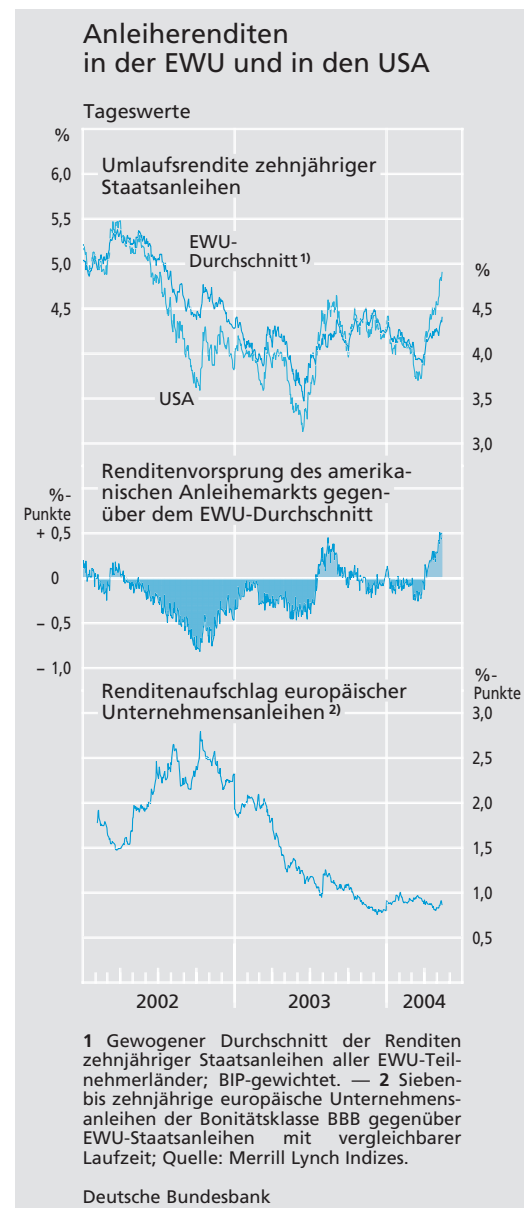
Der deutsche Markt hat die Entwicklung der europäischen Kapitalmarktzinsen überwiegend mitvollzogen. Allerdings weitete sich der Renditenabschlag zehnjähriger Bundesanleihen gegenüber dem Durchschnitt der übrigen Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet seit Mitte März auf deutlich über einen Zehntel Prozentpunkt aus. Hierbei könnten wohl auch Umschichtungen in die hochliquiden deutschen Staatsanleihen als „sicheren Hafen“ nach den Anschlägen in Madrid eine Rolle gespielt haben.

EWU-Realzinsen im Einklang mit langfristigen Wachstumserwartungen

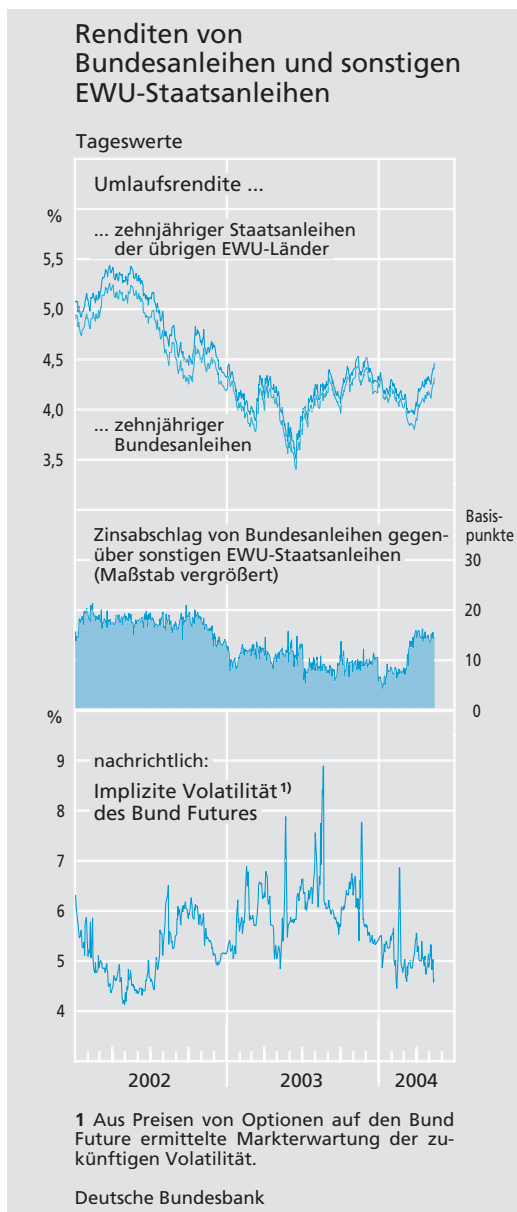
Bei nahezu unveränderten langfristigen Inflationserwartungen auf der Grundlage von Umfragen über die Erwartungen für die nächsten zehn Jahre in Höhe von 1,8% befanden sich im Berichtszeitraum die langfristigen Realzinsen mit rund 2 ¼ % weitgehend im Einklang mit den langfristigen Wachstumsaussichten für das Euro-Gebiet.

Weiter günstige Finanzierungsbedingungen am Markt für Unternehmensanleihen

Die Zinsaufschläge am Markt für Unternehmensanleihen lagen bei Abschluss des Berichts mit knapp 90 Basispunkten für sieben- bis zehnjährige Anleihen der Ratingklasse BBB weiter auf einem im historischen Vergleich niedrigen Niveau. Nur vorübergehend waren sie auf knapp unter einen Prozentpunkt angestiegen. Diese temporäre Ausweitung des Zinsaufschlags steht im Einklang mit den im März nachgebenden Aktienkursen



und der steigenden Aktienkursunsicherheit. Beide Faktoren haben einen signifikanten Einfluss auf die Bewertung von Unternehmensanleihen (siehe Monatsbericht, April 2004, S. 25). Die im Anschluss wieder günstigere Bewertung wird dabei auch durch eine verbesserte Bonitätslage der Unternehmen gestützt. So hat sich das Verhältnis von Herauf- zu Herabstufungen von Ratingagenturen im ersten Quartal weiter erhöht. Ein unter die-



sem Aspekt ähnlich positives Umfeld konnte zuletzt in der ersten Hälfte des Jahres 2000 beobachtet werden.

Kursverluste am
Aktienmarkt

In der Kursentwicklung an den europäischen Aktienmärkten spiegelten sich die zeitweilig aufkommenden Unsicherheiten über den weiteren Fortgang des wirtschaftlichen Erholungsprozesses. Nach den Terroranschlägen in Madrid kam es Mitte März vorübergehend

sogar zu deutlichen Kursrückgängen. Bis Ende des Monats hatten deutsche und europäische Aktien gemessen am CDAX-Kursindex und Dow Jones Euro STOXX im Vergleich zum Jahresanfang circa 6 % beziehungsweise 3 % ihres Wertes eingebüßt. Dabei mussten in Deutschland und Europa Dividendentitel aus den Bereichen Telekommunikation und Technologie – wohl auch auf Grund von Portfolioumschichtungen zu Gunsten stärker defensiv ausgerichteter Titel – überdurchschnittliche Kursverluste hinnehmen. Gleichzeitig stiegen auch die Kursunsicherheiten (gemessen durch die implizite Volatilität von Aktienoptionen) und die für Aktienanlagen geforderten Risikoprämien. Danach erholte sich der Markt jedoch wieder etwas. Im Ergebnis blieb das Kursniveau an den europäischen Aktienbörsen aber unter seinem Stand zu Jahresbeginn.

Die zwischenzeitlichen Sorgen um die Konjunkturentwicklung und die geopolitischen Unsicherheiten haben sich im Berichtszeitraum nicht auf die Einschätzung der Gewinnentwicklung der Unternehmen ausgewirkt. So stiegen die auf Jahresfrist erwarteten Gewinne seit Januar für die im DAX enthaltenen Aktien kontinuierlich um 7 % und für die vom Dow Jones Euro STOXX abgebildeten Dividendentitel um knapp 4 %. Trotz der Kurschwankungen blieb das Bewertungsniveau für beide Märkte fast unverändert. Es liegt weiterhin unter dem historischen Durchschnitt. Deutsche und europäische Aktien weisen dabei auf Grundlage der auf Jahresfrist erwarteten Gewinne ein im internationalen Vergleich gesehen relativ niedriges Kurs-Gewinn-Verhältnis von 15,0 auf. Für die im

Weiter steigende
Gewinnerwartungen ...

... unterstützen
relativ günstige
Bewertungsniveaus

S&P 500 enthaltenen amerikanischen Papiere liegt dieser Wert bei 17,1, während das Verhältnis für japanische Aktien gemessen am MSCI Japan 19,5 beträgt.

Absatz und Erwerb von Wertpapieren

Absatz von Rentenwerten

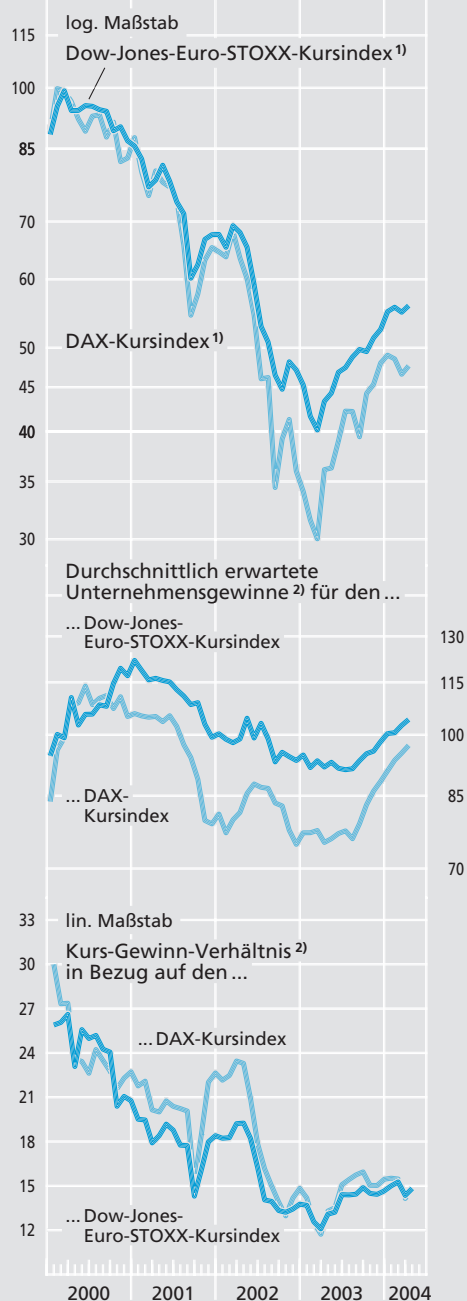
Die Emissionstätigkeit an den deutschen Wertpapiermärkten war maßgeblich vom Finanzierungsbedarf der öffentlichen Hand und der längerfristigen Mittelaufnahme der Banken geprägt. Insgesamt begaben inländische Schuldner im ersten Quartal Schuldverschreibungen im Kurswert von 350 Mrd €. Nach Abzug von Tilgungen und Bestandsveränderungen bei den Emittenten ergab sich ein Mittelaufkommen von 67 Mrd €. Außerdem wurden im ersten Quartal ausländische Anleihen im Netto-Betrag von 20 Mrd € am deutschen Markt abgesetzt. Das gesamte Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Rentenpapiere belief sich damit auf 86 ½ Mrd €, verglichen mit 29 Mrd € im letzten Quartal des Vorjahres.

Hohe Emissionen öffentlicher Anleihen

Fast die Hälfte des Mittelaufkommens entfiel auf die öffentliche Hand. Sie erhöhte ihre Rentenmarktverschuldung um netto 35 Mrd €, nach 12 ½ Mrd € im Vorquartal. Drei Viertel davon betrafen Emissionen des Bundes, der vor allem seine längerfristige Verschuldung ausweitete, darunter zehnjährige Bundesanleihen (16 Mrd € netto) und dreißigjährige in Höhe von 5 Mrd €. Der Umlauf an fünfjährigen Bundesobligationen erhöhte sich ebenfalls um 5 Mrd €. Das Mittelaufkommen bei zweijährigen Schatzanweisungen betrug 1 ½ Mrd €, während Bundesschatzbriefe für netto 1 ½

Kursentwicklung und Gewinnschätzungen für europäische und deutsche Aktiengesellschaften

Monatswerte



¹ März 2000 = 100; Quelle: Deutsche Börse AG. — ² Auf der Grundlage von Analystenschätzungen nach I/B/E/S auf Jahresfrist. Quelle: Thomson Financial Datastream.

Deutsche Bundesbank

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €

Position	2003	2004	2003
	Okt. bis Dez.	Jan. bis März	Jan. bis März
Rentenwerte			
Inländer	18,6	54,4	35,5
Kreditinstitute	8,6	55,3	20,0
darunter:			
ausländische Rentenwerte	13,4	23,4	2,7
Nichtbanken	10,0	-0,9	15,5
darunter:			
inländische Rentenwerte	19,2	2,6	11,6
Ausländer	10,5	32,3	33,2
Aktien			
Inländer	-9,4	-2,0	-3,7
Kreditinstitute	9,2	6,7	-6,2
darunter:			
inländische Aktien	7,0	7,4	-3,5
Nichtbanken	-18,6	-8,7	2,5
darunter:			
inländische Aktien	-21,9	-9,2	9,8
Ausländer	21,2	3,1	-3,4
Investment-Zertifikate			
Anlage in Spezialfonds	5,2	2,8	7,9
Anlage in Publikumsfonds	-0,4	2,8	10,9
darunter: Aktienfonds	0,9	0,6	-0,8

Deutsche Bundesbank

Mrd € getilgt wurden. Außerdem wurde im März eine Anleihe der ehemaligen Treuhandanstalt für 4 Mrd € getilgt. Um die Liquidität der einzelnen Anleihen zu erhöhen, tritt dieser Schuldner seit 1998 nicht mehr unter eigenem Namen am Kapitalmarkt auf, sondern refinanziert sich gemeinsam mit dem Bund.

Deutsche Kreditinstitute nahmen zwischen Januar und März 2004 34 Mrd € am deutschen Rentenmarkt auf, nach 6 ½ Mrd € im Vorquartal. Im Vordergrund standen dabei mit netto 21 ½ Mrd € die Sonstigen Schuldverschreibungen. Ihr Anteil am gesamten Umlauf an Bankschuldverschreibungen hat von gut einem Viertel im ersten Quartal 2000 auf mittlerweile mehr als ein Drittel nahezu kontinuierlich zugenommen. Zu dieser Entwicklung haben maßgeblich auch die an die

Wertentwicklung eines Basiswertes (etwa eines Aktienindex) gekoppelten Zertifikate beigetragen. Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten wurden per saldo für 17 Mrd € emittiert, und der Umlauf an Hypothekendarlehenbriefen erhöhte sich um 2 ½ Mrd €. Wie in der Vorperiode wurden Öffentliche Pfandbriefe per saldo getilgt. Ihr Umlauf reduzierte sich im Berichtszeitraum um 7 Mrd €.

Trotz der weiterhin günstigen Finanzierungskosten am Unternehmensanleihemarkt verringerte sich der Umlauf im Inland begebener Schuldverschreibungen von Unternehmen im ersten Quartal um knapp 2 Mrd €. In der Vorperiode wurden solche Schuldtitel noch für netto 6 Mrd € emittiert. Der Umlauf inländischer Geldmarktpapiere von Unternehmen blieb nahezu unverändert.

Rückläufige Mittelaufnahme von Unternehmen am Rentenmarkt

Auf der Käuferseite des Rentenmarkts standen im ersten Quartal die deutschen Kreditinstitute im Vordergrund. Sie stockten ihre Anleiheportefeuilles um 55 ½ Mrd € auf, gegenüber lediglich 8 ½ Mrd € im Vorquartal. Dabei engagierten sie sich hauptsächlich in ausländischen Rentenwerten (23 ½ Mrd €) und Anleihen der öffentlichen Hand (20 ½ Mrd €). Ausländische Investoren erhöhten ihre Bestände an inländischen Schuldverschreibungen per saldo um 32 ½ Mrd €, wobei sie in erster Linie Papiere öffentlicher Schuldner ins Portefeuille nahmen (18 ½ Mrd €). Die inländischen Nichtbanken, die 2 ½ Mrd € (netto) am heimischen Rentenmarkt anlegten, investierten hingegen per saldo nur in Titel privater Schuldner. Gleichzeitig bauten sie ihre Bestände an ausländischen Rentenwerten um 3 ½ Mrd € ab.

Erwerb inländischer Rentenwerte vor allem durch Kreditinstitute

Gestiegene Mittelaufnahme der Kreditinstitute

*Geringere
Mittelaufnahme
am Aktienmarkt*

Die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt ist im ersten Quartal zurückgegangen. Inländische Unternehmen platzierten junge Aktien im Kurswert von nur 1 ½ Mrd €, nachdem sich der Aktienumlauf im Vorquartal – vor allem auf Grund der Kapitalerhöhungen einer Versicherungsgesellschaft und einer Großbank – um 6 ½ Mrd € erhöht hatte. Zwei ursprünglich im Berichtszeitraum geplante Neuemissionen wurden kurzfristig abgesagt, was wohl zumindest teilweise Folge der oben bereits erwähnten uneinheitlichen Verfassung der Aktienmärkte war. Allerdings haben eine Reihe von Unternehmen einen Börsengang im Laufe des Jahres angekündigt.

*Aktienerwerb
durch Kredit-
institute und
Nichtbanken*

Inländische Kreditinstitute und ausländische Investoren erwarben von Januar bis März deutsche Dividendenwerte per saldo für 7 ½ Mrd € beziehungsweise 3 Mrd €. Hingegen reduzierten die inländischen Nichtbanken ihre Bestände an heimischen Aktien um 9 Mrd €. Die ausländischen Aktienportefolios inländischer Nichtbanken und Kreditinstitute veränderten sich in nur geringem Umfang (½ Mrd € bzw. – ½ Mrd €).

*Gestiegene
Anlagen in
Investment-
zertifikaten*

Der Absatz von in- und ausländischen Investmentzertifikaten hat im ersten Quartal zugenommen (12 ½ Mrd €). Inländische Fonds setzten Anteilscheine für 5 ½ Mrd € ab, wobei die Mittelzuflüsse den Publikumsfonds und den auf die Bedürfnisse von institutionellen Anlegern zugeschnittenen Spezialfonds zu gleichen Teilen zugute kamen. Bei den Publikumsfonds standen die Offenen Immobilienfonds an erster Stelle in der Gunst der Anleger (2 Mrd €), gefolgt von den Rentenfonds (1 Mrd €) sowie den Aktienfonds und Ge-

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

Position	Mrd €	
	2004 Jan. bis März	2003 Jan. bis März
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)		
täglich fällig	+ 11,4	+ 3,9
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	- 18,1	- 13,8
über 2 Jahre	+ 6,7	+ 8,2
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	+ 2,6	+ 8,8
über 3 Monate	- 1,5	- 4,7
Kredite		
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite	- 5,0	+ 8,7
Wertpapierkredite	+ 8,3	- 1,2
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	+ 5,3	- 4,4
Wertpapierkredite	+ 20,1	+ 20,5

* 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.

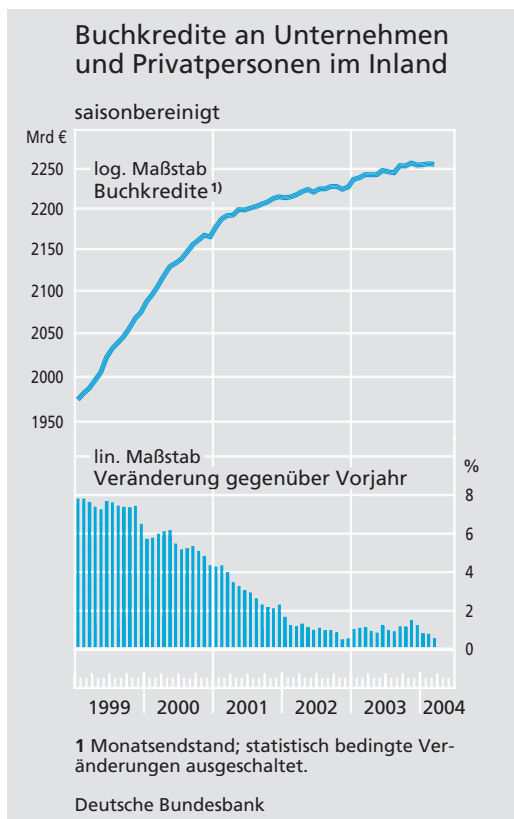
Deutsche Bundesbank

mischten Fonds (jeweils ½ Mrd €). Geldmarktfonds mussten hingegen wie bereits im Vorquartal Anteilscheine zurücknehmen (1 Mrd €). Damit scheint sich die bereits im Vorquartal abzeichnende, allmählich zunehmende Präferenz für höherverzinsliche Anlageformen fortzusetzen.

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Ähnlich wie im Euro-Währungsgebiet waren auch im inländischen Einlagengeschäft im Berichtszeitraum vor allem kurzfristige Bankeinlagen gefragt. Nachdem im vierten Quartal 2003 noch einiges darauf hingedeutet hatte, dass die Anleger mit zunehmender konjunktureller Zuversicht mittlerweile etwas risikorei-

*Wieder deutlich
gestiegene
Liquiditäts-
präferenz*



chere und weniger liquide Anlageformen bevorzugten, förderte zuletzt wieder ein Bündel ungünstiger und verunsichernder Faktoren die Liquiditätsvorliebe der Investoren. Außerdem ließ der zwischenzeitliche Rückgang der Kapitalmarktzinsen die Opportunitätskosten der Geldhaltung sinken. In einem solchen Umfeld haben sich schnell verfügbare und sichere Bankeinlagen einmal mehr als attraktive Anlagemöglichkeit angeboten.

Täglich fällige Einlagen stark gewachsen

Von der wieder gestiegenen Nachfrage nach liquiden Bankeinlagen profitierten vor allem auch die täglich fälligen Einlagen. Sie sind zuletzt stark aufgestockt worden, nachdem sie im Vorquartal noch merklich abgebaut worden waren. Etwas höhere Zinsen und umfangreiche Umschichtungen zu Lasten der kurzfristigen Termineinlagen, die im Berichts-

zeitraum insbesondere von nichtfinanziellen Unternehmen vorgenommen worden sind, haben dabei eine Rolle gespielt. Zusätzlich haben auch die nicht zum Bankensektor rechnenden sonstigen Finanzierungsinstitutionen ihre Sichteinlagen im Januar wieder kräftig ausgeweitet, nachdem sie diese im Dezember – vermutlich aus bilanztechnischen Gründen – deutlich zurückgeführt hatten.

Der seit Ende 2001 zu beobachtende Rückgang der kurzfristigen Termineinlagen (mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) setzte sich zuletzt beschleunigt fort. Dabei haben neben den nichtfinanziellen Unternehmen auch die sonstigen Finanzierungsinstitutionen diese Einlagen abgebaut. Zudem führten auch die Privatpersonen ihre kurzfristigen Termingelder weiter zurück, was wohl auch Folge des immer geringer gewordenen Zinsvorteils solcher Einlagen gegenüber Tagesgeldern war. Neben den Sichteinlagen profitierten aber auch die kurzfristigen Spareinlagen (mit vereinbarter Kündigungsfrist von drei Monaten) vom Niedrigzinsumfeld. Auch sie wurden zuletzt wieder merklich aufgestockt. Ihr Anstieg konnte aber den Rückgang der kurzfristigen Termineinlagen bei weitem nicht ausgleichen.

Kurzfristige Termineinlagen erneut stark zurückgegangen, ...

... während kurzfristige Spareinlagen zunahmen

Unter den längerfristigen Bankeinlagen sind im Berichtsquartal lediglich die längerfristigen Termineinlagen (mit einer Laufzeit von über zwei Jahren) weiter gestiegen. Neben unselbständigen Privatpersonen waren insbesondere Versicherungsunternehmen unter den Einlegern. Die längerfristigen Spareinlagen (mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten) nahmen im Berichts-

Längerfristige Bankeinlagen insgesamt gestiegen

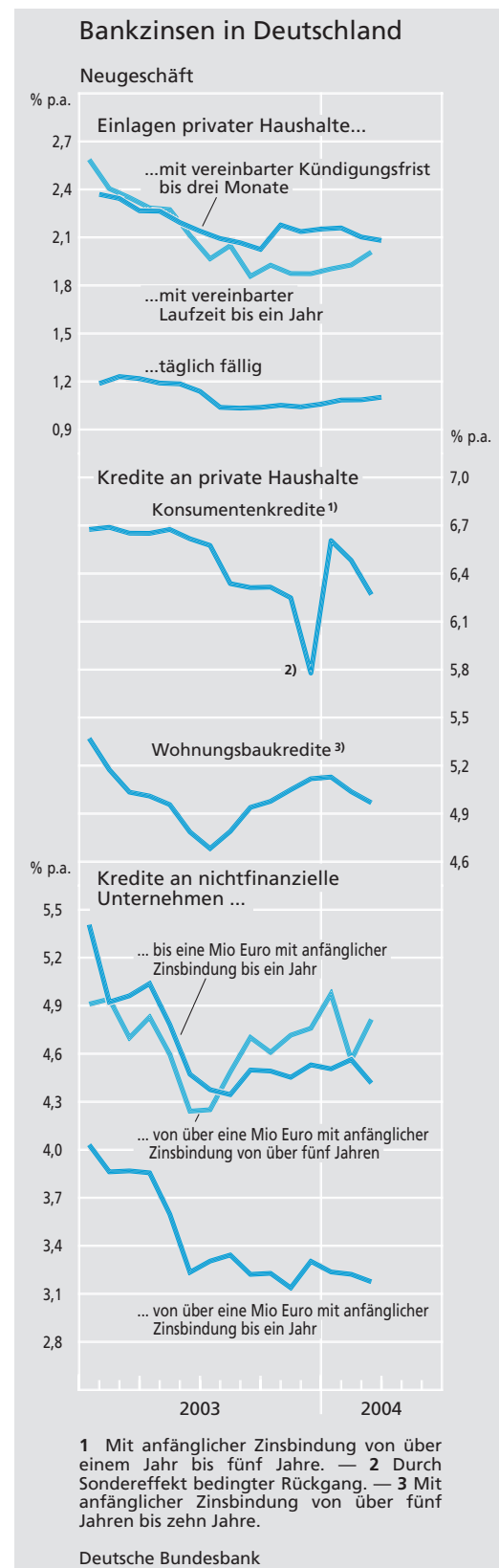
quartal weiter ab, wobei der Rückgang jedoch erneut schwächer ausfiel als im Vorquartal. Seit Beginn der Zinssenkungsphase im Frühjahr 2001 wurden diese Spareinlagen gleichwohl mittlerweile um fast 30 % abgebaut. Der deutlich gesunkene Zinsvorteil gegenüber kurzfristigen Spareinlagen dürfte ein wichtiger Grund dafür gewesen sein.

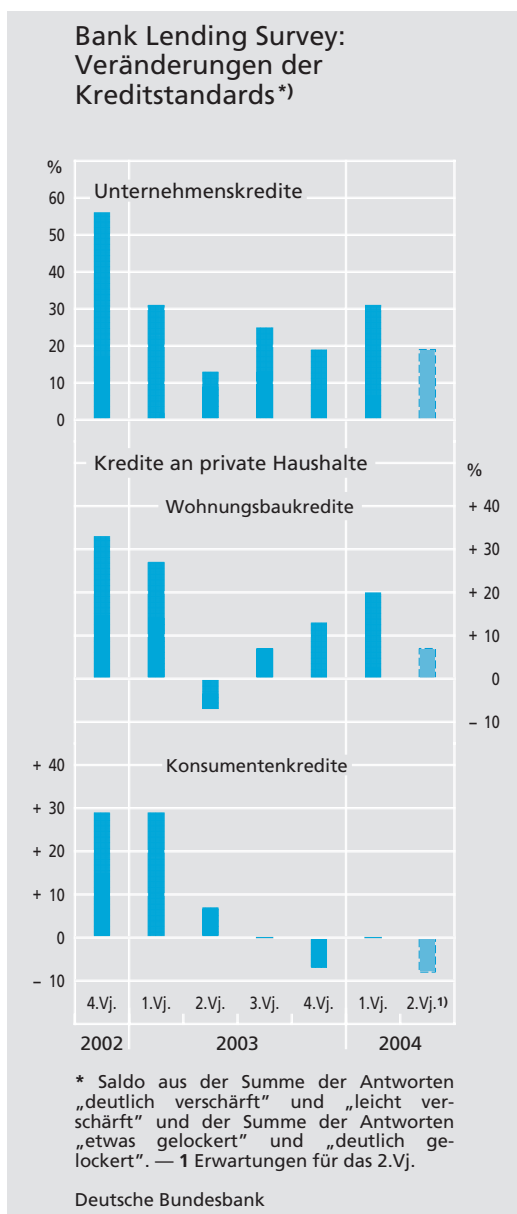
Starker Anstieg der Kredite an öffentliche Haushalte

Die Kreditvergabe in Deutschland entwickelte sich im Berichtszeitraum sehr unterschiedlich. Während die Ausleihungen an den privaten Sektor nur leicht gestiegen sind, nahmen die Kredite an die öffentlichen Haushalte in Deutschland im ersten Vierteljahr mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 14 ½ % stark zu. Der Anstieg entfiel vor allem auf einen höheren Bestand an Staatspapieren heimischer Emittenten. Auch im vergangenen Jahr waren diese Bestände im ersten Vierteljahr ungewöhnlich kräftig aufgestockt worden, in den nachfolgenden Quartalen wurden sie dann aber wieder teilweise abgebaut. Die Buchkredite an den öffentlichen Sektor sind im ersten Vierteljahr ebenfalls merklich gestiegen. Besonders im März hat der Bund seine kurzfristige Kreditaufnahme bei deutschen Banken deutlich ausgeweitet. Gleichzeitig stockte er jedoch auch seine Einlagen bei deutschen Banken kräftig auf.

Erhöhung der Wertpapierkäufe der Banken...

Die Forderungen der Banken an den inländischen privaten Sektor sind im ersten Vierteljahr vor allem auf Grund entsprechender Wertpapierkäufe gestiegen. So haben die Banken in Deutschland ihre Bestände an Aktien und anderen Dividendenwerten heimischer Unternehmen kräftig aufgestockt. Da die Aktien jedoch ganz überwiegend am Se-





kundärmarkt erworben wurden, war mit ihrem Ankauf durch die Banken kein entsprechender Mittelzufluss zu den emittierenden Unternehmen verbunden. Auch über die unverbriefte Kreditaufnahme ist den privaten Nichtbanken hier zu Lande im ersten Vierteljahr fast kein neues Geld zugeflossen. Die Forderungen der Banken aus Buchkrediten an Unternehmen und private Haushalte in Deutschland blieben in diesem Zeitraum prak-

tisch unverändert. Der anhaltend kräftige Abbau der kurzfristigen Ausleihungen hat dabei den Anstieg der längerfristigen weitgehend kompensiert, die im Berichtszeitraum mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 1½ % zunahmen. Angesichts der niedrigen Langfristzinsen haben sich die privaten Kreditnehmer damit die günstigen Finanzierungskonditionen längerfristig gesichert. Hiervon dürften alle wesentlichen Kreditnehmergruppen Gebrauch gemacht haben, wobei der Anstieg der längerfristigen Wohnungsbaukredite zuletzt jedoch erneut nur sehr gering ausfiel.

Die schwache Kreditentwicklung in Deutschland ist weiterhin im Wesentlichen auf die geringe Kreditnachfrage zurückzuführen. So haben die Banken im Rahmen der April-Umfrage des Bank Lending Survey im Eurosystem¹⁾ über eine geringere Nachfrage von Seiten der Unternehmen und des Wohnungsbaus berichtet, nachdem die Vorzieheffekte aus dem vergangenen Jahr auf Grund der Diskussion um die Eigenheimzulage nun ausgelaufen sind. Bis zu einem gewissen Grad dürfte die Kreditentwicklung aber auch von angebotsseitigen Faktoren mitbestimmt worden sein. Die befragten Banken in Deutschland tendierten im ersten Quartal 2004 jedenfalls wieder vermehrt zu leichten Verschärfungen ihrer Kreditrichtlinien beziehungsweise ihrer Kreditstandards für Unternehmenskredite. Nach Angaben der Befragten spiegelten sich darin teilweise gestiegene

Schwache Kreditnachfrage und etwas restriktivere Kreditstandards für Firmen- und Wohnungsbaukredite

... jedoch nur leichter Anstieg der Buchkredite an den Privatsektor

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht, Juni 2003, S. 69 ff. Die aggregierten Umfrageergebnisse für Deutschland finden sich im Einzelnen unter <http://www.bundesbank.de> unter der Rubrik Volkswirtschaft, Sonstige Veröffentlichungen.

Eigenkapitalkosten sowie eine kritischere Einschätzung hinsichtlich der branchen- und firmenspezifischen Risiken sowie der Werthaltigkeit der Sicherheiten wider. Auch bei Wohnungsbaukrediten verstärkte sich die leicht restriktive Tendenz des Vorquartals. Für das zweite Quartal 2004 sind im Firmenkreditgeschäft noch vereinzelt weitere Verschärfungen zu erwarten, während die Befragten für Kredite an private Haushalte von keinen nennenswerten Veränderungen ihrer Kreditstandards ausgehen (vgl. Schaubild auf S. 54).

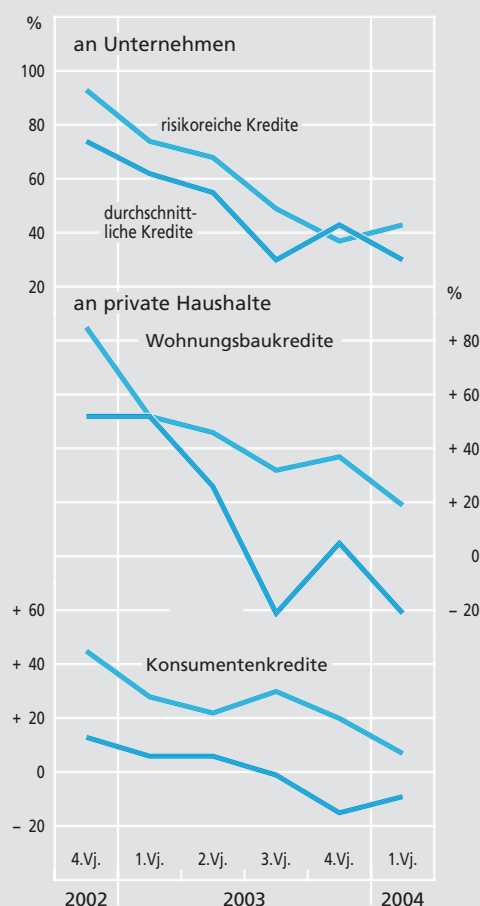
Anhaltender Trend zur Margenspreizung – Sicherheiten gewinnen weiter an Bedeutung

Der Trend zu einer risikodifferenzierten Margenspreizung hat sich insbesondere bei Wohnungsbaukrediten fortgesetzt. Hier wurden die Margen für risikoreichere Kredite teilweise noch ausgeweitet, während Kredite mit einem durchschnittlichen Risiko von ersten Margenkürzungen profitieren konnten. Auch im Bereich der Unternehmenskredite waren risikoreichere Kredite stärker von Margenausweitungen betroffen als Durchschnittskredite. Die Konditionen für Konsumentenkredite blieben dagegen weitgehend unverändert (vgl. nebenstehendes Schaubild). Bezüglich anderer Vergabebedingungen verwiesen die befragten Institute für Unternehmenskredite teilweise noch auf etwas strengere Maßstäbe bei der Unterlegung der vergebenen Kredite mit Sicherheiten beziehungsweise der Beleihungsquote für Wohnungsbaukredite.

Keine Hinweise auf zusätzlichen Anspannung auf dem Kreditmarkt

Im europäischen Vergleich fielen auf der Kreditangebotsseite die deutschen Umfrageergebnisse im Bereich der Unternehmens- und Wohnungsbaukredite etwas restriktiver aus als im Durchschnitt des Euro-Gebiets. Auch die Kreditnachfrage schätzten deutsche Ban-

Bank Lending Survey:
Veränderungen der Margen
für Kredite *)



* Saldo aus der Summe der Antworten „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ und der Summe der Antworten „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“.

Deutsche Bundesbank

ken etwas schwächer ein.²⁾ Alles in allem dürfte das Zusammenspiel von etwas restriktiveren Veränderungen auf der Kreditangebots- und gleichzeitig schwächeren Impulsen auf der Kreditnachfrageseite zu keiner zusätzlichen Anspannung auf dem Kreditmarkt geführt haben.

² Vgl. hierzu: Europäische Zentralbank, Monatsbericht, Mai 2004, S. 16 ff.