

Geldpolitik, Bankgeschäft und Kapitalmarkt

Zinspolitik und Geldmarkt

Der EZB-Rat beließ die Leitzinsen des Eurosystems in den zurückliegenden Monaten auf ihrem im historischen Vergleich niedrigen Niveau. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden weiterhin als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 2 % ausgeschrieben; die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität verblieben auf ihrer bisherigen Höhe von 3 % beziehungsweise 1%. Die zinspolitischen Entscheidungen fußten auf der Einschätzung des EZB-Rats, dass derzeit keine deutlichen Anzeichen für einen zunehmenden binnenwirtschaftlichen Inflationsdruck vorliegen. Vom hohen Ölpreis ausgehende Zweitrundeneffekte bei der Lohn- und Preissetzung können jedoch nicht gänzlich ausgeschlossen werden. Hinzu kommt, dass die reichliche Liquiditätsausstattung im Euro-Raum, die sich bereits in einem Anstieg einiger Vermögenspreise widerspiegelt, mittelfristig auch zu Preiseffekten auf den Gütermärkten führen könnte. Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität bleiben deshalb bestehen. Sie haben sich im Berichtszeitraum teilweise noch verstärkt.

*Unveränderte
Zinssätze des
Eurosystems*

Da die stetige Zinspolitik von den Marktteilnehmern erwartet worden war, veränderte sich der Tagesgeldzins (EONIA) – von den kurzfristigen Ausschlägen gegen Ende der Mindestreserveerfüllungsperioden und vom Jahresultimo abgesehen – im Berichtszeitraum kaum. Zumeist bewegte er sich dicht am marginalen Zuteilungssatz, der seinerseits nur wenige Basispunkte höher war als der Mindestbietungssatz. Auch die übrigen Geldmarktsätze entwickelten sich recht stetig. So

*Zins-
entwicklung
am Geldmarkt*

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den drei Mindestreserveperioden vom 12. Oktober 2004 bis 18. Januar 2005 erhöhte sich der Bedarf der Kreditinstitute im Euro-Raum an Zentralbankguthaben aus den autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren per saldo um 16,7 Mrd €. Hauptursache hierfür war der anhaltende Anstieg des Banknotenumlaufs um 30,9 Mrd €, der insbesondere in der Vorweihnachtszeit saisonüblich kräftig expandierte, wenn auch der Umfang des Anstiegs im Vergleich zum Vorjahr geringer ausfiel. Am 22. Dezember erreichte der Banknotenumlauf erstmals einen Stand von über 500,0 Mrd €. Dagegen nahm der Liquiditätsbedarf aus Einlagen der öffentlichen Haushalte per saldo deutlich um 12,9 Mrd € ab. Betrachtet man die Veränderungen der Netto-Währungsreserven und der Sonstigen Faktoren gemeinsam, um Bewertungseffekte zu eliminieren, so führten diese beiden Positionen zu einer geringen Liquiditätszuführung von 1,3 Mrd €. Das Mindestreservesoll verminderte sich um 0,4 Mrd € und sorgte für eine abnehmende Nachfrage nach Zentralbankliquidität.

Der gestiegene Liquiditätsbedarf wurde vor allem durch eine Aufstockung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGe) um 16,5 Mrd € gedeckt. Das Volumen der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte blieb unverändert. Im Betrachtungszeitraum hat die EZB an den jeweils letzten Tagen der Mindestreserveperioden eine Feinststeuerungsoperation durchgeführt.

Der EONIA-Zinssatz stand im Berichtszeitraum meist auf leicht erhöhtem Niveau und folgte darin zu einem großen Teil dem gleichen Trend wie die leicht angestiegenen marginalen Zuteilungssätze bis Jahresende. Die EONIA-Niveaus erhöhten sich von 2,05%/2,06% bis auf 2,08%/2,09%. Charakteristisch für die Perioden waren Anstiege bei EONIA zu den Monatsultimos sowie Abweichungen nach der Zuteilung des letzten HRGs in jeder Reserveperiode.

In der am 12. Oktober beginnenden Mindestreserveperiode schien der Markt nach Zuteilung des letzten HRGs von knapperen Liquiditätsverhältnissen auszugehen. In der Folge des Anstiegs bei EONIA auf 2,24% am 4. November führte die EZB schließlich am letzten Tag der Mindestreserveperiode eine liquiditätszuführende Feinststeuerungsoperation im Volumen von 6,5 Mrd € durch. EONIA wurde am 8. November bei 2,02% festgestellt.

In der am 9. November beginnenden Reserveperiode begann die EZB, Liquiditätsvolumina jeweils über der Benchmark zuzuteilen. EONIA blieb jedoch auf leicht erhöhtem Stand. Die Ausnahme bildeten die Tage nach Zuteilung des letzten HRGs, als der Markt überschüssige Liquidität antizipierte. Nach Durchführung einer liquiditätsabsorbierenden Feinststeuerungsoperation in Höhe von 15 Mrd € am letzten Tag der Reserveperiode notierte EONIA bei 1,98%.

Am 8. Dezember begann eine auf 42 Tage verlängerte Mindestreserveperiode, in der die EZB in den einzelnen HRGEn ebenfalls über Benchmark zuteilte. In dem HRG per 30. Dezember war die Abweichung mit 5,0 Mrd € zur Benchmark am deutlichsten. Dank der großzügigeren Zuteilungspolitik und der verlängerten Reserveperiode verlief der Jahreswechsel vergleichsweise reibungslos. Am Jahresultimo stand EONIA bei 2,21%. Am letzten Tag der Reserveperiode führte die EZB eine liquiditätszuführende Feinststeuerungsoperation durch, nachdem sich am Vortag ein kleines Liquiditätsdefizit abgezeichnet hatte. Am 18. Januar lag EONIA dennoch bei 2,14%; dies hing mit einer vorübergehenden Unterbrechung beim Zahlungsverkehrssystem RTGS^{plus} sowie einem unerwarteten Abfluss bei den autonomen Faktoren an diesem Tag zusammen. Mit Beginn der neuen Reserveperiode Januar/Februar ging EONIA auf einen noch leicht erhöhten Stand bei 2,08% zurück.

Deutsche Bundesbank

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2004/2005		
	12. Okt. bis 8. Nov.	9. Nov. bis 7. Dez.	8. Dez. bis 18. Jan.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 4,6	- 5,7	- 20,6
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 3,1	- 5,1	+ 14,9
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven ²⁾	- 0,5	- 0,3	- 7,7
4. Sonstige Faktoren ^{2) 3)}	+ 0,0	+ 3,9	+ 5,9
Insgesamt	- 2,0	- 7,2	- 7,5
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 1,5	+ 7,8	+ 7,2
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 0,0	± 0,0	± 0,0
c) Sonstige Geschäfte	+ 0,2	- 0,7	+ 0,7
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,2	± 0,0	+ 1,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,3	+ 0,2	+ 0,0
Insgesamt	+ 1,2	+ 7,3	+ 8,0
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 0,9	+ 0,1	+ 0,6
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	+ 0,9	- 0,1	- 0,4

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

betrug der Zinsvorsprung der Zwölfmonatsgelder gegenüber dem EONIA zuletzt ähnlich wie zu Beginn des Berichtszeitraums etwas über 20 Basispunkte. An den Zinsterminmärkten haben sich im Berichtszeitraum die Notierungen für Dreimonatsgeld, in denen auch die Zinserwartungen zum Ausdruck kommen, ebenfalls per saldo kaum geändert. Ein Zinsschritt um einen viertel Prozentpunkt nach oben wird demzufolge an den Märkten gegenwärtig erst für den Herbst 2005 erwartet.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Beschleunigung der monetären Expansion

Die Geldmenge M3 ist im letzten Vierteljahr 2004 erneut kräftig gestiegen. Von Oktober bis Dezember nahm sie mit einer saisonbereinigten Jahresrate von knapp 7 ½ % ähnlich stark zu wie im vorangegangenen Quartal (8 ½ %), als die monetäre Expansion nach einer Phase der allmählichen Abschwächung wieder merklich an Fahrt aufgenommen hatte. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahrsraten für die Monate Oktober bis Dezember betrug 6,1%. Er lag damit nun wieder um fast einen Prozentpunkt über dem Wert für die Monate Mai bis Juli 2004, als die Rate mit 5,2 % auf den niedrigsten Stand seit Juni 2001 gefallen war.

Komponenten der Geldmenge

Unter den Geldmengenkomponten sind im Berichtszeitraum erneut die Bargeldbestände sehr kräftig gestiegen, mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 13 % allerdings deutlich langsamer als in den Vorquartalen. Zu der geringeren Zunahme des Bargeldumlaufs hat ausschließlich die Stagnation im Dezember

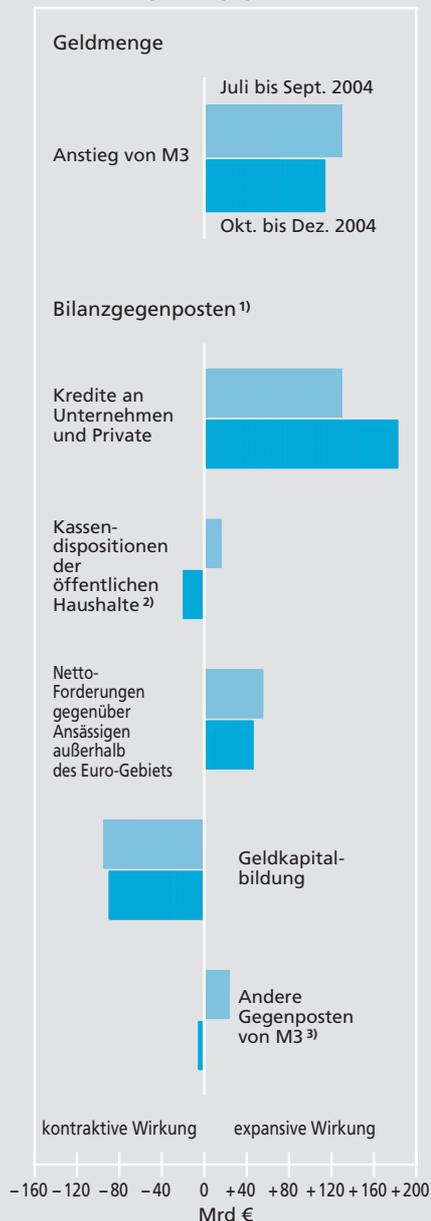


beitragen. Da gleichzeitig auch die täglich fälligen Einlagen von Oktober bis Dezember in saisonbereinigter Betrachtung nur vergleichsweise wenig aufgestockt wurden, ist die Geldmenge M1 in diesem Zeitraum mit einer auf das Jahr hochgerechneten Rate von knapp 4 ½ % ebenfalls nur moderat gewachsen.

Darüber hinaus hat sich auch die Zunahme der Einlagen mit dreimonatiger Kündigungsfrist, die in den vorangegangenen Vierteljahren noch stark ausgeweitet worden waren, im Schlussquartal 2004 merklich abgeschwächt. Dies könnte den kurzfristigen Termineinlagen zugute gekommen sein, die bei inländischen Anlegern zuletzt besonders gefragt waren. Die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren expan-

Geldmenge M3 in der EWU und ihre Bilanzgegenposten

Mrd €, saisonbereinigt,
Veränderung im angegebenen Zeitraum



1 Die Veränderungen der Bilanzgegenposten werden 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

dierten von Oktober bis Dezember 2004 nämlich mit einer Jahresrate von gut 17%. So stark waren sie zuletzt Ende 2000 gewachsen, als die kurzfristigen Zinsen mit 5% ihren höchsten Stand seit Mitte der neunziger Jahre erreicht hatten und der Zinsnachteil gegenüber langfristigen festverzinslichen Wertpapieren mit einem viertel Prozentpunkt besonders niedrig gewesen war. Im Quartalsmittel betrug dieser Zinsabschlag zuletzt zwar rund 1¾ Prozentpunkte. Angesichts des niedrigen und im Quartalsverlauf weiter rückläufigen Kapitalmarktzinsniveaus stellten aber offenbar liquide und kurswertsichere kurzfristige Termineinlagen eine attraktive Anlagealternative dar. Hierfür spricht auch die umfangreiche Zunahme der Repogeschäfte, die ökonomisch gesehen Termineinlagen darstellen, die mit Wertpapieren besichert sind. Unter den marktfähigen Finanzinstrumenten waren darüber hinaus auch kurzfristige Bankschuldverschreibungen sehr gefragt. Geldmarktfondszertifikate wurden im vierten Quartal dagegen nur moderat aufgestockt.

Der kräftige Anstieg der Geldmenge M3 im Berichtsquartal war erneut von einer deutlichen Ausweitung der Kredite an den inländischen privaten Sektor begleitet. Zum einen stockten die Banken ihre Bestände an Wertpapieren inländischer privater Emittenten kräftig auf. Zum anderen legten sie in hohem Umfang – wie im Vierteljahr zuvor – Buchkredite an Unternehmen und private Haushalte heraus. Von Oktober bis Dezember expandierten diese mit einer Jahresrate von 8½%. Ähnlich wie in der ersten Jahreshälfte 2004 wuchsen sie damit auch im Berichtszeitraum schneller als das Aggregat M3. Dabei konnten erneut

*Bilanz-
gegenposten*

vor allem die Wohnungsbaukredite deutlich zulegen, die mit rund 3¼ Prozentpunkten in den zurückliegenden zwölf Monaten den größten Beitrag zur Vorjahrsrate der Buchkredite an den privaten Sektor von 7,0% im Dezember 2004 leisteten. Aber auch die Nachfrage nach Konsumenten- und Firmenkrediten scheint sich weiter zu verstärken.

Des Weiteren haben im vierten Quartal umfangreiche Mittelzuflüsse im Auslandszahlungsverkehr das Geldmengenwachstum im Euro-Raum gefördert. Die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors, in der sich der Zahlungsverkehr der Nichtbanken mit dem Ausland widerspiegelt, stieg in den Monaten Oktober bis Dezember um 56½ Mrd €. Im gleichen Vorjahrszeitraum waren lediglich 20½ Mrd € zugeflossen.

Dagegen dämpfte der Rückgang der Kredite an öffentliche Haushalte im Euro-Raum für sich genommen die monetäre Expansion im Berichtsquartal. Per saldo war hierfür allein der Rückgang der Wertpapierkredite verantwortlich. Dem stand ein Abbau der Einlagen der Zentralregierungen bei heimischen Banken gegenüber. Erneut stellte der starke Zuwachs der Geldkapitalbildung ein wesentliches Gegengewicht zum Anstieg des Aktivgeschäfts der Banken dar. Dabei konnten, wie in den Monaten Juli bis September, zuletzt neben den deutlich gestiegenen längerfristigen Termineinlagen einmal mehr Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren kräftig zulegen. Spareinlagen mit einer Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten wurden dagegen kaum dotiert.

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

Mrd €		
Position	2004	2003
	Okt. bis Dez.	Okt. bis Dez.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)		
täglich fällig	+ 1,8	+ 15,5
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	+ 14,6	+ 0,0
über 2 Jahre	+ 8,4	+ 2,8
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	+ 9,7	+ 10,6
über 3 Monate	+ 2,6	+ 1,4
Kredite		
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite	- 0,6	+ 4,2
Wertpapierkredite	+ 7,3	- 3,2
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 3,2	+ 4,5
Wertpapierkredite	- 5,8	- 2,1

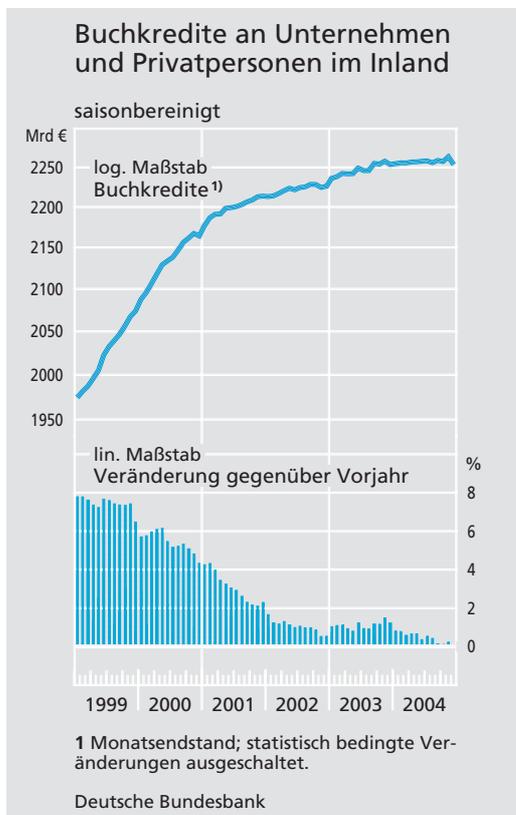
* Zu den monetären Finanzinstituten (MFIs) zählen hier neben den Banken (einschl. Bausparkassen, ohne Bundesbank) auch die Geldmarktfonds, s.a.: Tabelle IV.1 im Statistischen Teil des Monatsberichts. — 1 Unternehmen, Privatpersonen und öffentliche Haushalte ohne den Bund.

Deutsche Bundesbank

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Anders als im Euro-Raum haben die liquiden Bankeinlagen der privaten Nichtbanken in Deutschland im vierten Quartal nur leicht zugenommen. Im Vierteljahr zuvor waren kurzfristige Einlagen der inländischen Privatpersonen und Unternehmen noch auf breiter Front kräftig aufgestockt worden. Die Ursachen für die geringe Liquiditätsneigung im Berichtsquartal liegen dabei ganz überwiegend im Unternehmenssektor. Während die Privatpersonen ihre Mittel im heimischen Bankensektor über alle Bindungsfristen hinweg gesehen weitgehend im jahreszeitlich üblichen Umfang anlegten, sind die Unternehmen im vierten Quartal dazu übergegangen, ihre Liquiditätsbestände in ertragreichere Bankeinlagen

*Liquiditäts-
haltung in
Deutschland
nur leicht
gestiegen*



mit längeren Laufzeiten umzuschichten oder ihre ausstehenden Kredite zu tilgen.

Täglich fällige Einlagen leicht zurückgegangen, ...

Unter den kurzfristigen Bankeinlagen sind die täglich fälligen Einlagen im Berichtszeitraum leicht gesunken. Von Juli bis September 2004 waren sie dagegen noch mit einer Jahresrate von knapp 8½% kräftig ausgeweitet worden. Neben Versicherungsunternehmen, die zum Jahresende hin normalerweise ihre liquiden Bankeinlagen kräftig aufstocken, bauten vor allem sonstige Finanzierungsinstitutionen, wie zum Beispiel Kapitalanlagegesellschaften oder Finanzierungstöchter großer Unternehmen, ihre Tagesgelder in größerem Umfang ab als im vierten Quartal üblich. Im Gegenzug nahmen die kurzfristigen Termingelder dieser Einlegergruppe und nichtfinanzieller Unternehmen kräftig zu. Dagegen gaben die priva-

... während kurzfristige Termineinlagen kräftig aufgestockt wurden

ten Haushalte bei der Anlage ihrer liquiden Mittel einmal mehr Tagesgeldern den Vorzug, was sich auch in einem Abbau ihrer kurzfristigen Spareinlagen niederschlug.

Anders als im kurzfristigen Bereich haben die längerfristigen Bankeinlagen der inländischen privaten Haushalte und Unternehmen im Berichtsquartal kräftig zugenommen. Dabei konnten erneut die Termineinlagen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren deutlich zulegen. Neben den Versicherungen haben besonders die unselbständigen Privatpersonen ihre langfristigen Termineinlagen aufgestockt. Zudem sind in den Monaten Oktober bis Dezember erstmals seit dem ersten Vierteljahr 2001 die längerfristigen Spareinlagen (mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten) wieder leicht dotiert worden.

Längerfristige Bankeinlagen kräftig gestiegen

Die Kreditvergabe der deutschen Banken an inländische Nichtbanken ist im vierten Quartal spürbar zurückgegangen. Der Rückgang entfiel ausschließlich auf die Buchkredite, die Bestände der heimischen Banken an Wertpapieren inländischer privater und öffentlicher Emittenten blieben praktisch unverändert. Insbesondere die unverbrieften Ausleihungen der deutschen Kreditinstitute an öffentliche Haushalte in Deutschland nahmen deutlich ab. Von Oktober bis Dezember verringerten sie sich mit einer Jahresrate von gut 8%. Darüber hinaus sind zuletzt aber auch die Buchkredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen gesunken, nachdem sie im Vorquartal noch leicht gewachsen waren. Der Rückgang der unverbrieften Ausleihungen an die inländischen privaten Nichtbanken be-

Kredite spürbar zurückgegangen

schränkte sich im Berichtsquartal nicht ausschließlich auf die kürzerfristigen Laufzeiten. Auch die mittel- und langfristigen Buchkredite an die inländischen Unternehmen und Privatpersonen sind in den Monaten Oktober bis Dezember erkennbar zurückgegangen. Der im Unterschied zur Entwicklung im übrigen Euro-Gebiet nur verhaltene Anstieg der Wohnungsbaukredite an die privaten Haushalte war nicht stark genug, um die merkliche Abnahme der anderen Kredite an die Privathaushalte sowie der unverbrieften Ausleihungen an die Unternehmen ausgleichen zu können.

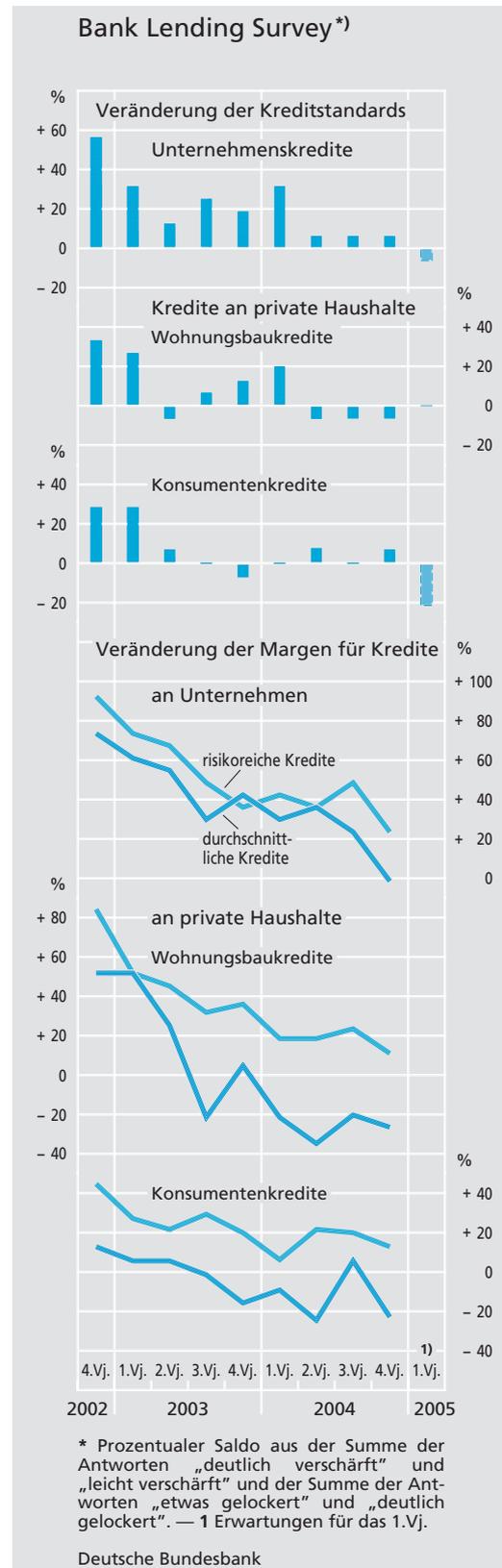
Ursache für geringes Kreditvolumen eher nachfragebedingt

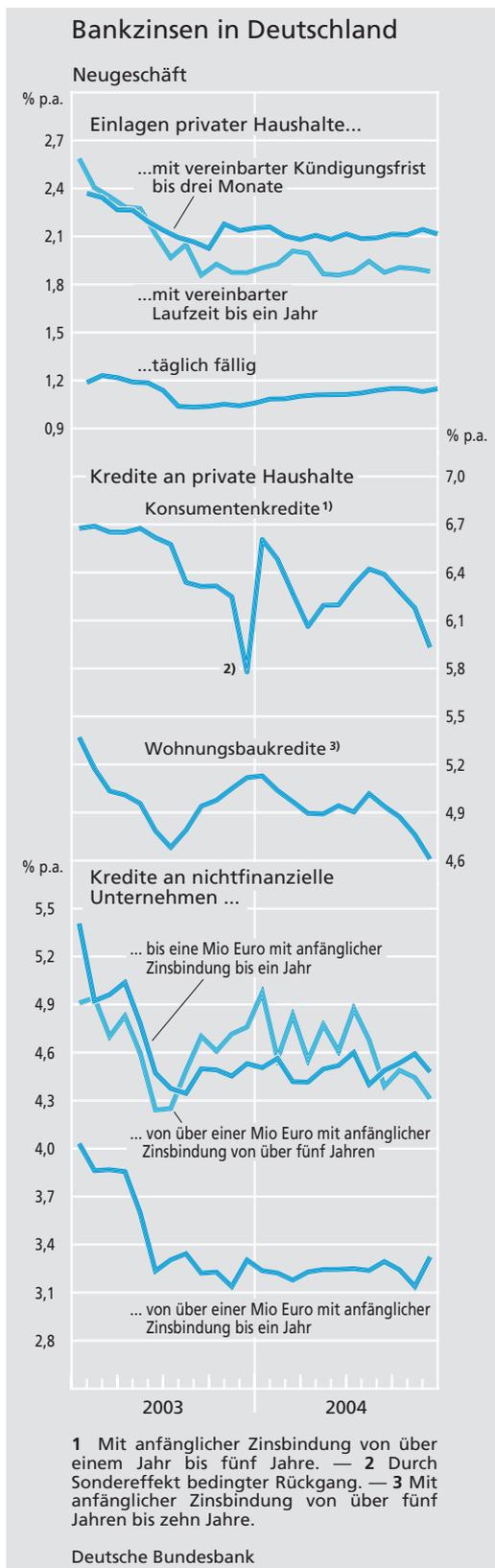
Nach der Januar-Umfrage des Bank Lending Survey im Eurosystem¹⁾ ist die Ursache für das geringe Kreditvergabevolumen weiterhin eher nachfragebedingt zu sehen. So kam es angebotsseitig laut teilnehmender Banken zu keinen weiteren grundlegenden Verschärfungen der Kreditvergabe. Wie schon in den beiden Vorquartalen belieben die Institute auch im vierten Quartal 2004 die Kreditstandards für Firmenkredite sowie für Wohnungsbau- und Konsumentenkredite weitgehend unverändert.

Weiterhin steigende Margen für risikoreichere Kredite

Erstmals seit der Erhebung des Bank Lending Survey blieben auch die Margen für Firmenkredite mit durchschnittlichem Risiko konstant, während die Margen für solche Ausleihungen an private Haushalte sogar leicht gesenkt wurden. Lediglich bei den risiko-

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/volkswirtschaft/vo_veroeffentlichungen.php.





reicheren Krediten fanden weitere, wenn auch abgeschwächte Margenausweitungen in allen Kreditkategorien statt. Gleichzeitig verzeichneten die befragten Banken einen recht deutlichen Rückgang der Nachfrage sowohl für Firmenkredite als auch für Kredite an private Haushalte. Dies war nach Ansicht der teilnehmenden Institute vor allem auf den erneut gesunkenen Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen und das geringe Verbrauchervertrauen zurückzuführen.

Wie schon in den Vorquartalen stimmen die deutschen Ergebnisse damit überwiegend mit den europäischen Resultaten überein.²⁾ Jedoch entwickelte sich die Kreditnachfrage weiterhin schwächer als im Euro-Raum.

Kreditnachfrage erneut schwächer als im Euro-Raum

Im Neugeschäft der deutschen Banken haben sich im vierten Quartal 2004 parallel zu den Zinsrückgängen am Kapitalmarkt langfristige Kredite verbilligt. So berechneten die deutschen Banken im langfristigen Neugeschäft mit nichtfinanziellen Unternehmen je nach Kreditvolumen zuletzt zwischen 4,3 % und 4,6 %. Für Wohnungsbaukredite forderten sie 4,7 % bei einer Zinsbindung von über zehn Jahren und für langfristige Konsumentenkredite zuletzt 8,0 %. Demgegenüber verlief die Entwicklung im kurzfristigen Kreditgeschäft im Schlussquartal 2004 uneinheitlich: Während die Banken ihre Zinsen im kurzfristigen Firmenkreditgeschäft von Oktober bis Dezember wenig änderten, sanken die entsprechenden Sätze sowohl für Wohnungsbaukredite als auch für Konsumentenkredite.

Langfristige Kreditzinsen rückläufig

² Vgl. hierzu: Europäische Zentralbank, Monatsbericht, Februar 2005, S. 17 ff.

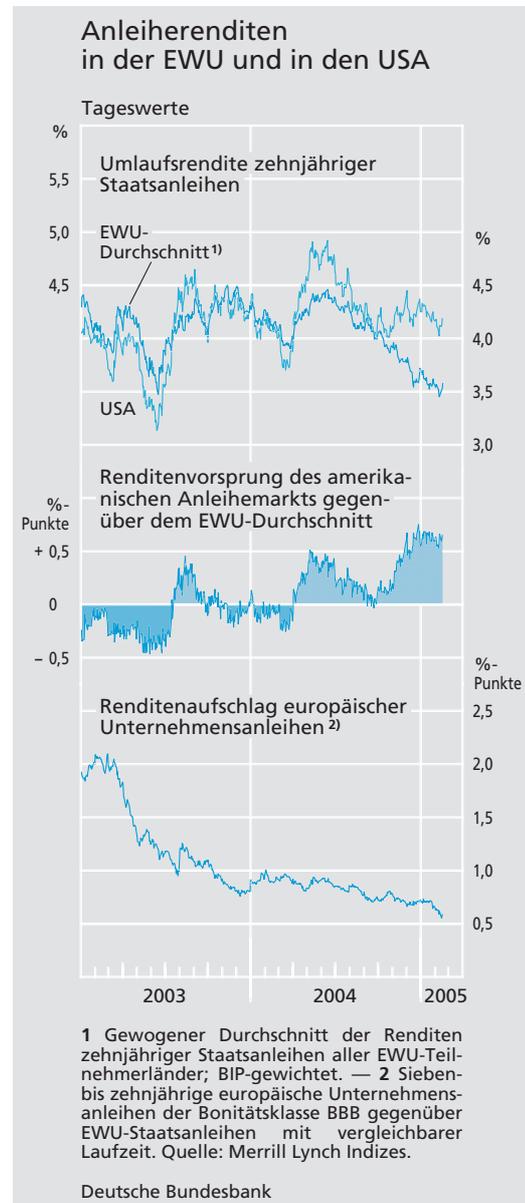
*Einlagenzinsen
erneut kaum
verändert*

Im Passivgeschäft der inländischen Kreditinstitute blieben die Zinsen auch im vierten Quartal nahezu unverändert. Für Spareinlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten zahlten die Banken zuletzt 2,1%; längere Laufzeiten wurden mit 2,5% verzinst. Lediglich die Zinsen auf Termineinlagen von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen sanken etwas für die längeren Laufzeitenbereiche. Zuletzt lagen die Sätze für Termineinlagen je nach Laufzeitkategorie für private Haushalte zwischen 1,9% und 2,6% und für Unternehmen zwischen 2,0% und 3,8%.

Wertpapiermärkte

*Kapitalmarkt-
zinsen nahe
historischem
Tiefstand*

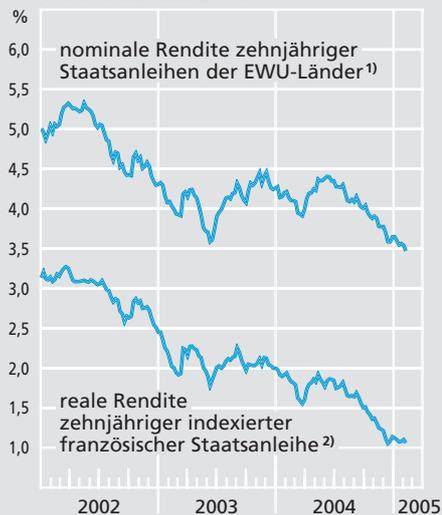
Am Kapitalmarkt hat sich die Auflockertendenz, die im letzten Sommer eingesetzt hatte, mit nur wenigen Unterbrechungen bis zuletzt fortgesetzt. Die europäischen Anleihezinsen haben sich dabei vom Zinstrend im Dollar-Bereich im letzten Quartal 2004 deutlich abgekoppelt. Die Rendite zehnjähriger Anleihen von EWU-Staaten ist seit letztem Oktober um gut einen halben Prozentpunkt auf zeitweilig knapp 3,5% zurückgegangen, während die vergleichbaren Dollar-Zinsen sich vorübergehend um etwa einen Viertelpunkt erhöhten. Die langfristigen Zinsen im Euro-Gebiet lagen damit auf dem bisher tiefsten Stand seit über hundert Jahren. Zu dieser Entwicklung haben eine Reihe von Einflüssen beigetragen, wie beispielsweise der hohe Liquiditätsüberschuss im Euro-Raum und der davon ausgehende Anlagedruck. Auch eine gewisse Neuorientierung international operierender Investoren zu Gunsten



von Euro-Anlagen könnte dabei eine Rolle gespielt haben. Hinzu kam, dass das wirtschaftliche Wachstum im Euro-Gebiet im Schlussquartal 2004 schwächer als erwartet ausfiel und im Anschluss daran auch die weiteren Aussichten für die hiesige wirtschaftliche Entwicklung an den Märkten etwas zurückhaltender eingeschätzt wurden.

Nominale und reale Anleiherenditen

Wochendurchschnitte



1 Gewogener Durchschnitt der Renditen zehnjähriger Staatsanleihen aller EWU-Teilnehmerländer; BIP gewichtet. — 2 Errechnet aus inflationsindexierter französischer Staatsanleihe OAT-EI von 2001 zu 3%; fällig am 25.7.2012.

Deutsche Bundesbank

Verhaltene
Konjunktur-
erwartungen
drücken
Realzins

Für die Bedeutung der Konjunkturerwartung spricht auch, dass der Rückgang der nominalen Renditen im Euro-Raum mit entsprechend niedrigeren Realzinsen einhergegangen ist. Zehnjährige französische inflationsindexierte Anleihen rentieren derzeit bei gut 1% – dem niedrigsten Wert seit ihrer Einführung Ende der neunziger Jahre. Auch andere Realzinsmaße sind auf ihren tiefsten Stand seit Jahren gefallen. Die langfristigen Inflationserwartungen der Marktteilnehmer in der EWU verharrten dagegen seit einigen Monaten in der Nähe der 2%-Marke, die vom Eurosystem als obere Grenze für Preisstabilität angesehen wird.³⁾ Auch dies unterscheidet das Szenario des letzten Quartals von dem im Sommer 2003, als die Inflationserwartungen der Marktteilnehmer zurückgingen. Die abgeschwächten Wachstumserwartungen führten

bei unveränderten Preiserwartungen zu sinkenden längerfristigen Nominalzinsen. Dies trug – zusammen mit weitgehend konstanten kurzfristigen Zinssätzen – zu einer Abflachung der Zinsstrukturkurve bei.

Angesichts der insgesamt günstigen Gewinnperspektiven für viele Unternehmen haben die Notierungen an den europäischen Aktienmärkten im Einklang mit den Kurssteigerungen in den USA und in Japan zugelegt. Im vierten Quartal 2004 erhöhten sich die Kurse deutscher Dividendenwerte – gemessen am marktbreiten CDAX – mit knapp 10% in einer ähnlichen Größenordnung wie die der im Dow Jones Euro STOXX enthaltenen Unternehmen. Seit Jahresbeginn haben die europäischen börsennotierten Unternehmen weiter um 5% an Wert gewonnen. Am deutschen Markt fiel der Zuwachs etwas schwächer aus. Ein positiver Einfluss auf die Aktienkurse dürfte wie bereits im Frühjahr 2003 von den im vierten Quartal stark gesunkenen Realzinsen ausgegangen sein. Hierfür spricht, dass die Kurse in allen Sektoren des Euro STOXX anzogen – auch in konjunkturabhängigen Branchen wie der chemischen Industrie und dem Investitionsgüterbereich. Im Gegensatz zum Jahr 2003 scheinen die Aktienmärkte mittlerweile aber auch die verstärkten Rationalisierungs- und Konsolidierungsanstrengungen vieler Unternehmen

Steigende
Aktienkurse in
Deutschland
und Europa ...

... vor dem
Hintergrund
niedriger
Realzinsen und
günstiger
Gewinn-
prognosen

³ Umfrageergebnissen von Consensus Economics zufolge erwarten Bankvolkswirte über die nächsten zehn Jahre durchschnittliche Preissteigerungen von beinahe 2% pro Jahr. Die entsprechende Break-Even-Inflationsrate – in etwa der Abstand der nominalen Rendite französischer Staatstitel zur realen Verzinsung von Indexanleihen des gleichen Emittenten – ist mit knapp 2¼% pro Jahr etwas höher. Auf Grund der in der Rendite nominaler Anleihen enthaltenen Inflationsrisikoprämie dürfte sie die tatsächlich erwartete Inflation aber etwas überzeichnen.

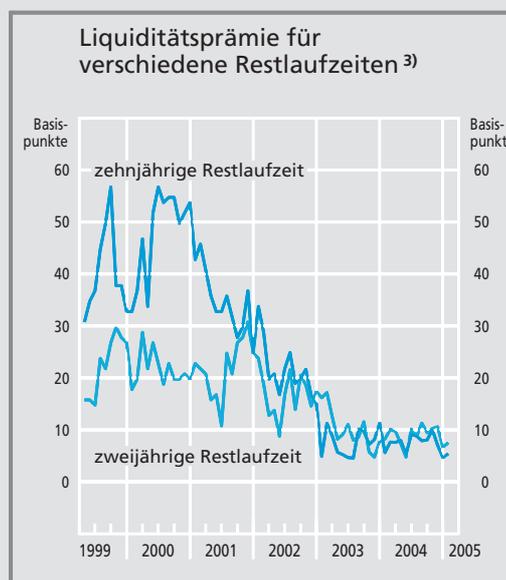
Ein Indikator zur Messung der Liquiditätsprämie auf dem Rentenmarkt

Die Rendite von Anleihen enthält neben einer marktüblichen Benchmark-Verzinsung und einer Ausfallrisikoprämie üblicherweise auch eine Liquiditätsprämie. Diese kompensiert den Investor für das Risiko, dass ein jederzeitiger Kauf oder Verkauf entweder nicht oder nur mit signifikanten Preiswirkungen möglich ist. Daher sind etwa Käufer von Rententiteln in der Regel bereit, für Anleihen, die ein hohes Handelsvolumen und damit eine hohe Liquidität aufweisen, einen Kursaufschlag zu bezahlen. Die Prämie für solche Anleihen, zu denen deutsche Bundesanleihen zählen, spiegelt sich in einer geringeren Rendite wider. Die Höhe der Liquiditätsprämie ist jedoch nicht direkt beobachtbar, sondern muss geschätzt werden. Longstaff (2004) hat hierzu eine Methode für die USA vorgestellt.¹⁾ Er vergleicht die Renditen von US-Staatsanleihen mit Anleihen einer staatlich unterstützten Körperschaft, deren Rückzahlung explizit von der US-Regierung garantiert ist und die somit ein identisches Ausfallrisiko aufweisen. Der Unterschied der Renditen beider Anleihen sollte demnach lediglich auf Liquiditätsunterschieden zurückzuführen sein und kann daher als Preis für Liquidität interpretiert werden.

Die Analyse lässt sich auch auf deutsche Bundesanleihen übertragen. So ist durch Vergleich mit Anleihen der Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) eine Abschätzung des in den Kursen von Bundesanleihen enthaltenen Liquiditätsbonus möglich.²⁾ Je höher der Renditeaufschlag von KfW-Anleihen gegenüber Bundesanleihen ist, desto höher ist der Wert, den Anleger der Liquidität von Bundesanleihen in Form höherer Kurse und niedrigerer Renditen beimessen. Das nebenstehende Schaubild zeigt die so berechnete Liquiditätsprämie für Anleihen verschiedener Restlaufzeiten. Die Höhe der Prämie steigt mit zunehmender Restlaufzeit an und beträgt im Durchschnitt 17 Basispunkte im zweijährigen Bereich und 26 Basispunkte im zehnjährigen Bereich. Deutlich zu erkennen ist die Schwankung der Liquiditätsprämie über die Zeit

1 F. Longstaff (2004), The Flight-to-Liquidity Premium in U.S. Treasury Bond Prices, Journal of Business, vol. 77, no. 3, S. 511-526. — 2 Auf Grund der expliziten Haftung des Bundes für die Anleihen der KfW (§1a „Haftung des Bundes“, Gesetz über die KfW) sollte das Ausfallrisiko beider Anleihen nahezu identisch sein. Im zehnjährigen Laufzeitbereich beträgt das ausstehende Volumen von Bundesanleihen 52 Mrd. € gegenüber 10 Mrd. € bei der KfW. Wie Bundesanleihen werden auch KfW-Anleihen über das Rentenhandelsystem MTS gehandelt, so dass eine konstante Mindestliquidität

hinweg. Die höheren Werte im Jahre 2000 – insbesondere bei den zehnjährigen Anleihen – mögen auf die hohen Erlöse aus der Versteigerung der UMTS-Lizenzen zurückzuführen sein. In der Erwartung, dass das Angebot an Bundesanleihen und damit deren Liquidität zukünftig abnehmen könnte, waren Anleger demnach bereit, temporär einen höheren Preis für Liquidität zu bezahlen. Seitdem ist die Prämie jedoch kontinuierlich gefallen. Seit einigen Monaten ist sie, gemessen am langfristigen Durchschnitt, sehr niedrig. Eine empirische Bestimmung möglicher Erklärungsfaktoren zeigt, dass Schwankungen der Liquiditätsprämie insbesondere mit Änderungen der impliziten Volatilität am Aktienmarkt (gemessen durch den VDAX) positiv korreliert sind. Dies deutet darauf hin, dass Anleger liquide Anlageformen in Zeiten gestiegener Unsicherheit am Aktienmarkt höher schätzen. Im derzeitigen Umfeld geringer Unsicherheit ist der Preis, den Marktteilnehmer für Liquidität zu zahlen bereit sind, demzufolge entsprechend gering.



gewährt ist. Es wird daher davon ausgegangen, dass sich die relative Liquidität von KfW- und Bundesanleihen über die Zeit recht stabil verhält. — 3 Liquiditätsprämien berechnet als Differenz der von Bloomberg für Bundesanleihen und KfW-Anleihen bereitgestellten „constant maturity curves“ verschiedener Laufzeiten. Zur Berechnung der Zinsstrukturkurve für die KfW-Anleihen werden von Bloomberg auch einige Anleihen der Rentenbank benutzt, für die der Bund eine Anstaltslast übernommen hat.

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

zu honorieren, die sich in einem weiteren Anstieg der für das Jahr 2005 erwarteten Gewinne niederschlugen.⁴⁾

Analysten erwarten mittlerweile höhere Unternehmensgewinne als während des Aktienbooms vor fünf Jahren, und die Bandbreite ihrer Prognosen bewegt sich im historischen Vergleich auf einem eher mittleren Niveau. Trotz der jüngsten Kursgewinne hat das auf dieser Grundlage ermittelte Kurs-Gewinn-Verhältnis deutscher und europäischer Aktien im vierten Quartal daher nur leicht auf rund 13 zugenommen. Entsprechend hoch dürfte vor diesem Hintergrund die derzeit in den Marktpreisen implizit enthaltene Prämie sein, welche von den Anlegern als Ausgleich für die mit Aktienengagements verbundenen Risiken verlangt wird. Dies steht im Widerspruch zu den niedrigen Zinsaufschlägen bei Unternehmensanleihen und zu der geringen Kursunsicherheit am Aktienmarkt, die in der gesunkenen impliziten Volatilität aus Optionen auf den DAX-Future zum Ausdruck kommt. Die Anleger erwarten offenbar in der Tendenz eher geringere Kursschwankungen als in den vergangenen Jahren. Möglicherweise schätzen sie auch die Gewinnaussichten der Unternehmen nicht ganz so positiv ein wie die Aktienanalysten.

Weiterhin niedrige Aktienbewertungen ...

... reflektieren geringen Risikoappetit an den Aktienmärkten

Trotz der günstigen Finanzierungsbedingungen wurden am deutschen Rentenmarkt im vierten Quartal 2004 mehr Anleihen getilgt als neu begeben. Insgesamt belief sich der Brutto-Absatz inländischer Schuldverschreibungen auf 279 ½ Mrd €, die Tilgungen

Gesunkenes Mittel-aufkommen am deutschen Rentenmarkt

⁴ Analystenschätzungen von I/B/E/S.

und Rücknahmen in die Eigenbestände waren mit 293 Mrd € aber noch höher. Im Ergebnis ging der Umlauf inländischer Anleihen zwischen Oktober und Dezember daher um 14 Mrd € zurück, nach einem Zuwachs von 33 Mrd € in den drei Monaten zuvor. Ausländische Rentenwerte wurden im Berichtszeitraum für 15 ½ Mrd € in Deutschland abgesetzt. Das gesamte Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Schuldverschreibungen betrug damit 1 ½ Mrd €, verglichen mit 56 ½ Mrd € im Vierteljahr zuvor.

Kreditinstitute reduzierten Rentenmarktverschuldung

Der Rückgang des Mittelaufkommens am deutschen Rentenmarkt ist im Wesentlichen auf Netto-Tilgungen einheimischer Kreditinstitute zurückzuführen, die ihre Rentenmarktverschuldung im vierten Quartal um 20 ½ Mrd € reduzierten. Im Vorquartal hatten sie noch eigene Anleihen für 23 Mrd € (netto) begeben. Insbesondere Öffentliche Pfandbriefe wurden per saldo getilgt (-24 ½ Mrd €), während bei Sonstigen Bankschuldverschreibungen und Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten ein positiver Absatz zu verzeichnen war (2 ½ Mrd € bzw. 1 ½ Mrd €).

Nachlassende Mittelaufnahme der öffentlichen Hand

Die öffentlichen Haushalte haben den Rentenmarkt im vierten Quartal mit 3 ½ Mrd € weniger stark in Anspruch genommen als im Vierteljahr zuvor (5 Mrd €). Der Rückgang war vor allem auf niedrigere Netto-Emissionen von Bundeswertpapieren zurückzuführen (3 ½ Mrd €, nach 11 ½ Mrd € im dritten Quartal). Der Bund war im letzten Vierteljahr hauptsächlich im längerfristigen Laufzeitssegment aktiv. Er setzte zehnjährige Bundesanleihen für 3 Mrd € und fünfjährige Bundesobligationen für 2 ½ Mrd € (netto) ab. Dem

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €	2004		2003
	Juli bis Sept.	Okt. bis Dez.	Okt. bis Dez.
Position			
Rentenwerte			
Inländer	28,5	- 14,5	18,6
Kreditinstitute	25,9	2,5	8,6
darunter:			
ausländische Rentenwerte	13,4	17,3	13,4
Nichtbanken	2,7	- 17,0	10,0
darunter:			
inländische Rentenwerte	- 7,2	- 15,2	19,2
Ausländer	27,8	15,9	10,5
Aktien			
Inländer	- 16,1	4,3	- 9,4
Kreditinstitute	- 7,3	11,0	9,2
darunter:			
inländische Aktien	- 3,5	8,8	7,0
Nichtbanken	- 8,9	- 6,7	- 18,6
darunter:			
inländische Aktien	- 2,5	- 6,6	- 21,9
Ausländer	6,8	0,7	21,2
Investment-Zertifikate			
Anlage in Spezialfonds	- 4,9	7,4	5,2
Anlage in Publikumsfonds	1,0	- 6,5	- 0,4
darunter: Aktienfonds	- 1,8	1,1	0,9
Deutsche Bundesbank			

gegenüber standen aber Tilgungen von Unverzinslichen Schatzanweisungen (Bubills) in Höhe von 1 ½ Mrd €. Außerdem wurde eine Anleihe der ehemaligen Bundespost für 3 ½ Mrd € zurückgezahlt. Der Umlauf von Anleihen der diversen Sondervermögen reduzierte sich damit auf 2 ½ Mrd €. Vor fünf Jahren betrug das ausstehende Volumen derartiger Papiere noch 163 Mrd €. Seither finanzieren sich die Sondervermögen aber nicht mehr durch eigene Schuldverschreibungen, sondern auf Grund günstigerer Finanzierungsbedingungen gemeinsam mit dem Bund. Die Länder nahmen mit 4 Mrd € zuletzt mehr Mittel auf als in der Vorperiode (2 ½ Mrd €).

Sinkende langfristige Zinsen, anhaltend niedrige Zinsaufschläge für Unternehmensanlei-

Unternehmen

hen⁵⁾ sowie steigende Aktienkurse haben die Finanzierungsbedingungen für kapitalmarktfähige Unternehmen gegenüber dem Herbst 2004 nochmals verbessert. Die günstigere Gewinnlage dürfte gleichzeitig auch die Möglichkeiten zur Innenfinanzierung verbessert haben. Insgesamt nahmen deutsche Unternehmen den Anleihemarkt mit 3 Mrd € etwas verhaltener in Anspruch als in der Vorperiode (4 ½ Mrd €). Wie bereits im letzten Quartal nutzten sie das niedrige Niveau der langfristigen Zinsen besonders zur Emission von Titeln mit längeren Laufzeiten und reduzierten das ausstehende Volumen von Geldmarktpapieren.

*Erwerb
inländischer
Rentenwerte*

Auf der Käuferseite des deutschen Rentenmarkts standen im letzten Vierteljahr 2004 die ausländischen Anleger im Vordergrund, die ihre Bestände deutscher Anleihen um 16 Mrd € aufstockten. Einheimische Anleger gaben hingegen per saldo inländische Anleihen für 30 Mrd € ab und übernahmen stattdessen ausländische Titel für 15 ½ Mrd €.

*Verhaltene
Mittelaufnahme
am Aktien-
markt*

Die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt hat im vierten Quartal etwas zugelegt, blieb aber weiterhin verhalten. Inländische Unternehmen platzierten junge Aktien im Kurswert von 3 Mrd €, nach lediglich 1 Mrd € im Vorquartal. Hierzu trug die Kapitalerhöhung eines großen Unternehmens aus dem Einzelhandelsbereich im Dezember bei. Darüber hinaus wurden am deutschen Markt ausländische Dividentitel für 2 Mrd € abgesetzt. Auf der Käuferseite kam es zwischen Oktober und Dezember zu größeren Portfoliumschichtungen zwischen den Kreditinstituten, die ihre Bestände inländischer Aktien

um 9 Mrd € aufstockten, und den Nichtbanken, die für 6 ½ Mrd € einheimische Dividentitel abgaben. Ausländische Anleger investierten ½ Mrd € in deutschen Aktien.

Die Nachfrage nach Investmentanteilen erholte sich im vierten Quartal nur leicht. Nach den Mittelabzügen im dritten Quartal flossen den deutschen Investmentgesellschaften zwischen Oktober und Dezember zwar wieder neue Mittel zu (1 Mrd €), die im Ergebnis jedoch ausschließlich den institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds zugute kamen (7 ½ Mrd €). Die Publikumsfonds mussten hingegen für 6 ½ Mrd € Zertifikate zurücknehmen, was primär auf starke Abzüge aus Geldmarktfonds (– 7 Mrd €) zurückzuführen war. Unter den anderen Fondskategorien waren vor allem die Offenen Immobilienfonds mit Mittelabflüssen konfrontiert (– ½ Mrd €), während die Aktienfonds im Einklang mit der positiven Kursentwicklung von Dividentiteln Zuflüsse in Höhe von 1 Mrd € verzeichneten. Ausländische Fonds mussten erstmals seit langer Zeit per saldo Zertifikate zurücknehmen (– 1 Mrd €). Auf der Erwerberseite stockten sowohl die Kreditinstitute als auch die ausländischen Investoren ihre Bestände deutscher Fondsanteile um 3 Mrd € beziehungsweise 1 Mrd € auf. Die Banken erwarben zudem ausländische Zertifikate für 2 Mrd €. Inländische Nichtbanken reduzierten dagegen ihre Anteile an in- und ausländischen Investmentfonds um 3 ½ Mrd € beziehungsweise 3 Mrd €.

*Investment-
zertifikate*

⁵⁾ Beispielsweise lagen die Zinsaufschläge von Anleihen der Ratingklasse BBB (niedrigstes Investment-Grade-Rating) gegenüber Staatsanleihen gleicher Laufzeit bei Abschluss dieses Berichts mit 60 Basispunkten in der Nähe langjähriger Tiefstände.