

Geldpolitik, Bankgeschäft und Kapitalmarkt

Zinspolitik und Geldmarkt

Angesichts der mittelfristig weiterhin günstigen Aussichten für die Preisentwicklung im Euro-Währungsgebiet beließ der EZB-Rat in den letzten Monaten die Leitzinsen des Eurosystems unverändert. Der Mindestbietungssatz für die durchweg als Zinstender ausgedruckten Hauptrefinanzierungsgeschäfte beträgt nach wie vor 2 %. Die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität belaufen sich weiterhin auf 3 % beziehungsweise 1 %.

*Zinssätze des
Eurosystems
bei stabilen
Preisaussichten
unverändert*

Da die stetige Zinspolitik von den Marktteilnehmern erwartet wurde, bewegte sich der Tagesgeldzins (EONIA) erneut recht eng am Mindestbietungssatz für Haupttender. Nur Anfang April stieg der Tagesgeldsatz vorübergehend kräftig an, als am Ende der Erfüllungsperiode März/April Liquidität knapp war. Im Anschluss daran entspannte sich die Lage am Geldmarkt wieder und der EONIA fiel zum Ende der darauf folgenden Erfüllungsperioden zeitweilig unter 2 %. Die Zinssätze für die längeren Laufzeiten am Geldmarkt waren im Berichtsquartal überwiegend von Zinserhöhungserwartungen getrieben. So zogen vor allem Zwölfmonatsgelder Anfang April deutlich an. Im Juni betrug ihr Zinsvorsprung gegenüber dem EONIA durchschnittlich fast 40 Basispunkte. In der Folgezeit gingen die Zinsaufschläge der längeren Laufzeiten am Geldmarkt jedoch wieder etwas zurück. Gleichwohl blieben die längerfristigen Zinserwartungen am Geldmarkt bis zuletzt nach oben gerichtet.

*Zinsentwicklung
am
Geldmarkt*

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Die Geldmarktsteuerung des Eurosystems hatte in den vergangenen drei Mindestreserverperioden eine beträchtliche Ausweitung des Bedarfs der Kreditinstitute an Zentralbankguthaben zu kompensieren. Dies ist weitestgehend reibungslos gelungen. Der Bedarf aus den liquiditätsbestimmenden Faktoren erhöhte sich um 32,1 Mrd € oder rund 20%. Hierfür war insbesondere das starke Wachstum des Banknotenumlaufs um 23,8 Mrd € verantwortlich, auch wenn das Tempo des Wachstums weiter nachlässt. Besonders kräftig war die Expansion auf Grund der Osterfeiertage in der Periode April/Mai. Auch der aus den Einlagen öffentlicher Haushalte entstehende Liquiditätsbedarf legte per saldo deutlich um 13,5 Mrd € zu. Dieser Anstieg wurde jedoch im Wesentlichen durch ungewöhnlich hohe Einlagen in der Woche vor dem Halbjahresultimo (24. bis 30. Juni) verursacht. Über Veränderungen der Netto-Währungsreserven und der sonstigen Faktoren wurde dem Markt dagegen per saldo Liquidität in Höhe von 5,2 Mrd € zugeführt, was nach Ausschaltung von Bewertungseffekten überwiegend auf Aufstockungen der in den sonstigen Faktoren enthaltenen Euro-denominierten Finanzaktiva des Eurosystems zurückzuführen ist. Ein per saldo um 3,4 Mrd € gestiegenes Mindestreservesoll sorgte dagegen für zusätzlichen Liquiditätsbedarf.

Gedeckt wurde der gestiegene Bedarf an liquiden Mitteln vor allem durch eine Aufstockung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte um 27,5 Mrd €. Aber auch das Volumen der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wurde ab der Periode April/Mai noch einmal um 7,9 Mrd € ausgeweitet. Darin spiegelt sich die Netto-Mehrzuerteilung im Geschäft per 1. April um 10 Mrd € wider, mit der die am 29. Januar begonnene Erhöhung des Volumens dieser Geschäfte von 45 Mrd € auf 75 Mrd € abgeschlossen wurde. Am 11. Mai, dem letzten Tag der Reserveperiode April/Mai, führte das Eurosystem eine Feinststeuerungsoperation in Form einer Hereinnahme von Termineinlagen in Höhe von 13 Mrd € für einen Tag zu einem festen Zinssatz von 2,00% durch. Es war die erste Feinststeuerungsoperation seit fast einem Jahr. Der durch einen unerwartet niedrigen Liquiditätsbedarf entstandene Überhang wurde dadurch absorbiert, so dass zum Ende der Periode eine Netto-Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität von lediglich 84 Mio € zu verzeichnen war. Zudem wurden die Tagesgeldsätze am Interbankenmarkt durch diese Operation erfolgreich stabilisiert. Im Vorfeld war EONIA am Freitag, den 7. Mai, auf 1,83% zurückgegangen, als der Liquiditätsüberschuss erkennbar wurde. Daraufhin kündigte die EZB am Montag, den 10. Mai, die Feinststeuerungsoperation für den nächsten Tag an. In der Folge zogen die Tagesgeldsätze, die bei Handelsbeginn unter 1,60% gelegen hatten, sofort deutlich an, so dass noch am gleichen Tag EONIA bei 1,84% festgestellt wurde. Nach Durchführung der Operation am 11. Mai lag EONIA schließlich wieder eng am Mindestbietungssatz (2,07%).

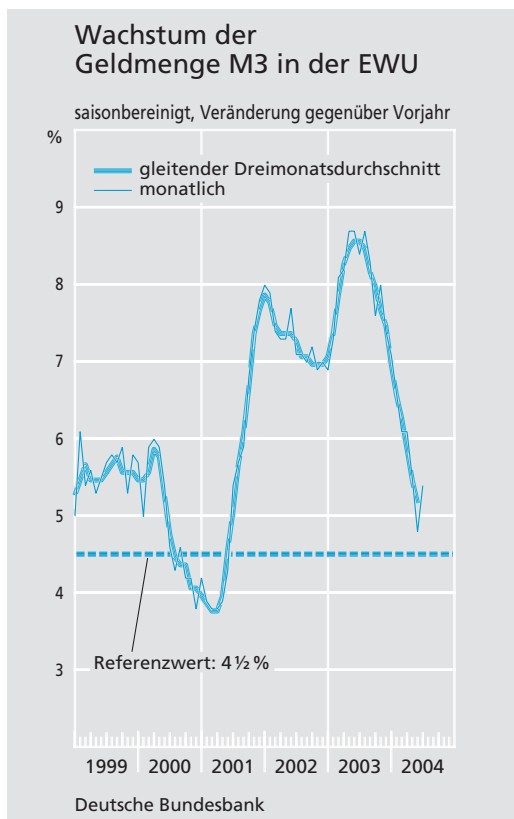
Ansonsten bewegte sich EONIA in aller Regel zwei bis vier Basispunkte über dem Mindestbietungssatz, mit leichten Ausschlägen nach oben zum jeweiligen Monatsultimo. Nach vorübergehendem Anstieg am Ende der Reserveperiode März/April kam es am Ende der Periode Juni/Juli erneut zu einer Zunahme von EONIA bis auf 2,12% am 4. Juni, als der Markt eine Liquiditätsverknappung zum Periodenende erwartete. Dies war jedoch eine unzutreffende Markteinschätzung. Tatsächlich bestand ein leichter Liquiditätsüberschuss. EONIA ging daraufhin bis zum 8. Juni vorübergehend bis auf 1,72% zurück. Dagegen stieg EONIA bei Periodenende am 6. Juli auf Grund eines leichten Liquiditätsdefizits kurzzeitig auf 2,53%. Gleichwohl kehrte EONIA danach wie erwartet wieder rasch auf ein Niveau in der Nähe des Mindestbietungssatzes zurück.

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2004		
	7. April bis 11. Mai	12. Mai bis 8. Juni	9. Juni bis 6. Juli
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 11,1	- 6,1	- 6,6
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 5,5	- 6,2	- 12,8
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven ²⁾	+ 9,3	+ 0,6	- 3,1
4. Sonstige Faktoren ^{2) 3)}	- 6,8	+ 2,2	+ 3,0
Insgesamt	- 3,1	- 9,5	- 19,5
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 4,7	+ 11,5	+ 20,7
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 7,9	+ 0,0	- 0,0
c) Sonstige Geschäfte	- 0,4	+ 0,4	-
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,3	+ 0,1	+ 0,2
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 0,3	- 0,4	+ 0,4
Insgesamt	+ 2,8	+ 11,6	+ 21,3
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 0,3	+ 2,1	+ 1,7
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	+ 0,2	- 2,0	- 1,6

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.



Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Abschwächung der monetären Expansion

Die Abschwächung der monetären Expansion, die vor einem Jahr in Gang gekommen war, hat sich bis ins zweite Quartal dieses Jahres fortgesetzt. Der Zuwachs der Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet war in saisonbereinigter Betrachtung in den Monaten April bis Juni nochmals leicht schwächer als im Vierteljahr zuvor. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahrsraten ging deutlich von 6,3 % für Januar bis März auf 5,2 % für die Monate April bis Juni zurück. Die auf das Jahr hochgerechnete saisonbereinigte Dreimonatsrate betrug Ende Juni 5 %. Auch im zweiten Vierteljahr investierten die privaten Nichtbanken den Zuwachs ihrer Forderungen gegenüber den MFIs je zur Hälfte in liquide

M3-Komponenten und längerfristige Anlagen der Geldkapitalbildung. Damit ist nun schon im vierten Quartal in Folge die annualisierte saisonbereinigte Dreimonatsrate der Geldkapitalbildung (ohne Kapital und Reserven der MFIs) höher als das entsprechende Geldmengenwachstum. Zudem dürften die im zweiten Quartal wieder gestiegenen Kapitalmarktrenditen Mittelanlagen außerhalb des Bankensektors gefördert haben. Trotz des Rückgangs der Liquiditätsneigung der Anleger ist aber der gegenwärtige Geldbestand nach wie vor deutlich höher als nach den bisherigen Erfahrungen zur Finanzierung eines inflationsfreien Wirtschaftswachstums erforderlich. Da nicht gänzlich ausgeschlossen werden kann, dass diese Überschussliquidität an den Gütermärkten nachfragewirksam wird, muss die monetäre Entwicklung auch weiterhin aufmerksam verfolgt werden. Unter den derzeitigen Bedingungen gehen von ihr jedoch keine akuten Gefahren für die Preisstabilität aus.

Der Zuwachs der Geldmenge M3 verteilte sich im Berichtsquartal auf fast alle ihre Komponenten. Allerdings wurden dabei im zweiten Vierteljahr die Bargeldbestände erkennbar weniger stark aufgestockt als in den Quartalen zuvor, obgleich das Expansions-tempo mit einer annualisierten Dreimonatsrate von 15 % nach wie vor hoch war. Die täglich fälligen Einlagen wurden dagegen in den Monaten April bis Juni kaum aufgestockt, nachdem sie im Vorquartal noch stark zugenommen hatten. In den letzten drei Monaten expandierten sie nur mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 1 ½ % (gegenüber 13 ½ % in den Monaten Januar bis März). Ins-

Komponenten der Geldmenge

gesamt stieg damit das Geldaggregat M1 im zweiten Quartal 2004 aufs Jahr hochgerechnet um knapp 3 ½ %. Die anderen kurzfristigen Bankeinlagen (ohne täglich fällige Einlagen) sind im Berichtsquartal per saldo ebenfalls aufgestockt worden. Allerdings konzentrierte sich die Zunahme auf Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten. Die kurzfristigen Termineinlagen wurden dagegen in den Monaten April bis Juni weiter abgebaut. Anders als im Vorquartal nahmen im zweiten Vierteljahr auch die in der Geldmenge M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente spürbar zu. Dabei wurden vor allem Geldmarktfondszertifikate außerhalb des Bankensektors abgesetzt, aber auch die Bankverbindlichkeiten aus Repogeschäften sowie der Absatz von Geldmarktpapieren und kurzfristigen Bankschuldverschreibungen sind gestiegen.

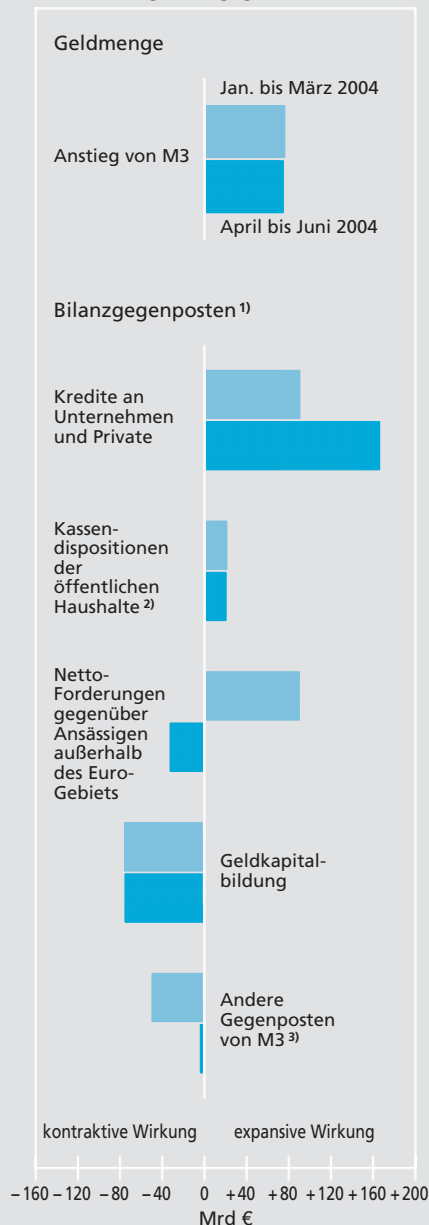
Bilanzgegenposten

Von den Bilanzgegenposten her betrachtet haben vor allem die Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen im Berichtszeitraum das monetäre Wachstum gefördert. Besonders nahmen hierbei die Buchkredite an den privaten Sektor zu. Sie expandierten zuletzt mit einer annualisierten Dreimonatsrate von 8 %, die damit erstmals seit Ende 2000 deutlich höher war als das entsprechende Geldmengenwachstum (5 %). Haupttriebkraft dieser Entwicklung war weiterhin die in einigen EWU-Ländern lebhaftere Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten.

Das Wachstum der Kredite an die öffentlichen Haushalte im Euro-Gebiet stieg ebenfalls kräftig an. In nicht saisonbereinigter

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

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

Position	Mrd €	
	2004 April bis Juni	2003 April bis Juni
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)		
täglich fällig	+ 7,4	+ 30,2
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	- 6,2	- 5,9
über 2 Jahre	+ 13,3	- 2,5
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	+ 0,9	+ 2,8
über 3 Monate	- 2,3	- 5,4
Kredite		
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite	+ 1,7	+ 6,0
Wertpapierkredite	- 9,1	+ 3,3
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 18,7	- 9,4
Wertpapierkredite	+ 14,9	- 5,8

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

Deutsche Bundesbank

Betrachtung nahmen diese in den Monaten April bis Juni um 43 Mrd € zu. Dabei entfiel der Zuwachs ausschließlich auf Wertpapierkredite (um 50 Mrd €), während die unverbrieften Bankkredite an die öffentlichen Stellen im Euro-Währungsgebiet um 7 Mrd € abgebaut wurden. Dämpfend wirkte auf die monetäre Entwicklung auch der verstärkte Aufbau von Bankeinlagen der Zentralregierungen. Das Gleiche gilt auch für die Geldabflüsse der Nichtbanken ins EWU-Ausland.

Ein wirksames Gegengewicht zur monetären Expansion bildete im zweiten Vierteljahr aber vor allem die unverändert kräftig steigende Geldkapitalbildung. Erneut konnten die inländischen MFIs in hohem Umfang Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über

zwei Jahren außerhalb des Bankensektors absetzen. Zudem waren auch die längerfristigen Termineinlagen stark gefragt.

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Anders als auf EWU-Ebene blieben im inländischen Bankgeschäft die kurzfristigen Einlagen im Berichtszeitraum praktisch unverändert. Die längerfristigen Mittelanlagen inländischer Nichtbanken bei deutschen MFIs nahmen hingegen stark zu. Dabei schichteten vor allem institutionelle Investoren im zweiten Vierteljahr liquide Mittel in großem Umfang zu Gunsten längerfristiger Termineinlagen um. Gleichzeitig stockten inländische Privatpersonen ihre kurzfristigen Bankeinlagen merklich weniger auf als in den Quartalen zuvor. Hierbei dürften die im zweiten Vierteljahr wieder gestiegenen Kapitalmarktzinsen die längerfristige Geldkapitalbildung begünstigt und die Liquiditätsneigung gedämpft haben.

Am deutlichsten zeigt sich die geringere Liquiditätspräferenz bei den täglich fälligen Einlagen, die in den letzten drei Monaten (April bis Juni) saisonbereinigt und auf das Jahr hochgerechnet um 3% abgebaut wurden. Vor allem die Versicherungsunternehmen und sonstige Finanzierungsinstitutionen führten ihre Tagesgeldbestände merklich zurück.

Auch setzte sich der seit Ende 2001 zu beobachtende Rückgang der Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren im Berichtsquartal auf breiter Front fort. Ne-

Stagnierende Liquiditätsbestände in Deutschland

Täglich fällige Einlagen abgebaut

Kurzfristige Termineinlagen erneut zurückgegangen, ...

... während kurzfristige Spareinlagen kräftig zunahmen

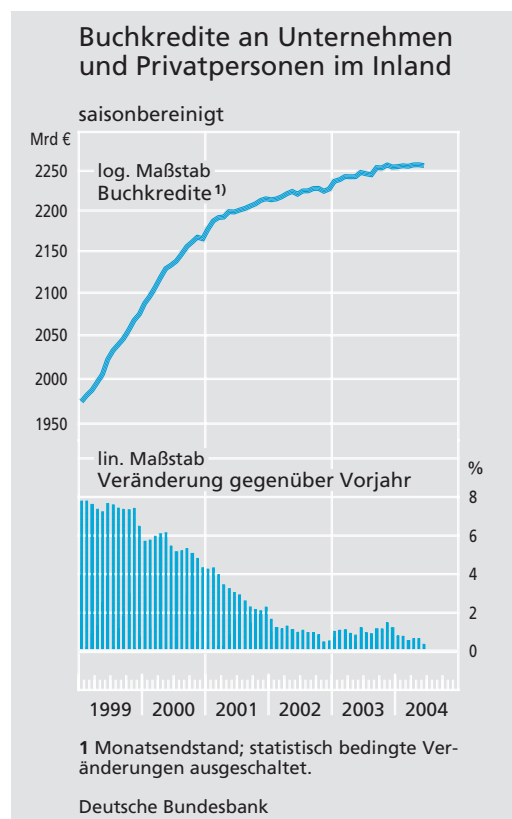
ben den Privatpersonen, die in den Monaten April bis Juni einmal mehr ihre kurzfristigen Termineinlagen deutlich reduzierten, führten auch die finanziellen Unternehmen ihre Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit bis zu zwei Jahren spürbar zurück. Dagegen wurden die traditionell fast ausschließlich von privaten Haushalten gehaltenen kurzfristigen Spareinlagen kräftig aufgestockt.

Längerfristige Bankeinlagen insgesamt gestiegen

Unter den längerfristigen Bankeinlagen wurden im Berichtsquartal die Termineinlagen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren stark dotiert. Dahinter standen insbesondere Portfoliumschichtungen von Versicherungsunternehmen. Die längerfristigen Spareinlagen (mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten) nahmen hingegen im Berichtsquartal weiter ab.

Buchkredite an den Privatssektor nahezu unverändert

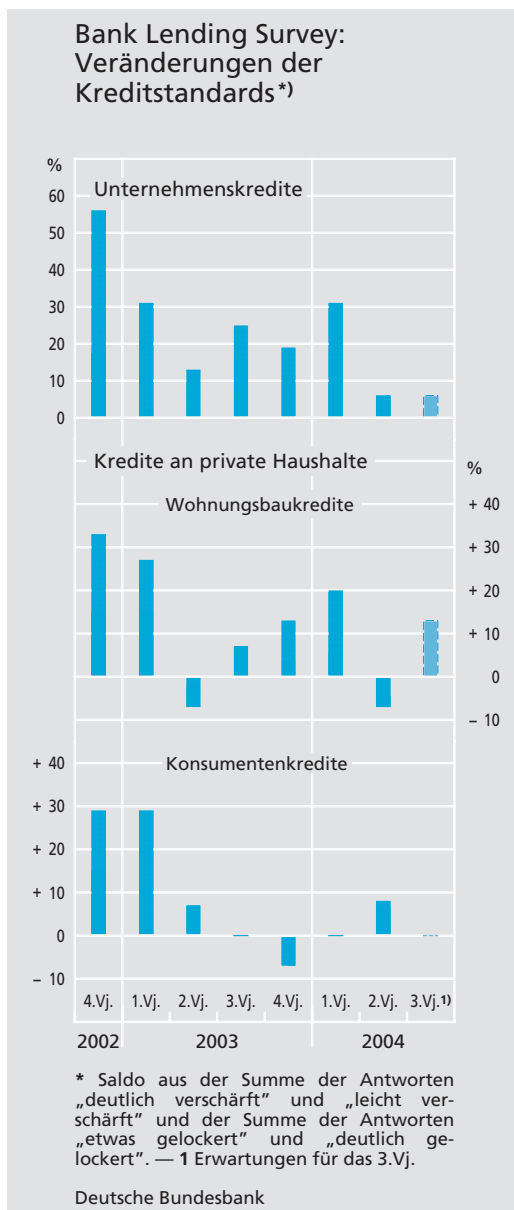
Die Buchkredite der deutschen Banken an ihre inländische Nichtbankenkundschaft stagnierten im Berichtszeitraum wie auch schon in den vergangenen Quartalen. Dies steht in einem gewissen Gegensatz zu der merklich lebhafteren Kreditnachfrage im übrigen Euro-Währungsgebiet, die aber maßgeblich von dem andauernden Immobilienboom in einigen Partnerländern getrieben ist. Die Entwicklung in Deutschland war vor allem davon geprägt, dass die privaten Haushalte und Unternehmen ihre kurzfristigen Buchkredite in den Monaten April bis Juni in verstärktem Maße abbauten und stattdessen längerfristige Kredite aufnahmen. Letztere expandierten im zweiten Vierteljahr mit einer annualisierten saisonbereinigten Dreimonatsrate von gut 2 ½ %. Dem insgesamt aber nur leichten Anstieg der Buchkreditvergabe an die priva-



ten inländischen Nichtbanken stand ein geringerer Abbau der von Banken gehaltenen Bestände an Wertpapieren heimischer privater Emittenten gegenüber. Dagegen war die Nachfrage der Kreditinstitute nach deutschen Staatspapieren im zweiten Quartal sehr lebhaft, nachdem sie bereits in den Monaten Januar bis März diese Anlagen ungewöhnlich kräftig aufgestockt hatten. Die Buchkredite an den öffentlichen Sektor wurden dagegen im zweiten Quartal stark zurückgefahren, so dass den öffentlichen Haushalten in Deutschland im Berichtszeitraum vom inländischen Bankensektor netto keine zusätzlichen Mittel zur Verfügung gestellt wurden.

Die anhaltend schwache Kreditentwicklung in Deutschland geht weiterhin vor allem auf die geringe Kreditnachfrage zurück. Darauf

Keine nennenswerten Veränderungen der Kreditstandards



deuten die Ergebnisse der Juli-Umfrage des Bank Lending Survey im Eurosystem¹⁾ hin. Darin berichteten die teilnehmenden deutschen Institute von einem erneuten leichten Rückgang der Nachfrage nach Firmen- und privaten Wohnungsbaukrediten und schätzten die Entwicklung der Kreditnachfrage damit im Vergleich mit dem Euro-Gebiet insgesamt etwas schwächer ein. Die Angaben für die Kreditangebotsseite entsprachen dagegen im

Großen und Ganzen den Umfrageergebnissen für das Euro-Gebiet insgesamt.²⁾ So haben die befragten Banken in Deutschland im zweiten Quartal 2004 erstmals seit Beginn der Umfrage vor eineinhalb Jahren ihre Kreditstandards für Firmenkredite praktisch nicht mehr verschärft. Dies galt weitgehend unabhängig von der Größe der Kreditnehmer oder der Fristigkeit der Kredite. Auch bei Wohnungsbaukrediten an private Haushalte blieben die Kreditstandards nach vereinzelt Verschärfungen im Vorquartal weitgehend gleich. Im Bereich der Konsumentenkredite gab es, wie schon in den Vorquartalen, ebenfalls keine nennenswerte Bewegung. Für das dritte Quartal 2004 gehen die befragten Institute im Firmen- und Konsumentenkreditgeschäft von mehr oder weniger gleich bleibenden Kreditstandards aus, während die Angaben für Wohnungsbaukredite eine Tendenz zu leichten Verschärfungen signalisieren (vgl. nebenstehendes Schaubild).

Trotz der unveränderten Kreditstandards weiteten die an der Umfrage teilnehmenden Institute nach eigenen Angaben ihre Margen auch im zweiten Quartal weiter aus. Im Privatkundenbereich galt dies allerdings nur für risikoreichere Kredite (vgl. Schaubild auf S. 29). Für durchschnittliche Unternehmenskredite lagen die deutschen Angaben zur Margenentwicklung im dritten Quartal in Folge über dem Durchschnitt im Euro-Gebiet.

*Anhaltender
Trend zur
Margensprei-
zung für Privat-
kundenkredite*

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.

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

Gleichzeitig waren für durchschnittliche private Wohnungsbau- und Konsumentenkredite weitere Margenkürzungen zu verzeichnen. Hierdurch hat sich der Trend zu einer risikodifferenzierten Margenspreizung bei Krediten an private Haushalte weiter verstärkt (vgl. nebenstehendes Schaubild); er fällt damit noch deutlicher aus als im Euro-Gebiet. Bei den anderen Vergabebedingungen – wie etwa den Maßstäben an die erforderlichen Sicherheiten – gab es nach Angaben der befragten Institute keine größeren Veränderungen.

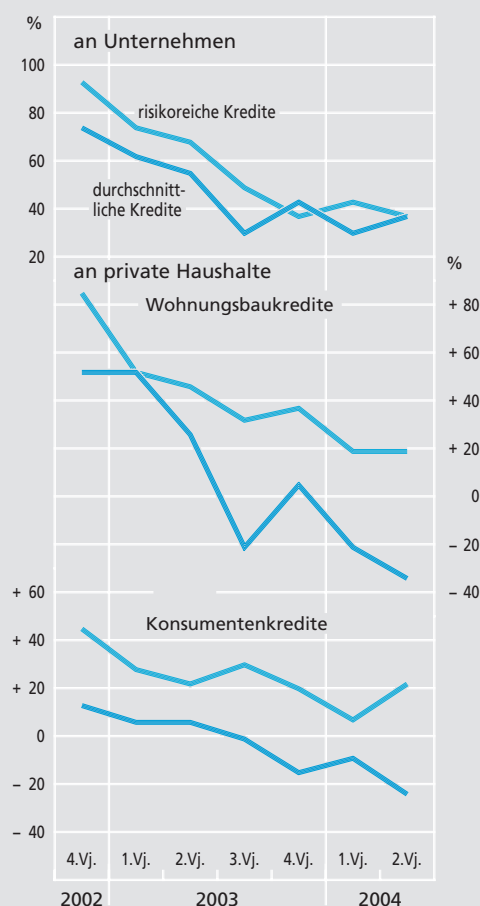
Kreditzinsen vor allem im kurzen Laufzeitenbereich gestiegen

Die Kreditzinsen der Banken haben sich nur wenig verändert. So berechneten die Institute für neu herausgegebene Konsumenten- und Wohnungsbaukredite mit einer anfänglichen Zinsbindung von bis zu einem Jahr 5,3% beziehungsweise 4,5%. Im kurzfristigen Firmenkreditgeschäft verlangten die Banken je nach Kreditvolumen zwischen 3,3% und 4,5%. Für längerfristige Unternehmenskredite forderten sie je nach Zinsbindungsfrist zwischen 3,9% und 5,2%. Neu herausgelegte Wohnungsbaukredite mit einer Zinsbindung von über zehn Jahren kosteten im Durchschnitt 5,1%.

Einlagenzinsen tendenziell gestiegen

Im Passivgeschäft verzinsten inländische Banken die Einlagen der privaten Nichtbanken im zweiten Quartal 2004 im Einklang mit der Entwicklung der langfristigen Terminalsätze am Geldmarkt und der Zinsentwicklung am Kapitalmarkt zum Teil etwas höher als im ersten Quartal. Im Vergleich zum Vorquartal stiegen die Zinsen auf Termineinlagen von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen in fast allen Laufzeitenbereichen. Dabei bewegten sich die Sätze je nach Laufzeitkate-

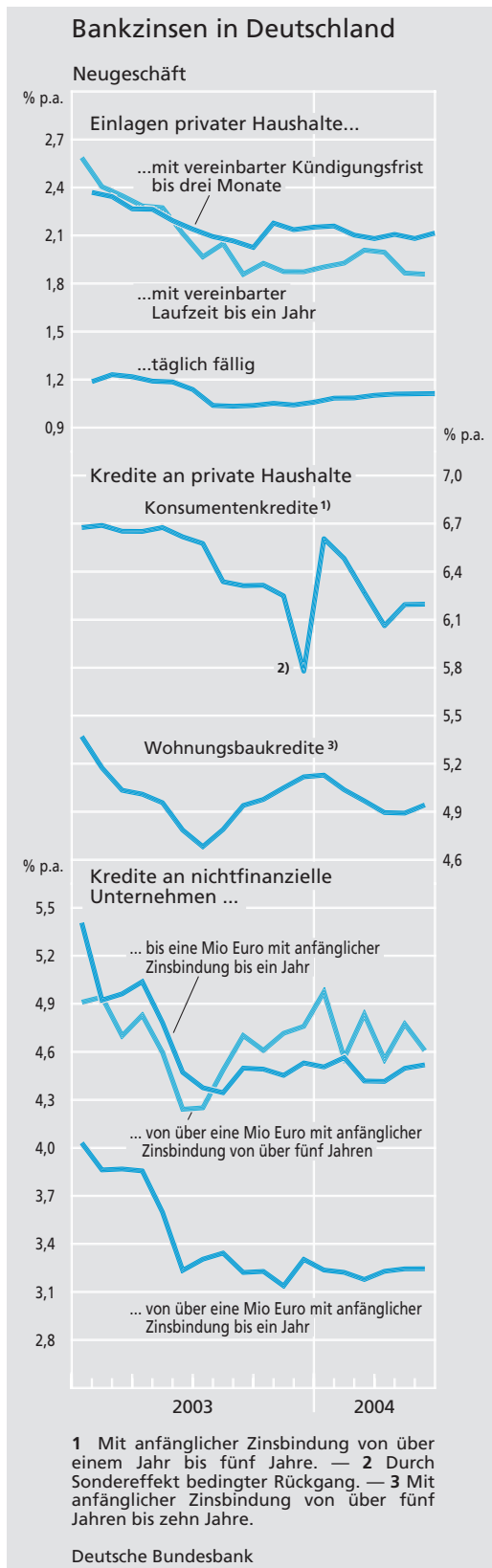
Bank Lending Survey: Veränderungen der Margen für Kredite *)



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

Deutsche Bundesbank

gorie zwischen 1,9% und 4,2%. Dagegen konnten bei den Spareinlagen ausschließlich die Einlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten von leicht steigenden Zinsen profitieren. Im Durchschnitt zahlten die Banken dafür 2,1%; in den längeren Laufzeitenbereichen lagen die Sätze bei 2,6%.



Wertpapiermärkte

Die Entwicklung an den europäischen Kapitalmärkten stand in den letzten Monaten unter dem Einfluss des sich allmählich festigenden wirtschaftlichen Erholungsprozesses im Euro-Währungsgebiet und der insbesondere in jüngerer Zeit häufiger wechselnden Stimmungslage an den amerikanischen Finanzmärkten. Im Ergebnis stiegen die Anleihezinsen im Zehnjahresbereich unter Schwankungen von Anfang April bis etwa Mitte Juni um einen halben Prozentpunkt auf 4 ½ %. Seitdem haben sich die Sätze wieder etwas zurückgebildet. Die Anleihemärkte in den Vereinigten Staaten wie auch im Euro-Gebiet profitierten von der zunehmenden Zurückhaltung der Anleger bei Aktien. Hierzu haben die sich insbesondere in jüngerer Zeit zuspitzende Lage an den Ölmärkten und die allgemeine geopolitische Verunsicherung beigetragen. Bei Abschluss dieses Berichts rentierten zehnjährige Staatsanleihen in der EWU mit gut 4 % nur geringfügig über ihrem Stand von Anfang April. Am amerikanischen Bondmarkt sind die Zinsausschläge wie schon zuvor kräftiger ausgefallen, so dass der Zinsvorsprung von US-Treasuries von null Anfang April auf etwa einen halben Prozentpunkt in der zweiten Junihälfte stieg und sich anschließend auf rund einen Viertelpunkt reduzierte.

*Kapitalmarkt-
zinsen im Euro-
Gebiet...*

Die Renditen deutscher Staatsanleihen haben sich im Vergleich zu den Kapitalmarktzinsen anderer europäischer Länder etwas stärker erhöht. Auf diese Weise ist der traditionelle Zinsabschlag der Bundesanleihen, der bedingt durch die Portfolioumschichtungen in die hochliquiden deutschen Anleihen nach

*... und in
Deutschland*

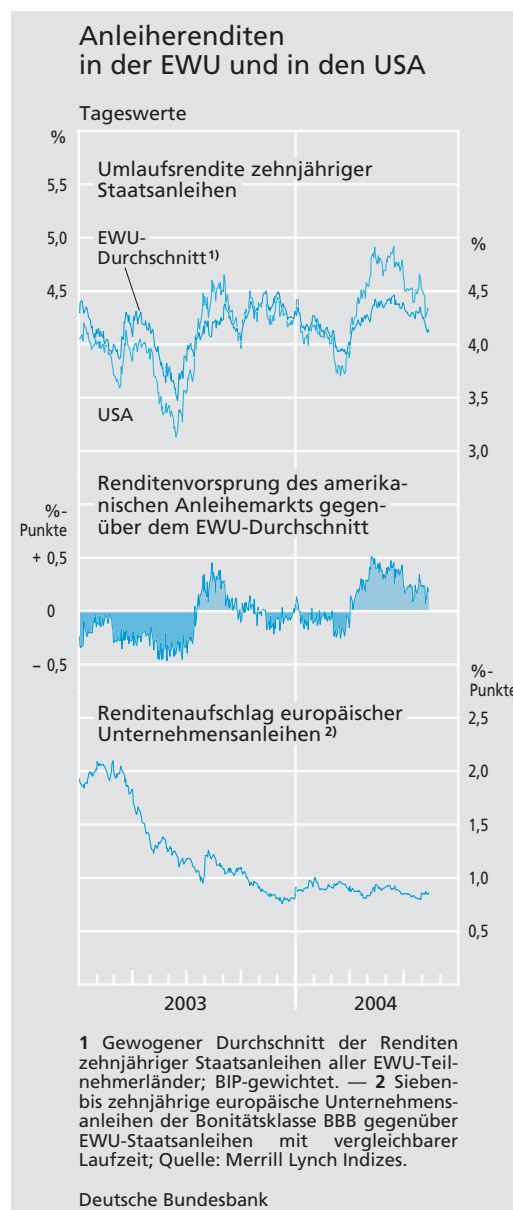
den Terroranschlägen von Madrid im März bis Anfang April auf fast 15 Basispunkte gestiegen war, in den folgenden Monaten wieder auf rund zehn Basispunkte geschrumpft. Es ist wohl davon auszugehen, dass diese Entwicklung im Zusammenhang mit der Auflösung solcher im März aufgebauten „Safe-Haven“-Positionen stand. Aber auch die angespannte Lage der öffentlichen Finanzen mag in den letzten Monaten wieder stärker ins Blickfeld der Anleger geraten sein.

*Kursverluste am
Aktienmarkt...*

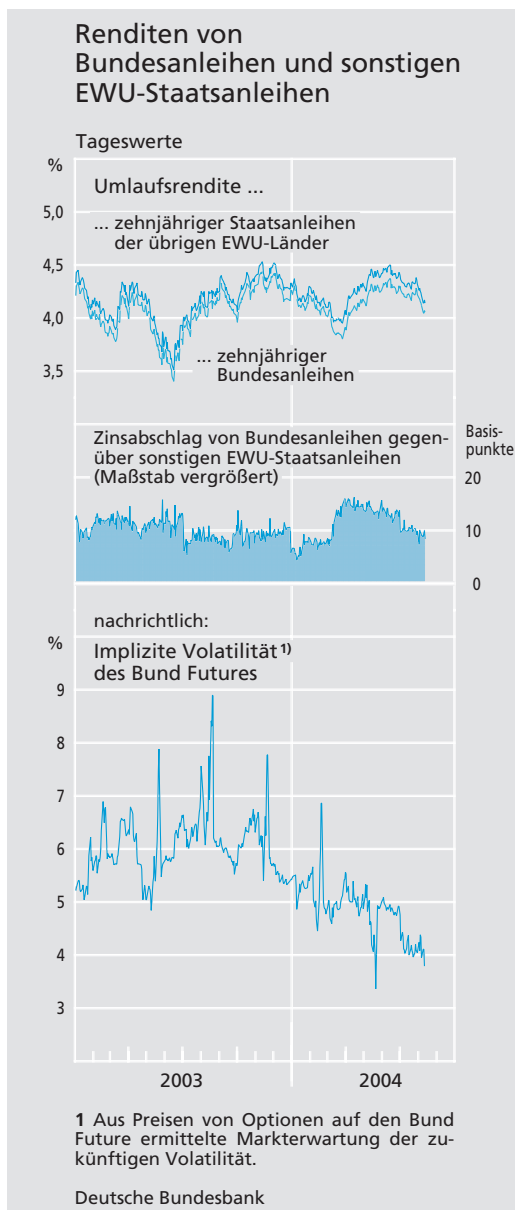
An den europäischen Aktienmärkten hat sich mit der größeren Zuversicht über die Nachhaltigkeit des wirtschaftlichen Erholungsprozesses in Europa und den optimistischen Gewinnerwartungen im Frühjahr die vorsichtige Aufwärtsbewegung zunächst fortgesetzt. Wieder aufkommende Zweifel am weiteren Fortgang des weltwirtschaftlichen Aufschwungs haben zusammen mit der sich verschärfenden Lage am Ölmarkt vor allem in jüngerer Zeit wieder zu deutlichen Kursverlusten geführt. Im Ergebnis verloren deutsche und europäische Dividentitel gemessen am CDAX-Kursindex und am Dow Jones Euro STOXX zwischen Anfang April und Mitte August circa 8 % beziehungsweise 6 % ihres Wertes. Die Kursverluste von Aktien aus den Bereichen Telekommunikation, Technologie und Medien fielen noch größer aus.

*... trotz
optimistischer
Gewinnerwartungen*

Diese Entwicklung stand in einem gewissen Gegensatz zu den optimistischen Gewinn-schätzungen der Analysten. Für die im DAX und im Dow Jones Euro STOXX enthaltenen Dividentitel stiegen sie zwischen April und Juli um 8 % beziehungsweise 6 %. Gleichzeitig ist das ohnehin relativ niedrige Bewer-



tungsniveau deutscher und europäischer Aktien weiter gesunken. Das aktuelle Kurs-Gewinn-Verhältnis auf der Grundlage der auf Jahresfrist erwarteten Gewinne liegt mit 13,2 für den DAX und 13,6 für den Dow Jones Euro STOXX nun wieder deutlich unterhalb der historischen Durchschnittswerte.



Absatz und Erwerb von Wertpapieren

Hohes Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt

Am deutschen Rentenmarkt haben inländische Emittenten im zweiten Quartal Schuldverschreibungen im Nominalwert von 290 ½ Mrd € begeben. Nach Abzug der gleichzeitigen Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen belief sich der Netto-Absatz auf 48 Mrd €. Darüber hinaus wurden am deutschen Markt ausländische Anleihen im

Netto-Betrag von 30 Mrd € abgesetzt. Das gesamte Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Schuldverschreibungen summierte sich damit im Berichtszeitraum auf 78 Mrd €, verglichen mit 87 Mrd € im Vorquartal, und mit nur 51 ½ Mrd € in der gleichen Zeit des Vorjahres.

Mehr als ein Drittel des Mittelaufkommens entfiel im zweiten Quartal auf Emissionen der Kreditinstitute, denen per saldo 28 Mrd € zufließen; vor Jahresfrist waren in diesem Bereich des Passivgeschäfts der Banken weniger als ein Zehntel davon (2,7 Mrd €) aufgekommen. Wie bereits in den vergangenen Monaten waren auch im Berichtszeitraum vor allem Sonstige Bankschuldverschreibungen (18 ½ Mrd €) und Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten (17 Mrd €) gefragt. Hierzu zählen auch die in letzter Zeit von Banken verstärkt begebenen Indexzertifikate (siehe im Einzelnen dazu die Erläuterungen auf S. 34). Der Umlauf an Hypothekendarlehen blieb dagegen unverändert, und Öffentliche Darlehen wurden per saldo getilgt (8 Mrd €).

Kreditinstitute weiten Rentenmarktverschuldung aus

Die öffentliche Hand nahm im zweiten Quartal am Rentenmarkt 15 Mrd € auf, verglichen mit 17 Mrd € im gleichen Zeitraum des Vorjahres. Dabei handelte es sich überwiegend um Emissionen des Bundes. So wurden zehnjährige Bundesanleihen für netto 9 Mrd €, zweijährige Schatzanweisungen für 4 Mrd € und fünfjährige Bundesobligationen für 3 ½ Mrd € abgesetzt. Der Umlauf von Bundesschatzbriefen reduzierte sich dagegen um ½ Mrd €. Außerdem wurde im April eine Anleihe der ehemaligen Bundespost für 3 Mrd €

Nachlassende Mittelaufnahme der öffentlichen Hand

und im Mai eine Anleihe der ehemaligen Treuhandanstalt für 4 Mrd € getilgt.³⁾ Die Länder weiteten ihre Rentenmarktverschuldung um 7 Mrd € aus.

Gestiegene Mittelaufnahme von Unternehmen am Rentenmarkt

Bei weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen am Kapitalmarkt und einer anspruchsvollen Konjunktur haben die Unternehmen im zweiten Quartal per saldo Mittel in Höhe von 5 Mrd € am Kapitalmarkt aufgenommen (nach 8 Mrd € im entsprechenden Quartal des Vorjahres). Hiervon entfiel rund 1 Mrd € auf Geldmarktpapiere.

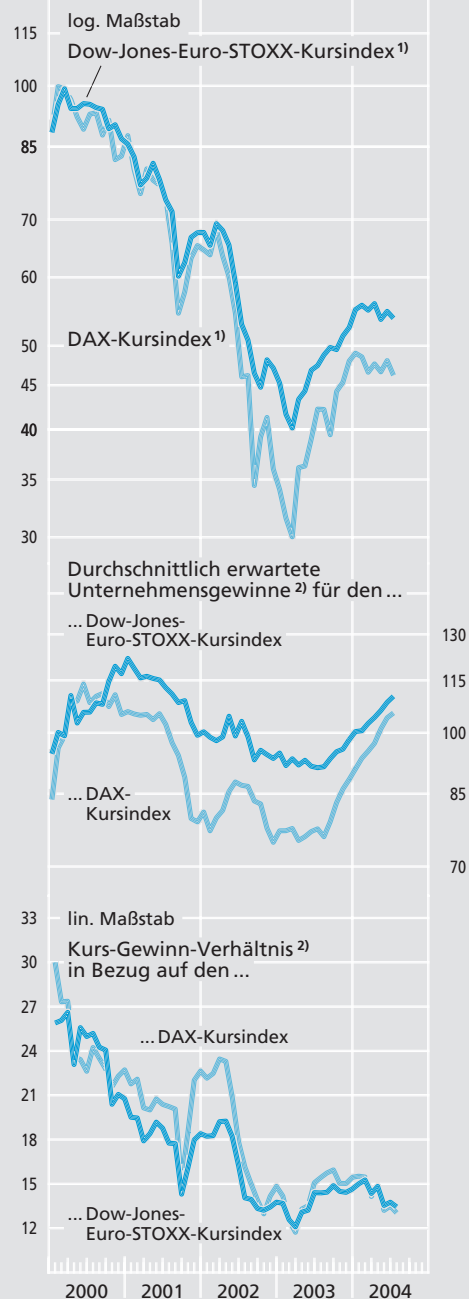
Erwerb inländischer Rentenwerte vor allem durch Kreditinstitute

Auf der Käuferseite des Rentenmarkts standen im zweiten Quartal erneut die deutschen Kreditinstitute im Vordergrund. Sie stockten ihre Anleiheportefeuilles um 38 Mrd € auf, gegenüber 3 Mrd € im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Dabei engagierten sie sich fast zu gleichen Teilen in inländischen und ausländischen Rentenwerten. Von den inländischen Schuldverschreibungen entfiel der überwiegende Teil auf Anleihen der öffentlichen Hand (15 Mrd €). Die inländischen Nichtbanken legten 27 ½ Mrd € (netto) am Rentenmarkt an. Bei den inländischen Papieren (16 Mrd €) waren vor allem Titel privater Schuldner gefragt. Gleichzeitig investierten sie (11 ½ Mrd €) in ausländische Schuldverschreibungen, die allerdings überwiegend auf Euro lauteten. Ausländische Investoren erhöhten ihre Bestände inländischer Schuldverschreibungen per saldo um 12 ½ Mrd €, wobei sie im Ergebnis ausschließlich Papiere privater Schuldner ins Portefeuille nahmen.

³ Die Schulden der Treuhandanstalt wurden 1995 in den Erblastentilgungsfonds überführt. 1999 kam es zu einer Mitübernahme durch den Bund.

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

Indexzertifikate als neues Anlageinstrument

Indexzertifikate werden seit Mitte der neunziger Jahre verstärkt von Banken und Wertpapierhäusern angeboten. So hat ihr Anteil am Brutto-Absatz der Schuldverschreibungen deutscher Banken in den letzten Monaten merklich zugenommen. Ihr Anteil am gesamten Umlauf der verbrieften Bankverbindlichkeiten liegt allerdings schätzungsweise noch bei unter 5 %.

Der Wert von Indexzertifikaten, die auch Partizipationsscheine genannt werden, leitet sich aus einem Basiswert (Underlying) ab. Als Underlying dienen meist wichtige in- und ausländische Aktienindizes. Darüber hinaus gibt es auch Zertifikate, die sich auf Branchenindizes, Indexkörbe oder andere Finanzprodukte beziehen, sowie „exotische“ Varianten mit komplizierteren Strukturen.

Rein rechtlich betrachtet sind Indexzertifikate Schuldverschreibungen, bei denen die Anleger keine zwischenzeitlichen Rückflüsse, sondern nur eine einzige Rückzahlung am Ende der Laufzeit erhalten. Bei Zertifikaten ohne Laufzeitbeschränkung (Open-End-Zertifikate) hat der Investor hingegen einmal jährlich ein Ausübungsrecht, eine dem Bezugsverhältnis entsprechende Auszahlung des Index-Gegenwerts zu erhalten. In der Wertpapierstatistik der Bundesbank werden Indexzertifikate unter den „Sonstigen Bankschuldverschreibungen“ beziehungsweise den „Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten“ erfasst. In der Bankenstatistik werden sie als Teil der „Begebenen Schuldverschreibungen“ gemeldet und bei entsprechend kurzer Laufzeit den Papieren mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren zugeordnet

(ihr Anteil am Umlauf von Indexzertifikaten lag zuletzt bei rund einem Fünftel).

Die Bedeutung von Indexzertifikaten als neuartige und vielfach mit den unterschiedlichsten Merkmalen ausgestattete Anlageinstrumente ist in den letzten Jahren nach dem Einbruch der Aktienmärkte gewachsen. Für diese auf die verschiedensten Anlageinteressen „maßgeschneiderten“ Bankprodukte stellen die emittierenden Banken börsentäglich An- und Verkaufskurse. Zumindest bei einfachen Produkten werden von Marktteilnehmern vor allem relativ niedrige Transaktionskosten, die vergleichsweise hohe Transparenz und Liquidität, die Risikostreuung und der geringe Mindestkapitaleinsatz als Vorteile genannt. Wenn sich das Zertifikat auf einen Performance-Index bezieht, können grundsätzlich zudem zwischenzeitlich angefallene Kapitalerträge des Underlyings (z. B. Dividenden) in Form von Kurssteigerungen steuerfrei vereinnahmt werden.¹⁾ Andererseits müssen die Anleger unter anderem das Emittentenrisiko und den Rang des Zertifikats im Verhältnis zu den übrigen Verbindlichkeiten des Emittenten beachten. Kompliziertere „exotische“ Zertifikate sind weniger transparent und liquide, sie gehen auch mit einer schwierigeren Preisermittlung einher.

Die Emission eines Zertifikats ist weit weniger aufwändig als zum Beispiel die Auflegung eines Investmentfonds, der strengen Anlagerichtlinien unterliegt und der Genehmigung durch die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungen (BaFin) bedarf.

¹ Dies gilt nicht für Zertifikate, die eine Garantie enthalten.

*Höhere Mittel-
aufnahme am
Aktienmarkt*

Die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt hat sich im zweiten Quartal belebt. Inländische Unternehmen platzierten junge Aktien im Kurswert von 5 Mrd €, nach nur 1½ Mrd € im Vorquartal und 5½ Mrd € im zweiten Vierteljahr des vergangenen Jahres. Dabei handelte es sich um eine Kapitalerhöhung durch eine Großbank im April und einige kleinere Börsengänge. Ausländische Dividendenwerte wurden dagegen nur in geringem Umfang am deutschen Markt abgesetzt (½ Mrd €).

*Aktienwerb
im Ergebnis
nur durch
Nichtbanken*

Die Aktienkäufe gingen ausschließlich von inländischen Nichtbanken aus. Sie stockten ihre Aktienportefeuilles im letzten Vierteljahr um 23 Mrd € auf, während sie noch im Vorjahr per saldo auf der Verkäuferseite standen. Die Banken reduzierten hingegen ihre Bestände um 5½ Mrd €. In noch stärkerem Umfang bauten ausländische Anleger ihre Portefeuilles deutscher Dividendenwerte ab (12 Mrd €).

*Deutlich
gesunkenes
Mittelauf-
kommen in
Investment-
zertifikaten*

Das Mittelaufkommen aus dem Absatz von Investmentzertifikaten hat sich mit 1½ Mrd € im Vergleich zum Vorquartal (12½ Mrd €) abgeschwächt. Das Anlageinteresse konzen-

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €	2004		2003
	Jan. bis März	April bis Juni	April bis Juni
Position			
Rentenwerte			
Inländer	56,6	65,5	19,7
Kreditinstitute	55,3	38,2	3,2
darunter:			
ausländische Rentenwerte	23,4	18,7	10,1
Nichtbanken	1,2	27,3	16,5
darunter:			
inländische Rentenwerte	4,4	16,0	2,4
Ausländer	30,4	12,6	31,9
Aktien			
Inländer	- 0,9	17,8	3,7
Kreditinstitute	6,7	- 5,5	5,5
darunter:			
inländische Aktien	7,4	- 6,3	0,2
Nichtbanken	- 7,6	23,2	- 1,8
darunter:			
inländische Aktien	- 9,2	23,3	1,0
Ausländer	3,1	- 12,0	4,4
Investment-Zertifikate			
Anlage in Spezialfonds	2,8	0,1	6,8
Anlage in Publikumsfonds	2,8	- 1,3	7,0
darunter: Aktienfonds	0,6	- 1,4	2,0
Deutsche Bundesbank			

trierte sich dabei unter den inländischen Fonds vor allem auf Offene Immobilienfonds (1 Mrd €). Außerdem flossen 2½ Mrd € in ausländische Fonds. Die inländischen Wertpapierfonds mussten zumeist Rückflüsse hinnehmen. Das gilt insbesondere für die Publikumsfonds.