

## Geldpolitik, Bankgeschäft und Kapitalmarkt

### Zinspolitik und Geldmarkt

---

Der EZB-Rat setzte seine geldpolitische Geradeausfahrt in den zurückliegenden Monaten fort. Dem lag die Einschätzung zu Grunde, dass es trotz des Ölpreisanstiegs und dem damit verbundenen Verharren der Inflationsrate über 2 % bislang nicht zu einem Anstieg des Preisdrucks auf mittlere Sicht gekommen ist. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden folglich unverändert als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 2 % ausgeschrieben. Auch die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität blieben auf ihrem bisherigen Niveau von 3 % beziehungsweise 1%.

*Unveränderte  
Zinssätze des  
Eurosystems*

Abgesehen von den zum Ende der Mindestreserveerfüllungsperioden häufig zu beobachtenden kurzfristigen Zinsausschlägen verlief die Zinsentwicklung am Geldmarkt im Berichtszeitraum in ruhigen Bahnen. Der Tagesgeldsatz (EONIA) lag zumeist dicht am marginalen Zuteilungssatz, der seinerseits nur wenige Basispunkte höher war als der Mindestbietungssatz. Unter den übrigen Geldmarktsätzen zogen Anfang September, als sich die Zinserhöhungserwartungen der Marktteilnehmer nochmals verstärkten, besonders die längeren Laufzeiten vorübergehend merklich an. Nach der EZB-Ratssitzung Anfang Oktober gingen die Zinsaufschläge der längeren Laufzeiten jedoch wieder zurück und Anfang November lag das Zwölfmonatsgeld wieder auf dem Niveau von Anfang August, also um rund 25 Basispunkte über dem Tagesgeldsatz. An den Zinsterminmärkten haben sich die Notierungen für Dreimonatsgeld im Berichtszeitraum ebenfalls

*Zins-  
entwicklung  
am Geldmarkt*

## Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Der Bedarf der Kreditinstitute im Euro-Raum an Zentralbankguthaben aus den autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren erhöhte sich per saldo in den drei Mindestreserveperioden im Zeitraum vom 7. Juli bis 11. Oktober 2004 um 10,6 Mrd €. Wichtigste Ursache hierfür war der Anstieg des Banknotenumlaufs um 16,0 Mrd €, der im Berichtszeitraum mit einer Jahreswachstumsrate von rund 18 % kräftig expandierte. Zwar hatte sich das Tempo der absoluten Zunahme im August saisonbedingt stark vermindert, doch wurde am Ende der Mindestreserveperiode September/Oktober ein Bestand beim Banknotenumlauf von 469,5 Mrd € erreicht. Dagegen nahm der Liquiditätsbedarf aus Einlagen der öffentlichen Haushalte per saldo um 6,8 Mrd € ab. Betrachtet man die Veränderungen der Netto-Währungsreserven und der sonstigen Faktoren gemeinsam, um Bewertungseffekte zu eliminieren, so führten diese beiden Positionen zu einem geringen Liquiditätsentzug von 1,4 Mrd €. Nach Ausschluss der Bewertungseffekte ging dies im Wesentlichen auf die Verringerung der Netto-Währungsreserven zurück. Das Mindestreservesoll erhöhte sich um 0,7 Mrd € und sorgte ebenfalls für eine zunehmende Nachfrage nach Zentralbankliquidität.

Der gestiegene Liquiditätsbedarf wurde vor allem durch eine Aufstockung der Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRG) um 11 Mrd € gedeckt. Das Volumen der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte blieb unverändert. Auf Feinststeuerungsoperationen wurde im Berichtszeitraum nicht zurückgegriffen. Kurzfristige Schwankungen der Zentralbankguthaben wurden über die Ständigen Fazilitäten ausgeglichen.

Der EONIA-Zinssatz für Tagesgeld am Interbankenmarkt lag an 46 von 69 Handelstagen im betrachteten Zeitraum bei 2,04 % und blieb damit erneut eng an den marginalen Zuteilungssätzen für Haupttender. Zu größeren Abweichungen kam es in den letzten Tagen nach Zuteilung des jeweils letzten HRGs der Reserveperioden sowie bei den Monatsultimos. Die nach der jeweiligen Zuteilung des letzten HRGs in allen drei Mindestreserveperioden zu beobachtende gestiegene Volatilität des EONIA spiegelt nicht zuletzt die Unsicherheit der Marktteilnehmer hinsichtlich der Entwicklung der Liquiditätslage zum Ende der Reserveperiode wider. Offenbar gingen die Akteure am Geldmarkt im Berichtszeitraum tendenziell eher von einer Liquiditätsverknappung zum Ende der Reserveperiode aus. So stieg EONIA am 10. August trotz des Liquiditätsüberschusses, der in der Inanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von 4,0 Mrd € an diesem Tag zum Ausdruck kam, leicht auf 2,16 % an. Am 6. August hingegen hatte es einen Rückgang bei EONIA auf 1,93 % gegeben, als die Marktteilnehmer richtigerweise noch von ausreichender Liquidität am Ende der Periode ausgegangen waren.

Ein vergleichbares Muster des EONIA-Verlaufs gab es in der darauf folgenden Reserveperiode. Trotz einer Netto-Inanspruchnahme der Einlagefazilität von 2,2 Mrd € am letzten Tag der Periode August/September kam es am gleichen Tag zu einem Anstieg von EONIA auf 2,17 %.

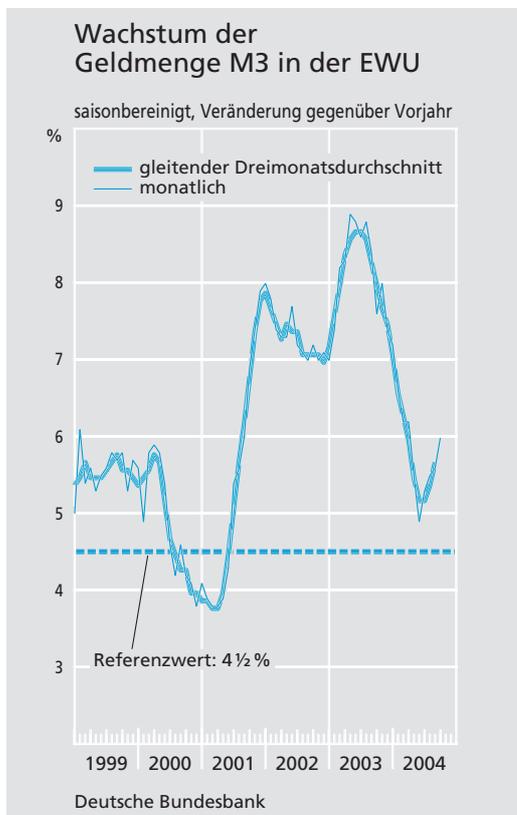
Auf den diesjährigen Höchststand von 2,77 % zog EONIA am 11. Oktober, dem letzten Tag der Reserveperiode September/Oktober, an. Am gleichen Tag wurde die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit 7,6 Mrd € im Euro-Währungsgebiet in Anspruch genommen. Der Grund dafür lag in etwas höher als erwartet ausgefallenen autonomen Faktoren. Bereits sechs Tage zuvor hatten die Tagesgeldsätze zu steigen begonnen, als der Markt das sich abzeichnende Liquiditätsdefizit antizipierte. Mit Beginn der neuen Reserveperiode November/Dezember ging EONIA wie erwartet wieder auf einen Stand bei 2,05 % zurück.

## Liquiditätsbestimmende Faktoren <sup>1)</sup>

Mrd €, berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2004		
	7. Juli bis 10. Aug.	11. Aug. bis 7. Sept.	8. Sept. bis 11. Okt.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 11,8	- 1,9	- 2,3
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 3,9	+ 4,8	- 1,9
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven <sup>2)</sup>	- 7,4	- 1,4	- 0,6
4. Sonstige Faktoren <sup>2) 3)</sup>	+ 7,7	+ 0,6	- 0,3
Insgesamt	- 7,6	+ 2,1	- 5,1
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 8,2	- 2,0	+ 4,8
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	± 0,0	- 0,0	+ 0,0
c) Sonstige Geschäfte	-	-	-
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,3	+ 0,1	+ 0,2
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,1	- 0,0	+ 0,2
Insgesamt	+ 7,8	- 1,9	+ 5,2
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 0,3	+ 0,2	- 0,0
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,5	- 0,3	+ 0,1

<sup>1</sup> Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14\*/15\* im Statistischen Teil dieses Berichts. — <sup>2</sup> Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende. — <sup>3</sup> 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.



per saldo kaum geändert. Ein Zinsschritt um einen viertel Prozentpunkt wird hier gegenwärtig erst zur Jahresmitte 2005 erwartet.

### Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

*Beschleunigung der monetären Expansion*

Die seit dem zweiten Halbjahr 2003 zu beobachtende Abschwächung der monetären Expansion ist zum Stillstand gekommen. Die Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet ist von Juli bis September deutlich stärker gestiegen als in den vorangegangenen Quartalen. Nachdem die annualisierte saisonbereinigte Dreimonatsrate Ende März und Ende Juni noch jeweils bei 5 % gelegen hatte, ist die Geldmenge im dritten Quartal mit einer Rate

von 8 % gewachsen. Entsprechend nahm auch der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahrsraten von 5,2 % für April bis Juni auf 5,7 % für die Monate Juli bis September zu.

Der Anstieg der Geldmenge betraf vor allem ihre liquiden Komponenten. In den Monaten Juli bis September nahmen die täglich fälligen Einlagen mit einer saisonbereinigten annualisierten Wachstumsrate von 10 ½ % zu. Ende Juni hatte diese Rate noch bei 1 % gelegen. Die Bargeldbestände expandierten im dritten Quartal ebenfalls stärker als im ersten Halbjahr 2004. Insgesamt stieg das Geldmengenaggregat M1 im dritten Quartal 2004 mit einer Jahresrate von 12 %. Auch die anderen kurzfristigen Bankeinlagen (ohne täglich fällige Einlagen) sind von Juli bis September kräftig aufgestockt worden. Dabei nahmen nicht nur die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist bis zu drei Monaten weiter zu, sondern auch die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit bis zu zwei Jahren. Nach dem zum Teil sehr umfangreichen Abbau in den zurückliegenden Quartalen haben zuletzt besonders die finanziellen Unternehmen – wie z. B. Versicherungen – solche Einlagen gebildet. Angesichts rückläufiger Kapitalmarktzinsen und einer Seitwärtsbewegung bei den Aktienkursen war es für institutionelle Anleger in den Sommermonaten offenbar attraktiv, Liquidität auf kurzfristigen, marktnah verzinsten Terminkonten zu parken. Dagegen war die Nachfrage nach den in der Geldmenge M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumenten gering. Zwar wurden die Geldmarktfondszertifikate kräftig aufgestockt, dem stand jedoch ein Rückgang des Umlaufs

*Komponenten der Geldmenge*

von Geldmarktpapieren und kurzfristigen Bankschuldverschreibungen gegenüber. Die Repogeschäfte stagnierten zuletzt.

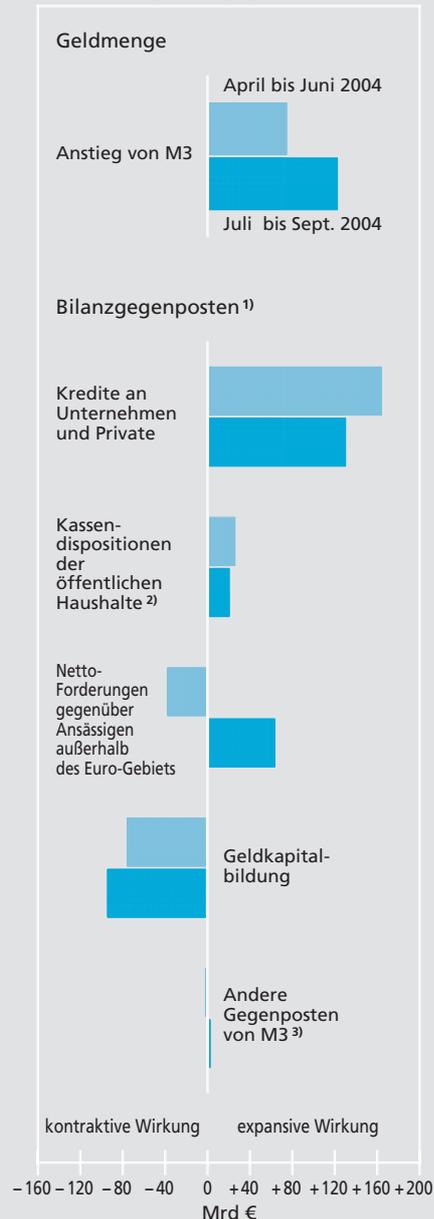
*Bilanz-  
gegenposten*

Zum starken Geldmengenanstieg im Berichtsquartal hat vor allem wieder die kräftige Ausweitung der Kredite an den inländischen privaten Sektor beigetragen, darunter insbesondere Buchkredite. Sie expandierten im dritten Vierteljahr mit gut 7 ½ % ähnlich schnell wie im zweiten (knapp 8 %). Bei anhaltenden Umschichtungen von kurz- in längerfristige Kredite waren erneut vor allem langfristige Wohnungsbaukredite sehr gefragt. Daneben hat zuletzt auch das Konsumenten- und Firmenkreditgeschäft an Schwung gewonnen.

Darüber hinaus sind dem Euro-Währungsgebiet im Berichtszeitraum umfangreiche Mittel im Zahlungsverkehr mit dem Ausland zugeflossen, nachdem der deutliche Rückgang solcher Zuflüsse das Tempo des Geldmengenanstiegs im Euro-Gebiet bis in den Frühsommer gedämpft hatte. Die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors, in der sich der Zahlungsverkehr der Nichtbanken mit dem Ausland widerspiegelt, stieg im dritten Quartal um 61 Mrd €. In den letzten Jahren war die Quelle solcher Mittelzuflüsse häufig der Wertpapierverkehr mit dem Ausland gewesen. Sollten inländische Anleger also wieder bei einem weiter anziehenden Euro-Wechselkurs mehr Wertpapiere an Ausländer verkaufen, als sie von diesen erwerben, kann daraus für sich genommen eine anhaltende Beschleunigung der monetären Expansion resultieren.

## 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 \*)

Mrd €

Position	2004	2003
	Juli bis Sept.	Juli bis Sept.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)		
täglich fällig mit vereinbarter Laufzeit	+ 5,7	- 0,8
bis zu 2 Jahren	+ 1,3	- 12,0
über 2 Jahre	+ 5,3	+ 9,5
mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu 3 Monaten	+ 1,4	+ 5,8
über 3 Monate	- 0,2	- 4,2
Kredite		
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite	+ 2,8	+ 7,5
Wertpapierkredite	- 5,6	- 3,2
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 0,4	+ 0,6
Wertpapierkredite	+ 6,1	- 3,0

\* 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

Die Kredite inländischer Banken an öffentliche Haushalte im Euro-Raum schwächten sich in den Berichtsmonaten hingegen merklich ab. Von Juli bis September sind sie in nicht saisonbereinigter Betrachtung sogar um 2 ½ Mrd € zurückgegangen; im gleichen Vorjahreszeitraum waren sie noch um 38 ½ Mrd € ausgeweitet worden.

Dämpfend auf den Geldmengenanstieg wirkte erneut der starke Zuwachs der Geldkapitalbildung. Neben dem weiter kräftigen Anstieg der längerfristigen Termineinlagen konnten inländische MFIs auch wieder in großem Umfang Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren außerhalb des inländischen Bankensektors platzieren. Bei niedrigen Kapitalmarktzinsen erfreuen sich die längerfristigen Bankpapiere

gegenwärtig großer Beliebtheit. Dazu dürfte auch der Renditevorsprung gegenüber vergleichbaren Staatsanleihen beitragen.

### Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Auch in Deutschland hat die Liquiditätspräferenz im dritten Quartal wieder deutlich zugenommen. Nachdem im zweiten Vierteljahr die kurzfristigen Einlagen der inländischen Privatpersonen und Unternehmen bei deutschen Banken nur sehr moderat gewachsen waren, sind sie in den Monaten Juli bis September auf breiter Front kräftig aufgestockt worden. Dagegen fiel der Anstieg der längerfristigen Mittelanlagen inländischer privater Nichtbanken bei heimischen Banken in den Berichtsmonaten deutlich geringer aus als im zweiten Quartal und im Euro-Raum. Dabei dürften die seit Jahresmitte gesunkenen Renditen festverzinslicher Wertpapiere und die Seitwärtsbewegung der Aktienkurse die Nachfrage der inländischen Nichtbanken nach liquiden Bankeinlagen gefördert haben.

*Liquiditätspräferenz in Deutschland ebenfalls deutlich gestiegen*

Unter den kurzfristigen Bankeinlagen nahmen die Tagesgelder nach Stagnation im Vorquartal im dritten Vierteljahr stark zu. In den Monaten Juli bis September expandierten sie saisonbereinigt und auf das Jahr hochgerechnet mit einer Rate von 11%. Dabei spielten die Tagesgeldanlagen von Versicherungsunternehmen und nichtfinanziellen Unternehmen eine maßgebliche Rolle.

*Täglich fällige Einlagen stark aufgestockt*

*Kurzfristige  
Termineinlagen  
erstmal  
wieder...*

Erstmals seit dem zweiten Vierteljahr 2002 sind im Berichtsquartal auch die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit bis zu zwei Jahren wieder gewachsen. Auch hier war es allein der Unternehmenssektor, der seinen Bestand an kurzfristigen Termineinlagen aufstockte. Privatpersonen bauten sie dagegen – wenn auch weniger stark als in den Quartalen zuvor – weiter ab; sie bildeten allerdings erneut kurzfristige Spareinlagen. Die annualisierte Dreimonatsrate der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von drei Monaten betrug Ende September 4 %, nach 6 % Ende Juni. Dabei waren weiterhin vor allem besonders attraktiv verzinste Spareinlagen gefragt.

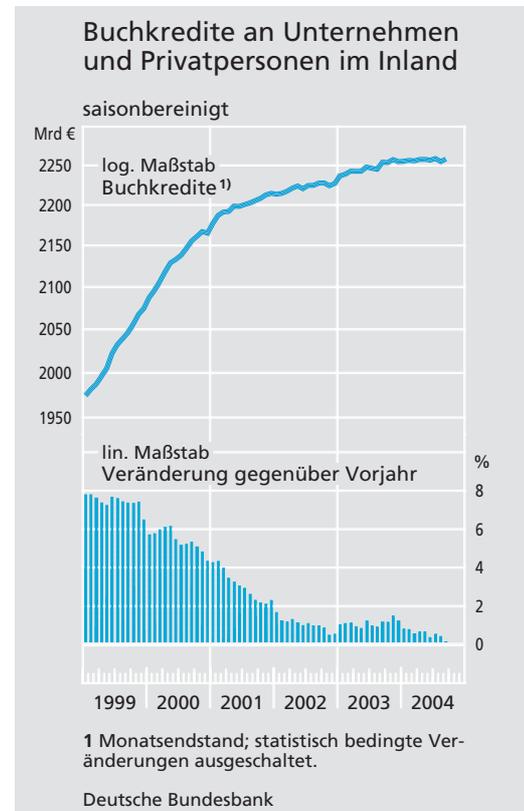
*... und kurz-  
fristige Spar-  
einlagen weiter  
gestiegen*

*Längerfristige  
Bankeinlagen  
moderat  
gewachsen*

Die längerfristigen Bankeinlagen wurden zuletzt nur moderat aufgestockt, nachdem sie im Vorquartal noch stark dotiert worden waren. Die Zunahme entfiel im Berichtszeitraum ausschließlich auf Termineinlagen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren, die wie im Vorquartal wieder besonders von den Versicherungsunternehmen gebildet wurden. Die längerfristigen Spareinlagen (mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten) nahmen hingegen im Berichtsquartal weiter leicht ab.

*Kreditexpansion  
weiterhin  
schwach*

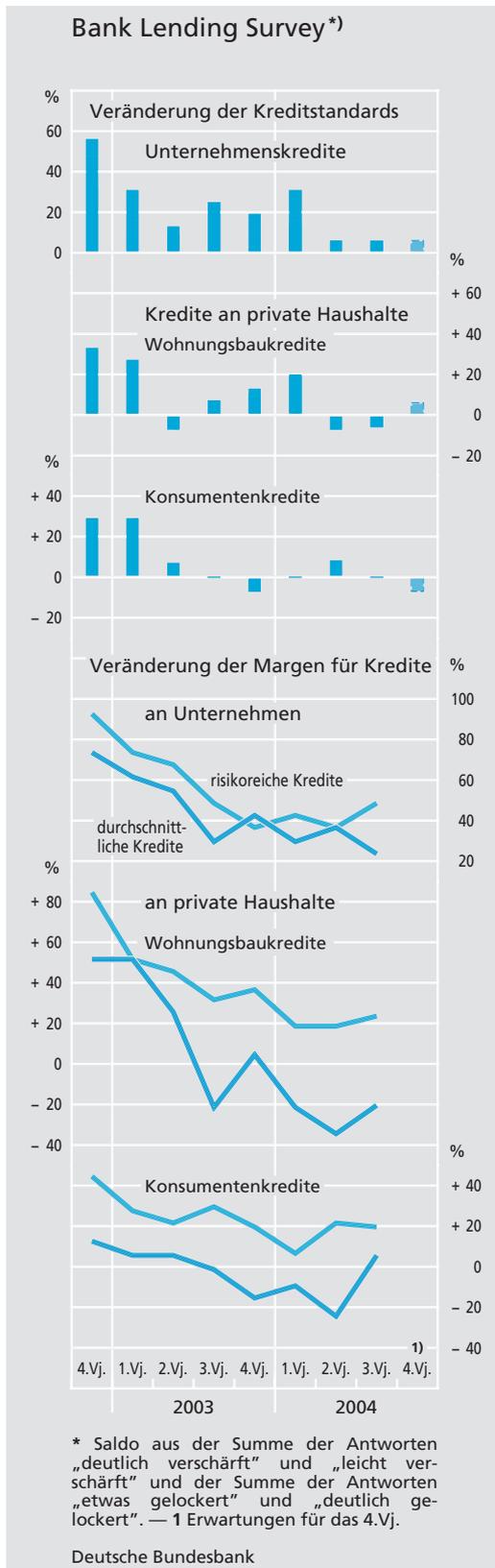
Das Kreditgeschäft der deutschen Banken mit ihrer inländischen Nichtbankenkundschaft blieb auch im Berichtsquartal erneut deutlich hinter der lebhaften Kreditexpansion im übrigen Euro-Währungsgebiet zurück. Die auf das Jahr hochgerechnete saisonbereinigte Dreimonatsrate stieg Ende September auf knapp 1½ %, nachdem die Kredite im Vorquartal stagniert hatten. Dieser Zuwachs ist



aber fast ausschließlich auf den Erwerb von Wertpapieren inländischer öffentlicher Emittenten durch die heimischen Banken zurückzuführen. Die Kreditvergabe an inländische Unternehmen und Privatpersonen blieb im Berichtsquartal ebenso wie die unverbrieften Ausleihungen der deutschen Banken an die öffentlichen Haushalte in Deutschland nahezu unverändert. Dabei setzte sich jedoch der seit längerem zu beobachtende Trend zur Ablösung kurzfristiger Buchkredite durch längerfristige fort.

Die anhaltend schwache Kreditentwicklung in Deutschland scheint weiterhin vor allem auf die geringe Nachfrage zurückzugehen. Darauf deuten die Ergebnisse der Oktober-Umfrage des Bank Lending Survey des Euro-

*Kreditnach-  
frage weiter  
gesunken trotz  
unveränderter  
Kreditstandards*



systems<sup>1)</sup> hin. So entwickelte sich nach Angaben der befragten deutschen Institute im dritten Quartal sowohl die Kreditnachfrage der Unternehmen als auch die der privaten Haushalte im Unterschied zum Euro-Gebiet insgesamt recht schwach. Dies gilt insbesondere für langfristige Unternehmens- und Wohnungsbaukredite. Als Ursache werden auf der Unternehmensseite vor allem der Rückgang der Anlageinvestitionen und bei den Privatkunden das gesunkene Verbrauchervertrauen genannt. Angebotsseitige Faktoren haben bei der schwachen Kreditentwicklung in Deutschland dagegen kaum eine Rolle gespielt. In den letzten drei Monaten ist es jedenfalls zu keiner weiteren Verschärfung der Kreditstandards der Banken gekommen (vgl. nebenstehendes Schaubild). Die Entwicklung der Kreditstandards in Deutschland stimmt damit im Großen und Ganzen mit der Entwicklung im Euro-Gebiet überein.<sup>2)</sup> Auch für das vierte Quartal 2004 gehen die befragten Institute für alle Kreditkategorien von weitgehend unveränderten Kreditstandards aus. Auf der Nachfrageseite erwarten die Banken insbesondere im Bereich der Firmenkredite eine spürbare Belebung im kommenden Quartal.

Trotz der nahezu unveränderten Kreditstandards hat sich der Trend zu einer risikodifferenzierten Margenspreizung auch im dritten Quartal 2004 fortgesetzt. Diese Spreizung

*Anhaltende  
Tendenz zur  
Margen-  
spreizung*

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](http://www.bundesbank.de/volkswirtschaft/vo_veroeffentlichungen.php).

2 Vgl. hierzu: Europäische Zentralbank, Monatsbericht, November 2004, S. 18 ff.

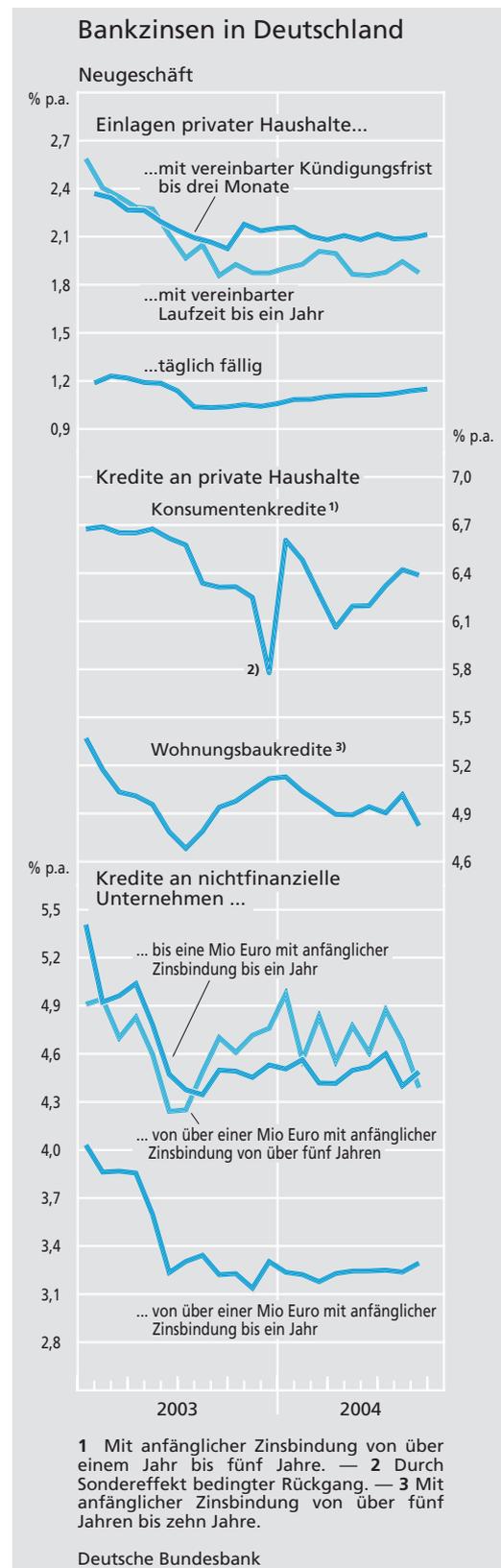
war zudem ausgeprägter als im Euro-Gebiet insgesamt (vgl. Schaubild auf S. 28). Abgesehen von den Margen unterlagen die anderen Vergabebedingungen wie Sicherheitserfordernisse oder Fristigkeiten nach Angaben der befragten Institute im dritten Quartal 2004 nahezu keinen weiteren Veränderungen.

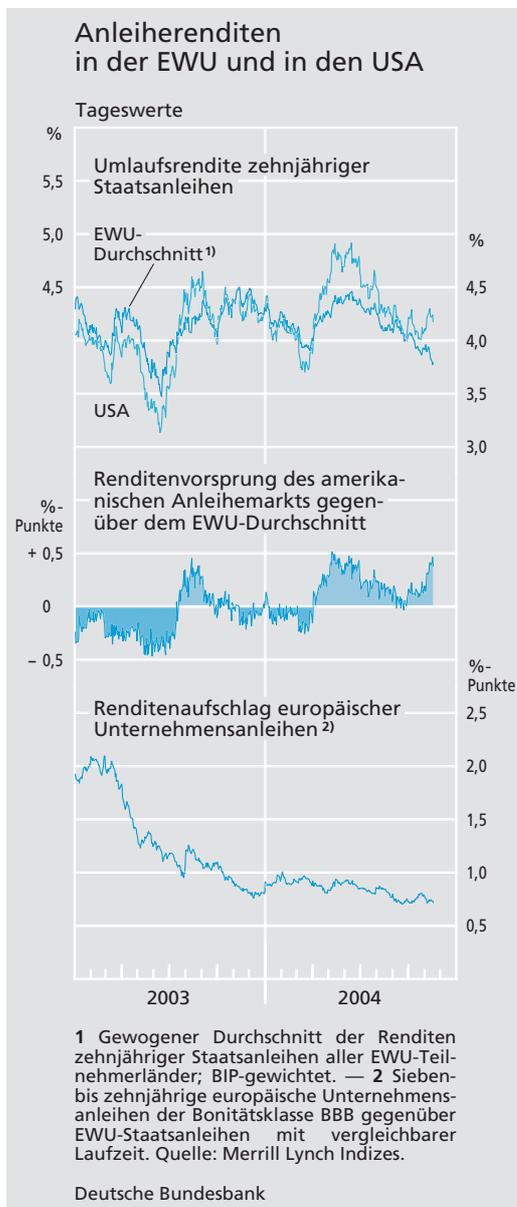
*Kreditzinsen vor allem für Unternehmen gesunken*

Im Neugeschäft der deutschen Banken haben sich im dritten Quartal 2004 die meisten Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen verbilligt. Insbesondere im langfristigen Firmenkreditgeschäft berechneten die Banken spürbar weniger als noch im Vorquartal. So forderten sie für langfristige Unternehmensausleihungen zuletzt je nach Kreditvolumen zwischen 4,4 % und 5,0 %. Auch die Zinsen für Wohnungsbaukredite gaben im Berichtszeitraum zum Teil merklich nach. Sie lagen bei einer Zinsbindung von über zehn Jahren zuletzt bei 5,0 %. Demgegenüber verlief die Entwicklung für neu herausgegebene Konsumentenkredite von Juli bis September uneinheitlich: Während die Institute für Ausleihungen mit kurzer Zinsbindungsfrist weniger verlangten, forderten sie für längerfristige Konsumentenkredite etwas mehr als im Vorquartal.

*Einlagenzinsen kaum verändert*

Im Passivgeschäft der inländischen Kreditinstitute blieben die Zinsen im dritten Quartal nahezu unverändert. Zuletzt betragen die Sätze für Termineinlagen je nach Laufzeitkategorie für private Haushalte zwischen 1,9 % und 2,7 % und für Unternehmen zwischen 2,0 % und 3,9 %. Spareinlagen mit einer Kündigungsfrist bis zu drei Monaten wurden mit 2,1 % verzinst. Für längere Laufzeiten zahlten die Banken 2,5 %.





## Wertpapiermärkte

*Kapitalmärkte im Zeichen der Euro-Aufwertung und hoher Ölpreise*

Die Entwicklung der Finanzmärkte stand seit Jahresmitte im Zeichen des starken Anstiegs der Ölpreise und der merklichen Aufwertung des Euro gegenüber dem US-Dollar. Während es bei deutlichen Schwankungen an den Aktienmärkten im Euro-Raum im Ergebnis zu leichten Kursgewinnen kam, sanken die Kapitalmarktzinsen. So reduzierte sich die Rendite

zehnjähriger Staatsanleihen aus den EWU-Ländern gegenüber Anfang Juli um mehr als einen halben Prozentpunkt auf  $3\frac{3}{4}\%$  zum Ende des Berichtszeitraums. Etwas geringer fiel der Rückgang der langfristigen Renditen im Dollar-Bereich aus. Bei deutlichen Schwankungen der US-Kapitalmarktzinsen ebnete sich der Zinsvorsprung zehnjähriger US-Treasuries gegenüber vergleichbaren Anleihen von EWU-Staaten zeitweilig ein, bevor er sich auf knapp einen halben Prozentpunkt zum Ende des Berichtszeitraums ausweitete. Im Zusammenhang mit dem Zinsrückgang an den Euro-Anleihemärkten kam es zu einer merklichen Abflachung der Zinsstrukturkurve. Das Gefälle zwischen zehnjährigem Kapitalmarktzins und Dreimonatszins im Euro-Raum sank im Berichtszeitraum von  $2\frac{1}{4}\%$  auf  $1\frac{2}{3}\%$ .

*Abflachung der Zinsstrukturkurve*

Der Renditenrückgang an den Anleihenmärkten im Berichtszeitraum ist vor dem Hintergrund der etwas zurückhaltenderen Konjunkturerwartungen für die Weltwirtschaft im Allgemeinen und das Euro-Gebiet im Besonderen vor allem auf eine niedrigere Realzinskomponente zurückzuführen. Darauf deutet die Kursentwicklung inflationsindexierter Anleihen hin, deren Verzinsung an den europäischen Verbraucherpreisindex gebunden ist. Die (reale) Rendite dieser Papiere sank um gut einen halben Prozentpunkt und damit in ähnlichem Ausmaß wie die Verzinsung nominaler Anleihen. Die aus dem Vergleich der Renditen nominaler und inflationsindexierter Anleihen abgeleitete Break-even-Inflationsrate blieb nach einem leichten Anstieg im zweiten Quartal im Berichtszeitraum per saldo nahezu unverändert bei  $2\frac{1}{3}\%$ . Offenbar verknüpfen die Marktteilnehmer mit dem Ölpreisanstieg

*Sinkende Realzinsen*

derzeit eher das Risiko einer konjunkturellen Dämpfung als die Erwartung längerfristig steigender Inflationsraten.

*Niedrige Zinsaufschläge für Unternehmensanleihen*

Die Finanzierungsbedingungen am Markt für Unternehmensanleihen sind im dritten Quartal des Jahres noch etwas günstiger geworden. Zum Ende des Berichtszeitraums lagen die Zinsaufschläge von Anleihen der Ratingklasse BBB (niedrigstes Investment Grade Rating) gegenüber Staatsanleihen gleicher Laufzeit bei rund 75 Basispunkten und damit in der Nähe der langjährigen Tiefstände. Das generell geringe Renditeniveau am Kapitalmarkt hat offensichtlich Investoren dazu veranlasst, in stärkerem Umfang renditeträchtigere, aber dafür risikoreichere Titel in ihr Portefeuille aufzunehmen („search for yield“).

*Schwankende Aktienkurse in Deutschland und Europa*

An den europäischen Aktienmärkten standen die Notierungen seit der Jahresmitte unter dem Einfluss einer wechselnden Stimmungslage der Anleger. Nach zeitweilig markanten Kursverlusten hat sich im Ergebnis aber wieder eine positive Einschätzung durchgesetzt, so dass die Kurse im Euro-Gebiet im Einklang mit dem zuletzt wieder rückläufigen Ölpreis bis zum Berichtsschluss um gut 4 % zulegen. In Deutschland waren die Ausschläge der Aktienbewertungen gemessen am CDAX-Kursindex noch etwas ausgeprägter; hier konnte im Ergebnis ein Zuwachs von 3 % erreicht werden.

Gemessen an den anhaltend hohen Gewinnerwartungen für das laufende und kommende Jahr erscheint das Bewertungsniveau an den europäischen Aktienmärkten im lang-



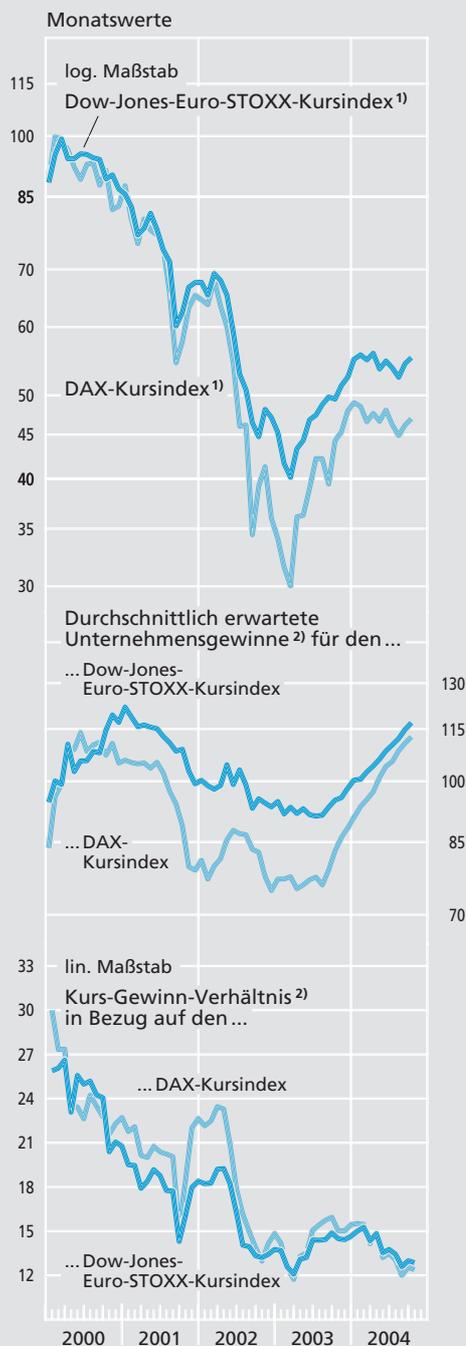
fristigen Vergleich weiterhin niedrig, was auf eine hohe Risikoprämie auf Aktienanlagen hindeutet. Gemessen an den Prognosen des durchschnittlichen Gewinns auf Jahresfrist für den Dow-Jones-Euro-STOXX-Kursindex<sup>3)</sup> lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis mit 13,1 im Oktober deutlich unter dem langjährigen Mittelwert von 16,5.<sup>4)</sup> Die Streuung der Gewinnschätzungen pro Aktie ist seit August etwas gestiegen. Sie liegt jedoch immer noch unter dem Durchschnitt der letzten Jahre.

*Analysten-schätzungen deuten auf niedriges Bewertungsniveau am Aktienmarkt hin*

<sup>3</sup> Analystenschätzungen von I/B/E/S.

<sup>4</sup> Ab November 1999: Schätzungen für den Dow Jones Euro STOXX, 1989 bis Oktober 1999: Schätzungen für den DAX.

## Kursentwicklung und Gewinnschätzungen für europäische und deutsche Aktiengesellschaften



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

Deutsche Bundesbank

## Absatz und Erwerb von Wertpapieren

An den deutschen Rentenmärkten sind im dritten Quartal erneut umfangreiche Anlagemittel aufgenommen worden. Insgesamt begaben inländische Emittenten im dritten Vierteljahr Schuldverschreibungen im Nominalwert von 303 ½ Mrd € im Vergleich zu 290 ½ Mrd € im Vorquartal. Auf Grund höherer Tilgungen und Rücknahmen in die Eigenbestände der Emittenten verblieb im Berichtszeitraum ein Netto-Absatz in Höhe von 33 Mrd €. Darüber hinaus wurden am deutschen Markt ausländische Anleihen im Netto-Betrag von 23 Mrd € abgesetzt. Das gesamte Mittelaufkommen aus dem Absatz in- und ausländischer Schuldverschreibungen summierte sich damit im Berichtszeitraum auf 56 Mrd €. Das war etwas weniger als im Vorquartal (78 Mrd €), allerdings deutlich mehr als im gleichen Zeitraum des Vorjahres (21 Mrd €).

*Mittelaufkommen am deutschen Rentenmarkt*

Mit per saldo 23 Mrd € entfielen erneut mehr als zwei Drittel des inländischen Mittelaufkommens auf die Kreditinstitute. Gefragt waren dabei vor allem Sonstige Bankschuldverschreibungen (24 Mrd €) und Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten (14 ½ Mrd €). Der Umlauf von Hypothekendarlehen blieb dagegen unverändert. Öffentliche Pfandbriefe wurden per saldo getilgt (– 15 ½ Mrd €).

*Kreditinstitute weiteten Rentenmarktverschuldung aus*

Die öffentlichen Haushalte vereinten im dritten Quartal 5 Mrd € des Mittelaufkommens auf sich. Dabei handelte es sich überwiegend um Emissionen des Bundes, der seine Rentenmarktverschuldung über das gesamte Laufzeitenspektrum hinweg ausweitete. So wur-

*Nachlassende Mittelaufnahme der öffentlichen Hand*

den zehnjährige und dreißigjährige Bundesanleihen für netto 2 Mrd € beziehungsweise 3 ½ Mrd € abgesetzt. Zweijährige Schatzanweisungen wurden für 2 ½ Mrd € und fünfjährige Bundesobligationen für 3 ½ Mrd € begeben. Darüber hinaus wurden im Berichtszeitraum eine Anleihe des Ausgleichsfonds Währungsumstellung für 1 Mrd €, eine Anleihe der ehemaligen Bundespost für 2 ½ Mrd € und eine Anleihe der ehemaligen Treuhandanstalt für 5 Mrd € getilgt.<sup>5)</sup> Die Länder weiteten ihre Rentenmarktverschuldung im dritten Quartal um 2 ½ Mrd € aus.

*Unternehmen emittierten Rentenwerte zu Lasten von Geldmarktpapieren*

Die niedrigen Zinsen haben zu einer Umstrukturierung der verbrieften Verbindlichkeiten im Unternehmenssektor hin zu längeren Laufzeiten geführt. Im dritten Quartal wurden Industrieobligationen im Umfang von 12 ½ Mrd € abgesetzt, gegenüber gut 2 Mrd € im Vergleichszeitraum des Vorjahres. Allerdings sind in diesen Zahlen die Erlöse aus der Verbriefung von Russlandforderungen des Bundes enthalten. Der Umlauf von Geldmarktpapieren deutscher Unternehmen sank um 8 Mrd €.

*Erwerb inländischer Rentenwerte durch Ausländer deutlich gestiegen*

Auf der Erwerberseite des Rentenmarkts standen inländische Kreditinstitute und Ausländer im Vordergrund. Die Banken erwarben im dritten Quartal Rentenwerte im Nettobetrag von 26 ½ Mrd €, nach 38 Mrd € im zweiten Quartal. Besonders bemerkenswert ist das hohe Engagement ausländischer Investoren am deutschen Markt, die ihre Anlagekäufe von 14 Mrd € im zweiten auf 28 ½ Mrd € im dritten Quartal verstärkten. Fast zwei Drittel davon entfielen auf Rentenpapiere der öffentlichen Hand.

### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €	2004		2003
	April bis Juni	Juli bis Sept.	Juli bis Sept.
<b>Position</b>			
<b>Rentenwerte</b>			
Inländer	63,7	27,6	27,8
Kreditinstitute	38,2	26,7	4,0
darunter:			
ausländische Rentenwerte	18,8	14,2	0,2
Nichtbanken	25,5	0,9	23,8
darunter:			
inländische Rentenwerte	14,3	- 7,7	23,4
Ausländer	14,2	28,3	- 7,0
<b>Aktien</b>			
Inländer	16,9	- 16,1	1,5
Kreditinstitute	- 5,4	- 7,3	- 1,5
darunter:			
inländische Aktien	- 6,2	- 3,5	0,0
Nichtbanken	22,3	- 8,8	3,0
darunter:			
inländische Aktien	23,0	- 2,4	- 1,0
Ausländer	- 11,7	6,7	3,1
<b>Investment-Zertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	0,1	- 4,9	4,0
Anlage in Publikumsfonds	- 1,3	1,0	2,6
darunter: Aktienfonds	- 1,4	- 1,8	0,3
Deutsche Bundesbank			

Die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt ist im dritten Vierteljahr zurückgegangen. Inländische Unternehmen platzierten junge Aktien im Kurswert von nur 1 Mrd €, nachdem sich der Aktienumlauf im Vorquartal noch vor allem infolge der Kapitalerhöhung einer Großbank um 5 Mrd € erhöht hatte. Der Umlauf ausländischer Dividendentitel am deutschen Markt, der sich im zweiten Quartal kaum verändert hatte, sank sogar um 10 Mrd €.

*Geringere Mittelaufnahme am Aktienmarkt*

Erworben wurden deutsche Dividendentitel im dritten Quartal per saldo nur von ausländischen Anlegern. Sie stockten ihre Aktienportefeuilles um 6 ½ Mrd € auf, während die

*Aktienerwerb durch ausländische Anleger*

<sup>5)</sup> Die Schulden der Treuhandanstalt wurden 1995 in den Erblastentilgungsfonds überführt. 1999 kam es zu einer Mitübernahme durch den Bund.



Kreditinstitute und Nichtbanken ihre Bestände inländischer Aktien um 3 ½ Mrd € beziehungsweise 2 ½ Mrd € reduzierten. Gleichzeitig veräußerten sie auch ausländische Aktien (– 4 Mrd € bzw. – 6 ½ Mrd €).

*Absatz von  
Investment-  
zertifikaten*

Inländische Investmentgesellschaften mussten im dritten Quartal mit 4 Mrd € noch höhere Mittelabflüsse hinnehmen als im Vorquartal (–1 Mrd €). Die Rückflüsse betrafen im Ergebnis ausschließlich die institutionellen Anlegern vorbehaltenen Spezialfonds

(– 5 Mrd €). Ausländische Fonds und inländische Publikumsfonds konnten hingegen Anteile für 3 Mrd € beziehungsweise 1 Mrd € absetzen. Bei den Publikumsfonds standen Geldmarktfonds (2 ½ Mrd €) an erster Stelle in der Gunst der Anleger. Offene Immobilienfonds und Gemischte Fonds setzten Zertifikate im Betrag von 1 Mrd € beziehungsweise ½ Mrd € ab. Anteile von Aktienfonds und Rentenfonds wurden hingegen wie bereits im Vorquartal zurückgegeben (– 2 Mrd € bzw. – 1 Mrd €).