

Geldpolitik, Bankgeschäft und Kapitalmarkt

Zinspolitik und Geldmarkt

Der EZB-Rat setzte in den Frühjahrsmonaten seine zinspolitische Geradeausfahrt fort. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden weiterhin als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 2 % ausgeschrieben; die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität verblieben auf ihrem bisherigen Niveau von 3 % beziehungsweise 1 %. Sowohl die nominalen als auch die realen Zinssätze bewegten sich weiter auf einem außergewöhnlich niedrigen und die Konjunktur stützenden Niveau. Für unveränderte Leitzinsen sprach, dass es weiterhin keine deutlichen Anzeichen für den Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Inflationsdrucks im Euro-Währungsgebiet gab. Auf mittlere Sicht bestehen jedoch Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität. Angesichts der nachhaltig hohen Ölpreise können mögliche Zweitrundeneffekte bei der Lohn- und Preissetzung nicht vollkommen ausgeschlossen werden. In diesem Zusammenhang muss die Entwicklung der längerfristigen Inflationserwartungen besonders im Auge behalten werden. Eine hohe geldpolitische Wachsamkeit ist aber auch wegen der anhaltend reichlichen Liquiditätsausstattung notwendig.

*Unveränderte
Zinssätze des
Eurosystems*

Abgesehen von den kurzfristigen Ausschlägen am Quartalsende und am Ende der Mindestreserveerfüllungsperioden veränderte sich der Tagesgeldzins (EONIA) in der Berichtsperiode kaum. Zumeist notierte er dicht am marginalen Zuteilungssatz, der seinerseits fünf Basispunkte über dem Mindestbietungssatz lag. Die sehr kurzfristigen Geldmarktsätze bewegten sich entsprechend ebenfalls

*Zinsentwicklung am
Geldmarkt*

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den drei Mindestreserveperioden vom 19. Januar 2005 bis 12. April 2005 erhöhte sich der Bedarf der Kreditinstitute im Euro-Raum an Zentralbankguthaben aus den autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren per saldo um 12,7 Mrd €. Der Banknotenumlauf nahm um 2,6 Mrd € zu, wobei der Anstieg sich im Wesentlichen aus zwei gegenläufigen Entwicklungen zusammensetzte: Einerseits ging der Banknotenumlauf in der Reserveperiode Januar/Februar um 8,9 Mrd € zurück, wodurch der durch die Weihnachtsfeiertage verursachte starke Anstieg wieder rund zur Hälfte rückgängig gemacht wurde. Andererseits zog der Banknotenumlauf mit 9,1 Mrd € in der Reserveperiode März/April kräftig an, insbesondere in der Woche vor Ostern. Der Liquiditätsbedarf aus Einlagen der öffentlichen Haushalte nahm im Berichtszeitraum per saldo deutlich um 22,1 Mrd € zu. Betrachtet man die Veränderungen der Netto-Währungsreserven und der sonstigen Faktoren gemeinsam, um Bewertungseffekte zu eliminieren, so führten diese beiden Positionen zu einer Liquiditätszuführung von 12,0 Mrd €. Das Mindestreservesoll erhöhte sich um 2,3 Mrd € und sorgte für eine zunehmende Nachfrage nach Zentralbankgeld.

Der gestiegene Liquiditätsbedarf wurde im Betrachtungszeitraum in erster Linie über eine Aufstockung der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte um 11,9 Mrd € und erst in zweiter Linie über die Ausweitung der ansonsten für die Refinanzierung der Banken wichtigeren Hauptrefinanzierungsgeschäfte (HRGe) um 5,3 Mrd € gedeckt. Die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wurden aufgestockt, indem das Eurosystem, beginnend mit dem längerfristigen Geschäft am 27. Januar, das Volumen der einzelnen Geschäfte von 25 Mrd € auf 30 Mrd € erhöhte.

Der EONIA-Zinssatz stand nach Sätzen von 2,08 % im Januar im weiteren Berichtszeitraum meist stabil bei 2,06 %/2,07 % und damit auf leicht verringertem Niveau im Vergleich zu den drei vorausgegangenen Perioden. Diese Entwicklung hatte sich auch im Umfeld der von der EZB mit dem HRG per 2. März wieder aufgenommenen Zuteilung des Benchmark-Betrags vollzogen. Seit der Reserveperiode November/Dezember 2004 hatte die EZB in den einzelnen HRGen jeweils über dem Benchmark-Betrag zuteilt. Charakteristisch für die betrachteten Perioden waren Anstiege bei EONIA zu den Monatsultimos und beim Quartalsultimo sowie kleinere Abweichungen nach der Zuteilung des letzten HRGs in jeder Reserveperiode.

In der am 19. Januar beginnenden, nur 20 Tage dauernden Mindestreserveperiode blieb EONIA nach der Zuteilung des letzten HRGs recht stabil mit Sätzen zwischen 2,01 % und 2,07 %. Die EZB führte am letzten Tag der Mindestreserveperiode eine liquiditätszuführende Feinsteuerungsoperation im Volumen von 2,5 Mrd € durch. EONIA wurde an diesem Tag mit 2,03 % festgestellt.

In der am 8. Februar anfangenden Reserveperiode schien der Markt nach der Zuteilung des letzten HRGs von überschüssiger Liquidität auszugehen. Nach der Durchführung einer liquiditätsabsorbierenden Feinsteuerungsoperation in Höhe von 3,5 Mrd € am letzten Tag der Reserveperiode notierte EONIA bei 2,01 %.

Am 9. März begann eine 35-tägige Mindestreserveperiode, die die Osterfeiertage einschloss. EONIA stand am letzten Tag des Zeitraums etwas erhöht bei 2,18 %. Dies hing auch damit zusammen, dass die EZB im Unterschied zu den fünf vorhergehenden Reserveperioden diesmal für den letzten Tag der Reserveperiode angesichts des am Morgen dieses Tages geringen Liquiditätsdefizits keine Feinsteuerungsoperation durchgeführt hatte. Die Netto-Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität an diesem Tag betrug nur 0,9 Mrd €. Mit Beginn der neuen Reserveperiode April/Mai ging EONIA wieder auf einen Stand von 2,07 % zurück.

Deutsche Bundesbank

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2005		
	19. Jan. bis 7. Feb.	8. Feb. bis 8. März	9. März bis 12. April
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	+ 8,9	- 2,4	- 9,1
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	- 18,5	- 4,7	+ 1,1
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven ²⁾	- 9,7	- 0,4	+ 1,9
4. Sonstige Faktoren ^{2) 3)}	+ 13,6	+ 3,7	+ 2,9
Insgesamt	- 5,7	- 3,8	- 3,2
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 3,7	+ 1,2	+ 0,4
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 3,0	+ 4,2	+ 4,7
c) Sonstige Geschäfte	- 0,1	- 0,2	+ 0,1
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,1	- 0,0	+ 0,1
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 0,0	+ 0,0	- 0,0
Insgesamt	+ 6,5	+ 5,2	+ 5,3
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 0,9	+ 1,3	+ 2,0
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,9	- 1,3	- 0,1

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.

seitwärts. Bis Anfang April galt dies auch weitgehend für die längerfristigen Zinssätze am Geldmarkt, doch seither gaben sie deutlich nach. Die Zinsstruktur am Geldmarkt ist somit innerhalb des Berichtszeitraums merklich flacher geworden. Gleichzeitig sind auch am Zinsterminmarkt die Notierungen für Dreimonatsgeld, in denen auch die Zinserwartungen zum Ausdruck kommen, spürbar zurückgegangen. Bei den Dreimonatsgeldern mit Laufzeit von neun bis zwölf Monaten (Forward Rate Agreements) betrug der Aufschlag zuletzt nur noch rund zehn Basispunkte.

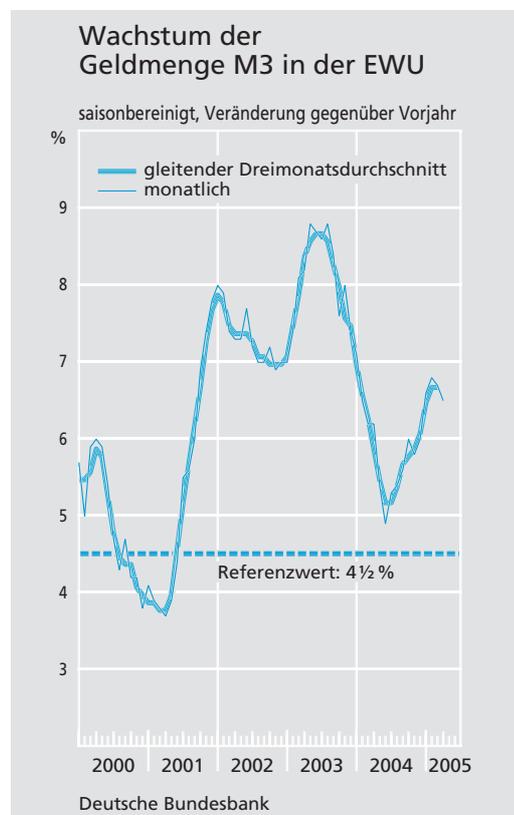
Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Abschwächung des Geldmengenwachstums

Die Geldmenge M3 ist von Januar bis März moderater gestiegen als in der zweiten Jahreshälfte 2004. Mit einer saisonbereinigten annualisierten Wachstumsrate von knapp 5 % nahmen die Geldbestände jedenfalls langsamer zu als im vierten Quartal 2004 (gut 7 ½ %). Neben der etwas schwächeren Kreditvergabe an den privaten Sektor und merklich geringeren Mittelzuflüssen aus dem Ausland hat hierzu vor allem die nochmals stärkere Geldkapitalbildung beigetragen. Im Vorjahrsvergleich schlägt das starke Geldmengenwachstum im vergangenen Jahr aber immer noch deutlich auf die Vorjahrsrate durch. Im Durchschnitt der Monate Januar bis März belief sie sich auf 6,7 %.

Komponenten der Geldmenge

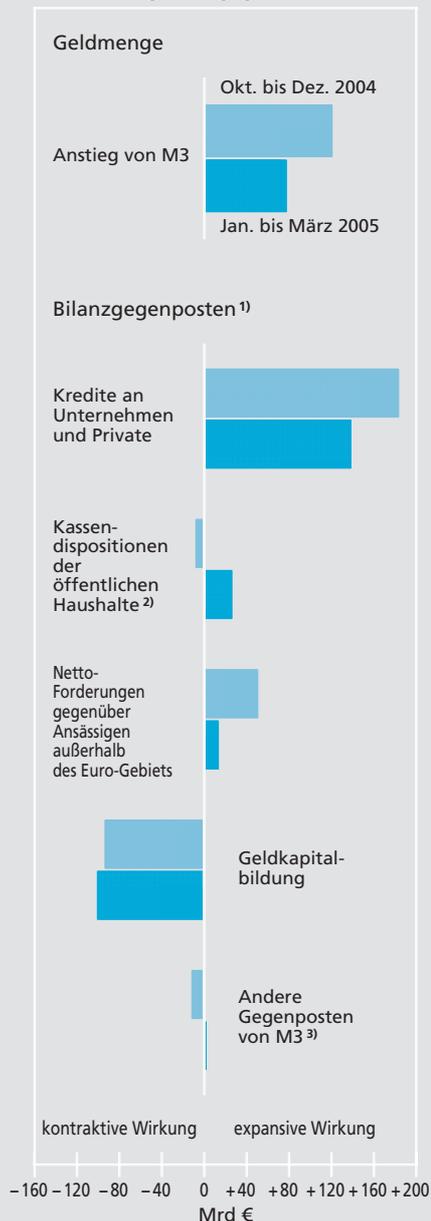
Unter den Geldmengenkomponenten sind im ersten Vierteljahr die besonders liquiden Geldkategorien weiterhin außerordentlich stark ausgeweitet worden. Das gilt insbeson-



dere für die Bargeldbestände, die im Berichtszeitraum mit einer saisonbereinigten annualisierten Rate von 24 % doppelt so schnell zunahmten wie im Vorquartal. Auch das Wachstum der täglich fälligen Einlagen war mit einer saisonbereinigten Jahresrate von knapp 11 ½ % ausgesprochen kräftig. Dabei dürften allerdings in größerem Umfang kurzfristige Termingelder in Sichteinlagen umgeschichtet worden sein. Jedenfalls gingen die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren im Berichtszeitraum um knapp 5 ½ % zurück. Kurzfristige Spareinlagen (mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) expandierten im ersten Quartal in saisonbereinigter Betrachtung und aufs Jahr hochgerechnet um 5 ½ %. Dämpfende Wirkungen auf das Geldmengenwachstum sind vor allem von der Entwicklung der in M3 enthal-

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

tenen marktfähigen Finanzinstrumente ausgegangen, die im ersten Quartal insgesamt abgebaut wurden. Dabei wurden insbesondere die Repogeschäfte zurückgeführt, aber auch Geldmarktfondszertifikate mussten per saldo von den emittierenden Instituten zurückgenommen werden. Nur kurz laufende Bankschuldverschreibungen waren stärker gefragt.

Das insgesamt gedämpftere Geldmengenwachstum im ersten Quartal ging mit einer etwas abgeschwächten Kreditvergabe an den privaten Sektor einher. Vor allem Buchkredite an die privaten Haushalte und Unternehmen im Euro-Raum wurden in geringerem Umfang vergeben als noch im vierten Quartal 2004. Von Januar bis März stiegen die unverbrieften Ausleihungen mit einer saisonbereinigten annualisierten Wachstumsrate von 6 ½ %, verglichen mit 8 ½ % im Vorquartal. Im Vorjahresvergleich lagen Ende März die Buchkredite an den privaten Sektor allerdings um 7,6 % über ihrem Stand zwölf Monate zuvor. Zu der binnen Jahresfrist kräftig gestiegenen Kreditvergabe haben vor allem Wohnungsbaukredite an private Haushalte beigetragen. Auf sie entfiel etwa die Hälfte des Kreditwachstums (3 ¼ Prozentpunkte). Auch die Zunahme der unverbrieften Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen trug deutlich dazu bei (2 ½ Prozentpunkte). Die Wachstumsbeiträge der Konsumentenkredite und der sonstigen Kredite an private Haushalte hielten sich dagegen in wesentlich engeren Grenzen (rund einen halben Prozentpunkt).

Bilanzgegenposten

Der Auslandszahlungsverkehr der Nichtbanken, der sich in der Entwicklung der Netto-

auslandsposition des MFI-Sektors widerspiegelt, hat den Geldmengenanstieg im ersten Quartal tendenziell gedämpft. In die gleiche Richtung wirkten auch die längerfristigen Mittelanlagen bei Banken im Euro-Währungsgebiet, die im Berichtszeitraum erneut stark ausgeweitet wurden. Vor allem Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren wurden in großem Umfang außerhalb des Bankensektors abgesetzt. Darüber hinaus nahmen auch die längerfristigen Termineinlagen kräftig zu.

Von den Kassendispositionen der öffentlichen Haushalte gingen zuletzt hingegen leicht expansive Effekte auf die Geldmengenentwicklung aus. Allerdings stand dem merklichen Anstieg der Kredite an die öffentlichen Schuldner eine Aufstockung der von Zentralregierungen im Euro-Raum bei heimischen Banken gehaltenen Bestände gegenüber, die traditionell nicht der Geldmenge M3 zugeordnet werden.

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Verhaltener Anstieg der kurzfristigen Bankeinlagen

Ähnlich wie im gesamten Euro-Gebiet sind auch die zur Geldmenge M3 rechnenden liquiden Bankeinlagen der privaten Nichtbanken in Deutschland im ersten Quartal dieses Jahres nur moderat gestiegen. Innerhalb der einzelnen kurzfristigen Einlagearten ist es jedoch zu deutlichen Verschiebungen gekommen. Während die täglich fälligen Einlagen stark aufgestockt wurden, bauten inländische Anleger ihre kurzfristigen Termineinlagen massiv ab. Hier wirkten sich jedoch vor allem

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

Mrd €	2005		2004	
	Jan. bis März	Jan. bis März	Jan. bis März	Jan. bis März
Position				
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)				
täglich fällig	+ 25,9	+ 11,4		
mit vereinbarter Laufzeit				
bis zu 2 Jahren	- 24,9	- 18,1		
über 2 Jahre	+ 9,3	+ 6,9		
mit vereinbarter Kündigungsfrist				
bis zu 3 Monaten	+ 0,7	+ 2,6		
über 3 Monate	+ 0,2	- 1,5		
Kredite				
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen				
Buchkredite	- 0,3	- 5,0		
Wertpapierkredite	+ 2,7	+ 8,3		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte				
Buchkredite	- 2,3	+ 5,3		
Wertpapierkredite	+ 7,4	+ 20,1		

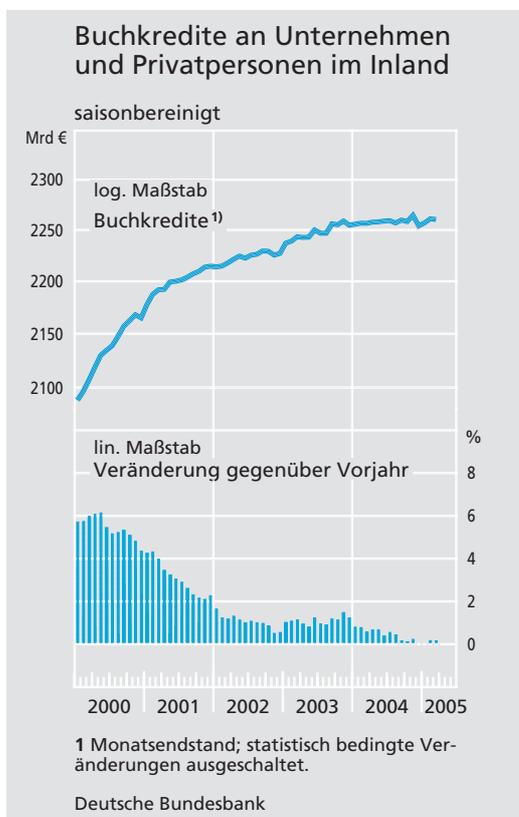
* Zu den monetären Finanzinstituten (MFIs) zählen hier neben den Banken (einschl. Bausparkassen, ohne Bundesbank) auch die Geldmarktfonds, s.a.: Tabelle IV.1 im Statistischen Teil des Monatsberichts. — 1 Unternehmen, Privatpersonen und öffentliche Haushalte ohne den Bund.

Deutsche Bundesbank

kurzfristige Dispositionen sonstiger Finanzierungsinstitutionen (z.B. Kapitalanlagegesellschaften oder Finanzierungstöchter großer Unternehmen) aus. Das Anlageverhalten der nichtfinanziellen Unternehmen und der privaten Haushalte im Berichtszeitraum liefert dagegen keine Hinweise auf einen breit getragenen Anstieg der Liquiditätspräferenz deutscher Anleger, wie er zum Beispiel im Zuge der Aktienkursrückgänge im Jahr 2001 und Anfang 2003 zu beobachten gewesen war.

Die täglich fälligen Einlagen sind im ersten Vierteljahr 2005 mit einer saisonbereinigten Jahresrate von gut 15% besonders stark gewachsen. Dabei haben vor allem die sonstigen Finanzierungsinstitutionen ihre Sichteinlagen zu Lasten ihrer kurzfristigen Termin-

Täglich fällige Einlagen stark gestiegen, ...



...während kurzfristige Termineinlagen sehr stark zurückgingen

gelder in großem Umfang aufgestockt. Darüber hinaus ist es im ersten Quartal zu beträchtlichen Umschichtungen von kurzfristigen Termineinlagen in Repogeschäfte gekommen, die aus ökonomischer Sicht mit Wertpapieren besicherte Bankeinlagen darstellen und statistisch gesondert ausgewiesen werden. Auch die privaten Haushalte bevorzugten im Berichtszeitraum anstelle kurzfristiger Termineinlagen andere liquide Bankeinlagen, darunter auch Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von drei Monaten. Per saldo wurden dabei ausschließlich kurzfristige Spareinlagen mit einer über die Mindestverzinsung hinausgehenden Verzinsung gebildet.

Längerfristige Bankeinlagen kräftig gestiegen

Die längerfristigen Bankeinlagen des inländischen privaten Sektors sind von Januar bis März erneut kräftig gewachsen. Dabei wur-

den ganz überwiegend Termineinlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren gebildet. Wie in den vorangegangenen Quartalen dotierten besonders inländische Versicherungsunternehmen solche Einlagen. Private Haushalte gaben im Berichtszeitraum hingegen längerfristigen Spareinlagen (mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten) den Vorzug.

Die Kredite deutscher Banken an inländische Nichtbanken sind im ersten Vierteljahr nochmals etwas gesunken. Dies gilt insbesondere für die Ausleihungen an öffentliche Haushalte in Deutschland, bei denen sowohl die Buchkredite als auch die Bestände an Wertpapieren inländischer öffentlicher Schuldner zurückgingen. Ihre Kredite an private inländische Nichtbanken weiteten die Banken dagegen aus. Diesem Anstieg lag aber vor allem eine spürbare Zunahme der kurzfristigen Buchkredite an sonstige Finanzierungsinstitutionen zu Grunde. Die mittel- und langfristigen Buchkredite an die heimischen privaten Nichtbanken wurden dagegen nur leicht ausgeweitet. Unter den längerfristigen Bankkrediten sind in den zurückliegenden zwölf Monaten ohnehin nur noch die Wohnungsbaukredite an die privaten Haushalte gestiegen. Die anderen unverbrieften Ausleihungen an Privathaushalte sind dagegen ebenso zurückgegangen wie die Buchkredite an inländische Unternehmen.

Kredite erneut rückläufig

Die Ergebnisse des Bank Lending Survey im Eurosystem deuten darauf hin, dass die schwache Kreditentwicklung im ersten Quartal 2005 weiterhin in erster Linie Folge einer

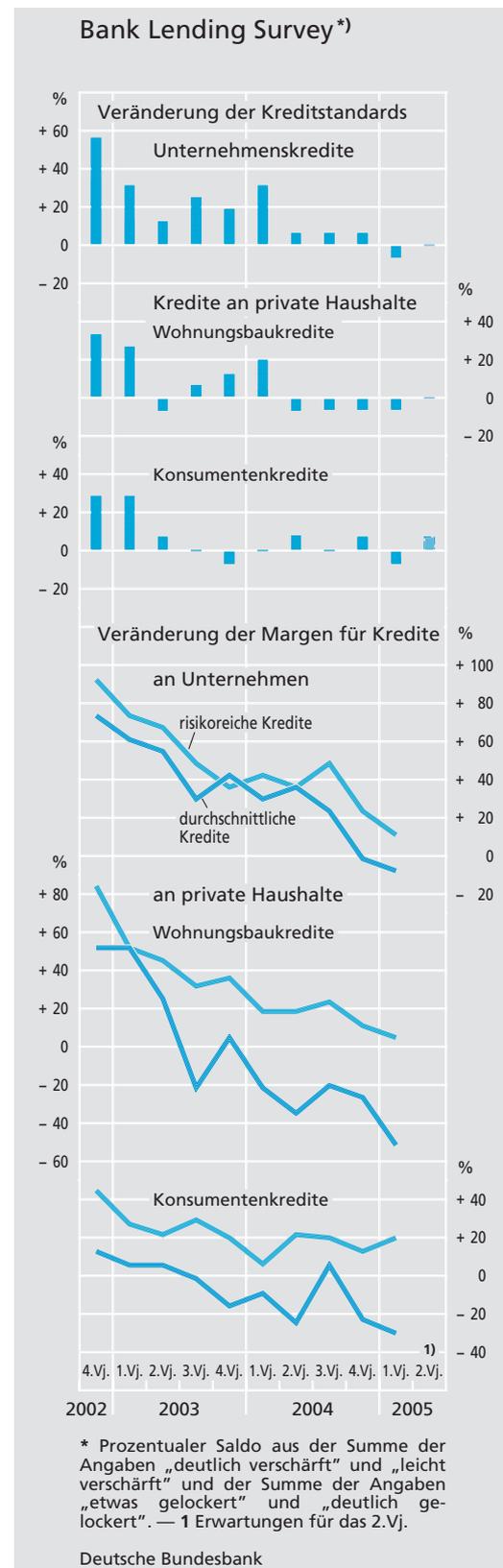
Ursache für geringes Kreditvolumen eher nachfragebedingt

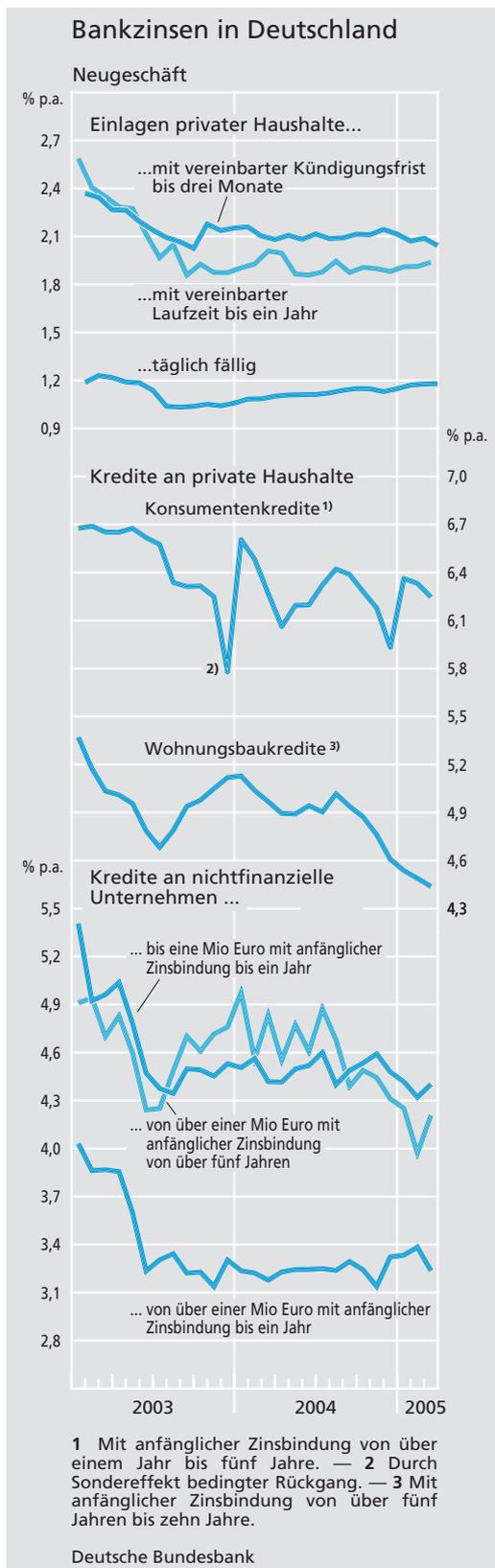
geringen Kreditnachfrage ist.¹⁾ So haben die befragten Banken erstmals seit dem Beginn der Umfrage im vierten Quartal 2002 die Standards für Unternehmenskredite per saldo leicht gelockert. Auch die Kreditstandards für Wohnungsbau- und Konsumentenkredite gestalteten sich in der Tendenz leicht expansiv. Vor allem im Bereich der Konsumentenkredite war dies den befragten Banken zufolge auf den zunehmenden Wettbewerbsdruck in diesem Marktsegment zurückzuführen. Ferner wurden insbesondere im Bereich der Wohnungsbaukredite, aber auch bei den Konsumenten- und Unternehmenskrediten die Margen für durchschnittlich riskante Engagements gesenkt. Lediglich bei den risikoreicheren Krediten fanden weitere, wenn auch größtenteils abgeschwächte Margenausweitungen statt. Die im Berichtsquartal somit insgesamt weitgehend günstigeren Finanzierungsbedingungen trafen den befragten Instituten zufolge auf eine erneut rückläufige Nachfrage. Ursächlich hierfür war nach Angabe der Banken vor allem der abermals gesunkene Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen sowie das geringe Verbrauchertrauen der privaten Haushalte.

Kreditnachfrage weiterhin schwächer als im Euro-Raum

Für das zweite Quartal 2005 gehen die Institute von keinen nennenswerten Veränderungen der Kreditnachfrage durch die Unternehmen oder privaten Haushalte sowie von konstanten Kreditstandards aus. Damit standen die deutschen Umfrageergebnisse

1 Zum Bank Lending Survey siehe: Deutsche Bundesbank, Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht, Juni 2003, S. 69 ff. Die aggregierten Umfrageergebnisse für Deutschland finden sich unter http://www.bundesbank.de/volkswirtschaft/vo_veroeffentlichungen.php.





angebotsseitig im Großen und Ganzen im Einklang mit den Ergebnissen im Euro-Raum. Die Kreditnachfrage hingegen entwickelte sich in Deutschland nach wie vor deutlich schwächer.²⁾

Im Kreditneugeschäft inländischer Banken mit dem privaten Sektor kam es im ersten Quartal 2005 überwiegend zu geringfügig nachgebenden Zinskonditionen. Vor allem Ausleihungen mit kurzer Zinsbindungsfrist haben sich sowohl für Firmenkunden als auch für Wohnungsbaukredite und Konsumentenkredite verbilligt. Demgegenüber verlief die Entwicklung im langfristigen Kreditgeschäft uneinheitlich. Während sich die entsprechenden Zinsen für Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen kaum bewegten, gaben sie für Wohnungsbaukredite erneut nach. Die Zinsen für Konsumentenkredite stiegen deutlich an. Zuletzt berechneten die deutschen Banken im Neugeschäft mit langfristigen Krediten an nichtfinanzielle Unternehmen je nach Kreditvolumen zwischen 4,2 % und 4,7 %. Für Wohnungsbaukredite forderten sie 4,5 % bei einer Zinsbindung von über zehn Jahren und für langfristige Konsumentenkredite 8,9 %.

Kreditzinsen überwiegend leicht nachgebend

Im Passivgeschäft der inländischen Kreditinstitute änderten sich die Zinsen im ersten Vierteljahr 2005 wie bereits im Vorquartal nur wenig. Während die Verzinsung von Spareinlagen geringfügig rückläufig war, stiegen die Sätze für Termineinlagen leicht an. Sie bewegten sich zuletzt je nach Laufzeitkategorie für private Haushalte zwischen 2,0 % und

Einlagenzinsen kaum verändert

² Vgl. hierzu: Europäische Zentralbank, Monatsbericht, Mai 2005, S. 18 ff.

2,8 % und für Unternehmen zwischen 2,0 % und 3,6 %. Spareinlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten wurden mit 2,1 % verzinst; für längere Laufzeiten zahlten die Banken 2,5 %.

Wertpapiermärkte

Finanzmärkte unter dem Eindruck ungünstigerer Konjunkturerwartungen und gesteigener Risikoaversion

Die Lage an den deutschen und europäischen Kapitalmärkten wird zunehmend durch eingetrübte Konjunkturerwartungen sowie eine gesunkene Risikobereitschaft der Anleger geprägt. Vor diesem Hintergrund ist die Rendite zehnjähriger deutscher Bundesanleihen nach einem vorübergehenden Anstieg im Februar wieder unter die 3 1/2 %-Marke und in der Folge auf den bisher tiefsten Stand gefallen. Bei annähernd konstanten Inflationserwartungen³⁾ lässt dies auch auf entsprechend gesunkene Realzinsen schließen.

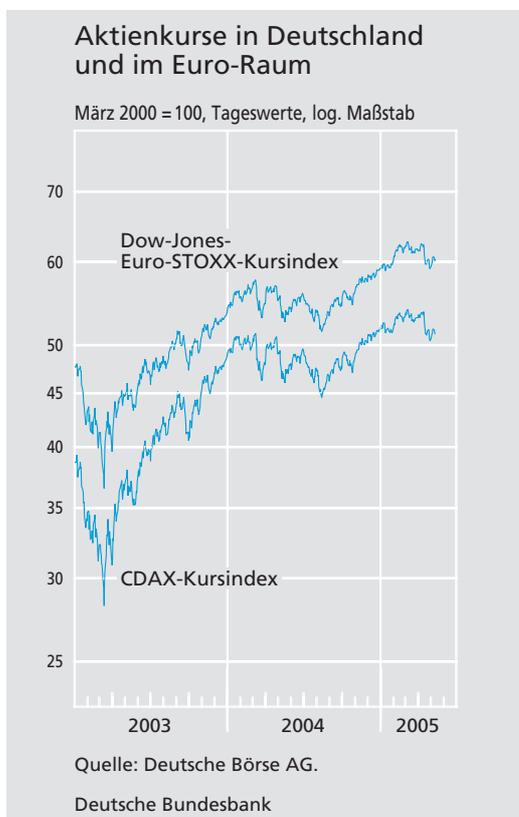
Bewertungsniveau am Aktienmarkt leicht gesunken

Die seit zwei Jahren andauernde Erholung der Aktienkurse legte Mitte Februar zunächst eine Pause ein. In der zweiten Aprilhälfte gingen die Notierungen an den Aktienbörsen dann deutlich zurück. In Deutschland verlor der marktbreite CDAX-Kursindex seit Anfang des Jahres 1 3/4 % an Wert. In den übrigen Ländern des Euro-Raums entwickelten sich die Aktienkurse etwas freundlicher. Auch hier kam es im Verlauf des Berichtszeitraums jedoch zu deutlichen Schwankungen. Zeitweilig lagen die europäischen Aktienkurse zwar gut 5 % über ihren Ständen zu Jahresbeginn, bevor Zweifel am Tempo der konjunkturellen Aufwärtsbewegung die Notierungen wieder nach unten drückten. Die kurzfristigen Gewinnaussichten der börsen-



notierten Unternehmen haben sich nach der Einschätzung der Analysten dennoch positiv entwickelt. Danach sind die Aktien im langfristigen Vergleich nach wie vor relativ niedrig bewertet. So lag das Kurs-Gewinn-Verhältnis deutscher Standardwerte auf der Grundlage der von Aktienanalysten für die nächsten zwölf Monate erwarteten Erträge im April mit

³ Laut Umfragen von Consensus Economics.



einem Wert von zwölf deutlich unter dem Mittelwert seit 1988 ($16\frac{3}{4}$).⁴⁾ Die im Euro STOXX enthaltenen Unternehmen wurden ähnlich bewertet.

Anstieg der Zinsaufschläge für Unternehmensanleihen...

Die Zinsaufschläge für Unternehmensanleihen der Ratingkategorie BBB haben sich, nachdem sie auf den tiefsten Stand seit Beginn der Währungsunion gefallen waren, ab Februar merklich ausgeweitet. Bei Abschluss dieses Berichts rentierten europäische Unternehmensanleihen mit BBB-Rating 132 Basispunkte über Staatstiteln, nachdem der Zinsaufschlag noch Anfang März nicht einmal halb so hoch war. Damit liegen sie gleichwohl noch unterhalb ihres Durchschnittswertes seit 1999, was in Verbindung mit dem außerordentlich niedrigen Zinsniveau am Kapital-

markt nach wie vor auf günstige Finanzierungsbedingungen hindeutet.

Der Anstieg der Zins-Spreads ist dabei offenbar sowohl auf höhere Ausfallprämien als auch auf höhere Liquiditätsprämien zurückzuführen, zu denen es im Zusammenhang mit den Ertragswarnungen und späteren Herabstufungen von General Motors und Ford auch an den europäischen Kapitalmärkten gekommen ist. Jedenfalls haben sich die Prämien für Credit Default Swaps auch für europäische Unternehmen erhöht, ohne dass es im Euro-Raum konkrete Hinweise auf ähnliche Probleme im Unternehmenssektor gab. Vor dem Hintergrund der stetigen Aufwärtsentwicklung der erwarteten Unternehmensgewinne im Euro-Raum wird die Bonitätslage des Gesamtmarkts allgemein als weiterhin günstig eingeschätzt: Ratingagenturen stufen im ersten Quartal des Jahres mehr europäische Unternehmen herauf als herab. Daher spricht vieles dafür, dass der Anstieg der Zinsaufschläge in erster Linie Folge einer größeren Risikoaversion der Marktteilnehmer ist, die für unveränderte Risiken nun höhere Prämien verlangen.

... deutet auf gestiegene Risikoaversion der Anleger hin

Das niedrige Zinsniveau ging mit einer lebhaften Emissionstätigkeit am deutschen Rentenmarkt einher. Der Brutto-Absatz inländischer Schuldverschreibungen erreichte mit einem Kurswert von 335 Mrd € beinahe einen

Gestiegene Mittelaufnahme am Kapitalmarkt

⁴ Bei dem Vergleich der aktuellen Gewinnaussichten mit der vergangenen Entwicklung ist zu berücksichtigen, dass die Gewinnsschätzungen ab April 2005 bereits Umstellungen im Rahmen der internationalen Rechnungslegungsvorschriften IFRS enthalten und derzeit über den vorher gemeldeten Gewinnen nach HGB liegen. Dies dürfte das KGV um ca. drei viertel Punkte nach unten drücken.

Messung der Liquiditäts- und Ausfallrisikoprämie bei Unternehmensanleihen

Grundsätzlich enthält der Zinsaufschlag von Unternehmensanleihen neben einer Kompensation für das Ausfallrisiko der Anleihe auch eine Prämie für die geringere Liquidität von solchen Anleihen im Vergleich zu Staatstiteln. Eine Ausweitung der Zinsaufschläge kann daher Indiz für ein gestiegenes Ausfallrisiko oder für eine Verringerung der Marktliquidität sein. Gleichwohl können die Prämien auch steigen, wenn die Marktteilnehmer eine größere Kompensation für ein unverändertes Risiko verlangen. Die Bestimmungsgrößen der verschiedenen Zinsaufschlagkomponenten sind nicht direkt beobachtbar. Allerdings lässt ein Vergleich mit den Prämien von Credit Default Swaps (CDS) Rückschlüsse auf die relative Bedeutung von Ausfall- und Liquiditätsprämien zu.

Bei einem CDS überträgt der Sicherungsnehmer das Ausfallrisiko des Underlyings (etwa einer Anleihe) gegen regelmäßige Zahlung einer Prämie auf den Sicherungsgeber. Diese CDS-Prämie sollte im Gegensatz zu Zinsaufschlägen auf Anleihen aus einer Reihe von Gründen keine wesentliche Liquiditätsprämie enthalten: Jederzeit kann ein neuer Kontrakt abgeschlossen werden, Short-Positionen können problemlos eingegangen werden, und empirischen Studien zufolge findet am CDS-Markt eine schnellere Informationsverarbeitung statt als am Anleihenmarkt.¹⁾

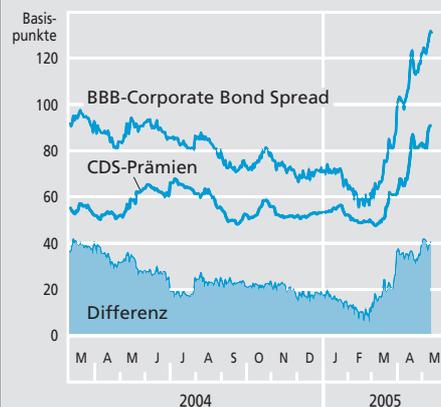
Von einigen kleineren Verzerrungsfaktoren abgesehen, sollten CDS-Prämien daher im Wesentlichen den erwarteten Ausfall und die zugehörige, mit der Risikoaversion der Anleger variierende, Risikoprämie widerspiegeln.²⁾

Nebenstehende Abbildung zeigt die Entwicklung der Zinsaufschläge europäischer BBB-Anleihen im Vergleich zu den CDS-Prämien für die im entsprechenden Index enthaltenen Anleihen.³⁾ Im betrachteten Zeitsegment zeigt sich im Einklang mit entsprechenden Untersuchungen für die USA,⁴⁾ dass durchweg mehr als die Hälfte der Aufschläge auf Ausfallprämien zurückzuführen ist. Darüber hinaus ist erkennbar, dass der auf das Ausfallrisiko zurückgehende Anteil bis

zuletzt relativ konstant blieb. Dies deutet darauf hin, dass der Rückgang der Zinsaufschläge bis März 2005 nur zu einem sehr geringen Teil auf eine verbesserte Bonitätseinschätzung zurückzuführen ist. Stattdessen dürfte die von den Marktteilnehmern geforderte Liquiditätsprämie gesunken sein. Dies kann sowohl Folge einer höheren Marktliquidität als auch einer geringeren Risikoaversion gegenüber Liquiditätsengpässen sein. Ein Grund für den möglichen Rückgang der Risikoaversion könnte die Suche nach Rendite in Zeiten niedriger Kapitalmarktzinsen sein.

Der Anstieg der Zinsaufschläge seit Mitte März ist hingegen sowohl auf höhere Prämien für Ausfallrisiken als auch auf gestiegene Liquiditätsprämien zurückzuführen. Dies legt nahe, dass vor allem die allgemeine Risikoaversion der Marktteilnehmer angestiegen ist, nachdem sie zuvor deutlich gefallen war. Dies steht im Einklang mit der Beobachtung, dass sich auch an anderen Märkten, wie zum Beispiel den europäischen Aktienmärkten, die zuletzt relativ hohe Liquidität kaum verringert zu haben scheint.⁵⁾

Zinsaufschläge bei Unternehmensanleihen und CDS-Prämien



Quellen: Bloomberg und Datastream.

1 Vgl.: R. Blanco, S. Brennan, I. W. Marsh, An Empirical Analysis of the Dynamic Relationship Between Investment Grade Bonds and Credit Default Swaps, erscheint im Journal of Finance. — 2 Zu den Verzerrungsfaktoren zählen die mit einem CDS verknüpfte Cheapest-to-Deliver-Option, das Kontrahentenrisiko und die mit der Definition des Ausfallereignisses verbundenen Unsicherheiten. — 3 Für die im Merrill-Lynch-BBB-Index (Restlaufzeit 7 bis 10 Jahre) enthaltenen Anleihen wurden jeweils die der jeweiligen Restlaufzeit entsprechenden Credit Default Swaps ermittelt und der Mittelwert der Prämien berechnet. Dieser ist allerdings nur als Annäherung an das Ausfallrisiko des Index zu verstehen:

Erstens existieren lediglich für 26 von 38 im Index von Merrill Lynch enthaltenen Werte Kreditderivate mit entsprechender Laufzeit. Eine Betrachtung der Renditen derjenigen Anleihen, für die keine CDS vorliegen, zeigt gleichwohl, dass die Verzerrung hierdurch nicht erheblich ist. Zweitens variiert die Länge der verfügbaren Zeitreihen. — 4 Siehe: F. A. Longstaff, S. Mithal, E. Neis, Corporate Bond Yields: Default Risk or Liquidity? New Evidence from the Credit-Default Swap Market, erscheint im Journal of Finance. — 5 Darauf deuten Maße für die Illiquidität am Aktienmarkt hin, die auf dem Einfluss eines bestimmten Handelsvolumens auf den Aktienkurs basieren.

Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Mrd €	2004		
	2004	2005	2004
Position	Okt. bis Dez.	Jan. bis März	Jan. bis März
Rentenwerte			
Inländer	- 18,5	60,8	42,7
Kreditinstitute	2,5	46,4	55,3
darunter:			
ausländische Rentenwerte	17,3	34,6	23,4
Nichtbanken	- 21,0	14,4	- 12,6
darunter:			
inländische Rentenwerte	- 21,9	- 4,6	- 16,3
Ausländer	22,6	53,7	51,2
Aktien			
Inländer	4,6	- 1,5	1,5
Kreditinstitute	11,0	1,5	6,7
darunter:			
inländische Aktien	8,8	2,3	7,4
Nichtbanken	- 6,4	- 3,0	- 5,2
darunter:			
inländische Aktien	- 6,3	- 4,0	- 6,1
Ausländer	0,5	3,7	0,0
Investment-Zertifikate			
Anlage in Spezialfonds	7,4	8,9	2,8
Anlage in Publikumsfonds	- 6,5	0,4	2,8
darunter: Aktienfonds	1,1	- 1,8	0,6

Deutsche Bundesbank

neuen Spitzenwert. Nach Berücksichtigung der Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen flossen den heimischen Emittenten daraus Mittel im Betrag von 61 Mrd € zu. Gleichzeitig wurden ausländische Rentenwerte im Netto-Betrag von 53 ½ Mrd € am deutschen Markt abgesetzt. Das gesamte Mittelaufkommen lag somit im ersten Quartal des Jahres bei 114 ½ Mrd €, verglichen mit lediglich 4 Mrd € im vorangegangenen Vierteljahr.

Der größte Teil der Anlagemittel ist inländischen Kreditinstituten zugeflossen (31 ½ Mrd €), nachdem von ihnen im Schlussquartal des Vorjahres im Ergebnis Rentenwerte für 20 ½ Mrd € getilgt worden waren. Im Berichtszeitraum standen Titel von Spezialkreditinstituten (24 Mrd €) und Sonstige

Banken weiten Mittelaufnahme aus

Bankschuldverschreibungen (18 ½ Mrd €) im Vordergrund. Hypothekenpfandbriefe wurden im Netto-Betrag von 3 Mrd € abgesetzt. Bei den Öffentlichen Pfandbriefen überwogen per saldo die Tilgungen (- 14 Mrd €).

Die öffentliche Hand nahm den Kapitalmarkt im Berichtsquartal mit 22 ½ Mrd € in Anspruch. Drei Viertel dieser Mittel entfielen auf den Bund (16 ½ Mrd €), der vor allem im längeren Laufzeitsegment aktiv war. Er begab per saldo zehnjährige Bundesanleihen für 9 ½ Mrd € und 30-jährige Bundesanleihen für 7 Mrd €. Am kurzen Ende des Laufzeitpektrums platzierte er zweijährige Schatzanweisungen im Umfang von 3 ½ Mrd €; Bundesobligationen wurden für netto 6 Mrd € getilgt. Die Länder weiteten ihre Kapitalmarktverschuldung um 6 ½ Mrd € aus.

Moderate Mittelaufnahme durch die öffentliche Hand

Die nichtfinanziellen Unternehmen haben trotz der niedrigen Renditen für Unternehmensanleihen im Ergebnis vor allem Geldmarktpapiere begeben (4 Mrd €). Längerlaufende Industrieobligationen wurden lediglich für 2 ½ Mrd € (netto) abgesetzt.

Unternehmen verschulden sich am Rentenmarkt kurzfristig

Auf der Erwerberseite standen in erster Linie ausländische Investoren sowie inländische Kreditinstitute, die in ähnlicher Größenordnung Mittel am Rentenmarkt anlegten (53 ½ Mrd € bzw. 46 ½ Mrd €). Die Käufe der Kreditinstitute betrafen insbesondere ausländische Schuldverschreibungen (34 ½ Mrd €). Darüber hinaus engagierten sie sich aber auch wieder in Papieren der öffentlichen Hand. Auch die inländischen Nichtbanken erwarben per saldo überwiegend ausländische Papiere (19 Mrd €).

Erwerb von Schuldverschreibungen

*Belebung am
Aktienmarkt*

Die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt hat sich in den ersten drei Monaten des Jahres 2005 belebt. Der Absatz junger Aktien inländischer Gesellschaften stieg auf 2 Mrd €, nach 1 ½ Mrd € im entsprechenden Quartal des Vorjahres. Erworben wurden deutsche Aktien per saldo von Kreditinstituten (1 ½ Mrd €) und gebietsfremden Investoren (3 ½ Mrd €). Inländische Nichtbanken führten im Berichtsquartal ihre Bestände um 3 Mrd € zurück und setzten damit den Trend der vergangenen Quartale fort. Ausländische Dividendenwerte wurden hingegen kaum nachgefragt.

*Spezialfonds
und
ausländische
Fonds beliebt*

Der Absatz von Anteilen an Investmentfonds entwickelte sich im ersten Quartal 2005 freundlich. Im Ergebnis wurden Anteile im Wert von 24 Mrd € abgesetzt, nach 12 ½ Mrd € im ersten Quartal 2004. Dabei standen Anteile an ausländischen Fonds (14 ½ Mrd €) und Spezialfonds (9 Mrd €) im Vordergrund, die ihre Absatzwerte verdoppeln beziehungs-

weise verdreifachen konnten. Dagegen sanken inländische Publikumsfonds in der Gunst der Anleger. Ihr Absatz ging von 3 Mrd € im ersten Quartal 2004 auf lediglich ½ Mrd € zurück. Insbesondere Gemischte Fonds (–2 Mrd €), Aktienfonds (–2 Mrd €) und Offene Immobilienfonds (–½ Mrd €) verzeichneten Mittelabflüsse. Rentenfonds und Geldmarktfonds verkauften hingegen Zertifikate im Wert von 2 ½ Mrd € beziehungsweise 2 Mrd €.

Unter den Anlegern bildeten inländische Nichtbanken wie üblich die stärkste Gruppe, die ihre Mittel überwiegend (11 Mrd €) in ausländischen und nur zum kleineren Teil (5 ½ Mrd €) in inländischen Fonds investierten. Die Kreditinstitute kauften zu je 3 ½ Mrd € inländische und ausländische Fondsanteile; die Engagements ausländischer Investoren in deutschen Fonds veränderten sich hingegen kaum.