

## Geldpolitik, Bankgeschäft und Kapitalmarkt

### Zinspolitik und Geldmarkt

---

Der EZB-Rat hat die Leitzinsen in den vergangenen Monaten weiterhin unverändert gelassen. Die Hauptrefinanzierungsgeschäfte wurden wie zuvor als Zinstender mit einem Mindestbietungssatz von 2 % ausgeschrieben; für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurde ein Satz von 3 % erhoben, für die Einlagefazilität ein Satz von 1 % vergütet. Damit bewegten sich die nominalen und die realen Zinssätze weiter auf einem außerordentlich niedrigen Niveau, welches die Konjunktur unverändert stützt. Für die zinspolitische Geradeausfahrt sprach vor allem, dass trotz des ölpreisbedingten Anstiegs der Inflationsrate auf zuletzt 2,2 % bisher keine Anzeichen für den Aufbau eines binnenwirtschaftlichen Inflationsdrucks auf mittlere Sicht vorliegen, die eine Abkehr von dieser Linie nahe legen würden. Allerdings müssen die Preisrisiken, die zweifellos mit dem Ölpreisanstieg und der gleichzeitig erfolgten Abwertung des Euro verbunden sind, anhaltend genau beobachtet werden. Hinzu kommt, dass auch die großzügige Liquiditätsausstattung im Euro-Währungsraum weiterhin eine hohe geldpolitische Wachsamkeit erfordert.

*Gleichbleibende Zinssätze des Eurosystems*

Von den kurzfristigen Ausschlägen am Halbjahresende und am Ende der Mindestreserveerfüllungsperioden abgesehen, bewegte sich der Tagesgeldzins (EONIA) im Berichtszeitraum in ruhigem Fahrwasser. Zumeist notierte Tagesgeld dicht am marginalen Zuteilungssatz, der dabei durchgängig fünf Basispunkte höher war als der Mindestbietungssatz. Die kurzfristigen Geldmarktsätze blieben daher ebenfalls nahezu unverändert. Der Zinssatz

*Zinsentwicklung am Geldmarkt*

## Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den drei Mindestreserveperioden zwischen dem 13. April und dem 12. Juli 2005 weitete sich der Liquiditätsbedarf aus den autonomen liquiditätsbestimmenden Faktoren per saldo um 17,6 Mrd € aus. Die Hauptursache für diese Entwicklung lag im nach wie vor kräftigen Wachstum des Banknotenumlaufs um insgesamt 24 Mrd €. Zunächst hatten in den Reserveperioden April/Mai und Mai/Juni Rückgänge bei den Einlagen öffentlicher Haushalte die Zunahme des Banknotenumlaufs weitgehend ausgeglichen. Als jedoch die öffentlichen Einlagen zum Halbjahresultimo saisonüblich wieder um 13,9 Mrd € zunahmen, kam es in der Periode Juni/Juli zu einer Ausweitung des Liquiditätsbedarfs um 21,9 Mrd €. Die Ausweitung des Liquiditätsbedarfs wurde dabei über den Betrachtungszeitraum hinweg durch die Entwicklung der übrigen autonomen Faktoren gebremst. Betrachtet man die Veränderung der Netto-Währungsreserven und der sonstigen Faktoren gemeinsam, was Bewertungseffekte eliminiert, so flossen hier per saldo 6,4 Mrd € in den Markt. Im Wesentlichen geschah dies über den Ankauf von nicht mit der Geldpolitik in Zusammenhang stehenden, in Euro denominierten Finanzaktiva durch das Eurosystem.

In der Periode April/Mai erhöhte sich die Bereitstellung von Liquidität über die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte um 3,1 Mrd €, nachdem mit dem Geschäft per 31. März die Ende Januar begonnene Aufstockung von 75 Mrd € auf 90 Mrd € abgeschlossen war. Da der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren in dieser Periode nur leicht stieg, wurden parallel dazu die Hauptrefinanzierungsgeschäfte um 1,7 Mrd € zurückgefahren. Auch in der nächsten Periode nahm das Volumen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte angesichts des zurückgehenden Bedarfs aus autonomen Faktoren noch einmal um 3,4 Mrd € ab, bevor in der Periode Juni/Juli eine deutliche Ausweitung um 24,5 Mrd € stattfand, so dass über den Betrachtungszeitraum hinweg das Volumen um 19,4 Mrd € auf nunmehr 297,6 Mrd € zulegte. Im Ergebnis wuchsen die Zentralbankguthaben der Kreditinstitute in einem Maße, dass der merkliche Anstieg des Reservesolls um 4,5 Mrd € auf 147,2 Mrd € kompensiert wurde.

EONIA lag im Betrachtungszeitraum meist bei 2,06 % bis 2,08 %. Ansonsten führte die erhöhte Liquiditätspräferenz am Monats- beziehungsweise Halbjahresultimo zu vorübergehend leicht erhöhten Tagesgeldsätzen. Die Londoner Terroranschläge vom 7. Juli hatten zwar einige Stunden für erhöhte Quotierungen gesorgt, doch blieben die Umsätze so gering, dass EONIA schließlich bei 2,11 % lag. Auch am Ende der Periode April/Mai wich EONIA nur wenig vom Mindestbietungssatz ab. Wie schon am Periodenende im April war dank einer sehr ausgeglichenen Liquiditätslage keine Feinsteuerungsoperation erforderlich. Am Ende der Periode Mai/Juni sank EONIA allerdings trotz einer absorbierenden Feinsteuerungsoperation auf 1,78 %. Der Grund dafür ist in der zu geringen Beteiligung der Kreditinstitute zu sehen, die dazu führte, dass nur 3,7 Mrd € statt der vorgesehenen 7,5 Mrd € abgeschöpft werden konnten. Unsicherheit über die individuelle Liquiditätslage und die letztlich enttäuschte Hoffnung auf Interbankensätze oberhalb des Festsatzes der Operation von 2,00 % im weiteren Tagesverlauf könnten die Kreditinstitute zu dieser Unterbietung veranlasst haben. Auch am Ende der Reserveperiode Juni/Juli kam es zu einer, wenn auch wesentlich kleineren, Unterbietung, als die EZB dem Markt 9,6 Mrd € statt der anvisierten 10 Mrd € entzog. Dennoch wurde hier das Ziel einer ausgeglichenen Liquiditätslage fast vollständig erreicht, wie ein EONIA von 2,06 % verdeutlicht. In beiden Fällen zeigten Netto-Inanspruchnahmen der Einlagefazilität von 3,4 Mrd € und 1,4 Mrd € an den entsprechenden Tagen, dass die Liquiditätsprognosen, auf die sich die EZB bei der Festlegung der Zielgrößen für die Operationen gestützt und die sie auch bei der Ankündigung der Operationen kommuniziert hatte, sehr zuverlässig waren. Verbleibende Ungleichgewichte waren

demnach größtenteils auf die Unterbietungen der Kreditinstitute zurückzuführen.

Insgesamt entwickeln sich die Tagesgeldsätze in der jeweils letzten Woche vor dem Reserveultimo gegenwärtig außerordentlich stabil. Dies wurde durch die mittlerweile am Markt fest verankerte Erwartung erreicht, dass die EZB am Ende der Reserveperioden größere Liquiditätsungleichgewichte durch Feinsteuerungsoperationen korrigiert.

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

Mrd €; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2005		
	13. Apr. bis 10. Mai	11. Mai bis 7. Juni	8. Juni bis 12. Juli
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 6,9	- 7,3	- 9,8
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 4,5	+ 9,4	- 13,9
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven <sup>2)</sup>	+ 4,9	- 0,2	+ 6,5
4. Sonstige Faktoren <sup>2)</sup>	- 3,2	+ 3,1	- 4,7
Insgesamt	- 0,7	+ 5,0	- 21,9
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 1,7	- 3,4	+ 24,5
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 3,1	± 0,0	± 0,0
c) Sonstige Geschäfte	-	- 0,1	- 0,2
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,1	+ 0,0	- 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,0	- 0,1	+ 0,0
Insgesamt	+ 1,3	- 3,6	+ 24,3
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 0,7	+ 1,5	+ 2,4
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,4	- 1,5	- 2,6

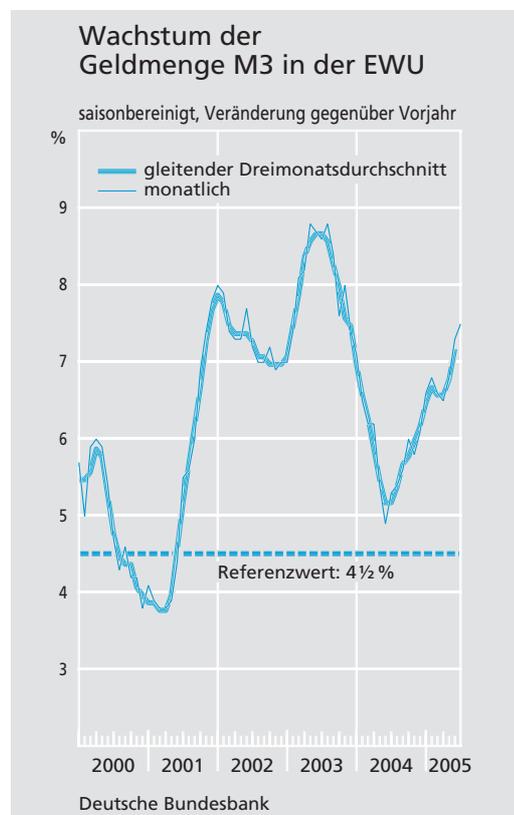
<sup>1)</sup> Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14\*/15\* im Statistischen Teil dieses Berichts. — <sup>2)</sup> Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

für Dreimonatsgeld schwankte zwischen Anfang April und Ende Juli 2005 lediglich um vier Basispunkte. Dagegen verlief die Entwicklung der Zinssätze für die längeren Laufzeiten am Geldmarkt uneinheitlich. Von Anfang April bis Ende Juni schmolz ihr Zinsvorsprung gegenüber dem EONIA von rund 25 Basispunkten völlig zusammen. Im Juli haben die längerfristigen Geldmarktsätze jedoch wieder angezogen; sie betragen zuletzt wieder annähernd 2 ¼ %. Die Zinsstruktur am Geldmarkt hat demzufolge gegenwärtig einen flachen, aber positiv geneigten Verlauf. Die Notierungen für Dreimonatsgeld an den Zinsterminmärkten, in denen auch die Zinserwartungen am Geldmarkt zum Ausdruck kommen, unterlagen ähnlichen Entwicklungen wie die längerfristigen Geldmarktsätze: Ausgehend von ihrem Zwischenhoch Ende März 2005 von annähernd 2 ¾ % gingen die Notierungen für Dreimonatsgelder mit Wertstellung in neun bis zwölf Monaten bis Ende Juni auf unter 2 % zurück, was die Erwartung einer leichten zinspolitischen Lockerung widerspiegelte. Nachdem sich die Markteinschätzung bezüglich der zukünftigen Zinspolitik des EZB-Rats im Juli wieder gedreht hatte, betrug der Zinsaufschlag allerdings zuletzt wieder rund 20 Basispunkte.

### Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

*Starker  
Zuwachs der  
Geldmenge*

Die Geldmenge M3 ist im zweiten Vierteljahr 2005 stark gestiegen. Nach der Abschwächung der monetären Expansion im ersten Quartal, als M3 mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 5 % zugenommen hatte,



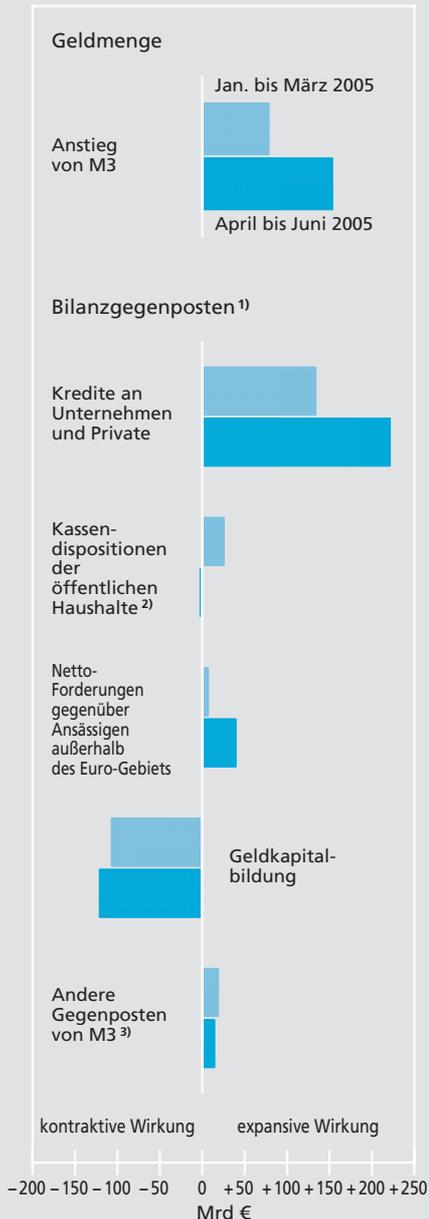
wuchsen die Geldbestände von April bis Juni mit einer Rate von 9 ½ %. Hierzu haben vor allem die kräftige Kreditvergabe an den privaten Sektor und umfangreiche Mittelzuflüsse aus dem Ausland beigetragen. Dämpfend wirkte für sich betrachtet dagegen die sehr hohe Geldkapitalbildung. Insgesamt übertraf die Geldmenge M3 im Juni ihren Vorjahrsstand um 7,5 %. Im Durchschnitt der Monate April bis Juni belief sich die Zuwachsrate gegenüber dem Vorjahr auf 7,2 %, nach 6,6 % für das erste Quartal.

Unter den Geldmengenkomponten sind im ersten Vierteljahr erneut vor allem die besonders liquiden Anlagen deutlich aufgestockt worden. Die Bargeldbestände nahmen im Berichtszeitraum mit einer saisonbereinigten Jahresrate von knapp 14 ½ % zu. Auch wenn

*Komponenten  
der Geldmenge*

## 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

sich der Zuwachs damit gegenüber dem Vorquartal merklich verringerte (+ 24 %), ist eine anhaltende Abschwächung des Bargeldumlaufs derzeit wohl nicht in Sicht. Angesichts der niedrigen Zinsen im Euro-Raum und der zunehmenden Verbreitung des Euro-Bargelds in Ländern außerhalb des Euro-Währungsgebiets dürfte auch in den nächsten Quartalen eine hohe Nachfrage nach zusätzlichen Euro-Banknoten und -Münzen bestehen. Auch das Wachstum der täglich fälligen Einlagen schwächte sich im zweiten Vierteljahr zwar etwas ab, war mit 9 ½ % aber immer noch sehr hoch, zumal zuletzt auch die übrigen kurzfristigen Bankeinlagen spürbar an Schwung gewannen und im Berichtszeitraum mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 6 ½ % expandierten. Hierzu haben vor allem die Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren beigetragen, die nach ihrem Rückgang im Vorquartal nun wieder deutlich aufgestockt wurden. Die in M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente expandierten von April bis Juni ebenfalls stark. Dabei wurden sowohl die Repogeschäfte als auch die kurz laufenden Bankschuldverschreibungen in großem Umfang ausgeweitet. Die Geldmarktfondsanteile wurden zuletzt ebenfalls wieder recht kräftig dotiert.

Die wichtigste Quelle der Geldentstehung war im zweiten Vierteljahr die starke Kreditvergabe an den privaten Sektor im Euro-Raum. Vor allem der mit einer saisonbereinigten Jahresrate von knapp 9 ½ % deutliche Zuwachs der Buchkredite an den privaten Sektor hat für sich betrachtet den Geldmengenanstieg im Berichtszeitraum gefördert. Im Vorjahrsvergleich übertrafen die unverbrief-

*Bilanz-  
gegenposten*

ten Ausleihungen ihren Stand vom Juni 2004 um 7,9%. Wie in den vorangegangenen Quartalen hat hierzu vor allem die Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte beigetragen. Sie steuerten 3 ½ Prozentpunkte zur Vorjahrsrate der Buchkredite bei. Weitere 2 ½ Prozentpunkte entfielen auf den Anstieg der unverbrieften Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen und jeweils rund ein Prozentpunkt auf die Zunahme der übrigen Kredite an private Haushalte und die Ausweitung der Buchkredite an finanzielle Unternehmen.

Darüber hinaus haben im Berichtszeitraum die Netto-Forderungen des MFI-Sektors gegenüber dem Ausland recht kräftig zugenommen. Dem stand allerdings eine anhaltend deutliche Ausweitung des Geldkapitals gegenüber. Von April bis Juni wurden dabei erneut vor allem Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren außerhalb des Bankensektors abgesetzt. Ebenso expandierten die langfristigen Termineinlagen weiter, auch wenn sie zuletzt nicht mehr so gefragt waren wie noch im vierten Quartal 2004 und im ersten Vierteljahr 2005.

Von den Kassendispositionen der öffentlichen Haushalte gingen zuletzt keine wesentlichen Effekte auf die Geldmengenentwicklung aus. Der leichte Anstieg der Kredite an die öffentlichen Schuldner im Euro-Gebiet wurde von einer moderaten Aufstockung der von Zentralregierungen im Euro-Raum gehaltenen Bankeinlagen und kurzfristigen Bankschuldverschreibungen begleitet, die nicht Teil der Geldmenge M3 sind.

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

Mrd €	2005		2004	
	April bis Juni		April bis Juni	
<b>Position</b>				
<b>Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)</b>				
täglich fällig	+ 18,7		+ 7,4	
mit vereinbarter Laufzeit				
bis zu 2 Jahren	+ 4,0		- 6,2	
über 2 Jahre	- 0,6		+ 13,3	
mit vereinbarter Kündigungsfrist				
bis zu 3 Monaten	- 1,0		- 0,9	
über 3 Monate	- 1,6		- 2,3	
<b>Kredite</b>				
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen				
Buchkredite	+ 8,4		+ 1,7	
Wertpapierkredite	+ 0,6		- 9,1	
Kredite an inländische öffentliche Haushalte				
Buchkredite	- 4,5		- 18,7	
Wertpapierkredite	- 13,4		+ 14,9	

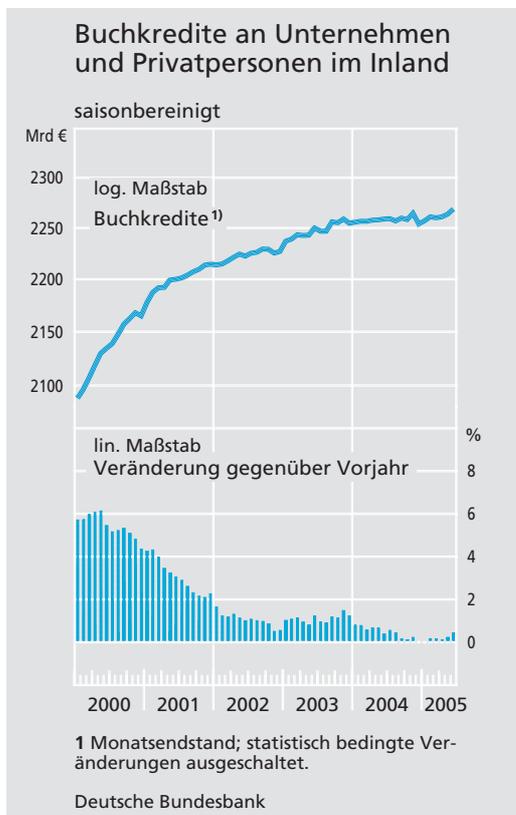
\* Zu den monetären Finanzinstituten (MFIs) zählen hier neben den Banken (einschl. Bausparkassen, ohne Bundesbank) auch die Geldmarktfonds, s. a.: Tabelle IV.1 im Statistischen Teil des Monatsberichts. — 1 Unternehmen, Privatpersonen und öffentliche Haushalte ohne den Bund.

Deutsche Bundesbank

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

Die zur Geldmenge M3 rechnenden liquiden Bankeinlagen der privaten Nichtbanken in Deutschland bei heimischen Kreditinstituten wurden im zweiten Vierteljahr kräftig ausgeweitet. Ihr Anstieg fiel mit einer saisonbereinigten Jahresrate von gut 6 ½ % nur etwas geringer aus als die entsprechende Zunahme dieser Einlagen im gesamten Euro-Währungsgebiet (+ 8 %). Dabei wurden im Berichtszeitraum die täglich fälligen Einlagen und die kurzfristigen Spareinlagen auch in Deutschland weiter aufgestockt. Wie im Euro-Raum insgesamt waren aber zudem vor allem die kurzfristigen Termineinlagen zuletzt besonders gefragt, nachdem sie im Vorquartal noch deutlich zurückgeführt worden waren. Ange-

*Kräftige  
Zunahme der  
kurzfristigen  
Bankeinlagen*



sichts des weiteren Zinsrückgangs am Kapitalmarkt hat die Attraktivität kurzfristiger Bankeinlagen weiter zugenommen.

Die täglich fälligen Einlagen der inländischen Anleger sind im zweiten Quartal 2005 mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 6 ½ % erneut kräftig gewachsen. Neben den privaten Haushalten haben dabei vor allem die nichtfinanziellen Unternehmen zum Anstieg der Sichteinlagen beigetragen. Dagegen bauten die sonstigen Finanzierungsinstitutionen ihre Tagesgelder ab. Sie bildeten im Berichtszeitraum statt dessen vor allem Einlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Da auch Versicherungen und nichtfinanzielle Unternehmen ihre kurzfristigen Termingelder merklich aufstockten, nahmen diese Einlagen von April bis Juni insgesamt

*Täglich fällige Einlagen kräftig ...*

*... und kurzfristige Termineinlagen stark gestiegen*

mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 13 % stark zu. Dagegen fiel der Anstieg der kurzfristigen Spareinlagen (mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von drei Monaten) mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 4 ½ % zwar deutlich geringer als der der kurzfristigen Termineinlagen aus, im Vergleich zu den vorangegangenen Quartalen weist er aber eine klare Beschleunigungstendenz auf.

Die kurzfristigen Einlagen dürften dabei zuletzt auch zu Lasten der längerfristigen Spareinlagen (mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten) gebildet worden sein. Denn letztere stagnierten im Berichtszeitraum, nachdem sie in den vorangegangenen beiden Quartalen noch zugenommen hatten. Auch die Termineinlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren wurden zuletzt nicht weiter aufgestockt. Nach den recht kräftigen Zuwächsen in den vorherigen Quartalen dürften zuletzt vor allem die merklich gesunkenen Zinsen zum geringen Interesse an langfristigen Termingeldern beigetragen haben.

*Längerfristige Bankeinlagen nahezu unverändert*

Im Kreditgeschäft mit inländischen Nichtbanken hatten die deutschen Banken im zweiten Vierteljahr Zuwächse zu verzeichnen. So vergaben die inländischen Kreditinstitute erstmals seit einem Jahr wieder unverbriefte Darlehen an deutsche öffentliche Haushalte. Dem stand allerdings ein starker Abbau der Bestände an öffentlichen Anleihen gegenüber. Unter ihren Krediten an private inländische Nichtbanken weiteten die Banken sowohl die verbrieften als auch die unverbrieften Ausleihungen aus. So stiegen die Buchkredite im Verlauf des zweiten Quartals

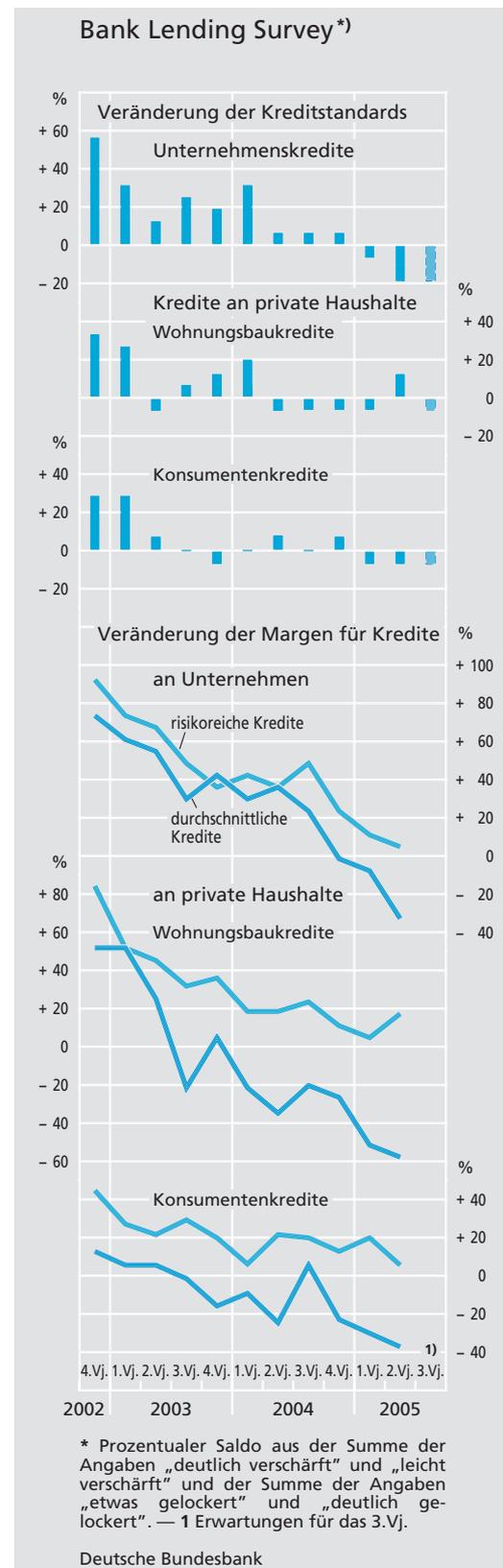
*Kredite etwas gestiegen*

mit einer saisonbereinigten Jahresrate von 1½ %. Hier wurden neben Darlehen an inländische Unternehmen vor allem langfristige Wohnungsbaukredite vergeben.

*Lockerung der Kreditstandards für Unternehmen und sinkende Margen*

Erstmals seit Beginn der Umfrage im vierten Quartal 2002 weisen die deutschen Ergebnisse des Bank Lending Survey im Eurosystem<sup>1)</sup> nach ersten Andeutungen im Vorquartal nun klar erkennbar auf eine Lockerung der Kreditstandards auch für Firmenkredite hin. Als Ursache nannten einige Institute den zunehmenden Wettbewerbsdruck in diesem Kreditsegment. Die Kreditstandards für private Haushalte blieben dagegen für Konsumentenkredite unverändert beziehungsweise fielen für Wohnungsbaukredite in der Tendenz etwas restriktiver aus. Die Entwicklung der Kreditstandards in Deutschland verlief damit ähnlich wie im Euro-Raum insgesamt, wenngleich die restriktivere Tendenz im Bereich der Wohnungsbaukredite in Deutschland von der Gesamtentwicklung abwich. In ihrem Kreditgeschäft mit Unternehmen und privaten Haushalten senkten die Banken nach eigenen Angaben die Margen für durchschnittliche Kredite weiter ab. Dies galt in Deutschland in besonderem Maße für den Bereich des privaten Wohnungsbaus. Einzelne Institute begründeten diese Entwicklung in ergänzenden Kommentaren unter anderem mit der aktuellen Wettbewerbssituation. Gleichzeitig kam es bei risikoreicheren Krediten teilweise noch zu leichten Margenausweitungen. Für das dritte Quartal 2005 gehen die deutschen Institute von weiteren leichten Lockerungen bei

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsgebiet, Monatsbericht, Juni 2003, S. 69 ff.





den Kreditstandards sowie einer weitgehend unveränderten Kreditnachfrage aus.

Im Neugeschäft deutscher Banken haben sich im zweiten Quartal 2005 die langfristigen Kredite an den privaten Sektor merklich verbilligt. So forderten die Kreditinstitute im Geschäft mit nichtfinanziellen Unternehmen zuletzt je nach Kreditvolumen zwischen 4,0 % und 4,4 %. Auch die Zinsen für langfristige Kredite an private Haushalte gaben nach. Sie beliefen sich zuletzt auf 8,7 % für Konsumentenkredite und 4,3 % für Wohnungsbaukredite bei einer Zinsbindung von über zehn Jahren. Die Entwicklung im kurzfristigen Kreditgeschäft verlief demgegenüber uneinheitlich. Während die entsprechenden Zinsen sowohl für Konsumentenkredite als auch für kleinvolumige Unternehmenskredite nahezu unverändert blieben, verlangten die Banken für großvolumige Unternehmenskredite und für Wohnungsbaukredite etwas weniger als noch im Vorquartal.

*Kreditzinsen  
überwiegend  
leicht  
nachgebend*

Im langfristigen Passivgeschäft der inländischen Kreditinstitute mit privaten Haushalten sind die Zinsen im zweiten Quartal 2005 ebenfalls gesunken. Dagegen blieb die Verzinsung kurzfristiger Einlagen nahezu unverändert. Im Ergebnis bewegten sich die Termineinlagensätze zuletzt je nach Laufzeitkategorie für private Haushalte zwischen 1,9 % und 2,2 %.<sup>2)</sup> Spareinlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten

*Langfristige  
Einlagenzinsen  
ebenfalls  
nachgebend*

2 Der für Termineinlagen mit vereinbarter Laufzeit von über einem und bis zwei Jahre für Juni 2005 gemeldete Wert in Höhe von 2,7 % beruht auf großvolumigen Sondergeschäften. Typischerweise liegen die Sätze in dieser Kategorie zwischen denjenigen für kurzfristige (zuletzt 1,9 %) und langfristige (zuletzt 2,2 %) Termineinlagen.

wurden mit 2,1% verzinst; für längere Kündigungsfristen boten die Banken 2,4%.

## Wertpapiermärkte

*Zinstief am  
Rentenmarkt*

Die deutschen und europäischen Rentenmärkte standen seit April im Zeichen weltweit sinkender Kapitalmarktzinsen und ausgesprochen freundlich tendierender Aktienmärkte. In diesem Umfeld fielen die deutschen Anleiherenditen, hier gemessen an der Umlaufrendite zehnjähriger Bundesanleihen, im zweiten Quartal im Einklang mit der Entwicklung der US-Kapitalmarktzinsen um rund einen halben Prozentpunkt und erreichten mit knapp 3,1% Ende Juni und Anfang Juli einen historischen Tiefstand. Im Ergebnis sind die erwarteten Realzinsen im gleichen Ausmaß zurückgegangen; auf Basis der langfristigen Inflationserwartungen für das Euro-Gebiet lagen sie zuletzt bei 1¼% und damit im historischen Vergleich auf einem außerordentlich niedrigen Stand.

*Zinsaufschläge  
auf Unter-  
nehmens-  
anleihen ...*

Durch den Zinsrückgang am Markt für Bundesanleihen haben sich auch die Fremdfinanzierungsbedingungen im Unternehmenssektor verbessert, obwohl die Zinsaufschläge auf höhere Ausfallrisiko- und Liquiditätsprämien als im ersten Quartal hindeuten.<sup>3)</sup> Zusammen mit der günstigeren Einschätzung der Bonität der Unternehmen durch die Rating-Agenturen, die wie im Vorquartal auch im Berichtszeitraum mehr Unternehmen herauf- als herabstufen, lassen die Zinsaufschläge allerdings eher auf eine im zweiten Quartal gestiegene Risikoaversion der Investoren als auf eine ungünstigere Risikoeinschätzung schlie-

*... deuten  
auf höhere  
Risikoaversion  
an den Anleihe-  
märkten hin*



Ben. Dies steht auch im Einklang mit der Entwicklung an den Märkten für internationale Unternehmensanleihen.<sup>4)</sup>

In der Emissionstätigkeit am deutschen Rentenmarkt haben sich die günstigen Finanzie-

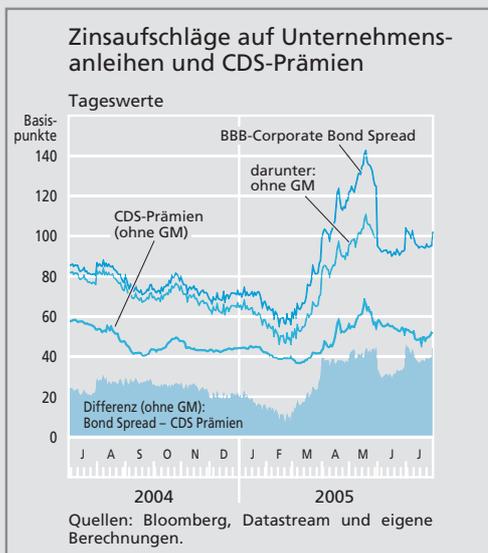
*Absatz von  
Rentenwerten  
leicht  
abgeschwächt*

<sup>3</sup> Hier gemessen an den Spreads sieben- bis zehnjähriger europäischer Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB. Zwar lagen die Zinsaufschläge zuletzt mit gut 100 Basispunkten nur unwesentlich über dem Niveau von Ende März, beim Vergleich mit dem Vorquartal muss aber insbesondere einer im Laufe des zweiten Quartals veränderten Zusammensetzung des BBB-Index und der damit einhergehenden Niveauabsenkung des Spreads Rechnung getragen werden. Unter Berücksichtigung dieser technisch bedingten Veränderung legen die Zinsaufschläge wie auch die entsprechenden Prämien von Credit Default Swaps höhere Ausfallrisiko- und Liquiditätsprämien nahe.

<sup>4</sup> Darauf deutet ein Maß für die Risikoneigung hin, das auf dem ersten gemeinsamen Faktor einer Hauptkomponentenanalyse basiert. In die Hauptkomponentenanalyse wurden US-amerikanische und europäische Unternehmensanleihen aus dem Hochzins- und Investmentgrade-Segment einbezogen.

## Entwicklung des Zinsaufschlags auf Unternehmensanleihen

Der Renditeabstand zwischen Staatsanleihen und Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB ist von Herbst 2002 bis Frühjahr dieses Jahres um etwa vier Fünftel bis unter 60 Basispunkte gesunken. Danach setzte eine Gegenbewegung ein: von März bis Mai stieg der Renditeaufschlag wieder auf gut 140 Basispunkte an. Auslöser hierfür waren die Gewinnwarnungen von General Motors und Ford. Das zeigt ein Vergleich mit entsprechenden Angaben ohne die Anleihe von General Motors, die in dem Gesamtindex bis Ende Mai 2005 enthalten ist.<sup>1)</sup> Im betrachteten Zeitraum ging danach knapp ein Viertel des Spread-Anstiegs auf die Bonitätsverschlechterung von General Motors zurück. Der bereinigte Index und die entsprechenden Kreditrisikoprämien von Credit Default Swaps (CDS) zeigen aber auch einen darüber hinausgehenden kräftigen allgemeinen Anstieg der Kreditrisiko- und Liquiditätsprämien seit März dieses Jahres.<sup>2)</sup>



<sup>1</sup> Es handelt sich um den Merrill-Lynch-Index für Unternehmensanleihen der Ratingklasse BBB mit einer Restlaufzeit von sieben bis zehn Jahren. Der Index wurde um die im Mai 2005 enthaltene Anleihe von General Motors bereinigt und entsprechend zurückgerechnet. Der Abstand der beiden Kurven am 30. Mai 2005 entsteht durch die sonstigen Veränderungen der Indexzusammensetzung. — <sup>2</sup> Die Liquiditätsprämie kann dabei als Differenz der Zinsaufschläge und der CDS-Prämien ermittelt werden; vgl.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Mai 2005, S. 33.

Deutsche Bundesbank

rungsbedingungen nicht unmittelbar niedergeschlagen. Insgesamt wurden im zweiten Quartal 2005 zwar inländische Schultitel im Wert von 341½ Mrd € abgesetzt. Nach Berücksichtigung von Tilgungen und Eigenbestandsveränderungen lag der Netto-Absatz heimischer Rentenwerte mit 56½ Mrd € aber leicht unter dem Wert des ersten Quartals, wozu insbesondere erhöhte Tilgungen von Geldmarktpapieren beigetragen haben. Darüber hinaus flossen Anlagemittel aus Deutschland in Höhe von 46½ Mrd € in ausländische Schuldverschreibungen, die überwiegend auf Euro lauteten. Somit wurden am deutschen Rentenmarkt im Ergebnis 103 Mrd € aufgebracht, nach 114 Mrd € im Vorquartal.

Die heimischen Kreditinstitute begaben im Berichtszeitraum Rentenwerte für netto 46 Mrd €. Sie weiteten ihre Emissionen damit gegenüber der vorangegangenen Dreimonatsperiode um die Hälfte aus. Sie waren die einzige inländische Schuldnergruppe, deren Absatz per saldo anstieg. Im Vordergrund standen dabei die Sonstigen Bankschuldverschreibungen (31 Mrd €), die im Unterschied zu Hypothekendarlehen und Öffentlichen Pfandbriefen nicht auf die Refinanzierung bestimmter Kreditgeschäfte der Banken ausgerichtet sind, sondern ein besonders flexibles allgemeines Refinanzierungsinstrument darstellen. Daneben wurden per saldo nur noch Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten in größerem Umfang begeben (9½ Mrd €). Der Absatz von Öffentlichen Pfandbriefen belief sich dagegen lediglich auf netto 5 Mrd €; aus der Emission von Hypothekendarlehen kam gut ½ Mrd € auf.

*Gestiegene  
Mittelaufnahme  
der Kredit-  
institute*

*Bund begibt  
Fremdwäh-  
rungsanleihe*

Die öffentlichen Haushalte haben im Berichts-  
quartal am Rentenmarkt netto 11½ Mrd €  
aufgenommen. Der größte Teil davon entfiel  
auf die Emissionen des Bundes, der per saldo  
auf Euro lautende Schuldverschreibungen für  
8½ Mrd € begab, vor allem im fünfjährigen  
Laufzeitsegment (10 Mrd €). Des Weiteren  
emittierte der Bund die erste Fremdwäh-  
rungsanleihe über 5 Mrd US-\$, wobei das  
Währungsrisiko durch entsprechende Ab-  
sicherungsgeschäfte ausgeschlossen wurde.  
Neben den fünfjährigen Obligationen hat der  
Bund Schatzbriefe und zweijährige Schatz-  
anweisungen netto begeben. Die Länder  
nahmen den Kapitalmarkt mit 3½ Mrd € in  
Anspruch.

*Unternehmen  
verringern  
Kapitalmarkt-  
verbindlich-  
keiten*

Die emissionsfähigen nichtfinanziellen Unter-  
nehmen reduzierten ihre Kapitalmarktver-  
schuldung um 1 Mrd €. Dabei überwog die  
Tilgung von Geldmarktpapieren, während die  
Verschuldung in länger laufenden Papieren  
leicht zunahm.

*Erwerb von  
Schuldver-  
schreibungen*

Auf der Erwerberseite des deutschen Ren-  
tenmarkts standen ausländische Investoren  
im Vordergrund, die ihre Bestände um 59½  
Mrd € aufstockten. Dabei erwarben sie Ren-  
tenwerte der öffentlichen Hand und privater  
Schuldner in vergleichbarer Größenordnung.  
Die Kreditinstitute nahmen im Ergebnis fast  
nur ausländische Rentenwerte ins Portfeuille  
(26 Mrd €). Inländische Nichtbanken enga-  
gierten sich mit 16½ Mrd € am Rentenmarkt,  
die per saldo ausschließlich in ausländische  
Schuldverschreibungen (20½ Mrd €) flossen.

*Aktienmarkt  
freudlich*

Auch die Aktienmärkte in Deutschland und  
Europa haben sich im zweiten Vierteljahr

## Neue lang laufende Finanzierungs- und Anlageinstrumente

In diesem Jahr sind erstmals seit 45 Jahren in  
Europa wieder Anleihen mit einer Laufzeit  
von 50 Jahren emittiert worden. Frankreich  
und das Vereinigte Königreich platzierten er-  
folgreich entsprechende Staatsanleihen, und  
auch ein italienisches Telekommunikations-  
unternehmen hat dieses Segment des Kapital-  
markts in Anspruch genommen.

Solche „Marathon-Anleihen“ waren am  
Markt stark gefragt. So war die Emission der  
50-jährigen französischen Staatsanleihe drei-  
fach überzeichnet. Sie wird lediglich mit  
einem Renditeaufschlag von wenigen Basis-  
punkten gegenüber einer vergleichbaren  
30-jährigen Anleihe gehandelt. Beim Ver-  
gleich der Renditen ist allerdings zu beachten,  
dass Investoren weit in der Zukunft liegende  
Zahlungsströme stark diskontieren. Dies spie-  
gelt sich in der mittleren, gewichteten Bin-  
dungsdauer des Kapitals, der so genannten  
Duration, der 50-jährigen Anleihe wider. Sie  
liegt mit rund 22 Jahren nur etwa fünf Jahre  
über derjenigen der 30-jährigen.

Dem gegenwärtigen Trend zu lang laufenden  
Finanzierungsinstrumenten entspricht auch,  
dass Unternehmen derzeit den Kapitalmarkt  
vereinzelt mit Hybridanleihen in Anspruch  
nehmen. Diese nachrangigen Schuldverschrei-  
bungen können Laufzeiten von 100 Jahren  
besitzen oder auch keinen festen Tilgungs-  
zeitpunkt aufweisen. Solche Schuldverschrei-  
bungen werden insbesondere von Rating-  
agenturen als teilweiser Eigenkapitalersatz  
angerechnet. Sie verbessern damit den Ver-  
schuldungsgrad und andere Finanzkenn-  
ziffern des begebenden Unternehmens, was  
tendenziell seine Finanzierungskosten senkt.  
Üblicherweise kann der Emittent eine Hybrid-  
anleihe nach spätestens zehn Jahren kündi-  
gen. Bis zum frühesten Kündigungszeitpunkt  
sind diese Bonds typischerweise mit einem  
festen Zins ausgestattet, danach wird ein vari-  
abler Satz gezahlt. Der Wechsel zur variablen  
Verzinsung rückt diese Anleihen somit eher in  
die Nähe einer zehnjährigen als einer tatsäch-  
lich „ultralang“ laufenden Anleihe.

Deutsche Bundesbank

### Kursentwicklung und Gewinnschätzungen für europäische und deutsche Aktiengesellschaften

Monatswerte



<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

nach einer kurzen Schwächephase wieder rasch erholt. Im Juni und Juli ist diese Entwicklung vor allem an den deutschen Börsen fast schon stürmisch verlaufen. Zuletzt erreichten die deutschen Aktienindizes erstmals wieder die hohen Stände von vor drei bis vier Jahren. Gemessen an den marktbreiten Indizes CDAX und Dow Jones Euro Stoxx legten die Kurse deutscher und europäischer Aktien gegenüber Ende April rund 18 % beziehungsweise 14 % zu. Durchgreifend verbesserte Ertrags Erwartungen für die großen im Exportgeschäft tätigen Unternehmen waren die Grundlage dafür. Darüber hinaus sorgte die Stärkung des US-Dollar und die damit verbundene verbesserte Wettbewerbsfähigkeit europäischer Firmen an den Weltmärkten für Kursphantasie auf der Anlegerseite. Energie- und Versorgungswerte profitierten von dem weltweiten Anstieg der Nachfrage in diesem Bereich. Dagegen entwickelten sich die von der Binnenkonjunktur abhängigen Titel nur unterdurchschnittlich. Insgesamt betrachtet haben sich mit den deutlichen Kursgewinnen am deutschen Aktienmarkt die Finanzierungsbedingungen der deutschen Unternehmen nicht nur auf Grund der niedrigen Kapitalmarktzinsen, sondern auch mit Blick auf das Angebot von Risikokapital verbessert.

Vor dem Hintergrund eines einzigen größeren Börsengangs im zweiten Quartal ist die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt zurückgegangen. Inländische Unternehmen platzierten junge Aktien im Kurswert von nur 1 Mrd €, nach 2 Mrd € im Vorquartal. Für das zweite Halbjahr wird jedoch eine Belebung des Emissionsgeschäfts erwartet, zumal sich Private Equity Fonds und andere Beteiligungs-

*Geringere  
Mittelaufnahme  
am Aktien-  
markt*

finanzierer wieder verstärkt über die Börse von früher eingegangenen Beteiligungsengagements trennen. Erworben wurden deutsche Aktien per saldo nur von gebietsfremden Investoren (26 ½ Mrd €). Inländische Nichtbanken und die Kreditinstitute bauten hingegen ihre Bestände um 21 Mrd € beziehungsweise 4 ½ Mrd € ab. Ihr Engagement in ausländischen Dividendenwerten änderte sich per saldo kaum.

*Investment-  
zertifikate*

Inländische Investmentgesellschaften konnten im Berichtszeitraum mit 9 ½ Mrd € ebenso hohe Mittelzuflüsse verzeichnen wie in der Vorperiode, nachdem sie ein Jahr zuvor noch Mittelabflüsse hatten hinnehmen müssen. Zwei Drittel davon kamen Spezialfonds zugute. Bei den Publikumsfonds standen Rentenfonds in der Gunst der Anleger an erster Stelle, gefolgt von Geldmarktfonds und Gemischten Fonds. Aktienfonds mussten hingegen Anteile zurücknehmen. Ausländische Fonds konnten mit 8 Mrd € ihren Absatz von Anteilen gegenüber dem zweiten Quartal des Vorjahres verdreifachen. Käufer waren vorwiegend inländische Nichtbanken, die insgesamt Fondsanteile im Wert von 12 ½ Mrd €

### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Position	2005		2004
	Jan. bis März	April bis Juni	April bis Juni
<b>Mrd €</b>			
<b>Rentenwerte</b>			
Inländer	62,7	43,1	59,1
Kreditinstitute	46,4	26,8	38,2
darunter:			
ausländische Rentenwerte	34,6	26,0	18,8
Nichtbanken	16,2	16,3	20,9
darunter:			
inländische Rentenwerte	- 2,3	- 4,1	6,3
Ausländer	51,4	59,7	22,3
<b>Aktien</b>			
Inländer	- 1,6	- 25,7	17,1
Kreditinstitute	1,5	- 4,5	- 5,4
darunter:			
inländische Aktien	2,3	- 6,9	- 6,2
Nichtbanken	- 3,1	- 21,1	22,5
darunter:			
inländische Aktien	- 4,0	- 18,4	23,0
Ausländer	3,7	26,5	- 11,8
<b>Investmentzertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	8,9	6,2	0,1
Anlage in Publikumsfonds	0,4	3,2	- 1,3
darunter: Aktienfonds	- 1,8	- 0,8	- 1,4
Deutsche Bundesbank			

erwarben und dabei zu fast gleichen Teilen in Zertifikate in- und ausländischer Fonds investierten. Die Kreditinstitute erwarben Anteile an in- und ausländischen Fonds im Gesamtwert von 4 Mrd €; gebietsfremde Anleger erhöhten ihr Engagement in inländischen Fondsanteilen dagegen nur geringfügig (1 Mrd €).