

## Geldpolitik, Kapitalmarkt und Bankgeschäft

### Zinspolitik und Geldmarkt

---

In den letzten Monaten beließ der EZB-Rat die Leitzinsen des Eurosystems unverändert. Der Mindestbietungssatz für die durchweg als Zinstender ausgeschriebenen Hauptrefinanzierungsgeschäfte betrug nach wie vor 2 %, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität blieben weiterhin bei 3 % beziehungsweise 1 %. Grundlage für die stetige Zinspolitik war die Einschätzung unverändert günstiger Aussichten für die Geldwertstabilität im Euro-Währungsgebiet. Zwar gaben die konjunkturellen Früh- und Vertrauensindikatoren im vierten Quartal erneut Hinweise auf eine moderate realwirtschaftliche Erholung. Vor dem Hintergrund des anhaltend kräftigen Anstiegs des Euro-Außenwerts und einer unverändert geringen Kapazitätsauslastung schienen die Gefahren für die Preisstabilität von der realwirtschaftlichen Seite her betrachtet jedoch insgesamt begrenzt. Diese Einschätzung wird derzeit auch von den monetären Indikatoren gestützt.

*Zinssätze des Eurosystems bei stabilen Preisaussichten unverändert*

Die stetige Zinspolitik des EZB-Rats ist von den Marktteilnehmern erwartet worden. Im Berichtsquartal bewegte sich der Tagesgeldzins (EONIA) erneut recht eng am Mindestbietungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte. Größere Abweichungen beschränkten sich jeweils auf das Ende der Mindestreserveerfüllungsperioden beziehungsweise auf die letzte Dezemberwoche, in der die Finanzinstitute üblicherweise aus bilanztechnischen Gründen bestrebt sind, verstärkt Liquidität zu halten. Weniger stetig entwickelten sich dagegen im vierten Quartal die Zinsen für längere Laufzeiten am Geldmarkt. Angesichts der im Herbst

*Zinsentwicklung am Geldmarkt*

## Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den zurückliegenden drei Mindestreserveperioden kam es auf Grund der Veränderung der autonomen Faktoren zu einer Ausweitung der Nachfrage der Kreditinstitute nach Zentralbankguthaben um insgesamt 22,8 Mrd € (siehe nebenstehende Tabelle). Die Hauptursache für diese Entwicklung war der saisonübliche Anstieg des Banknotenumlaufs in der Vorweihnachtszeit. Liquiditätszuführend wirkte dagegen die Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem, die zwar in der Periode November/Dezember kräftig anstiegen, in der Periode Dezember/Januar jedoch so deutlich zurückgingen, dass sich für den betrachteten Zeitraum insgesamt eine liquiditätszuführende Wirkung von 11,3 Mrd € ergibt. Veränderungen bei den Netto-Währungsreserven und den sonstigen Faktoren glichen sich gegenseitig weitgehend aus. Maßgeblich für die Veränderungen dieser beiden Größen ist zu einem großen Teil die vierteljährliche Neubewertung zum 31. Dezember 2003.

Die Veränderungen bei den autonomen Faktoren glich das Eurosystem durch Anpassungen bei den Volumina der Hauptrefinanzierungsgeschäfte aus, die in der Periode November/Dezember kräftig ausgeweitet wurden, so dass sich bei den geldpolitischen Geschäften insgesamt ein Anstieg um 24,5 Mrd € ergab. Das Volumen der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte blieb unverändert. Auch in den Tagen um die Weihnachtsfeiertage und den Jahreswechsel, in denen die Entwicklung der autonomen Faktoren schwierig zu prognostizieren ist, musste das Eurosystem keine Feinststeuerungsoperation zur Steuerung der Liquiditätsbedingungen am Geldmarkt einsetzen.

Kurzfristige Liquiditätsschwankungen wurden durch Inanspruchnahmen der ständigen Fazilitäten reibungslos ausgeglichen. Die größte Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität an einem einzelnen Tag fand am 23. Dezember 2003 mit 11,6 Mrd € statt (Bundesbank: 5,0 Mrd €). Die Kreditinstitute beschafften sich so zusätzliche Liquidität über die Weihnachtsfeiertage. Die Inanspruchnahme blieb jedoch deutlich unter der des Vorjahres, als am 23. Dezember 2002 die Spitzenrefinanzierungsfazilität in Höhe von 18,6 Mrd € (Bundesbank: 15,1 Mrd €) genutzt worden war.

Im Ergebnis erhöhten sich die Guthaben der Kreditinstitute beim Eurosystem um 1,7 Mrd €, was auf den Anstieg des Mindestreservesolls um 1,5 Mrd € und zu einem geringen Teil auf die etwas erhöhte Übererfüllung der Kreditinstitute zurückzuführen ist.

Der Zinssatz für Tagesgeld am Interbankenmarkt im Euro-Währungsgebiet gemessen am Durchschnittssatz EONIA blieb im Betrachtungszeitraum meist nahe am Mindestbietungssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte von 2,00 %. Zum Ende der Reserveperioden kam es jedoch zu einem Absinken von EONIA deutlich unter den Mindestbietungssatz. Nach oben gab es dagegen nur eine größere Abweichung zwischen dem 23. Dezember, als ein Stand von 2,46 % erreicht wurde, und dem 31. Dezember. Dies war Ausdruck der üblichen leichten Anspannung der Liquiditätslage um die Feiertage und den Jahresultimo.

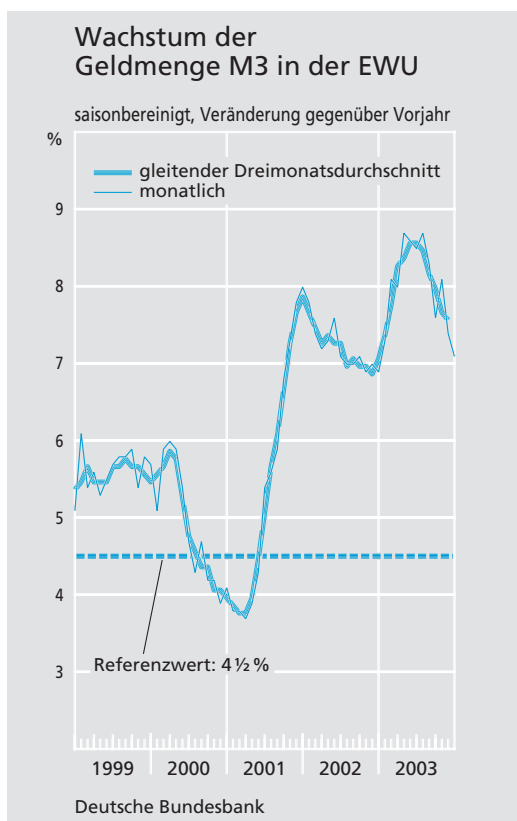
1 Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14\*/15\* im Statistischen Teil dieses Berichts. — 2 Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende. — 3 Einschl. in

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

Mrd €; berechnet auf der Basis von Tagesdurchschnitten der Reserveerfüllungsperioden

Position	2003/2004		
	24. Okt. bis 23. Nov.	24. Nov. bis 23. Dez.	24. Dez. bis 23. Jan.
<b>I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch</b>			
1. Veränderung des Banknotenumlaufs (Zunahme: -)	- 3,9	- 16,7	- 11,5
2. Veränderung der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 4,9	- 13,6	+ 20,0
3. Veränderung der Netto-Währungsreserven <sup>2)</sup>	+ 0,5	- 1,7	- 10,9
4. Sonstige Faktoren <sup>2) 3)</sup>	+ 1,1	+ 2,3	+ 6,7
<b>Insgesamt</b>	<b>+ 2,6</b>	<b>- 29,7</b>	<b>+ 4,3</b>
<b>II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 2,6	+ 29,7	- 2,9
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 0,0	+ 0,0	± 0,0
c) Sonstige Geschäfte	-	-	-
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,0	+ 0,5	- 0,3
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,1	+ 0,2	- 0,0
<b>Insgesamt</b>	<b>- 2,7</b>	<b>+ 30,4</b>	<b>- 3,2</b>
<b>III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)</b>	<b>- 0,1</b>	<b>+ 0,8</b>	<b>+ 1,0</b>
<b>IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)</b>	<b>+ 0,2</b>	<b>- 0,7</b>	<b>- 1,0</b>

Stufe 2 abgeschlossener und in Stufe 3 noch ausstehender geldpolitischer Geschäfte („Outright“-Geschäfte und die Begebung von Schuldverschreibungen) sowie nicht mit der Geldpolitik in Zusammenhang stehender Finanzaktiva.



aufgekommenen Zinsanstiegserwartungen der Marktteilnehmer wiesen die Geldmarktsätze mit längerer Bindungsfrist zunächst zunehmend höhere Aufschläge auf. So lag der 12-Monats-Euribor Anfang Dezember vorübergehend knapp 40 Basispunkte über seinem Wert am Quartalsbeginn. Seitdem ging er zwar wieder deutlich zurück. Insgesamt sind die längerfristigen Zinserwartungen am Geldmarkt aber nach oben gerichtet.

### Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

*Monetäre  
Expansion  
weiterhin hoch,  
aber mit  
abnehmender  
Dynamik*

Die Geldmenge M3 im Euro-Währungsgebiet ist im vierten Quartal kräftig und damit immer noch deutlich schneller gestiegen als für die Finanzierung eines inflationsfreien Wirt-

schaftswachstums erforderlich ist. Die monetäre Expansion fiel aber spürbar geringer aus als noch im ersten Halbjahr. Zum Jahresende betrug die annualisierte saisonbereinigte Dreimonatsrate von M3 knapp 6 %. Der gleitende Dreimonatsdurchschnitt der Vorjahrsraten ging von 8,2 % für Juli bis September auf 7,6 % für die Monate Oktober bis Dezember zurück. Offenbar gewannen Mittelanlagen außerhalb der Geldmenge M3 weiter an Attraktivität. Im Einklang mit den sich aufhellenden Konjunkturerwartungen nahmen die Aktienkurse im vierten Quartal erneut zu. Auch die Kapitalmarktzinsen sind im Verlauf des Quartals gestiegen. Damit erhöhten sich auch die Opportunitätskosten der Geldhaltung. Insgesamt könnte die Abschwächung der monetären Expansion darauf hindeuten, dass sich die hohe Liquiditätsneigung der Anleger allmählich zurückzubilden beginnt. Wenn sich dieser Prozess jedoch nicht fortsetzen würde und gleichzeitig die hohen Geldbestände vermehrt für Konsum- und Investitionsausgaben genutzt würden, entstünden Preisgefahren. Vor diesem Hintergrund muss die Geldmengenentwicklung auch weiterhin aufmerksam beobachtet werden.

Unter den einzelnen Komponenten der Geldmenge M3 sind im vierten Quartal die täglich fälligen Einlagen spürbar gestiegen. Ihre annualisierte saisonbereinigte Zuwachsrate nahm jedoch von knapp 10 % im dritten Vierteljahr auf 6 % im Berichtszeitraum ab. Anhaltend stark zeigte sich die Expansion der Bargeldbestände, die mit einer vergleichbaren Rate von 26 % wuchsen. Insgesamt stieg die Geldmenge in der engen Abgrenzung M1 damit im vierten Quartal um gut 8 ½ %. Die

*Komponenten  
der Geldmenge*

anderen kurzfristigen Bankeinlagen (ohne täglich fällige Einlagen) sind im vierten Quartal zwar nur vergleichsweise zurückhaltend dotiert worden. Die in der Geldmenge M3 enthaltenen marktfähigen Finanzinstrumente sind allerdings saisonbereinigt kräftig gestiegen. Dabei waren wie schon im Quartal zuvor vor allem Geldmarktfondszertifikate gefragt. Aber auch Repogeschäfte sowie Geldmarktpapiere und kurzlaufende Bankschuldverschreibungen konnten zuletzt merklich zulegen. In den vorangegangenen Quartalen wurden diese noch überwiegend abgebaut.

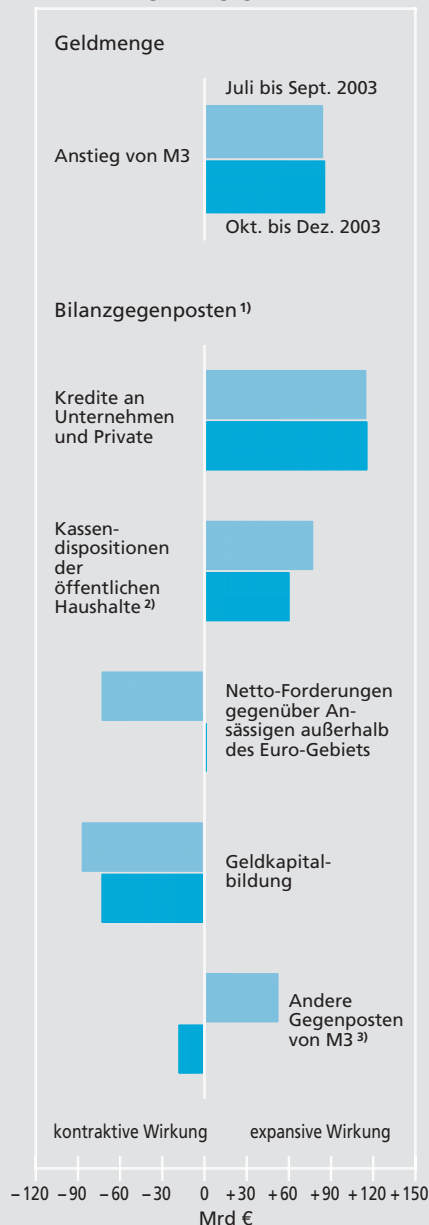
Bilanz-  
gegenposten

Von den Bilanzgegenposten her betrachtet haben vor allem die Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen das Geldmengenwachstum im Berichtszeitraum gefördert. Dabei konnte insbesondere die Buchkreditvergabe an den privaten Sektor kräftig zulegen. Mit einer annualisierten Dreimonatsrate von gut 6 % expandierte sie zuletzt etwas schneller als das Geldmengenaggregat M3. Dabei dürften die günstigen Finanzierungsbedingungen sowie die erwartete Konjunkturerholung die Bereitschaft der privaten Nichtbanken zur Mittelaufnahme erneut gefördert haben.

Des Weiteren haben die MFIs in merklichem Umfang Kredite an die öffentlichen Haushalte im Euro-Währungsgebiet gewährt. In nicht-saisonbereinigter Betrachtung nahmen diese in den Monaten Oktober bis Dezember um 24,7 Mrd € zu. Dabei sind im Berichtsquartal vor allem die Buchkredite an die öffentliche Hand gestiegen (+ 21,4 Mrd €). Der deutliche Abbau der Einlagen der Zentralregierungen hat für sich genommen ebenfalls das Geld-

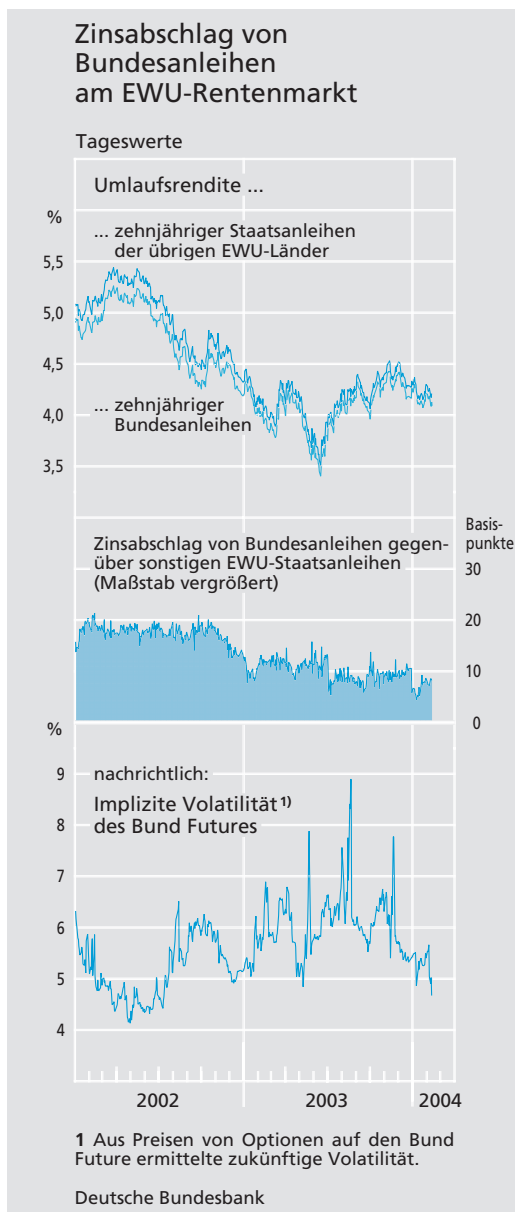
## Geldmenge M3 in der EWU und ihre Bilanzgegenposten

Mrd €, saisonbereinigt,  
Veränderung im angegebenen Zeitraum



1 Die Veränderungen der Bilanzgegenposten sind 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



mengenwachstum im vierten Quartal gefördert.

Vom Auslandszahlungsverkehr gingen im Berichtszeitraum keine expansiven Wirkungen auf die Geldmenge M3 aus. Die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors, in der sich der Zahlungsverkehr der Nichtbanken mit dem EWU-Ausland niederschlägt, blieb im vierten Quartal nach Ausschaltung von Sai-

soneffekten unverändert. Die sich erneut beschleunigende Geldkapitalbildung dämpfte dagegen den Geldmengenanstieg. So nahm in den Monaten Oktober bis Dezember die annualisierte saisonbereinigte Dreimonatsrate der längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des Bankensektors (ohne Kapital und Reserven) auf 9 % zu. Dabei wurden wiederum vor allem Bankschuldverschreibungen außerhalb des MFI-Sektors abgesetzt, aber auch die längerfristigen Termineinlagen konnten nochmals kräftig zulegen. Zudem kam der Abbau der Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von über drei Monaten im Zeitraum Oktober bis Dezember praktisch zum Stillstand. Insgesamt dürften dabei die gestiegenen Kapitalmarktzinsen die längerfristige Mittelanlage im Bankensektor gefördert haben.

## Wertpapiermärkte

Mit den sich aufhellenden Konjunkturperspektiven haben die Finanzmärkte im Euro-Währungsgebiet in den letzten Monaten des vergangenen Jahres weiter an Zuversicht gewonnen. So kam es zu einem leichten Zinsanstieg an den Rentenmärkten, während steigende Gewinnerwartungen insbesondere an den Aktienmärkten zu Kurssteigerungen führten.

In der Spitze überstiegen die Renditen zehnjähriger EWU-Staatsanleihen im Verlauf des letzten Vierteljahres mit rund 4 ½ % ihren bisherigen Tiefstand von Mitte Juni um beinahe einen Prozentpunkt. Seit Anfang Dezember haben sich die europäischen Kapitalmarkt-

*Finanzmärkte unter dem Einfluss weiterer Konjunkturaufhellung*

*Kapitalmarktzinsen im Ergebnis leicht erhöht*

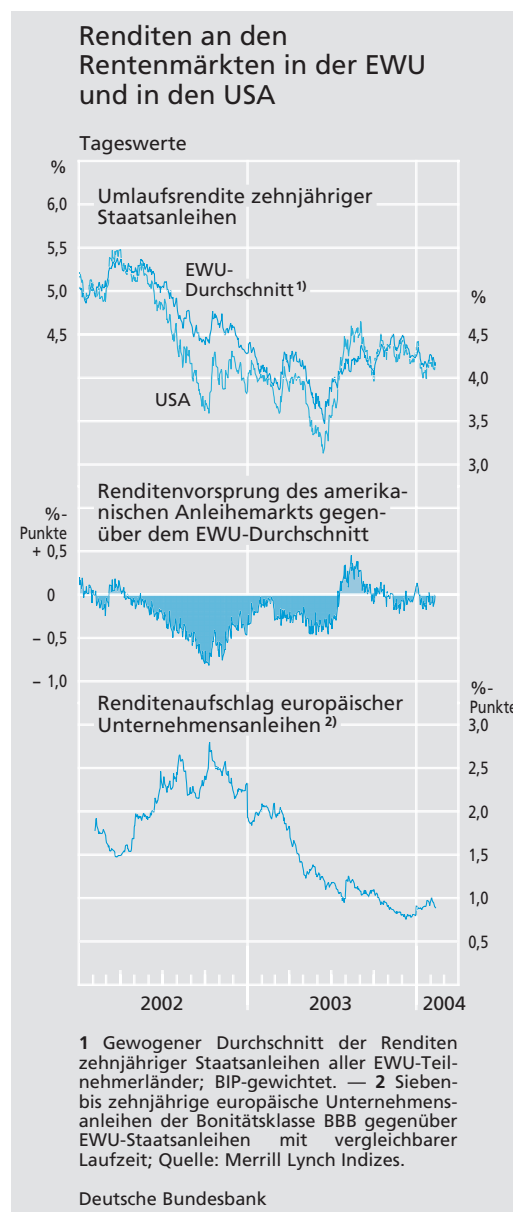
zinsen zwar wieder etwas zurückgebildet; zuletzt lagen sie aber immer noch bei rund 4¼%. Gleichzeitig hat sich der Zinsvorsprung der USA, der noch im August einen drittel Prozentpunkt überstiegen hatte, im vierten Quartal weitgehend eingeebnet. Mitte Februar lagen die zehnjährigen Kapitalmarktzinsen im Euro-Raum sogar einen zehntel Prozentpunkt über den Renditen von US-Treasuries.

*Bundesanleihen mit anhaltend geringem Zinsabschlag gegenüber übrigen EWU-Ländern*

Der deutsche Markt hat diese Entwicklung weitgehend mitvollzogen. Wie im Quartal zuvor verharrte der Zinsabschlag von zehnjährigen Bundesanleihen gegenüber dem Durchschnitt der übrigen Staatsanleihen aus dem Euro-Währungsgebiet im Mittel bei knapp einem zehntel Prozentpunkt. Um die Jahreswende verminderte sich der Zinsbonus des Bundes am Euro-Anleihemarkt allerdings bis auf nur noch rund fünf Basispunkte, worin sich jedenfalls zum Teil die anhaltend angespannte Lage der deutschen öffentlichen Finanzen widerspiegelt.

*Weiterhin niedrige Realzinsen*

Die Zinswende an den Kapitalmärkten im Euro-Gebiet und in den USA in der zweiten Jahreshälfte 2003 begann zunächst als Korrektur des im Vergleich zu Wachstums- und Inflationserwartungen überaus niedrigen Zinsniveaus. In den letzten Monaten des vergangenen Jahres gewannen hingegen vor allem die günstigeren weltwirtschaftlichen Ausichten und die damit verbesserten realen Ertragschancen an Bedeutung. Bei nahezu unveränderten Inflationserwartungen haben sich die langfristigen Realzinsen in den USA mit zuletzt rund 2% (berechnet auf der Basis von Umfrageergebnissen über die Inflations-



erwartungen) im Vergleich zu ihrem Tiefstand im Sommer 2003 mittlerweile verdoppelt. Im Euro-Raum und in Deutschland sind sie ebenfalls angestiegen, wenn auch nur etwa halb so stark auf rund 2½% im Januar dieses Jahres. Die realen Kapitalmarktzinsen liegen damit aber weiterhin klar unter ihrem Mittelwert von rund 3% seit Beginn der Währungsunion und noch deutlicher unter dem lang-

### 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

jährigen Durchschnitt in Deutschland (gut 3 ½ %).

Besonders deutlich zeigte sich die optimistischere Einschätzung der Entwicklungsperspektiven für das Euro-Gebiet und für die deutsche Wirtschaft am Aktienmarkt. Die nunmehr seit dem Frühjahr des vergangenen Jahres anhaltende Aufwärtsbewegung der Aktienkurse setzte sich jedenfalls bis nach der Jahreswende fort. Gemessen an marktbreiten Indizes wie dem Dow Jones Euro STOXX und dem CDAX gewannen europäische beziehungsweise deutsche Dividentitel von Anfang Oktober bis Mitte Februar mit 17 % beziehungsweise 23 % stärker an Wert hinzu als amerikanische Aktien, was auch auf zuletzt verstärkte Übernahmephantasien zurückzuführen sein mag. Zu den sehr ausgeprägten Kursgewinnen am deutschen Markt lieferten insbesondere Banktitel einen wesentlichen Beitrag. Auch Aktien aus den Bereichen Telekommunikation, Medien und Technologie legten überdurchschnittlich zu.

*Kräftige  
Kursgewinne  
am  
Aktienmarkt*

Sowohl auf Basis des Dividendenbarwertmodells ermittelte implizite Risikoprämien als auch rückläufige implizite Volatilitäten von Optionen auf den Dow Jones Euro STOXX 50 und den DAX zeigen, dass die Wertzuwächse von einer rückläufigen Risikoaversion und einer merklich niedrigeren Kursunsicherheit im Zusammenhang mit gesteigerter Zuversicht in die weitere Konjunktorentwicklung begleitet waren. Gegenwärtig liegen europäische Aktien um mehr als die Hälfte und deutsche Aktien sogar um etwa 80 % über ihren Tiefständen vom März 2003. Während die im DAX abgebildeten deutschen Standardwerte

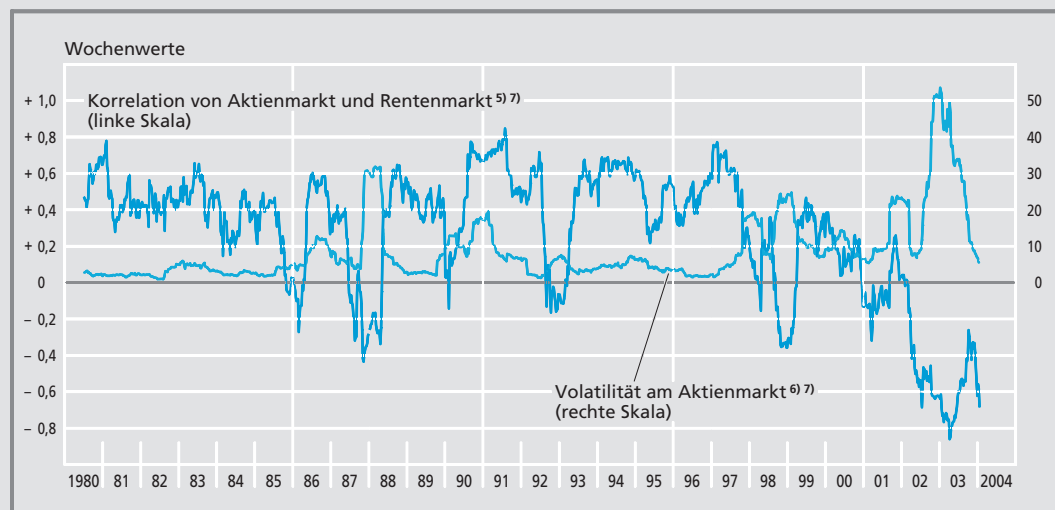
*Kurs-  
unsicherheit am  
Aktienmarkt  
erneut  
rückläufig*

## Zusammenhang zwischen Aktien- und Rentenmarktentwicklung

Die Entwicklung an den deutschen Kapitalmärkten war in den letzten Jahren gekennzeichnet von einem entgegengesetzten Verlauf der Gesamterträge am Aktien- und Rentenmarkt.<sup>1)</sup> Während der Deutsche Aktienindex (DAX) von März 2000 bis März 2003 mit einigen Ausnahmen fast kontinuierlich rund drei Viertel seines Wertes verlor, sanken die Renditen zehnjähriger Staatsanleihen im gleichen Zeitraum von etwa 5½ % auf unter 3½ % zur Mitte des Jahres 2003; entsprechend stiegen deren Kurse. Im historischen Vergleich ist ein solcher negativer Zusammenhang zwischen Aktienmarkt- und Rentenmarktentwicklung eher die Ausnahme. Betrachtet man den Zusammenhang zwischen beiden Märkten über längere Zeiträume, so zeigt sich im Durchschnitt seit Beginn der achtziger Jahre eine positive Korrelation (Korrelationskoeffizient 0,28). Sinkende Aktienkurse gingen demnach überwiegend einher mit sinkenden Anleihekursen und dementsprechend höheren Renditen. Unterstellt man, dass die heutigen Kurse von Aktien und Anleihen jeweils ihren abdiskontierten zukünftigen Dividenden beziehungsweise Zinszahlungen entsprechen, so kann dieser positive Zusammenhang etwa durch die Abhängigkeit von einem gemeinsamen Diskontierungsfaktor erklärt werden.<sup>2)</sup> Gleichwohl hat die im unten stehenden Schaubild erkennbare vergleichsweise lang andau-

ernde negative Korrelation der vergangenen Jahre den grundsätzlich positiven Zusammenhang offenbar vorübergehend abgelöst.

Als Erklärung für die Zeitvariabilität der Korrelation beider Märkte rückt in aktuellen Studien die Rolle der Unsicherheit an den Aktienmärkten in den Fokus.<sup>3)</sup> Begründet wird dies mit der Beobachtung, dass Phasen negativer Korrelation häufig einhergehen mit deutlichen Schwankungen an den Aktienmärkten und hoher Kursunsicherheit gemessen an der impliziten Volatilität von Optionen auf den Aktienindex. So zeigt sich deutlich, dass etwa im Anschluss an den Börsencrash 1987 oder während der russischen Finanzkrise 1998 eine gegenläufige Bewegung von Aktien- und Rentenmarkt vorherrschte. Dies deutet daraufhin, dass Anleger in Krisenzeiten Umschichtungen von Aktien in vermeintlich sichere Anleihen vornehmen („Flight-to-quality“-Verhalten). Analysen der Bundesbank zur Volatilität am Aktienmarkt zeigen, dass die Volatilität des DAX seit Ende der neunziger Jahre deutlich zugenommen hat und seitdem signifikant höher liegt als zuvor.<sup>4)</sup> Dies lässt vermuten, dass auch in dieser jüngsten Phase die negative Korrelation von den Aktienmarktschwankungen getrieben wird.



1 Gesamterträge („Total Returns“) umfassen sowohl Kursänderungen als auch Dividenden und Zinszahlungen. — 2 Dieser Zusammenhang gilt allerdings nur dann eindeutig, wenn die Änderung des Diskontierungsfaktors auf eine Realzinsänderung zurückzuführen ist und nicht auf eine Änderung der Inflationserwartungen. Die relativ niedrige positive Korrelation lässt sich demzufolge mit der Existenz mehrerer gegenläufiger Faktoren erklären (vgl.: J.Y. Campbell, J. Ammer (1993): What Moves the Stock and Bond Markets? A Variance Decomposition for Long-Term Asset Returns, *Journal of Finance*, Vol. 48, S. 3-37). — 3 Siehe: IWF Global Financial Stability Report September 2003,

Kapitel III. — 4 Siehe: T. Werner, J. Stapf (2003): How Wacky is the DAX? The Changing Structure of German Stock Market Volatility, *Diskussionspapier 18/2003*, Deutsche Bundesbank. — 5 Rollierende Korrelation (6-Monats-Fenster) von wöchentlichen DAX-Renditen und eines auf zehnjährigen Bundesanleihen beruhenden Rentenmarktindex (jeweils Total-Return-Indizes). Bei positiver (negativer) Korrelation gehen steigende Aktienkurse mit steigenden (sinkenden) Kursen am Rentenmarkt bzw. sinkenden (steigenden) Renditen einher. — 6 Rollierende Varianz (6-Monats-Fenster) wöchentlicher DAX-Renditen. — 7 Quelle: Thomson Financial Datastream, eigene Berechnungen.



gleichwohl noch rund 50 % unterhalb ihrer historischen Höchststände liegen, haben die im MDAX abgebildeten Nebenwerte mittlerweile wieder ihren Stand von Anfang 2000 erreicht.

*Optimistische Gewinn-erwartungen...*

Die Erholung der europäischen und deutschen Aktienkurse steht im Einklang mit den anhaltend optimistischen Analystenschätzungen für die Gewinnentwicklung der Unternehmen. Dabei werden die Gewinnerwartungen auf Jahresfrist für deutsche börsennotierte Unternehmen besonders günstig eingeschätzt. Während sie für die im DAX enthaltenen Aktien zwischen Oktober und Januar um 15 % anstiegen, wurden sie für die vom Dow Jones Euro STOXX abgebildeten Dividentitel um 8 % nach oben revidiert. Das Bewertungsniveau deutscher Aktien blieb damit trotz der Kursgewinne nahezu unverändert etwas unterhalb des langjährigen Durchschnittswertes. Das aktuelle durchschnittliche Kurs-Gewinn-Verhältnis auf der Grundlage der auf Jahresfrist erwarteten Gewinne liegt mit 15,7 geringfügig höher als für den Dow Jones Euro STOXX (15,2).

*... bei kaum verändertem Bewertungsniveau*

*Zinsaufschläge für nicht erstklassige Unternehmensanleihen weiterhin niedrig*

Die Finanzierungsbedingungen am Markt für Unternehmensanleihen sind auch im vierten Quartal weiter günstig geblieben. Ähnlich wie in den USA haben sich in der EWU die Zinsaufschläge sieben- bis zehnjähriger Anleihen der Ratingklasse BBB gegenüber laufzeitgleichen Staatsanleihen auf niedrigem Niveau stabilisiert. Anfang Februar lagen sie knapp unter einem Prozentpunkt. Vorübergehend rentierten europäische BBB-Anleihen sogar nur noch 75 Basispunkte über den Staatsanleihen. Damit erreichte der Zinsaufschlag einen

mehrfährigen Tiefstand. Die niedrigen Zinsaufschläge scheinen weiterhin vor allem die gestiegene Nachfrage von Anlegern nach höherverzinslichen Anlagen widerzuspiegeln. Gleichwohl haben sich auch einige der für die Bewertung von Unternehmensanleihen wichtigen Variablen günstig entwickelt: Die Aktienkurse sind weiter angestiegen, während die Aktienmarktvolatilität abgenommen hat. Zudem zeichnet sich bei der Einschätzung der Bonitätsrisiken eine Stabilisierung ab. So hat sich das Verhältnis von Herab- zu Heraufstufungen von Unternehmen durch Ratingagenturen im vierten Quartal nicht weiter verschlechtert, nachdem es zu Beginn des Jahres 2003 noch deutlich höher gelegen hatte. Allerdings wurden auch in den Berichtsmonaten immer noch mehr Unternehmen herab- als heraufgestuft.

## Absatz und Erwerb von Wertpapieren

---

Die wirtschaftliche Erholung schlug sich im vierten Quartal auch in den Absatzzahlen der Wertpapiermärkte nieder. Hiervon war aber in erster Linie der Aktienmarkt betroffen (vgl. S. 34). Am deutschen Rentenmarkt wurden zwischen Oktober und Dezember 2003 zwar wieder etwas mehr Mittel aufgenommen. Nachdem inländische Schuldner in den beiden Quartalen zuvor Schuldverschreibungen zum Kurswert von jeweils 275 Mrd € begeben hatten, stieg der Brutto-Absatz auf 289 Mrd € an. Nach Abzug der ebenfalls gestiegenen Tilgungen und Bestandsveränderungen bei den Emittenten erhöhte sich das Netto-Mittelaufkommen im Berichtszeitraum jedoch nur um 5 Mrd € auf 25 Mrd €. Auslän-

*Steigender Absatz von Rentenwerten*

dische Anleihen wurden im vierten Quartal mit 9 Mrd € doppelt so stark abgesetzt wie in der Vorperiode (4 ½ Mrd €).

*Öffentliche Anleihen wieder stärker begeben*

Nachdem deutsche Kreditinstitute und öffentliche Emittenten den Rentenmarkt im dritten Vierteljahr in Höhe von 9 ½ Mrd € beziehungsweise 9 Mrd € in Anspruch genommen hatten, standen im vierten Quartal Anleihen der öffentlichen Hand mit einem Netto-Absatz von knapp 12 ½ Mrd € im Vordergrund. Dazu trugen sowohl das auf 15 Mrd € gestiegene Mittelaufkommen des Bundes als auch die höhere Mittelaufnahme der Länder (7 ½ Mrd €) bei. Der Bund begab zehnjährige Anleihen und fünfjährige Obligationen für jeweils 8 Mrd €, gefolgt von zweijährigen Schatzanweisungen für 1 ½ Mrd €. Beim Sondervermögen des Bundes wurde eine Anleihe der Treuhandanstalt für 5 Mrd € sowie Bahn- und Postanleihen für jeweils 2 ½ Mrd € getilgt.

*Rückläufige Mittelaufnahme der Kreditinstitute*

Deutsche Kreditinstitute nahmen zwischen Oktober und Dezember 2003 Mittel für 6 ½ Mrd € am deutschen Rentenmarkt auf, nach 9 ½ Mrd € im Vormonat. Dem Absatz von Sonstigen Bankschuldverschreibungen in Höhe von per saldo 15 ½ Mrd € standen Netto-Tilgungen bei öffentlichen Pfandbriefen in Höhe von 15 Mrd € gegenüber. Schuldverschreibungen von Spezialkreditinstituten wurden für 6 ½ Mrd € begeben, verglichen mit 11 ½ Mrd € in der Vorperiode. Hypothekendarlehen hingegen wurden im Volumen von 1 Mrd € getilgt, nachdem sie noch im Vorquartal für 2 Mrd € emittiert worden waren.

### Mittelanlage an den deutschen Wertpapiermärkten

Position	2003		2002
	Juli bis Sept.	Okt. bis Dez.	Okt. bis Dez.
<b>Rentenwerte</b>			
Inländer	31,6	20,3	- 4,7
Kreditinstitute	4,0	8,6	- 19,7
darunter:			
ausländische Rentenwerte	0,2	13,4	- 7,0
Nichtbanken	27,6	11,7	15,0
darunter:			
inländische Rentenwerte	23,2	15,9	3,4
Ausländer	- 6,8	13,7	- 4,2
<b>Aktien</b>			
Inländer	1,3	- 9,9	5,7
Kreditinstitute	- 1,5	9,2	0,0
darunter:			
inländische Aktien	0,0	7,0	- 1,3
Nichtbanken	2,7	- 19,1	5,6
darunter:			
inländische Aktien	- 1,4	- 22,9	- 1,0
Ausländer	3,4	22,2	3,7
<b>Investment-Zertifikate</b>			
Anlage in Spezialfonds	4,0	5,2	10,0
Anlage in Publikumsfonds	2,6	- 0,4	3,0
darunter: Aktienfonds	0,3	0,9	1,3
Deutsche Bundesbank			

In einem Umfeld günstiger Fremdfinanzierungsbedingungen haben sich auch Unternehmen im vierten Quartal am deutschen Rentenmarkt in Höhe von gut 6 Mrd € neu verschuldet. Im Vordergrund standen Commercial Paper, die für knapp 4 ½ Mrd € abgesetzt wurden, nachdem solche Schuldtitel im Vorquartal per saldo getilgt worden waren. Auf Grund der besonders lebhaften Emissionstätigkeit zu Jahresbeginn stieg der Umlauf dieser Finanzierungsinstrumente im Verlauf des vergangenen Jahres um mehr als 60 %. Damit haben Emissionen von Commercial Paper im vergangenen Jahr weiter an Bedeutung gewonnen. Inwieweit diese Emissionen zur Finanzierung realer Investitionen verwendet wurden oder auch nichtmonetären Finanzinstituten zugute kamen, bleibt gleichwohl offen. Der Absatz von Industrieobliga-

*Rentenmarkt wieder stärker durch Unternehmen genutzt*

## Kreditzinsen in der EWU und in Deutschland

Mit der Erhebung harmonisierter Daten nach der neuen EWU-Zinsstatistik stehen erstmals Informationen zur Verfügung, deren länderübergreifende Vergleichbarkeit nicht durch methodische Differenzen beeinträchtigt ist.<sup>1)</sup> Dabei zeigt sich, dass durchaus gewisse Unterschiede zwischen den Kreditzinsen in den einzelnen Ländern bestehen.<sup>2)</sup> Dies ist auch für einen gemeinsamen Währungsraum nicht anders zu erwarten, werden sie doch neben der Geldpolitik von einer Reihe nationaler Besonderheiten beeinflusst: So zählen zum Beispiel die jeweilige zyklische Situation, vor allem aber die gewachsene Struktur der Finanzbeziehungen in einem Land, zu den wesentlichen Bestimmungsfaktoren der Kreditzinsen.

Im Vergleich zu den meisten anderen Mitgliedsländern der Währungsunion haben deutsche Banken im Finanzsystem eine weitaus gewichtigere Position.<sup>3)</sup> In der Unternehmensfinanzierung resultiert hieraus oftmals eine Konzentration der zudem meist langjährigen Kreditbeziehung eines Unternehmens auf eine oder wenige Banken. Dieses „relationship lending“ ermöglicht einerseits durch einen stetigen Informationsfluss eine günstigere Verfügbarkeit von

Kredit in Bezug auf Zins und Menge, insbesondere auch im langfristigen Laufzeitenbereich (Langfristkultur). Andererseits begünstigt es aber auch eine gewisse Abhängigkeit der Kreditnehmer von der Hausbank, mindert damit den Wettbewerbsdruck und führt für sich genommen zu höheren Kreditkosten. Dabei bewirkt das „relationship lending“ aber auch, dass die Hausbank Veränderungen von Refinanzierungsbedingungen nur unvollständig auf die Kreditkonditionen durchwirken lässt. In einer Phase niedriger Zinsen sollte sich ein derartiges Verhalten in einem im Vergleich zum Euro-Raum-Durchschnitt höheren Zinsniveau im Neugeschäft stärker als in den Bestandszahlen niederschlagen. Welcher der genannten Einflussfaktoren überwiegt, lässt sich a priori nicht beurteilen.

Hinzu kommt, dass Hausbanken auf Grund ihres besseren Informationsstandes das Problem der „adverse selection“ mindern können und so denjenigen Kunden, die mit höheren Risiken behaftet sind, weniger mit Kreditrationierung als vielmehr mit risikodifferenzierten Zinsen begegnen. In einer aggregierten Zinsstatistik, die zwangsläufig nicht nach den zu Grunde liegenden Risiken unterscheiden kann, führt die in diesen Fällen verlangte höhere Risikoprämie dann zu einem entsprechend höher ausgewiesenen Zinsniveau. Darüber hinaus ist zu erwarten, dass auf Grund der Konjunkturabhängigkeit der Kreditausfallwahrscheinlichkeiten auch die Risikoprämie einen prozyklischen Verlauf aufweist und damit in einer konjunkturellen Schwächephase zu einem tendenziell höheren Kreditzinsniveau beiträgt.

Schließlich dürfte auch die in Deutschland zu beobachtende Langfristkultur, wegen der spezifischen statistischen Erfassung, ihre Spuren in den gemessenen Zinsen hinterlassen. Die neue EWU-Zinsstatistik unterscheidet zwar nach der Fristigkeit der Kredite; gleichwohl dürften die deutschen Kreditlaufzeiten insbesondere in den längerfristigen Laufzeitenbändern (über fünf Jahre) am oberen Ende liegen. Bei einer „normalen“, also mit der Fristigkeit ansteigenden Zinsstrukturkurve ergibt sich allein durch die Aggregation ein für Deutschland höheres ausgewiesenes Zinsniveau im jeweiligen Laufzeitenband.

Die Gegenüberstellung deutscher und europäischer Zinsen auf Unternehmenskredite für das Jahr 2003 zeigt, dass die deutschen Sätze zum Teil spürbar oberhalb ihrer entsprechenden EWU-Aggregate liegen (siehe nebenstehende Tabelle). Ein Vergleich der Abweichungen bei Bestands-

zur Erhebung des deutschen Beitrags, Monatsbericht, Januar 2004, S. 47-62. — 2 Siehe: Europäische Zentralbank, Neue MFI-Zinsstatistik

### Mittlere Abweichung deutscher Zinsen von den jeweiligen EWU-Aggregaten im Jahr 2003

#### Bestände

in Prozentpunkten

Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit Laufzeit		
bis 1 Jahr einschl.	von über 1 Jahr bis 5 Jahre einschl.	von über 5 Jahren
0,26	0,25	0,54

#### Neugeschäft

in Prozentpunkten

Sonstige Kredite von über 1 Mio € (bis 1 Mio €) an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften mit anfänglicher Zinsbindung		
bis 1 Jahr einschl.	von über 1 Jahr bis 5 Jahre einschl.	von über 5 Jahren
0,22 (0,37)	0,56 (0,23)	0,31 (0,23)

1 Für methodische Erläuterungen insbesondere zum deutschen Beitrag siehe: Deutsche Bundesbank, Die neue EWU-Zinsstatistik – Methodik

Deutsche Bundesbank

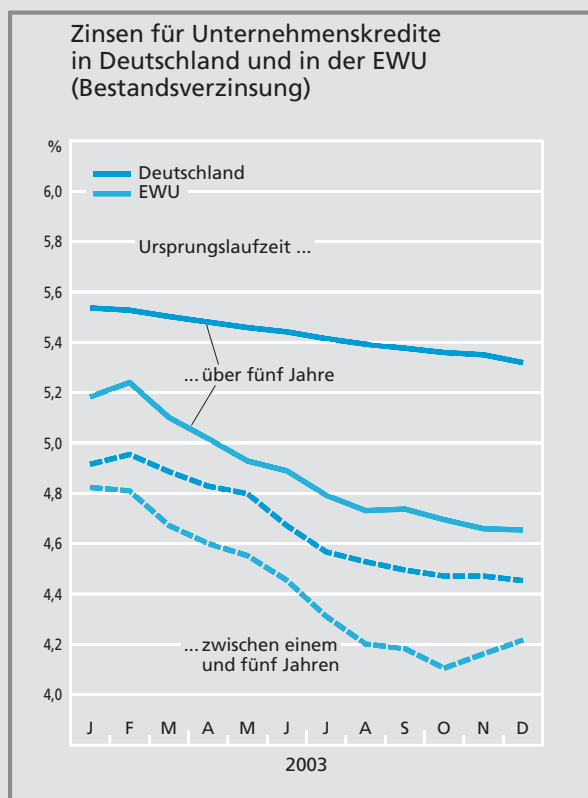
und Neugeschäftszinsen liefert allerdings keinen eindeutigen Hinweis darauf, dass hierfür eine Zinsglättung seitens der deutschen Banken, verglichen mit ihren eigenen Refinanzierungskosten, ursächlich wäre. So fällt für langfristige Unternehmenskredite der Abstand zum EWU-Durchschnitt bei den Beständen größer aus als im Neugeschäft. Bei den in Deutschland quantitativ weit weniger bedeutenden mittelfristigen Unternehmenskrediten liegen dagegen die Bestandszinsen zumindest bei großvolumigen Kontrakten – wie zu erwarten – näher am EWU-Mittel.

Bei einem solchen Vergleich ist allerdings zu beachten, dass die Abgrenzung der Unternehmenskredite für das Neugeschäft entsprechend der anfänglichen Zinsbindung, für die Bestände jedoch nach der vereinbarten Ursprungslaufzeit vorgenommen wird. Dies führt insbesondere zu einer unterschiedlichen Eingruppierung variabel verzinsender Kredite, die im Neugeschäft als kurzfristiger Kredit, im Bestand jedoch entsprechend ihrer längeren Laufzeit erfasst werden. Da diese Kredite, die auf Grund des beim Kreditnehmer verbleibenden Zinsänderungsrisikos eher günstigere Konditionen aufweisen, im EWU-Ausland eine größere Rolle spielen dürften als in Deutschland, könnte ihre unterschiedliche Erfassung zu einer gewissen Überzeichnung des deutschen Zinsabstands bei den Beständen relativ zu demjenigen im Neugeschäft beitragen.

Darüber hinaus hat aber offenbar auch gerade bei den Unternehmenskrediten von über fünf Jahren die längere Laufzeit in Deutschland zu einer im Vergleich zum EWU-Aggregat langsameren Anpassung der Bestandszinsen an das gesunkene Zinsniveau beigetragen. So weitete sich der Abstand vom EWU-Mittel im Jahresverlauf von 35 Basispunkten auf 67 Basispunkte aus (siehe nebenstehendes Schaubild).

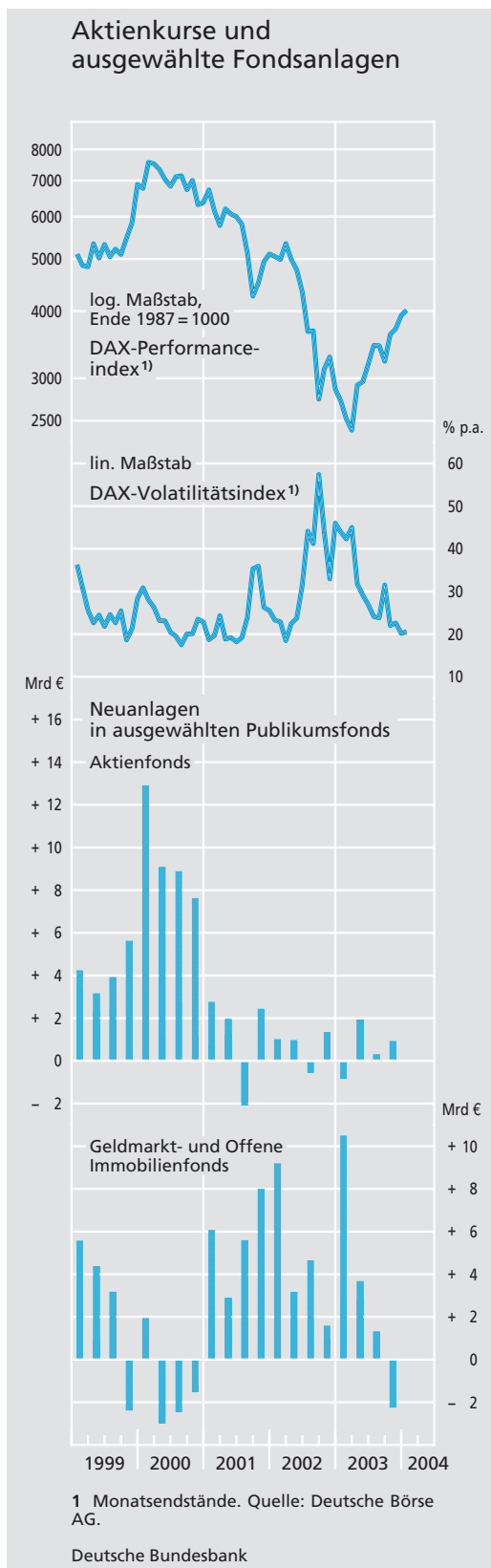
Um einen möglichen Einfluss der in Deutschland längeren Durchschnittslaufzeit bei langfristigen Unternehmenskrediten quantitativ einzuordnen, können die Zinsdifferenzen bei Hypothekendarlehen unterschiedlicher Laufzeit herangezogen werden. Hier zeigt sich, dass der Abstand der deutschen Kreditzinsen vom EWU-Durchschnitt im Bereich der Zinsaufschläge liegt, die im Durchschnitt des vergangenen Jahres bei Hypothekendarlehen in diesem Laufzeitenbereich für eine um zwei bis vier Jahre längere Restlaufzeit marktüblich waren (25 bis 62 Basispunkte). Die Zinsaufschläge, die sich aus einer entsprechend längeren Restlaufzeit aus der Zinsstrukturschätzung

der EZB, Monatsbericht, Dezember 2003, S. 24-26. — 3 Siehe etwa: Europäische Zentralbank, Report on financial structures, 2002.



für den gesamten deutschen Rentenmarkt ergeben, lagen im Mittel mit 47 bis 91 Basispunkten des Jahres 2003 sogar noch leicht darüber.

Neben den tendenziell längeren Laufzeiten der deutschen Bankkredite könnten darüber hinaus auch andere charakteristische Merkmale des deutschen Finanzsystems wie das „relationship lending“, die Refinanzierungskosten der Banken, die Struktur und Sicherheitenlage der Kreditnehmer oder letztlich die Besonderheiten der statistischen Erfassung eine Rolle bei der Erklärung der beobachteten Abweichungen der deutschen Bankzinsen spielen. Allerdings lassen sich diese einzelnen Faktoren angesichts der Kürze des Beobachtungszeitraums nur schwer abschätzen. Das Gleiche gilt für den möglichen Einfluss zyklischer Faktoren. Zusammenfassend lässt sich also auf Grund der bislang vorliegenden Daten nicht ableiten, dass ein deutsches Unternehmen – bei sonst gleichen Merkmalen – strukturell höhere Zinsaufwendungen zu tragen hat als der Durchschnitt der Unternehmen in anderen EWU-Ländern.



tionen hat sich mit knapp 2 Mrd € gegenüber dem Vorquartal zwar nur leicht erhöht, solche Papiere spielten im Gesamtjahr mit Netto-Emissionen in Höhe von knapp 18 ½ Mrd € aber eine ähnlich wichtige Rolle wie Commercial Paper.

Auf der Käuferseite des Rentenmarkts standen zwischen Oktober und Dezember erneut die Nichtbanken im Vordergrund. Sie stockten ihre Bestände inländischer Schuldverschreibungen per saldo um 16 Mrd € auf (Vorquartal: 23 Mrd €). Wie in der Vorperiode entfielen rund zwei Drittel des inländischen Erwerbs auf Anleihen der öffentlichen Hand (10 ½ Mrd €), während die Nichtbanken ihr Engagement in ausländischen Rentenwerten per saldo um gut 4 Mrd € abbauten. Ausländische Investoren nahmen deutsche Rentenwerte für 13 ½ Mrd € ins Portefeuille, wobei es sich überwiegend um Titel privater Schuldner handelte. Demgegenüber gaben deutsche Kreditinstitute sowohl öffentliche Anleihen als auch private Schuldverschreibungen für insgesamt knapp 5 Mrd € ab; gleichzeitig übernahmen sie aber für 13 ½ Mrd € ausländische festverzinsliche Wertpapiere.

*Erwerb inländischer Rentenwerte vor allem durch Nichtbanken*

Vor dem Hintergrund der anziehenden Konjunktorentwicklung und dem positiven Umfeld an den Aktienbörsen hat sich die Emissionstätigkeit am deutschen Aktienmarkt im vierten Quartal belebt. Inländische Unternehmen platzierten von Oktober bis Dezember junge Aktien im Kurswert von knapp 6 ½ Mrd € und damit dreimal so viel wie im Quartal zuvor. Der weit überwiegende Teil davon entfiel auf börsennotierte Dividentitel. Hierbei ist jedoch zu berücksichtigen, dass in

*Zunehmende Mittelaufnahme am Aktienmarkt*

den Berichtszeitraum zwei größere Kapitalerhöhungen gefallen sind, nämlich die einer Versicherungsgesellschaft und – in geringem Maße – einer Großbank, die das Ergebnis wesentlich beeinflusst haben.

*Aktienwerb  
hauptsächlich  
durch  
ausländische  
Anleger*

Deutsche Dividendenwerte wurden im vierten Quartal in erster Linie von ausländischen Anlegern erworben. Sie nahmen Dividentitel im Betrag von 22 Mrd € ins Portefeuille, verglichen mit nur 3 ½ Mrd € von Juli bis September. Die Kreditinstitute investierten per saldo 7 Mrd € in inländische Aktien und 2 ½ Mrd € in ausländische Werte. Inländische Nichtbanken reduzierten hingegen ihre Bestände an inländischen Aktien um 23 Mrd €, während sie für 4 Mrd € ausländische Aktien erwarben.

*Anlagen in  
Investment-  
zertifikaten  
leicht rückläufig*

Der Absatz von in- und ausländischen Investmentzertifikaten ging im vierten Quartal leicht auf 5 ½ Mrd € zurück, gegenüber knapp 7 Mrd € im dritten Vierteljahr. Die Zuflüsse kamen fast ausschließlich inländischen Investmentgesellschaften und im Ergebnis nur den Spezialfonds zugute (5 Mrd €), die institutionellen Investoren vorbehalten sind. Die Publikumsfonds mussten hingegen Zertifikate im Betrag von ½ Mrd € zurücknehmen. Die privaten Anleger gaben vor allem Zertifikate von Geldmarktfonds zurück (2 Mrd €). Der Umlauf von Anteilscheinen Offener Immobilienfonds, die lange an erster Stelle in der Gunst der Anleger gestanden hatten, reduzierte sich ebenfalls (½ Mrd €). Hingegen konnten Aktienfonds zusätzliche Mittel im Betrag von knapp 1 Mrd € auf sich vereinigen. Auch Fonds mit gemischtem Mandat und Rentenfonds flossen mit jeweils rund ½

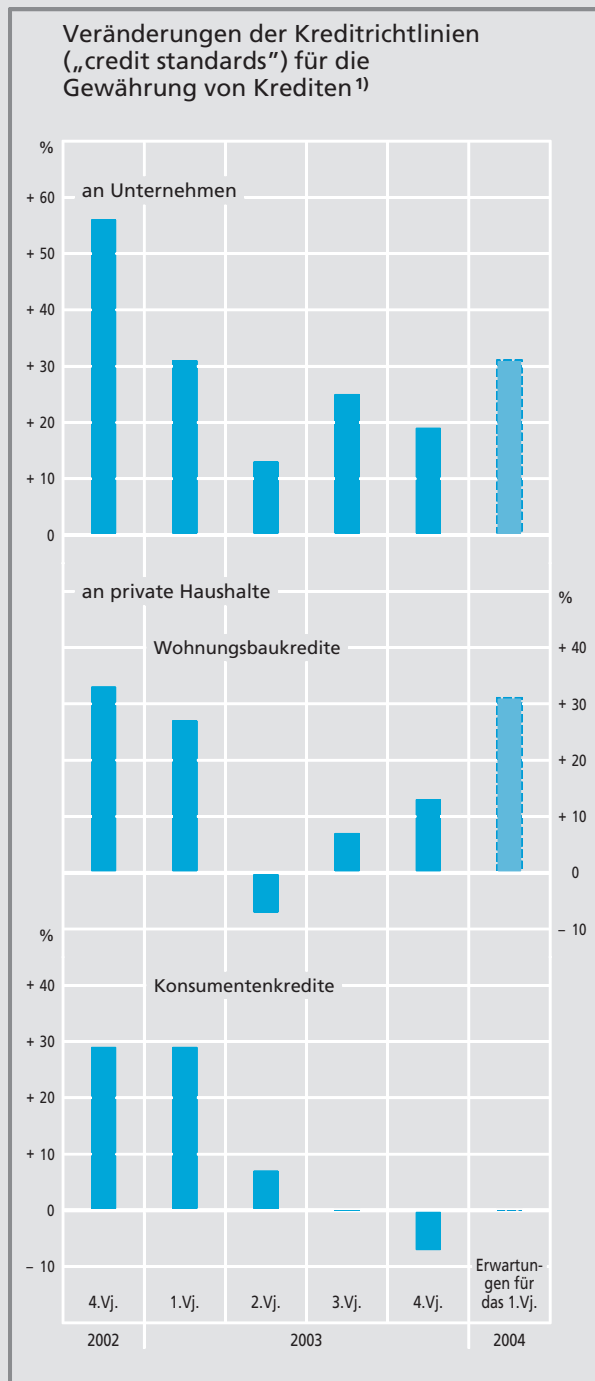
Mrd € zusätzliche Mittel in ähnlicher Größenordnung wie in der Vorperiode zu. Hinter dieser Entwicklung steht eine Umschichtung der Privatanleger hin zu riskanteren und weniger liquiden Anlageformen wie Aktienfonds und in geringerem Maße Rentenfonds insbesondere zu Lasten von Geldmarktfonds. In dieser Entwicklung spiegelte sich sicherlich auch eine abnehmende Liquiditätsneigung wider.

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

Das inländische Bankgeschäft war in den letzten drei Monaten des vergangenen Jahres von etwas anderen Entwicklungen geprägt als sie für das Euro-Gebiet beobachtbar waren. Im Einlagengeschäft waren hiervon besonders die kurzfristigen Bankeinlagen betroffen. Entgegen dem spürbaren Anstieg auf EWU-Ebene sind die täglich fälligen Einlagen deutscher Anleger bei heimischen Banken im vierten Quartal saisonbereinigt zurückgegangen, nachdem sie im Vorquartal noch um 10 ½ % gestiegen waren. Während im Berichtszeitraum die nichtfinanziellen Unternehmen ihre Tagesgelder in ähnlichem Umfang wie in den Vorjahren aufstockten, haben die sonstigen Finanzierungsinstitutionen diese deutlich stärker als sonst üblich in den Monaten Oktober bis Dezember abgebaut. Im Vergleich zu den beiden Vorjahren fiel zudem der Anstieg der Sichteinlagen privater Haushalte zuletzt recht moderat aus. Neben den im Quartalsverlauf zunächst deutlich gestiegenen Kapitalmarktrenditen dürfte hierzu die weitere Erholung am Aktienmarkt beigetragen haben. Für eine insgesamt etwas gesun-

*Täglich fällige  
Einlagen  
rückläufig*

## Bank Lending Survey Umfrage zum Kreditgeschäft: Wachsende Margenspreizung im Privatkundengeschäft



Nach den Ergebnissen der Januar-Umfrage des Bank Lending Survey im Eurosystem<sup>2)</sup> haben die befragten Banken in Deutschland die leichten Verschärfungen ihrer Kreditrichtlinien beziehungsweise ihrer „credit standards“ für Unternehmenskredite teilweise auch im vierten Quartal 2003 fortgesetzt. Dies galt weitgehend unabhängig von der Größe der Unternehmen oder der Fristigkeit des Kredits. Nach Angaben der Befragten spiegelten sich darin bei einzelnen Instituten gestiegene Eigenkapitalkosten ihres Hauses wider. Im Gegensatz zum Vorquartal fiel jedoch die Risikoeinschätzung diesmal im Großen und Ganzen unverändert aus, in Einzelfällen wurde die Aufhellung der konjunkturellen Aussichten angeführt. Auch bei Wohnungsbaukrediten gab es wieder eine leicht restriktive Tendenz nach den im Wesentlichen stabilen Vorquartalen. Für das erste Quartal 2004 sind sowohl für Unternehmenskredite als auch für Wohnungsbaukredite weitere Verschärfungen zu erwarten, während die Befragten ähnlich wie im Vorquartal für Konsumentenkredite von keinen Veränderungen ihrer „credit standards“ ausgehen (vgl. Schaubild links).

Auf eine anhaltende risikodifferenzierte Margenspreizung im Privatkundengeschäft deuten die nach Angaben der Banken steigenden Margen für risikoreichere Kredite bei gleichzeitig praktisch unveränderten bis sinkenden Margen für private Durchschnittskredite (vgl. Schaubild auf S. 37). Dagegen kam es nach diesen Angaben bei Firmenkrediten zu einer Margenausweitung, die sich nicht allein auf risikoreichere Kredite beschränkte, sondern wieder verstärkt auch durchschnittliche Kredite betraf. Trotzdem scheinen über die letzten Quartale die Margenausweitungen insgesamt über alle Kreditbereiche abgenommen zu haben. Im Hinblick auf andere Vergabebedingungen verwiesen die befragten Institute für Unternehmenskredite teilweise noch auf etwas

<sup>1</sup> Saldo aus der Summe der Angaben unter „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ und der Summe der Angaben unter „etwas

gelockert“ und „deutlich gelockert“. — <sup>2</sup> Vgl.: Deutsche Bundesbank, Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft im Euro-Währungsge-

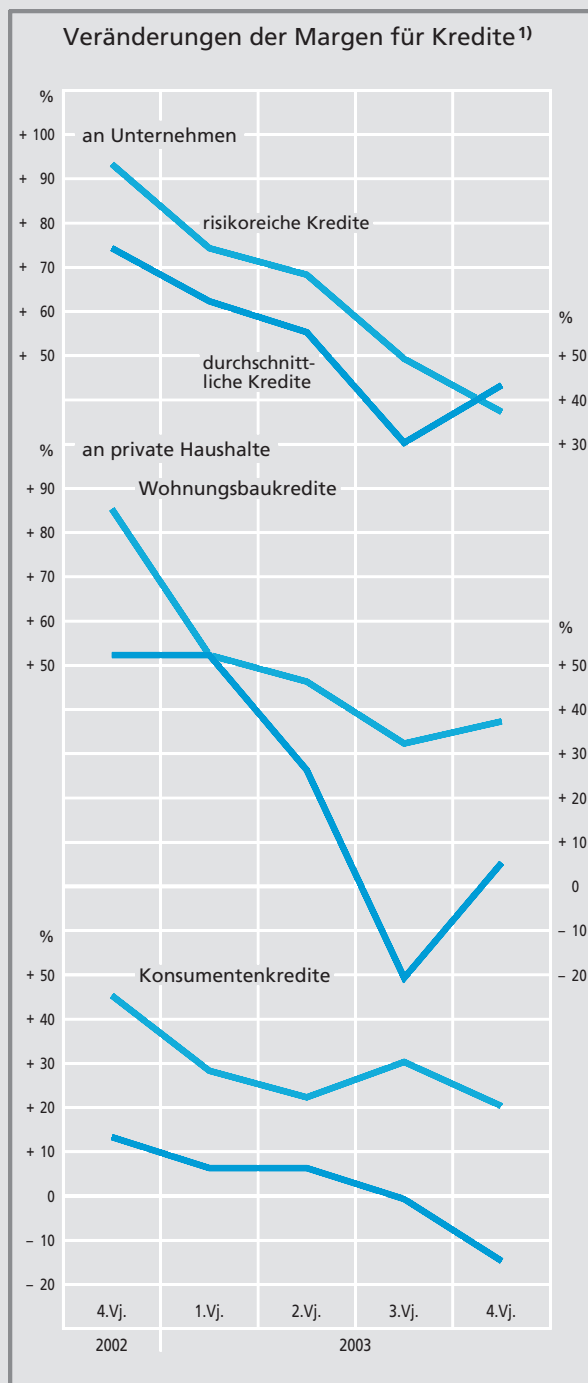
strengere Maßstäbe bei der Unterlegung der vergebenen Kredite mit Sicherheiten.

Die Kreditnachfrage ist der Umfrage zufolge für den privaten Wohnungsbau und erstmals auch von Seiten der Unternehmen leicht gestiegen. Dagegen verzeichneten die Banken im Konsumentenbereich zum ersten Mal seit einem Jahr wieder eine leicht sinkende Kreditnachfrage. Während bei Unternehmenskrediten der dämpfende Effekt eines sinkenden Finanzierungsbedarfs für Anlageinvestitionen deutlich nachließ, wirkte bei Wohnungsbaukrediten insbesondere die Diskussion um eine Abschaffung der Eigenheimzulage nachfragesteigernd. Zum leichten Rückgang bei der Nachfrage nach Konsumentenkrediten hat nach Angaben der Befragten auch eine teilweise stärkere Inanspruchnahme von Ersparnissen für Konsumzwecke beigetragen.

Für das erste Quartal 2004 erwarten die befragten deutschen Institute im Vergleich zu den aggregierten Ergebnissen für das Euro-Gebiet noch etwas häufiger eine steigende Nachfrage nach Unternehmens- und Konsumentenkrediten. Dagegen gehen sie von einem in Deutschland wesentlich deutlicher ausgeprägten Rückgang der Kreditnachfrage im privaten Wohnungsbau aus; dies dürfte in erster Linie auf den Wegfall des bisherigen deutschen Sondereffektes im Zusammenhang mit der Eigenheimzulage zurückzuführen sein. Alles in allem entsprachen die deutschen Umfragergebnisse den aggregierten Ergebnissen für das Euro-Gebiet.<sup>3)</sup>

Insgesamt hat danach das Zusammenspiel der Veränderungen von Kreditangebot und -nachfrage im vierten Quartal 2003 zu einer leichten Anspannung auf dem Kreditmarkt geführt. Mit Blick auf die Einschätzungen für das erste Quartal 2004 dürfte sich diese für Firmenkredite auch weiter fortsetzen.

biet, Monatsbericht, Juni 2003, S. 69 ff. Daten und weitere Informationen unter [www.bundesbank.de/vo/vo\\_veroeffentlichungen.php](http://www.bundesbank.de/vo/vo_veroeffentlichungen.php) —



<sup>3</sup> Vgl. hierzu: Europäische Zentralbank, Monatsbericht, Februar 2004, S. 15 ff.



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

Mrd €

Position	2003	2002
	Okt. bis Dez.	Okt. bis Dez.
<b>Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)</b>		
täglich fällig	+ 15,5	+ 35,0
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	+ 0,0	+ 6,8
über 2 Jahre	+ 2,8	+ 9,4
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	+ 10,6	+ 18,1
über 3 Monate	+ 1,4	- 1,2
<b>Kredite</b>		
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite	- 0,2	+ 4,6
Wertpapierkredite	- 3,4	+ 17,7
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	+ 4,5	+ 3,2
Wertpapierkredite	- 2,6	- 1,0

\*) 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.

Deutsche Bundesbank

kene Liquiditätsneigung der Anleger spricht auch der gestiegene Absatz von Anteilen an in Aktien- und Rentenwerten investierten Publikumsfonds.

*Kurzfristige Spar- und Termineinlagen stark zurückgegangen*

Solche Überlegungen dürften auch zu dem starken Abbau der anderen kurzfristigen Einlagen der privaten inländischen Nichtbanken im deutschen Bankensystem geführt haben. Auf EWU-Ebene war hier per saldo noch ein von den kurzfristigen Spareinlagen getragener leichter Anstieg zu verzeichnen gewesen. In Deutschland gingen die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von drei Monaten hingegen erstmals seit dem zweiten Quartal 2002 wieder spürbar zurück. Dabei wurden (in nichtsaisonbereinigter Betrachtung) insbesondere die höherverzinslichen Sondersparformen im Berichtsquartal erheb-

lich weniger dotiert als gegen Ende des Jahres hin allgemein üblich. Zudem wurden im Berichtszeitraum die kurzfristigen Termineinlagen saisonbereinigt erneut stark reduziert. Insbesondere die Privatpersonen setzten den seit Ende 2001 anhaltenden Abbau ihrer kurzfristigen Termineinlagen weiter fort, aber auch die nichtfinanziellen Unternehmen haben, anders als sonst im vierten Quartal üblich, ihre Termingelder zurückgenommen.

Dagegen sind die längerfristigen Bankeinlagen im Berichtsquartal in saisonbereinigter Betrachtung weiter gestiegen, nachdem sie bereits im Vorquartal kräftig dotiert worden waren. Dabei entfiel die Zunahme jedoch wiederum ausschließlich auf längerfristige Termineinlagen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren, die – wohl auf Grund des im vierten Quartal erkennbar gestiegenen Zinsniveaus in diesem Marktsegment – vor allem von unselbständigen Privatpersonen in recht deutlichem Umfang gebildet wurden. Die Einlagen mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten nahmen dagegen weiterhin ab, nachdem sie bereits seit dem Frühjahr 2001 zurückgeführt werden.

*Längerfristige Bankeinlagen dagegen gestiegen*

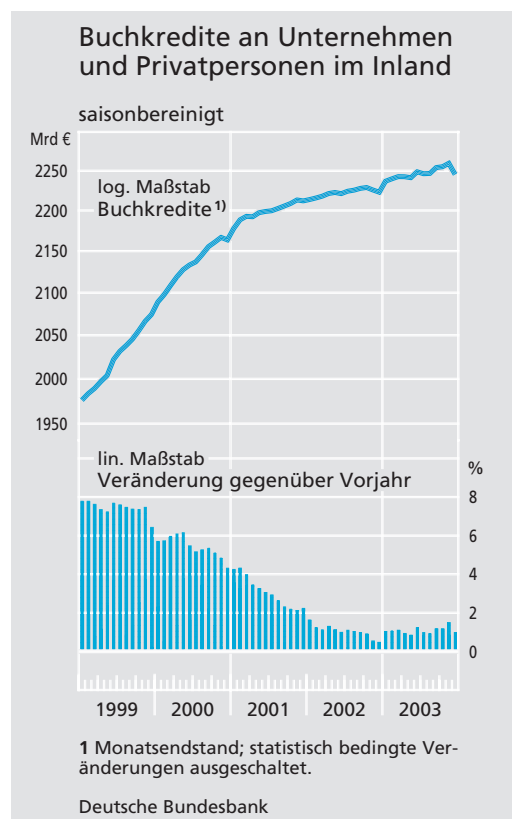
Größere Abweichungen von den Entwicklungstendenzen im gesamten Euro-Gebiet waren auch im Kreditgeschäft der deutschen Banken zu verzeichnen. Zum einen blieb das Kreditgeschäft mit der öffentlichen Hand hinter dem zum Jahresende hin üblichen Umfang zurück. Zum anderen sind auch die Kredite der deutschen MFIs an den inländischen privaten Sektor in den Monaten Oktober bis Dezember nach Ausschaltung von Saisoneinflüssen abgebaut worden. Ihre Vorjahrsrate

*Rückläufige Kredite an öffentliche und private Schuldner*

verringerte sich von 1,7 % Ende September auf 0,7 % Ende Dezember. Der Rückgang der Kredite betraf zwar vor allem Wertpapierausleihungen, denn die deutschen Kreditinstitute bauten ihre Wertpapierbestände inländischer privater Emittenten, entgegen der gewöhnlich zum Jahresende hin stattfindenden Aufstockung, im letzten Vierteljahr 2003 spürbar ab. Zusätzlich gingen aber auch die Buchkredite an deutsche Unternehmen und Privatpersonen zurück, während sich die private Kreditnachfrage im gesamten Euro-Raum weiter belebt hat.

Immobilien-  
finanzierung

In vielen Fällen scheinen hinter der EWU-Entwicklung aber vor allem Finanzierungsvorhaben im Immobiliensektor zu stehen, der in einigen Teilnehmerstaaten schon seit längerer Zeit eine sehr lebhafte Entwicklung aufweist. Am deutschen Markt gibt es keine vergleichbare Dynamik, obwohl sich die Nachfrage im Wohnungsbau im Zusammenhang mit der Diskussion um die Kürzung der Eigenheimzulage zeitweilig etwas belebt hat. Die Wohnungsbaukredite blieben hiervon bislang jedoch weitgehend unberührt. Sie wurden im vierten Quartal lediglich mit einer saisonbereinigten annualisierten Zuwachsrate von ½ % aufgestockt, obwohl auch die Antizipation höherer Zinsen für längerfristig zinsgebundene Hypothekenfinanzierungen hier eine vorübergehend stärkere Nachfrage hätte vermuten lassen.



Überdies wurden die Unternehmenskredite im letzten Vierteljahr 2003 stark abgebaut. Betroffen waren hiervon besonders die kurzfristigen Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen. Die jüngsten Ergebnisse des Bank Lending Survey deuten aber darauf hin, dass die Banken ihre Kreditvergabebedingungen für Unternehmenskredite im vierten Quartal kaum noch verschärft haben, so dass vom Angebotsverhalten der Banken keine gravierenden zusätzlichen Bremswirkungen ausgegangen sein dürften (siehe Erläuterung auf S. 36 f.).

Unternehmens-  
kredite