

## Geldpolitik und Bankgeschäft

### Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

Leitzinsen weiterhin auf historischem Tiefstand

Seit der Absenkung des Hauptrefinanzierungssatzes um 25 Basispunkte sowie des Spitzenrefinanzierungssatzes um 50 Basispunkte im Mai 2013 beließ der EZB-Rat die Leitzinssätze auf unverändertem Niveau. Damit beträgt der Zinssatz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte unverändert 0,50%. Die Zinssätze für Einlage- und Spitzenrefinanzierungsfazilität verbleiben weiterhin bei 0,00% beziehungsweise 1,00%.

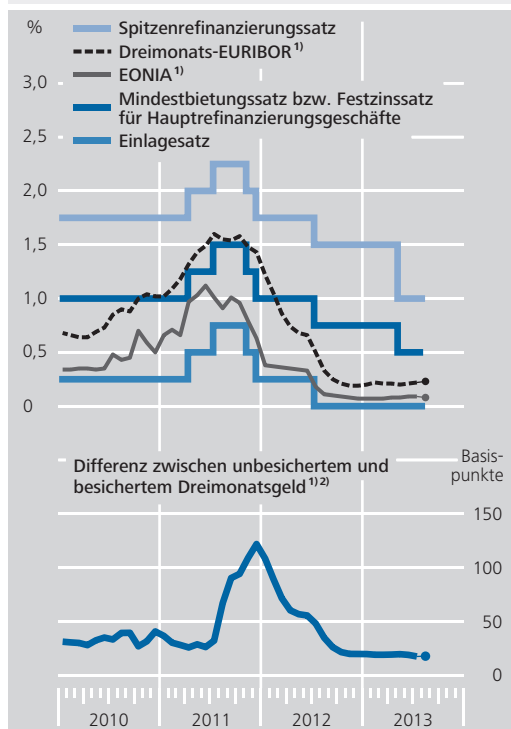
Diese Entscheidungen beruhen auf der unveränderten Einschätzung, dass der Preisdruck im Euro-Währungsgebiet auf mittlere Sicht gedämpft bleiben wird. Darauf deutet auch ein noch immer verhaltenes Geldmengen- und Kreditwachstum hin. Die weiterhin akkommodierende Ausrichtung der Geldpolitik soll eine

graduelle Erholung der wirtschaftlichen Aktivität im weiteren Verlauf des Jahres und im Jahr 2014 unterstützen.

Nach seiner Sitzung vom 4. Juli 2013 machte der EZB-Rat deutlich, dass er erwarte, die Leitzinsen für einen längeren Zeitraum auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau zu belassen. Dies ist vor dem Hintergrund der Tatsache zu sehen, dass trotz der Leitzinssenkung von Anfang Mai das Niveau der Geldmarkterminalsätze nicht dauerhaft gesunken war. Damit hat der EZB-Rat eine Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik gegeben („Forward Guidance“, siehe Erläuterungen auf S. 31 ff.). Diese Einschätzung ist abhängig von den mittelfristigen Aussichten für die Inflationsentwicklung, die ihrerseits auf den Erwartungen über die künftige realwirtschaftliche Entwicklung sowie auf der Dynamik der Geldmengen- und Kreditaggregate basieren. Der EZB-Rat betonte, dass die Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik vollumfänglich mit dem vorrangigen Ziel der Preisstabilität und der geldpolitischen Strategie des Eurosystems vereinbar sei. Nach der Sitzung vom 1. August wiederholte der EZB-Rat die im Juli gewählte Formulierung zu den Erwartungen über die zukünftige Entwicklung der EZB-Leitzinsen.

EZB-Rat gibt Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik

#### Geldmarktzinsen im Euro-Raum



1 Monatsdurchschnitte. 2 Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EUREPO. • Durchschnitt 1. bis 14. August 2013.  
 Deutsche Bundesbank

Am 18. Juli 2013 veröffentlichte der EZB-Rat mehrere Modifikationen seines Risikokontrollrahmens für die Hereinnahme von Sicherheiten. Im Einzelnen wurden die Bewertungsabschläge für marktfähige Sicherheiten angepasst und die Risikokontrollmaßnahmen für einbehaltene gedeckte Bankschuldverschreibungen verschärft. Darüber hinaus wurden die Ratinganforderungen für sechs Arten von Asset Backed Securities (ABS), für die eine Meldepflicht auf Einzelkreditebene besteht, von bislang zwei „AAA“-Ratings auf zwei „A“-Ratings gesenkt sowie die Bewertungsabschläge für ABS, die als geldpolitische Sicherheiten im

Modifikationen des Risikokontrollrahmens der EZB

## „Forward Guidance“ – Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik

Eine stabilitätsorientierte Geldpolitik wirkt auf die Preisentwicklung im Wesentlichen durch die Beeinflussung der gesamtwirtschaftlichen Nachfrage. Ein zentraler Übertragungskanal läuft dabei von den geldpolitischen Leitzinsen über die kurzfristigen Geldmarktsätze auf die längerfristigen Zinssätze, die schließlich ausschlaggebend sind für Finanzierungs- und Kaufentscheidungen von Haushalten und Unternehmen. Diese Möglichkeit der indirekten Beeinflussung der längerfristigen Zinssätze kann jedoch geschwächt sein, zum Beispiel wenn die Leitzinsen nicht weiter gesenkt werden können, da sie ihre Untergrenze erreicht haben, oder weil andere Faktoren die Entwicklung der längerfristigen Zinsen beeinflussen. Denkbar sind hier beispielsweise Einflüsse aus dem Ausland oder unsicherheitsbedingte Veränderungen von in den Zinssätzen enthaltenen Risikoprämien.

Eine grundsätzliche Möglichkeit der Notenbank zur direkteren Beeinflussung der längerfristigen Zinsen ist „Forward Guidance“, ins Deutsche übersetzt als „zukunftsgerichtete Hinweise“ oder „Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik“. Gemeint sind damit vor allem Ankündigungen der Notenbank über die zukünftige Entwicklung ihrer Leitzinssätze. Beinhaltend diese Auskünfte neue Informationen oder reduzieren sie die Unsicherheit über die weitere Leitzinsentwicklung, dann sollte dies entsprechende Auswirkungen auf die längerfristigen Zinssätze haben. Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass Notenbanken weltweit in den letzten Jahren entsprechende Ansätze einer Kommunikation der zukünftigen geldpolitischen Ausrichtung verfolgt haben.

### „Forward Guidance“ des Eurosystems

Jüngst hat auch das Eurosystem eine solche Form der Erwartungssteuerung angewendet: Nach seinen Sitzungen am 4. Juli und am 1. August 2013 hat der EZB-Rat die Erwartung geäußert, dass die Leitzinssätze im Euro-Raum für eine längere Zeit auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden.<sup>1)</sup>

Entscheidend für die korrekte Interpretation dieser Aussage ist jedoch, dass sie konditioniert ist, und zwar auf die unveränderte Verpflichtung des Eurosystems auf sein Mandat, also die Gewährleistung von Preisstabilität (operationalisiert als mittelfristige Preissteigerung von unter, aber nahe 2%).<sup>2)</sup> Somit nimmt das Eurosystem mit dieser „Forward Guidance“ keine unbedingte Zusage über die kommende Entwicklung der Leitzinsen vor, sondern beschreibt vielmehr seine geldpolitische Reaktion auf die – bei der derzeitigen Datenlage und auf Basis seiner etablierten Zwei-Säulen-Strategie – erwartete Inflationsentwicklung.

Folglich hat sich der EZB-Rat nicht gebunden: Sollte sich in Zukunft ein höherer Preisdruck abzeichnen als zurzeit unterstellt, schließen die zukunftsgerichteten Hinweise eine Leitzinserhöhung keineswegs aus. Ebenso würde eine schwächere Entwicklung eine Senkung der Leitzinsen nicht ausschließen. Um diese Bedingtheit der Ankündigung zu unterstreichen und Missverständnisse zu vermeiden, wurde daher auch auf

<sup>1</sup> Siehe: Europäische Zentralbank, Editorial, Monatsbericht, Juli 2013, S. 5–10.

<sup>2</sup> Vgl. hierzu: Europäische Zentralbank, Die Geldpolitik der EZB, 2011.

die Nennung eines genauen Zeithorizontes verzichtet.

Der Ausblick auf die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik bewegt sich also im Rahmen des bestehenden Mandats und entlang der bisherigen geldpolitischen Strategie. Die zusätzliche Information hinsichtlich der zukünftigen Ausrichtung der Geldpolitik ergänzt die bisherige Kommunikation mit der Öffentlichkeit, die insbesondere in Zeiten erhöhter Unsicherheit schwieriger und damit anspruchsvoller geworden ist. Ziel ist es, die geldpolitische Ausrichtung noch einfacher und noch verständlicher zu erklären, sodass sie von möglichst vielen Marktteilnehmern verstanden wird und sich der Ausblick des Eurosystems adäquat in den längerfristigen Zinsen widerspiegelt.

#### **„Forward Guidance“ der Federal Reserve in den USA**

Die Federal Reserve der USA gibt bereits seit einiger Zeit den Märkten eine Orientierung über ihre zukünftige Geldpolitik. Sie tut dies allerdings auf andere Weise als das Eurosystem, denn sie gab am 12. Dezember 2012 explizite Schwellenwerte für Inflation und Arbeitslosigkeit an: Die Leitzinsen in den USA sollen demnach mindestens so lange auf ihrem außergewöhnlich niedrigen Niveau bleiben, wie die Arbeitslosenquote 6½% übersteigt, die eigenen Inflationsprojektionen für den Zeitraum in ein bis zwei Jahren das Inflationsziel von 2% nicht um mehr als ½ Prozentpunkt übertreffen und die längerfristigen Inflationserwartungen fest verankert sind.<sup>3)</sup>

Es handelt sich auch hierbei nicht um einen Wechsel in der geldpolitischen Strategie, sondern lediglich um eine Präzisierung des bestehenden dualen Mandats der Federal Reserve, welches die Gewährleistung sowohl von Preisstabilität als auch eines hohen Beschäftigungsstandes umfasst. Und wie beim Eurosystem handelt es sich auch

nicht um eine unbedingte Bindung an einen Zinspfad: Sind nicht alle drei der genannten Bedingungen hinsichtlich Arbeitslosigkeit, Inflation und Inflationserwartungen erfüllt, kann die Federal Reserve vom angegebenen Pfad abweichen. Ihre geldpolitischen Entscheidungen stehen damit ebenfalls unter dem Vorbehalt der tatsächlichen wirtschaftlichen Entwicklung.

Es lässt sich also festhalten, dass bei beiden Notenbanken „Forward Guidance“ auf der jeweiligen geldpolitischen Strategie basiert, abhängig von der Datenlage ist und somit in erster Linie eine verbesserte Kommunikation mit den Marktteilnehmern darstellt. Der wesentliche Unterschied zwischen der „Forward Guidance“ der beiden Notenbanken dürfte vor allem in der Verwendung konkreter Schwellenwerte bestehen: Für das Eurosystem bildet die bestehende quantitative Definition von Preisstabilität den mit dem Mandat konformen Wert für das übergeordnete Ziel der Preisstabilität. Referenzwerte, beispielsweise für das Wachstum der Geld- oder Kreditmenge, stellen keine eigenständigen Ziele der Geldpolitik dar.

#### **„Forward Guidance“ an der Zinsuntergrenze**

„Forward Guidance“ im Hinblick auf die zukünftigen geldpolitischen Leitzinsen stellt grundsätzlich auch eine Möglichkeit dar, an der Zinsuntergrenze, das heißt, wenn faktisch keine weitere Senkung der Leitzinssätze mehr möglich ist, dämpfend auf die längerfristigen Zinsen zu wirken: Die glaubwürdige Ankündigung, die Leitzinssätze länger niedrig zu halten als es die oben genannten geldpolitischen Strategien implizieren, wäre die einfachste Form, sich für die Zukunft auf eine Phase höherer Inflation zu verpflichten. Die mittels einer solchen unbedingten Verpflichtung erhöhten Inflations-

<sup>3</sup> Siehe: Board of Governors of the Federal Reserve System, Presseerklärung, 12. Dezember 2012.

erwartungen senken bei gegebenem Nominalzins den Ex-ante-Realzins und stimulieren die gesamtwirtschaftliche Nachfrage.

Die notwendigen höheren Inflationserwartungen resultieren aber nur, wenn Notenbanken eine temporäre Erhöhung der Inflationserwartungen über die bisherige Marke für Preisstabilität hinaus gezielt herbeiführen. Dies dürfte jedoch – insbesondere in geldpolitisch schwierigen Phasen – die Glaubwürdigkeit der Notenbanken massiv beschädigen: Es würde der Eindruck entstehen, dass sie bereit sind, ihre bisherige Strategie und ihr Mandat zugunsten von kurzfristigen Zielen zu verändern. Unter diesem Eindruck liefen sie dann Gefahr, die intendierte Möglichkeit der systematischen Erwartungssteuerung an der Zinsuntergrenze zu verlieren. Dies erklärt auch, warum keine Notenbank diese Form der unkonditionierten „Forward Guidance“ betreibt.

## Fazit

Zusammenfassend ist festzuhalten, dass die in die Zukunft gerichteten Aussagen des Eurosystems vor dem Hintergrund seines Mandats und seiner unveränderten geldpolitischen Strategie interpretiert werden müssen. Daher dürften auch die mittel- bis langfristigen Inflationserwartungen von diesen Aussagen unberührt bleiben. Die gewählte Form der „Forward Guidance“ kann gerade in Zeiten erhöhter Unsicherheit die Kommunikation mit den Marktteilnehmern verbessern, eine klarere geldpolitische Orientierung geben und Erwartungen über die kommende Entwicklung der Kurzfristzinsen, die aus Sicht des EZB-Rats unzutreffend sind, vermeiden.

regulären oder temporären Sicherheitenrahmen dienen, reduziert. Schließlich wurden die Zulassungskriterien und Bewertungsabschlüsse angepasst, die durch die nationalen Zentralbanken für Kreditforderungspools und bestimmte Arten von zusätzlichen Kreditforderungen (Additional Credit Claims: ACC) angewandt werden. Insgesamt sei die Auswirkung dieser Maßnahmen auf die Gesamtmenge der verfügbaren notenbankfähigen Sicherheiten neutral.

Auch im zweiten Quartal 2013 hat das Eurosystem keine Ankäufe im Rahmen geldpolitisch begründeter Wertpapierankaufprogramme durchgeführt. Insbesondere wurden weiterhin keine sogenannten „Outright Monetary Transactions“ getätigt. Die im Rahmen des 2012 beendeten Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme: SMP) gehaltenen Wertpapierbestände des Eurosystems beliefen sich Mitte August auf 192,6 Mrd €, auf die beiden ebenfalls beendeten Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen

entfielen insgesamt noch Bestände von 59,9 Mrd €.

Die Inanspruchnahme der geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte durch die Banken im Euro-Währungsgebiet war im zweiten Quartal 2013 weiter rückläufig. Ursächlich hierfür waren abermals im Wesentlichen die vorzeitigen Rückzahlungen bei den beiden ausstehenden dreijährigen Refinanzierungsgeschäften. Insgesamt gaben die geldpolitischen Geschäftspartner aus diesen beiden Geschäften rund 320 Mrd € und seit April rund 82 Mrd € freiwillig an das Eurosystem zurück. Dabei nahm die Summe der Rückzahlungen von Monat zu Monat ab. Hierzu dürfte auch der verringerte Anreiz zur freiwilligen Rückgabe überschüssiger Liquidität an das Eurosystem beigetragen haben, der aus der Verengung des Zinskorridors im Mai 2013 resultierte. Das ausstehende Volumen der beiden dreijährigen Refinanzierungsgeschäfte beläuft sich zurzeit noch auf 672 Mrd € von ursprünglich 1 019 Mrd €. Die Überschussliquidität nahm

*Geldpolitisches Refinanzierungsvolumen und Überschussliquidität rückläufig*

*Weiterhin keine Anleihekäufe im Rahmen der Outright Monetary Transactions (OMT)*

## Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Die Liquiditätsversorgung der Kreditinstitute im Euro-Raum lag in den drei betrachteten Reserveperioden vom 10. April bis 9. Juli 2013 weiterhin deutlich über ihrem rechnerischen Bedarf. Gleichwohl hatte sich die Überschussliquidität (Einlagefazilität plus Zentralbankguthaben minus Mindestreservesoll) von durchschnittlich 332 Mrd € in der April/Mai-Periode auf 274 Mrd € in der Juni/Juli-Periode verringert. Dazu trugen hauptsächlich die vorzeitigen Rückzahlungen der Dreijahrestender in Höhe von 64,8 Mrd € bei, aber auch eine verringerte Tendernachfrage, Fälligkeiten bei geldpolitisch begründeten Wertpapierankaufprogrammen sowie gestiegene autonome Faktoren. Die liquiditätszuführenden Offenermarktgeschäfte wurden weiter als Mengentender mit vollständiger Zuteilung der eingereichten Gebote durchgeführt (vgl. Tabelle auf S. 36). Zudem beschloss der EZB-Rat in seiner Sitzung am 2. Mai 2013, diese Vollzuteilungspolitik mindestens bis zum Ende der Reserveperiode Juni/Juli 2014 in den Haupt- und Langfristtendern fortzuführen. Die Tagesgeldsätze orientierten sich unter den großzügigen Liquiditätsbedingungen zwar auch in diesem Betrachtungszeitraum am Satz der Einlagefazilität von 0%, lagen aber im Durchschnitt leicht oberhalb der in den ersten drei Mindestreserveperioden des Jahres beobachteten Werte.

Dass sich der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren in den drei Reserveperioden per saldo um 10,2 Mrd € erhöhte, lag hauptsächlich am Banknotenumlauf. Er nahm per saldo um 20,1 Mrd € zu und absorbierte damit Liquidität in ähnlicher Höhe wie im vergleichbaren Zeitraum des Vorjahres, in dem der Liquiditätsbedarf aufgrund von steigendem Banknotenumlauf um 21,3 Mrd € zugenommen hatte. Die Einlagen öffentlicher Haushalte stiegen um 2,8 Mrd € und absorbierten somit ebenfalls Liquidität. Eine gegensätzliche Wirkung hatte die Summe aus den Veränderungen der Netto-Währungsreserven und der sonstigen Faktoren, die gemeinsam betrachtet

werden, um liquiditätsneutrale Bewertungseffekte zu eliminieren. Sie erhöhte sich im Betrachtungszeitraum um 12,7 Mrd € und verringerte den Bedarf an Zentralbankliquidität. Der Liquiditätsbedarf aus dem Mindestreservesoll änderte sich über die drei Reserveperioden per saldo kaum.

Im Betrachtungszeitraum reduzierte sich der bilanzielle Bestand des Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme: SMP) aufgrund fälliger Wertpapiere – auch unter Berücksichtigung von Neubewertungen – um 10,4 Mrd € auf 195,5 Mrd €. Bei den üblichen wöchentlichen absorbierenden Feinststeuerungsoperationen im Volumen des SMP-Bestandes kam es zu einem Anstieg des gewichteten Zuteilungssatzes von 0,04% auf 0,09%. Die bilanziellen Wertpapierbestände aus den Ankaufprogrammen für gedeckte Schuldverschreibungen (CBPP1 und CBPP2) gingen im gleichen Zeitraum durch Fälligkeiten und Neubewertungen um 2,1 Mrd € auf 44,9 Mrd € beziehungsweise um 0,2 Mrd € auf 16,0 Mrd € zurück.

Die Reserveperiode April/Mai 2013 war geprägt von einem merklichen Rückgang des ausstehenden, liquiditätszuführenden Tendervolumens zur Vorperiode um rund 44 Mrd € auf 863 Mrd € im Periodendurchschnitt. Davon entfielen 33 Mrd € auf die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte, die vor allem wegen der Rückzahlungen der Dreijahrestender zurückgingen. Die Überschussliquidität betrug im Periodendurchschnitt rund 332 Mrd € und machte sich in einer Inanspruchnahme der Einlagefazilität von durchschnittlich 115 Mrd € und Überschussreserven auf den Zentralbankkonten der Geschäftsbanken in Höhe von 217 Mrd € bemerkbar. Damit hielten die Kreditinstitute durchschnittlich 65% der Überschussliquidität als Zentralbankguthaben und 35% in der Einlagefazilität, wobei die Zentralbankguthaben zu Periodenbeginn überdurchschnittlich hoch waren, um dann mit fortlaufender Dauer der Reserveperiode

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

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2013		
	10. Apr. bis 7. Mai	8. Mai bis 11. Juni	12. Juni bis 9. Juli
<b>I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren</b>			
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 7,9	- 7,0	- 5,2
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 7,2	- 0,6	- 9,4
3. Netto-Währungsreserven <sup>2)</sup>	+ 0,5	- 1,3	- 40,1
4. Sonstige Faktoren <sup>2)</sup>	+ 2,5	- 6,1	+ 57,2
<b>Insgesamt</b>	<b>+ 2,3</b>	<b>- 15,0</b>	<b>+ 2,5</b>
<b>II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 10,7	- 8,3	+ 4,1
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 33,0	- 21,5	- 20,4
c) Sonstige Geschäfte	- 2,2	- 0,9	+ 0,9
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,4	- 0,4	+ 0,8
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 19,3	+ 24,0	- 1,6
<b>Insgesamt</b>	<b>- 26,2</b>	<b>- 7,1</b>	<b>- 16,2</b>
<b>III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)</b>	<b>- 23,8</b>	<b>- 21,9</b>	<b>- 13,8</b>
<b>IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)</b>	<b>+ 0,0</b>	<b>- 0,4</b>	<b>+ 0,2</b>

<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.

Deutsche Bundesbank

fast durchgängig abzunehmen. Diese Art Frontloading praktizierten die Banken auch in den anderen beiden Reserveperioden. EONIA lag in dieser Reserveperiode bei durchschnittlich 0,08% und damit 67 Basispunkte unter dem Hauptrefinanzierungssatz (Vorperiode: 68 Basispunkte). Abweichungen gab es in Form eines etwas erhöhten EONIA am Monatsultimo und eines Absinkens des Referenzzinssatzes zum Ende der Reserveperiode. Die EONIA-Umsätze waren mit durchschnittlich rund 21 Mrd € niedrig und kaum verändert zur Vorperiode. Besichertes Tagesgeld bei GC Pooling der Eux Repo (ECB Basket) wurde noch niedriger mit durchschnittlich 0,045% gehandelt, bei durchschnittlichen Umsätzen von 10,8 Mrd €.

In der Reserveperiode Mai/Juni 2013 fand erstmals der neue Hauptrefinanzierungssatz von 0,50% Anwendung. In dieser Periode nahm die Überschussliquidität um 46 Mrd € auf 286 Mrd € ab und damit noch etwas stärker als in der Vorperiode (- 43 Mrd €). Die großzügige, wenn auch weiter gesun-

kene Liquiditätsausstattung zeigte sich weiter vor allem an hohen Überschussreserven. Das durchschnittliche Volumen der Hauptrefinanzierungs- und längerfristigen Geschäfte betrug 833 Mrd € und damit rund 30 Mrd € weniger als in der Vorperiode. Die Tagesgeldsätze waren weiterhin recht stabil und lagen im Periodendurchschnitt bei 0,08% (EONIA) beziehungsweise 0,05% (Overnight GC Pooling, ECB Basket). Die EONIA-Umsätze sanken in der Reserveperiode um 3,5 Mrd € auf durchschnittlich 17,5 Mrd €. Die Tagesgeldumsätze bei GC Pooling blieben hingegen auf dem Vorperiodenniveau.

In der Reserveperiode Juni/Juli 2013 hatte neben dem Anstieg der autonomen Faktoren im Vergleich zur Vorperiode insbesondere deren Volatilität zugenommen. Sie bewegten sich in einer Schwankungsbreite von 472 Mrd € bis 526 Mrd €, wobei die Einlagen staatlicher Stellen am meisten zur Volatilität beitrugen. Darüber hinaus kennzeichneten diese Periode höhere Inanspruchnahmen der Spitzenrefinanzierungs-



### Offenmarktgeschäfte des Eurosystems\*)

Valutatag	Geschäftsart 1)	Laufzeit (Tage)	Tatsächliche Zuteilung (Mrd €)	Abweichung zur Benchmark (Mrd €) 2)	Marginaler Satz/Festsatz in %	Repartierungssatz in %	Gewichteter Satz in %	Cover Ratio 3)	Anzahl Bieter
10.04.2013	HRG (MT)	7	119,3	115,3	0,75	100,00	–	1,00	70
10.04.2013	FSO (–)	7	– 206,0	–	0,06	12,88	0,04	1,40	91
10.04.2013	S-LRG (MT)	28	5,2	–	0,75	100,00	–	1,00	17
17.04.2013	HRG (MT)	7	116,4	117,9	0,75	100,00	–	1,00	70
17.04.2013	FSO (–)	7	– 206,0	–	0,05	89,91	0,04	1,28	82
24.04.2013	HRG (MT)	8	110,4	78,9	0,75	100,00	–	1,00	71
24.04.2013	FSO (–)	8	– 202,5	–	0,14	87,30	0,05	1,25	77
25.04.2013	LRG (MT)	98	3,0	–	4) 0,53	100,00	–	1,00	40
02.05.2013	HRG (MT)	6	105,0	46,5	0,75	100,00	–	1,00	70
02.05.2013	FSO (–)	6	– 202,5	–	0,10	16,73	0,05	1,26	79
08.05.2013	HRG (MT)	7	110,3	99,8	0,50	100,00	–	1,00	65
08.05.2013	FSO (–)	7	– 201,0	–	0,08	32,37	0,05	1,33	95
08.05.2013	S-LRG (MT)	35	5,2	–	0,50	100,00	–	1,00	17
15.05.2013	HRG (MT)	7	103,8	108,8	0,50	100,00	–	1,00	64
15.05.2013	FSO (–)	7	– 201,0	–	0,08	19,60	0,05	1,24	95
22.05.2013	HRG (MT)	7	103,4	66,9	0,50	100,00	–	1,00	62
22.05.2013	FSO (–)	7	– 201,0	–	0,08	93,15	0,06	1,26	96
29.05.2013	HRG (MT)	7	103,2	16,7	0,50	100,00	–	1,00	63
29.05.2013	FSO (–)	7	– 197,0	–	0,15	12,93	0,07	1,19	89
30.05.2013	LRG (MT)	91	5,8	–	4) ...	100,00	–	1,00	36
05.06.2013	HRG (MT)	7	103,0	– 3,5	0,50	100,00	–	1,00	70
05.06.2013	FSO (–)	7	– 197,0	–	0,09	89,67	0,07	1,40	106
12.06.2013	HRG (MT)	7	108,3	72,3	0,50	100,00	–	1,00	70
12.06.2013	S-LRG (MT)	28	3,6	–	0,50	100,00	–	1,00	20
12.06.2013	FSO (–)	7	– 195,0	–	0,08	63,51	0,07	1,43	101
19.06.2013	HRG (MT)	7	102,0	99,5	0,50	100,00	–	1,00	73
19.06.2013	FSO (–)	7	– 195,0	–	0,08	64,49	0,07	1,29	102
26.06.2013	HRG (MT)	7	117,3	65,8	0,50	100,00	–	1,00	99
26.06.2013	FSO (–)	7	– 195,0	–	0,45	28,63	0,18	1,10	83
27.06.2013	LRG (MT)	91	9,5	–	4) ...	100,00	–	1,00	50
03.07.2013	HRG (MT)	7	107,7	64,2	0,50	100,00	–	1,00	78
03.07.2013	FSO (–)	7	– 195,0	–	0,13	41,26	0,09	1,23	91

\* Für die Geschäfte des Eurosystems vom 16.01.2013 bis 09.04.2013 siehe: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Mai 2013, S. 24. 1 HRG: Hauptrefinanzierungsgeschäft, LRG: Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft, S-LRG: Sonder-Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft, FSO: Feinststeuerungsoperation (+: Liquidität bereitstellend, -: Liquidität absorbierend), MT: Mengentender. 2 Berechnung gemäß Veröffentlichung nach Zuteilung des HRG. 3 Verhältnis des Volumens der Gesamtgebote zum Zuteilungsvolumen. 4 Der Zinssatz entspricht dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz bzw. Hauptrefinanzierungssatz der während der Laufzeit dieses Geschäfts durchgeführten HRGe (ggf. in der Tabelle auf zwei Nachkommastellen gerundet).

Deutsche Bundesbank

fazilität vom 19. bis 25. Juni 2013 von bis zu 6,5 Mrd €, die Folge eines sicherheitenbedingten, temporären Wechsels vom Haupttender in die Spitzenrefinanzierung waren. Durch die im Verlauf des Betrachtungszeitraums abgenommene Rückzahlungsbereitschaft bei den Dreijahrestendern veränderte sich das ausstehende Volumen aus liquiditätszuführenden Tenderoperationen weniger stark als in den beiden Vorperioden und betrug im Periodendurchschnitt rund 817 Mrd €. Der Anteil der Hauptrefinanzierungsgeschäfte daran betrug – unverändert zu den beiden Vorperioden – durchschnittlich 13%. Bei einem Rückgang der durchschnittlichen Überschussliquidität um 12 Mrd € auf 274 Mrd € verharrte EONIA auch

in dieser Periode bei durchschnittlich 0,08% (ohne Halbjahresresultimo, an dem der Referenzzinssatz ein typisches Muster zeigte und sich um 12 Basispunkte erhöhte). Der Abstand vom durchschnittlichen EONIA zum besicherten Overnight-Satz bei GC Pooling verkleinerte sich aufgrund der leichten Aufwärtstendenz beim besicherten Tagesgeld auf 2 Basispunkte, gegenüber 3 Basispunkte in der Vorperiode; das heißt, der besicherte Satz reagierte offenbar stärker auf die abgenommene Überschussliquidität.

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors der EWU <sup>*)</sup>					
Veränderung in Mrd €, saisonbereinigt					
Aktiva	2013, 2. Vj.	2013, 1. Vj.	Passiva	2013, 2. Vj.	2013, 1. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	- 91,9	12,1	Einlagen von Zentralstaaten	11,5	- 6,3
Buchkredite <sup>1)</sup>	- 99,5	0,5	Geldmenge M3	4,7	50,8
Wertpapierkredite	15,5	17,4	davon Komponenten:		
Kredite an öffentliche Haushalte im Euro-Währungsgebiet	23,2	24,6	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	53,5	95,3
Buchkredite	- 35,5	- 20,1	Übrige kürzerfristige Bankeinlagen (M2-M1)	- 18,2	0,5
Wertpapierkredite	58,8	44,7	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	- 30,6	- 44,9
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	89,1	63,8	Geldkapital	- 31,3	2,5
andere Gegenposten von M3	- 43,5	- 59,3	davon:		
			Kapital und Rücklagen	36,4	54,0
			Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	- 67,7	- 51,5

\* Statistisch bedingte Veränderungen ausgeschaltet. 1 Bereinigt um Kreditverkäufe und Kreditverbriefungen.  
 Deutsche Bundesbank

auf zuletzt 248 Mrd € im Durchschnitt der am 6. August 2013 abgelaufenen Reserveperiode ab. Sie lag damit aber im Vergleich zur Phase vor Zuteilung der beiden Dreijahrestender immer noch auf außergewöhnlich hohem Niveau.

Die kurzfristigen Geldmarktsätze notierten trotz der Senkung der EZB-Leitzinsen vom 2. Mai 2013 seit April im Mittel geringfügig oberhalb der im ersten Quartal 2013 beobachteten Werte. Ausschlaggebend dafür ist, dass das kurze Ende der Geldmarktzinsstrukturkurve im Euro-Währungsgebiet derzeit insbesondere vom unverändert gebliebenen Einlagesatz und der noch immer hohen, aber abnehmenden Überschussliquidität geprägt wird. Insbesondere in den Geldmarktterminalsätzen<sup>1)</sup>, welche Markterwartungen über die künftige Entwicklung der Geldmarktsätze abbilden, waren seit Mai ein ansteigender Trend und erhöhte Schwankungen zu beobachten. Diese Entwicklungen reflektieren nicht zuletzt deutliche Veränderungen am langen Ende der Renditestruktur in den großen Währungsräumen, die unter anderem im Zusammenhang mit Erwartungsänderungen über die weiteren Perspektiven unkonventioneller geldpolitischer Maßnahmen führender Notenbanken weltweit zu sehen sind.

Die Geldmarktterminalsätze im Euro-Raum erreichten – wie auch ihre US-amerikanischen Pendanten – ihren vorläufigen Höhepunkt in der zweiten Junihälfte, gingen aber Ende Juni – parallel mit den US-Geldmarktterminalsätzen – wieder deutlich zurück. Infolge der vom EZB-Rat am 4. Juli 2013 vermittelten Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik sanken die europäischen Terminalsätze vorübergehend noch deutlich stärker. Eine nachhaltige Entkopplung von der Entwicklung der US-amerikanischen Terminalsätze ergab sich jedoch bisher nicht, was auch vor dem Hintergrund zuletzt verbesserter konjunktureller Frühindikatoren für das Euro-Währungsgebiet zu sehen ist.

## Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Wie schon in den vorhergehenden Quartalen war die monetäre Entwicklung im Euro-Raum auch im zweiten Quartal 2013 neben der konjunkturellen Lage vor allem von Zuflüssen aus dem Ausland und von der Zinskonstellation geprägt: Wegen der geringen Opportunitätskosten liquider Geldhaltung und der relativ gerin-

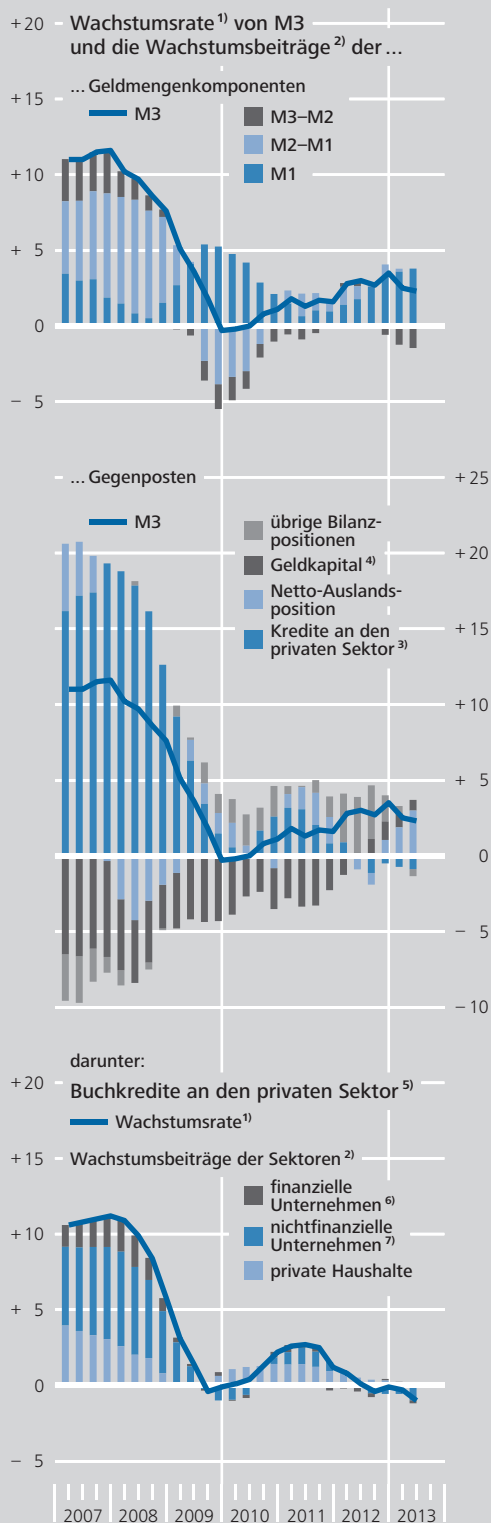
*Gesamtwirtschaftlicher Hintergrund*

<sup>1</sup> Aus Swapsätzen abgeleitete implizite Terminalsätze für den unbesicherten Interbanken-Tagesgeldsatz EONIA und Zinssätze börsengehandelter Futures auf den Dreimonats-Euribor.



## Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euro-Raum

saisonbereinigt, Quartalsendstände



1 Veränderung gegenüber Vorjahr in %. 2 In Prozentpunkten.  
 3 Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. 4 Eine Zunahme dämpft, für sich betrachtet, das M3-Wachstum. 5 Ab 1. Vj. 2010 bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen.  
 6 Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften. 7 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften.

gen Attraktivität längerfristiger Anlagen wuchsen die Sichteinlagen im Berichtsquartal weiterhin deutlich und trieben so – zusammen mit der wieder zunehmenden Bereitschaft Gebietsfremder, Mittel in den Euro-Raum zu transferieren – das Wachstum der Geldmenge M3. Allerdings wurden die das M3-Wachstum stützenden Einflussfaktoren zunehmend vom stärker werdenden Abbau der Buchkredite an den Privatsektor im Gefolge der schwachen gesamtwirtschaftlichen Entwicklung dominiert.

Vor diesem Hintergrund war auch das zweite Quartal 2013 durch eine – wenn auch nur leichte – Ausweitung des Geldmengenaggregats M3 bei gleichzeitig schrumpfendem Volumen der Buchkredite an den inländischen Privatsektor geprägt. Dabei förderte die nochmalige Abflachung der Zinsstruktur weiterhin kräftige Abzüge aus in M3 enthaltenen, nicht täglich fälligen Einlagenarten. Auch das Geldkapital, das bereits seit Anfang 2012 fast durchgängig Abflüsse verzeichnete, war erneut rückläufig. Im Gegensatz zu den Vorquartalen profitierten die Sichteinlagen im Frühjahrsquartal jedoch weniger stark von den Portfolioumschichtungen der Anleger, sodass sich in der Konsequenz auch die M3-Wachstumsdynamik abschwächte: Der seit Anfang 2010 anhaltende Anstieg der Geldmenge, der schon zum Jahresbeginn 2013 deutlich an Schwung verloren hatte, fiel daher im Berichtsquartal noch einmal spürbar schwächer aus. Die Jahresrate sank jedoch nur leicht auf nun 2,3%.

*Monetäre Entwicklung gedämpft*

Die Jahreswachstumsrate der (um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigten) Buchkredite an den Privatsektor glitt noch tiefer in den negativen Bereich und lag zum Ende des zweiten Quartals 2013 bei –1,0%. Damit bewegten sich die Jahresraten von Geldmengen- und Kreditwachstum zwar in die gleiche Richtung, sie näherten sich aber nicht an.<sup>2)</sup>

*Buchkredite an den Privatsektor rückläufig, ...*

2 Für eine ausführliche Analyse der heterogenen Entwicklung von Geldmengen- und Buchkreditwachstum im Euro-Raum, vgl.: Deutsche Bundesbank, Unterschiede im Geldmengen- und Kreditwachstum im Euro-Raum und in einzelnen Mitgliedsländern, Monatsbericht, Juli 2013, S. 49 ff.

*... bei heterogener Entwicklung im Euro-Raum*

Der kräftige Rückgang der Ausleihungen im Euro-Raum war vor allem Ausdruck einer nach wie vor schwachen konjunkturellen Lage und des fortgesetzt hohen Bedarfs zum Abbau der Verschuldung in den Peripheriestaaten. Insbesondere in Spanien gingen die Ausleihungen an den Privatsektor stark zurück, aber auch in der restlichen Peripherie waren die Buchkredite rückläufig. Zudem verzeichneten die Banken aus den Kernländern des Euro-Währungsgebiets im Buchkreditgeschäft geringere Zuwächse als im Vorquartal.

*Kräftige Nettotilgungen im nichtfinanziellen Unternehmenssektor*

Die Nettotilgungen betrafen vor allem den nichtfinanziellen Privatsektor und dort weitestgehend die Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen, die insbesondere in den Peripherieländern – aber auch in Deutschland – rückläufig waren. Hierzu trug auch bei, dass nichtfinanzielle Unternehmen in einigen Mitgliedsländern die Finanzierung über Buchkredite teilweise durch Marktfinanzierung oder eine erhöhte Finanzierung aus Eigenmitteln substituiert haben (siehe Erläuterungen auf S. 43 f.).

*Laut BLS leichte Verschärfung der Standards und spürbarer Rückgang der Nachfrage*

Dazu passt, dass die befragten Banken bei der im zweiten Quartal 2013 durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) einen spürbaren Rückgang der Nachfrage nach Bankkrediten meldeten. Zwar können bankseitige Beschränkungen nicht ausgeschlossen werden, die Ergebnisse der aktuellen Umfrage weisen ihnen jedoch keine dominierende Rolle für die schwache Kreditentwicklung im Euro-Raum zu: Die Mehrheit der Länder passte die Kreditstandards überhaupt nicht an, und die übrigen nahmen meist nur moderate Verschärfungen vor. Hauptsächlich verantwortlich für diese Anpassungen war nach Angaben der befragten Institute die verschlechterte Risikoeinschätzung bezüglich der Konjunktur und der Kreditnehmer. Im Hinblick auf ihre Refinanzierungsmöglichkeiten meldeten die Banken für die meisten erfragten Teilmärkte sogar nochmals Verbesserungen, und die Staatsschuldenkrise hatte ihren Angaben zufolge erneut keine nennenswerten Auswirkun-

gen auf ihre Refinanzierungsbedingungen und ihre Kreditvergabepolitik. Allerdings veranlasste die Einführung der strengeren Eigenkapitalvorschriften die Banken nach ihren eigenen Angaben dazu, ihre risikogewichteten Aktiva abzubauen.

Die konjunkturelle Lage und der anhaltende Entschuldungsbedarf in einigen Ländern schlugen sich auch in Nettotilgungen bei den Buchkrediten an private Haushalte nieder. Diese fielen zwar absolut betrachtet äußerst moderat aus. Bemerkenswert ist jedoch, dass die Wohnungsbaukredite diesmal kein Gegengewicht zu den erneut rückläufigen Konsumenten- und sonstigen Krediten bildeten, obwohl sie bislang die Buchkreditvergabe an private Haushalte eher gestützt hatten. Auch hier zeigt sich eine heterogene Entwicklung zwischen Kernländern und Peripheriestaaten: Während die Wohnungsbaukredite insbesondere aufgrund der Notwendigkeit des Abbaus der hohen Verschuldungsniveaus vor allem in Spanien, aber auch in den restlichen Peripherieländern, erkennbar rückläufig waren, wuchsen sie in Deutschland und Frankreich weiterhin moderat, wohl nicht zuletzt aufgrund des anhaltend niedrigen Zinsniveaus.

Dem kräftigen Abbau der Kredite an den Privatsektor stand eine moderate Ausweitung der Ausleihungen der monetären Finanzinstitute des Euro-Raums an öffentliche Haushalte gegenüber. Dabei wurden insbesondere in Italien und Spanien überwiegend Wertpapiere des eigenen öffentlichen Sektors nachgefragt. Nettotilgungen erfuhren hingegen die Buchkredite an öffentliche Haushalte. Diese Entwicklung war zwar fast durchgängig in allen Ländern des Währungsgebiets zu beobachten. Sie war aber besonders ausgeprägt in Spanien, wo die aktuellen Umschichtungen von Buch- in Wertpapierkredite auch als Gegenbewegung einer vorhergehenden gegensätzlichen Substitution zu sehen sind, die durch den erschwerten Marktzugang des öffentlichen Sektors ausgelöst wurden.

*Moderater Rückgang der Ausleihungen an private Haushalte*

*Anhaltende Ausweitung der Kredite an den Staat stützt Geldmengenwachstum ebenso wie ...*

### Entwicklung der Kredite und Einlagen der Monetären Finanzinstitute (MFIs) in Deutschland<sup>\*)</sup>

Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

Position	2013	
	1. Vj.	2. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs <sup>1)</sup> täglich fällig mit vereinbarter Laufzeit bis zu 2 Jahren	38,2	30,1
über 2 Jahre	- 0,9	- 11,8
mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu 3 Monaten	- 5,7	- 7,0
über 3 Monate	- 1,3	4,8
	- 3,9	- 3,8
<b>Kredite</b>		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 3,8	- 3,7
Wertpapierkredite	- 5,7	- 4,2
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite <sup>2)</sup>	2,3	- 1,8
darunter: an private Haushalte <sup>3)</sup>	4,2	3,6
an nichtfinanzielle Unternehmen <sup>4)</sup>	0,5	- 5,2
Wertpapierkredite	- 1,8	6,2

\* Zu den Monetären Finanzinstituten (MFIs) zählen hier neben den Banken (einschl. Bausparkassen, ohne Bundesbank) auch die Geldmarktfonds. Quartalsendstände, statistisch bedingte Veränderungen ausgeschaltet. **1** Unternehmen, Privatpersonen und öffentliche Haushalte ohne den Bund. **2** Bereinigt um Forderungsverkäufe und -verbriefungen. **3** Und Organisationen ohne Erwerbzweck. **4** Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften.

Deutsche Bundesbank

... erneut deutlicher Anstieg der Netto-Auslandsposition

Den größten Beitrag zum Geldmengenwachstum leisteten – wie bereits in den letzten drei Quartalen – die Nettoforderungen des Bankensektors gegenüber Gebietsfremden. Hinter dem erneuten Anstieg standen wie schon zuvor sowohl anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse als auch weitere Netto-Kapitalzuflüsse im Wertpapierverkehr mit dem Ausland. Zwar erwarben auch heimische Anleger wieder vermehrt ausländische Wertpapiere und wirkten damit dämpfend auf die Netto-Auslandsforderungen des Bankensektors. Die anhaltend umfangreichen Wertpapierkäufe von Investoren außerhalb des Währungsraumes überwogen jedoch deutlich. Dahinter dürfte auch die Umkehr von Mittelabzügen stehen, die bis Mitte letzten Jahres aufgrund der hohen Unsicherheit über die weitere Entwicklung im Euro-Raum erfolgt sind.

Insgesamt deutet die Analyse der Geldmengen und -gegenposten darauf hin, dass die inflationsrelevante monetäre Grunddynamik weiter-

hin gedämpft ist. Auch Inflationsprognosen auf Basis verschiedener monetärer Indikatoren (Geldmengenaggregate, kurzfristige Einlagen, Buchkredite) signalisieren derzeit für die nächsten drei Jahre im Mittel balancierte Risiken für die Preisstabilität. Die mit diesen Prognosen verbundene Unsicherheit bleibt jedoch weiterhin hoch.

Monetär basierte Prognosen mit balancierten Inflationsrisiken

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

Vor dem Hintergrund des historisch niedrigen Zinsniveaus und der flachen Zinsstruktur setzte sich in Deutschland der Abbau langfristiger Einlagen und risikoreicherer sonstiger Anlagen zugunsten kurzfristiger und liquiderer Einlagen auch im zweiten Quartal 2013 fort. Entsprechend trug die deutsche Entwicklung nicht zu dem im Euro-Raum beobachtbaren Rückgang des Wachstums der in M3 enthaltenen Einlagen bei. Wiederum waren es die Sichteinlagen, die aufgrund ihrer hohen Flexibilität und des geringen Zinsabstands zu anderen Anlageformen am stärksten profitierten. Die Tatsache, dass ihr Anteil an allen in M3 enthaltenen deutschen Einlagen in den letzten fünf Jahren kontinuierlich von 29½% auf mittlerweile gut 43½% gestiegen ist, spiegelt die zurzeit sehr liquide Geldhaltung in Deutschland wider.

Anstieg der Einlagen im Wesentlichen von Sichteinlagen getrieben, ...

Insbesondere hatte die an den europäischen Finanzmärkten seit Beginn des Jahres zu beobachtende abnehmende Risikoaversion bislang keine dämpfenden Auswirkungen auf diesen Einlagenaufbau deutscher Anleger. So stammte der Großteil des Zuflusses an kurzfristigen Einlagen von den privaten Haushalten; bei ihnen haben die tendenziell eher zinsbedingten Umschichtungen in den letzten beiden Quartalen sogar wieder an Schwung gewonnen. Aber auch im Unternehmenssektor war kein Umschwung im Anlageverhalten festzustellen. Die aktuell liquiditätsstarken nichtfinanziellen Unternehmen haben das Tempo, mit dem sie kurzfristige Einlagen aufbauen,

... insbesondere durch Portfolioumschichtungen privater Haushalte

## Versicherungen und Pensionseinrichtungen im Blickfeld der Statistik

Die Folgen der Finanzkrise stellen die inländischen Versicherungen vor Herausforderungen von erheblicher wirtschaftlicher Tragweite. Vor diesem Hintergrund stellt die Bundesbank zusätzliche Informationen über den Versicherungssektor bereit. So enthält der Statistische Teil des Monatsberichts jetzt erstmals Tabellen mit Angaben über die Aktiva und Passiva der in Deutschland ansässigen Versicherungen und Pensionseinrichtungen (Tabellen VII. 1. und 2.).

Die zusammengestellten Bilanzdaten unterstreichen die Bedeutung der Versicherungen und Pensionseinrichtungen in ihrer Funktion als Finanzintermediäre. Mit einer aggregierten Bilanzsumme, die sich zum Jahresende 2012 auf über 2 Billionen € belief, spielt der Versicherungssektor eine tragende Rolle bei der Akkumulation und Weiterleitung insbesondere langfristiger Finanzierungsmittel. Dabei stammen zwei Drittel des Mittelaufkommens aus Ansparleistungen privater Haushalte bei Lebensversicherungen und Pensionseinrichtungen. Die Versicherer investieren diese Mittel vornehmlich in Bankeinlagen (häufig in der Form von Schuldscheindarlehen), Schuldverschreibungen und Investmentfondsanteile (die wiederum einen hohen Anteil von Schuldverschreibungen enthalten), und stellen auf diese Weise den emittierenden Banken, Unternehmen und öffentlichen Haushalten – zumeist langfristiges – Kapital zur Verfügung.

Das anhaltend niedrige Zinsumfeld stellt für die Versicherungswirtschaft eine besondere Herausforderung dar. Zum einen verlieren langfristige Geldanlagen in Form der Kapitallebensversicherung an Attraktivität. Zum anderen suchen die Versicherungen nach alternativen Anlageformen jenseits klassischer lang laufender Schuldverschreibungen.

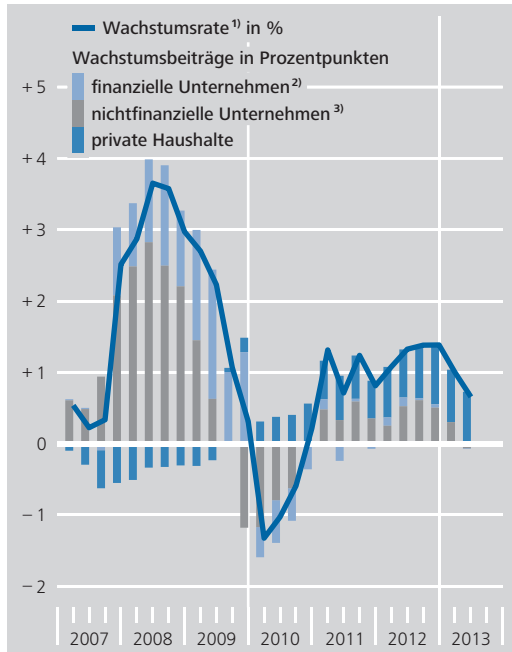
Bislang spiegelt sich im Anwachsen der bilanziellen Aktiva und Passiva vornehmlich der Bewertungseffekt des rückläufigen Zinsniveaus. Ob es darüber hinaus zu starken Mengenreaktionen kommt und wie nachhaltig diese ausfallen, muss sorgfältig analysiert werden. Hierfür schafft die erweiterte Statistik eine wichtige Informationsgrundlage.

Die in den neuen Tabellen enthaltenen Angaben über die Aktiva und Passiva der Versicherungen und Pensionseinrichtungen werden im Vorfeld der vom ESZB geplanten Einführung einer harmonisierten europäischen Versicherungsstatistik von der Bundesbank zusammengestellt. Da sie den methodischen Vorgaben des Europäischen Systems der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen (ESVG) entsprechen, ist die Vergleichbarkeit mit den Angaben des volkswirtschaftlichen Rechnungswesens, insbesondere der Finanzierungsrechnung, grundsätzlich gewährleistet. Die Ausgangsdaten der Berechnungen stammen zum größten Teil aus versicherungsaufsichtlichen Quellen.

In den kommenden Jahren soll die Datengrundlage in Zusammenarbeit mit der Versicherungsaufsicht verbreitert werden. Im Vordergrund wird dabei die detailliertere Erfassung der Wertpapieranlagen auf Einzelwertpapierbasis stehen. Im Zusammenhang mit dem künftigen Aufsichtsstandard Solvency II wird darüber hinaus die statistische Erfassung von Versicherungsgruppen an Bedeutung gewinnen.

### Buchkredite deutscher Banken nach ausgewählten Sektoren

saisonbereinigt sowie bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen, Quartalsendstände



1 Veränderungsrate gegenüber Vorjahr. 2 Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften. 3 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften.  
 Deutsche Bundesbank

Investitionstätigkeit deutscher Unternehmen erklärt werden. Für die kommenden Quartale wird daher entscheidend sein, ob die Investitionsneigung deutscher Unternehmen weiterhin durch die eingetrübten Aussichten für die europäischen Absatzmärkte und die von den Schuldenkrisen im Euro-Gebiet ausgehende Verunsicherung belastet wird. Darüber hinaus haben eine verstärkte Innenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen sowie die Inanspruchnahme alternativer Außenfinanzierungsmittel – wie etwa der Emission von Schuldverschreibungen – einen erkennbaren Beitrag zu den Nettotilgungen der Unternehmenskredite geliefert (siehe Erläuterungen auf S. 43 f.). Die Ergebnisse des BLS aus dem zweiten Quartal 2013 stehen damit im Einklang: Die teilnehmenden Institute gaben an, dass die Kreditnachfrage der Unternehmen spürbar gesunken sei, weil diese andere Finanzierungsquellen in Anspruch genommen haben.

Dass die Buchkredite an den deutschen Privatsektor insgesamt im Berichtsquartal trotz des kräftigen Abbaus der Kredite an die nichtfinanziellen Unternehmen per saldo nur leicht rückläufig waren, ist auf den spürbaren Anstieg der Kreditvergabe an die privaten Haushalte zurückzuführen. Bestimmend hierfür war – wie schon in den Vorquartalen – die Nachfrage nach privaten Wohnungsbaukrediten, die neben den günstigen Finanzierungsbedingungen derzeit auch durch unsicherheitsbedingte Portfolioumschichtungen in Sachwerte getrieben wird. Auch die Ergebnisse des BLS bestätigten, dass sich der schon seit Frühjahr 2010 zu beobachtende Trend einer steigenden Nachfrage nach privaten Wohnungsbaukrediten im zweiten Quartal 2013 fortsetzte – allerdings in abgeschwächter Form. Verantwortlich für diese Entwicklung war nach Meinung der befragten Bankmanager vor allem, dass die privaten Haushalte die Aussichten auf dem Wohnungsmarkt weiterhin positiv einschätzten.

*Spürbarer Anstieg der Buchkredite an private Haushalte*

über die letzten Quartale nicht verändert. Zugleich setzten Versicherungsunternehmen und Pensionseinrichtungen den Abbau ihrer langfristigen Termineinlagen fort und legten die dadurch frei werdenden Mittel unvermindert in Anlageformen außerhalb der monetären Aggregate an.

*Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen mit kräftigem Rückgang*

Das deutsche Kreditgeschäft stagnierte im Berichtsquartal und lieferte somit kein Gegengewicht zu dem Kreditabbau im restlichen Euro-Raum. Dahinter stand im Wesentlichen ein kräftiger Rückgang der Buchkredite an die nichtfinanziellen Unternehmen, insbesondere im kurz-, aber auch im mittelfristigen Laufzeitbereich. Da die Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen typischerweise einen Nachlauf gegenüber der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und den Investitionen von etwa drei Quartalen aufweist,<sup>3)</sup> kann der Großteil des Rückgangs der Unternehmenskredite mit der konjunkturellen Schwächephase gegen Jahresende 2012 sowie der schwachen

3 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Entwicklung der Buchkredite deutscher Banken an den inländischen Privatsektor seit Sommer 2009, Monatsbericht, September 2011, S. 67 ff.

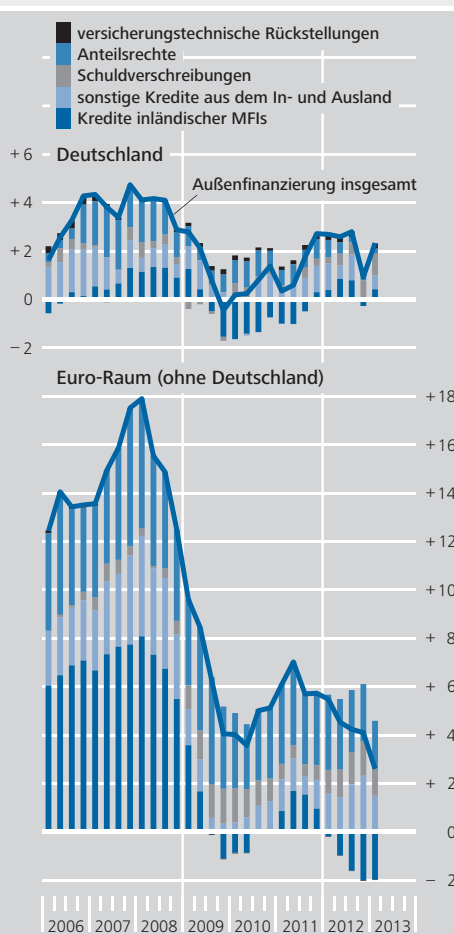
## Die Struktur der Unternehmensfinanzierung vor dem Hintergrund einer schwachen Buchkreditentwicklung in Deutschland und im Euro-Raum

Gemäß den Daten der Finanzierungsrechnung hat sich das gesamte Finanzierungsvolumen der nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland im ersten Quartal 2013 nach einer eher schwachen Entwicklung gegen Ende des Jahres 2012 wieder spürbar erholt.<sup>1)</sup> Neben der recht hohen und stabilen Innenfinanzierung, die die deutsche Unternehmenslandschaft seit Jahren prägt, kam es zu einem kräftigen Anstieg der Außenfinanzierung. Zugenommen hat insbesondere die Finanzierung über den Kapital-

markt: Durch die Emission von Anleihen beschafften sich die nichtfinanziellen Unternehmen Finanzierungsmittel in einem Volumen, das nominal so hoch ausfiel wie zuletzt vor gut zehn Jahren. Auch die von in- und ausländischen Nicht-MFIs vergebenen Kredite (insbesondere von anderen nichtfinanziellen Unternehmen im (inter-)nationalen Unternehmensverbund sowie von sonstigen Finanzinstituten und Versicherungen), die Ende des Jahres 2012 noch per saldo zurückgeführt wurden, nahmen wieder spürbar zu. Weniger dynamisch entwickelte sich hingegen die Kreditvergabe der inländischen MFIs. Auch die Ausgabe von Anteilsrechten spielte im ersten Quartal 2013 nur eine untergeordnete Rolle.

### Struktur der Außenfinanzierung<sup>1)</sup> nichtfinanzieller Unternehmen

in % des BIP; gleitende Summe der jeweils letzten vier Quartale



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. \* Außenfinanzierung ohne sonstige Verbindlichkeiten.  
 Deutsche Bundesbank

Insgesamt unterstreichen diese Angaben der Finanzierungsrechnung aus dem ersten Vierteljahr den seit Jahren beobachtbaren Trend einer zunehmenden Substitution im Unternehmenssektor von Bankkrediten durch andere Finanzierungsformen und alternative Kapitalgeber, insbesondere durch Kredite im Konzernverbund sowie durch kapitalmarktbasierete Mittelzuflüsse, aber auch durch Handelskredite.<sup>2)</sup> Die trendmäßig abnehmende Bedeutung der MFI-Kredite für die externe Finanzierung dürfte neben der steigenden Konkurrenz durch Kreditgeber aus dem Nichtbankenbereich auch in dem Bemühen der Kreditnehmer begründet sein, die Quellen ihrer Mittelaufnahme zu diversifizieren, um in Zukunft weniger stark von

1 Die Ergebnisse der Finanzierungsrechnung liegen typischerweise mit einer Verzögerung von gut einem Quartal vor. Infolgedessen stellt das erste Quartal 2013 den aktuellen Stand dar. Hintergrund ist die große Zahl der einfließenden Primärquellen und die damit verbundene Komplexität der Rechnung.

2 Inwieweit diese Beobachtung für alle Branchen und Unternehmensgrößen gilt, lässt sich aus den aggregierten Angaben nicht ableiten.



der Entwicklung einzelner weniger Marktsegmente abhängig zu sein. Zeitweise dürften auch bankseitige Restriktionen zur sinkenden Bedeutung der MFI-Kredite beigetragen haben, insbesondere im Jahr 2009.<sup>3)</sup> Zurzeit spielen diese Faktoren in Deutschland aber keine nennenswerte Rolle.

Im Euro-Raum (ohne Deutschland) zeigt sich bezüglich der Außenfinanzierung ein etwas anderes Bild. Zwar fanden in den letzten Quartalen auch hier Anpassungen statt, infolge derer die Finanzierung über Nicht-MFI-Kredite und über die Emission von Wertpapieren (insbesondere nicht börsennotierten Aktien und Schuldverschreibungen) spürbar zunahm.<sup>4)</sup> Allerdings war das Ausmaß dieser Substitutionseffekte deutlich geringer, sodass der Abbau der Buchkredite zu einer insgesamt sinkenden Verschuldung führte. Dies ist insbesondere vor dem Hintergrund der anhaltenden Not-

wendigkeit des Schuldenabbaus der nichtfinanziellen Unternehmen und des schwachen makroökonomischen Umfelds zu sehen. Aber auch eine restriktivere Kreditvergabe der Banken beeinflusste zeitweise die Buchkreditdynamik im Euro-Raum. Trotz schwacher Umsatzerlöse konnte zugleich die Innenfinanzierung dank verstärkter Kosteneinsparungen seit 2009 deutlich gesteigert werden.

<sup>3</sup> Die temporäre Straffung von Kreditkonditionen in konjunkturellen Abschwungphasen, aber auch steigende regulatorische Anforderungen dürften in diesem Zusammenhang eine Rolle spielen. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, Monatsbericht, Januar 2012, S. 13–28, sowie B. Blaes, Bank-related loans supply factors during the crisis: an analysis based on the German bank lending survey, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Reihe 1, Nr. 31/2011.

<sup>4</sup> Für eine detaillierte länderspezifische Betrachtung, vgl.: Task Force Eurosystem, Structural Issues Report 2013, Corporate Finance and Economic Activity in the Euro Area, Occasional Paper der EZB, Nr. 151.

Darüber hinaus spiegelten sich in Deutschland die verbesserten Perspektiven für die Einkommensentwicklung und die reduzierte Arbeitsplatzunsicherheit in einer, wenn auch nur leichten, Zunahme der Konsumentenkredite wider. Entsprechend stellten auch die am BLS teilnehmenden Banken erstmals seit rund zwei Jahren wieder eine spürbar anziehende Nachfrage nach Konsumentenkrediten fest. Insgesamt gesehen kann die Kreditvergabe an die privaten Haushalte im zweiten Quartal jedoch weiterhin als moderat bezeichnet werden: Die Jahreswachstumsrate der Buchkredite an inländische private Haushalte war mit unverändert 1,2% niedrig, und auch bei den privaten Wohnungsbaukrediten, deren Jahreswachstumsrate Ende Juni bei 2,1% lag, war zuletzt keine Beschleunigung zu beobachten.

Auf der Angebotsseite ging die schwache Entwicklung der inländischen Buchkredite an den privaten Sektor mit einer insgesamt wenig veränderten Kreditvergabepolitik einher. Den

deutschen Ergebnissen des BLS zufolge haben die befragten Institute im zweiten Quartal 2013 ihre Standards im Unternehmenskreditgeschäft per saldo nicht angepasst. Damit setzte sich die nunmehr schon vier Jahre andauernde Periode insgesamt wenig veränderter Kreditrichtlinien weiter fort. Begründet wurde das ausgeglichene Ergebnis im abgelaufenen Quartal mit zwei gegenläufigen Effekten: Einerseits waren die Eigenkapitalkosten der Banken leicht erhöht, andererseits wirkte sich die gestiegene Konkurrenz zwischen den Instituten leicht entspannend auf die Kreditstandards aus. Konjunkturelle sowie branchen- oder firmenspezifische Faktoren hingegen hatten für sich genommen keinerlei Einfluss. Gleichzeitig weiteten die befragten Banken ihre Margen im Geschäft mit Unternehmen geringfügig aus.

Auch die Vergabekonditionen für Kredite an private Haushalte änderten sich nicht wesentlich. Zwar wurden die Standards für Wohnungsbaufinanzierungen moderat gestrafft, da

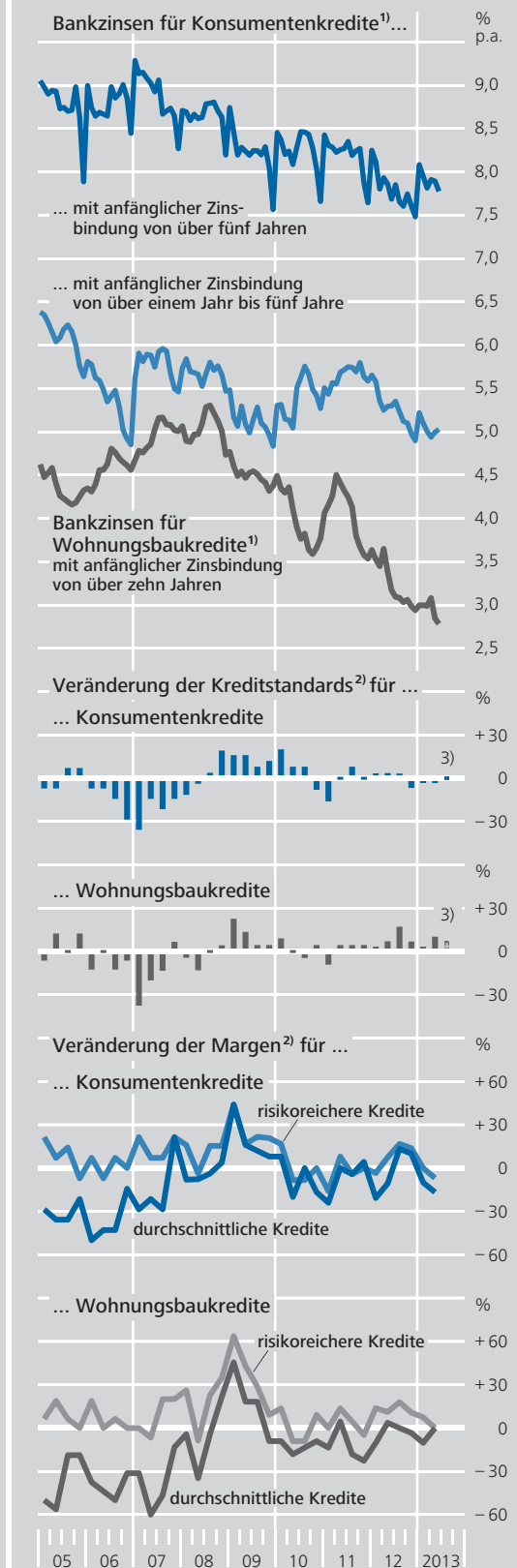
*Kreditstandards deutscher Banken gegenüber Unternehmen unverändert*

## Bankkonditionen in Deutschland

### Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen



### Kredite an private Haushalte



**1** Neugeschäft. Gemäß harmonisierter EWU-Zinsstatistik. **2** Gemäß Bank Lending Survey; Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ und der Summe der Angaben „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ in % der gegebenen Antworten. **3** Erwartungen für das 3. Vj. 2013.

*Kaum  
Änderungen der  
Kreditvergabe-  
standards  
gegenüber  
privaten  
Haushalten*

die Aussichten für den Wohnungsmarkt von den befragten Banken pessimistisch eingeschätzt wurden – im Gegensatz zu den privaten Haushalten, die aus Sicht der Bankmanger keinerlei Eintrübung erwarten. Jedoch blieben die Margen in diesem Kreditsegment konstant. Die Standards für Konsumentenkredite beließen die befragten Banken per saldo weitgehend unverändert, bei den Margen kamen sie ihren Kreditnehmern sogar etwas entgegen.

*Staatsschulden-  
krise für sich ge-  
nommen ohne  
Auswirkung auf  
die Kreditver-  
gabepolitik*

Die Umfrage enthielt im zweiten Quartal Zusatzfragen zu den Auswirkungen der Finanz- und Staatsschuldenkrise auf die Refinanzierungsbedingungen und die Kreditangebotspolitik der Banken sowie zu den strengeren Eigenkapitalvorschriften. Die befragten Institute berichteten wie schon in den beiden vorangegangenen Quartalen über ein insgesamt leicht verbessertes Refinanzierungsumfeld und gaben an, dass die Staatsschuldenkrise weiterhin keine Auswirkungen auf ihre Kreditvergabepolitik hatte. In Vorbereitung auf strengere Eigenkapitalvorschriften nach CRR/CRDIV bauten die deutschen Banken im ersten Halbjahr 2013 risikogewichtete Aktiva ab und stärkten ihre Eigenkapitalposition, vor allem durch einbehaltene Gewinne. Isoliert betrachtet schlugen sich die neuen Eigenkapitalvorschriften im Kreditgeschäft in Form von verschärften Kreditstandards und höheren Margen nieder – vor allem für Ausleihungen an große Unternehmen.

Die Entwicklung der Bankkreditzinsen im Neugeschäft dürfte sich auf die inländische Kreditvergabe an den privaten Sektor eher stützend ausgewirkt haben. Während die Zinsen an den Kapitalmärkten wieder moderat anzogen, entwickelten sich die Bankkreditzinsen im zweiten Quartal über die gemeldeten Geschäftszweige, Laufzeiten und Volumina auf niedrigem Niveau überwiegend stagnierend oder rückläufig. Im Unternehmenskreditgeschäft waren die Zinsveränderungen vorwiegend relativ gering, aber uneinheitlich. In der Niveaubetrachtung verlangten die meldenden Institute für kurzfristige Mittel zuletzt 3,0% für kleinvolumige beziehungsweise 1,7% für großvolumige Kredite. Die Zinsen für langfristige Ausleihungen an inländische nichtfinanzielle Unternehmen lagen Ende Juni bei 2,7% beziehungsweise 2,8%.

Entgegen der heterogenen Entwicklung bei den Unternehmenskreditzinsen waren Wohnungsbaukredite fast aller Fristigkeiten etwa 20 Basispunkte günstiger als ein Quartal zuvor. So sanken die Zinsen für langfristige Wohnungsbaukredite auf ein neues historisches Tief und beliefen sich zuletzt nur noch auf 2,8%. Auch die Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Unternehmen wurden im Vergleich zum Vorquartal erneut nahezu durchgehend niedriger vergütet.

*Bankkreditzinsen  
vollziehen Zins-  
anstieg am  
Kapitalmarkt  
nicht nach*