

Geldpolitik und Bankgeschäft

Zinspolitik und Geldmarkt

Die Geldpolitik hat ihren Kurs im Herbst merklich gelockert. Vor dem Hintergrund einer deutlichen Verschärfung der Finanzmarkt-turbulenzen und rückläufiger Rohstoffpreise senkte der EZB-Rat im Rahmen einer konzer-tierten Aktion gemeinsam mit sechs weiteren Notenbanken am 8. Oktober 2008 den Hauptrefinanzierungssatz um einen halben Prozentpunkt auf 3,75 %. Am 6. November nahm er den Satz ein weiteres Mal um einen halben Prozentpunkt auf 3,25 % zurück.

*Koordinierte
Zinssenkung...*

Anfang Oktober gab der EZB-Rat zudem Änderungen am geldpolitischen Handlungs-rahmen bekannt, die zunächst bis zum 20. Januar 2009 befristet sind. So werden bis zu diesem Termin die wöchentlichen Haupt-refinanzierungsgeschäfte als Festzinstender mit vollständiger Zuteilung zum jeweils gültigen Hauptrefinanzierungssatz durchgeführt. Gleichzeitig wurde der Zinskorridor um den Hauptrefinanzierungssatz bestehend aus Spitzenrefinanzierungs- und Einlagefazilität von zuvor zwei Prozentpunkten auf nunmehr einen Prozentpunkt eingengt. Hierzu wur-den die Abstände der beiden entsprechenden Zinssätze zum Hauptrefinanzierungssatz auf je 50 Basispunkte halbiert. Erstmals mit dem längerfristigen Refinanzierungsgeschäft vom 30. Oktober ging der EZB-Rat dann auch bei diesen Geschäften zum Festzinstender mit voller Zuteilung über.

*... und zeitlich
befristete
Änderungen
am
geldpolitischen
Handlungs-
rahmen*

Darüber hinaus beschloss der EZB-Rat im Ok-tober, den Rahmen für die von den Kreditins-tituten einzureichenden Sicherheiten auszu-weiten, um möglichen Liquiditätsengpässen

*Änderungen
am Sicher-
heiten-
rahmen...*

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den drei Mindestreserveperioden zwischen dem 9. Juli und dem 7. Oktober 2008 nahm der Liquiditätsbedarf der Kreditinstitute im Euro-Raum, der durch die autonomen Liquiditätsfaktoren bestimmt wird, per saldo um 7,8 Mrd € ab. Zwar absorbierte der weiterhin robust wachsende Banknotenumlauf, der im Betrachtungszeitraum am 7. Oktober 2008 mit rund 700 Mrd € einen neuen Höchststand erreichte, Liquidität in Höhe von 7,1 Mrd €, jedoch gingen die Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem um insgesamt 9,7 Mrd € zurück. Ebenso zeigt die gemeinsame Betrachtung der Nettowährungsreserven und der sonstigen Faktoren, die liquiditätsneutrale Bewertungseffekte eliminiert, über die drei Perioden einen Rückgang des Liquiditätsbedarfs der Banken um 5,2 Mrd €. Dies wurde vor allem durch den Ankauf von nicht mit der Geldpolitik in Zusammenhang stehenden Finanzaktiva durch das Eurosystem bewirkt. Der Liquiditätsbedarf aus der Mindestreserveverpflichtung erhöhte sich in den drei Reserveperioden um 2,9 Mrd € und konnte von den Kreditinstituten problemlos erfüllt werden (vgl. Tabelle auf S. 25).

Rund ein Jahr nach dem Beginn der Geldmarktverspannungen konzentrierte sich das Liquiditätsmanagement des Eurosystems auch weiterhin vor allem darauf, das Funktionieren des Geldmarkts zu unterstützen. Hierzu führte das Eurosystem im Betrachtungszeitraum zusätzliche Refinanzierungsgeschäfte durch, verschob den Laufzeitenmix dieser Geschäfte dabei nochmals mehr zu den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (von 64% auf 66%) und teilte großzügig Liquidität zu (Frontloading). Dabei hielt das Liquiditätsmanagement an dem Ziel fest, den Tagesgeldsatz in der Nähe des Mindestbietungssatzes zu halten.

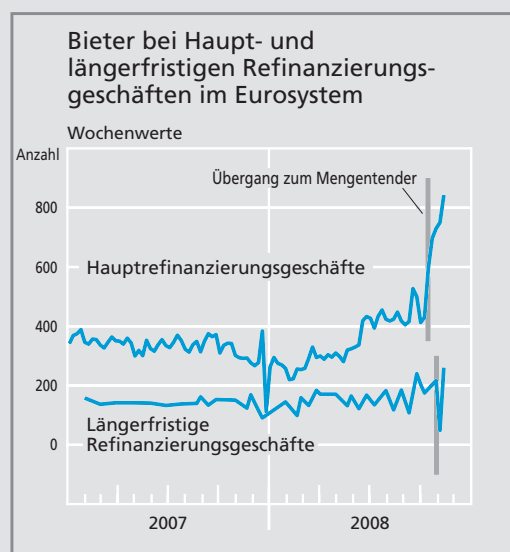
In der Reserveperiode Juli/August sorgte die reichliche Liquiditätsversorgung für einen meist stabilen EONIA bei durchschnittlichen EONIA-Umsätzen von über 43 Mrd €. Als Zeichen gewisser Entspannung konnte gewertet werden, dass die Über-Benchmarkbeträge mit 18 Mrd €, 14 Mrd €, 10 Mrd €, 8 Mrd € und 3,0 Mrd € im Vergleich zu den Vorperioden leicht geringer ausfielen. Am 12. Juli, dem letzten Tag der Reserveperiode, führte die EZB eine liquiditätsabsorbierende Feinststeuerungsoperation im Volumen von 21,0 Mrd € durch, und der EONIA wurde bei 4,32% festgestellt.

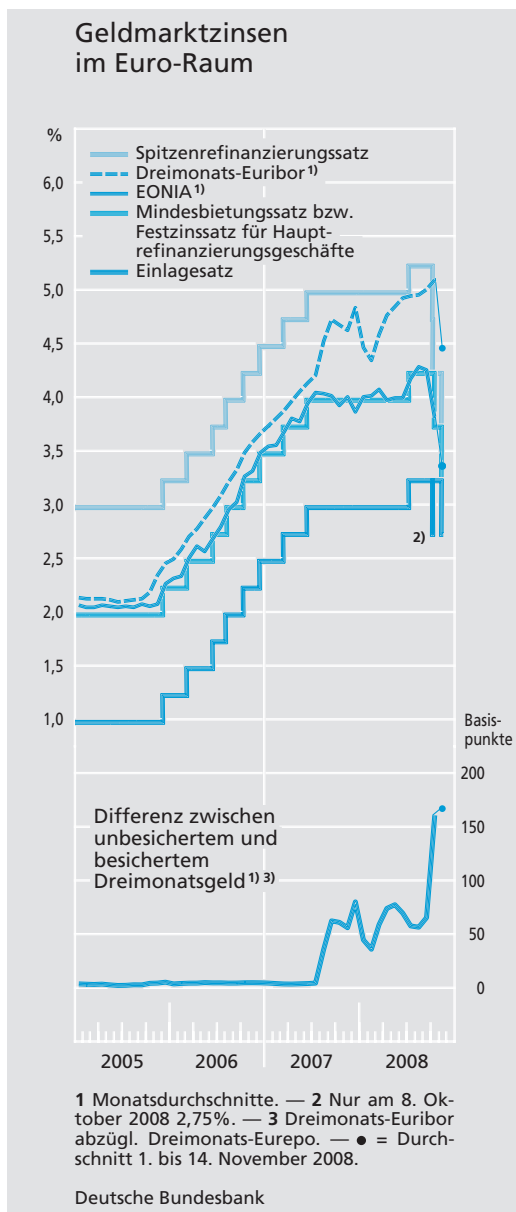
In der Reserveperiode August/September setzte sich diese vergleichsweise stabile Entwicklung beim EONIA fort, der meist etwas oberhalb des Mindestbietungssatzes festgestellt wurde. Ausnahmen bildeten der „übliche“ Anstieg am Monats-Ultimo sowie die oft stärkere Volatilität am letzten Tag der Reserveperiode.

In der Reserveperiode September/Oktober führte die Insolvenz der amerikanischen Investmentbank Lehman Brothers zu einer deutlichen Verschärfung der Bedin-

gungen am Geldmarkt. Neben dem Hortungsverhalten bei Banken, gestrichenen Kreditlinien und dem Problem der ausgetrockneten längerfristigen Geldmarktsegmente machte sich das Misstrauen unter Banken zunehmend auch bei Übernacht-Ausleihungen bemerkbar; gegen Ende der Periode fielen die EONIA-Umsätze auf Tiefstände von um 30 Mrd €. Um den starken Anstieg beim Tagesgeld zu bremsen, führte das Eurosystem liquiditätszuführende Feinststeuerungsoperationen durch, erhöhte die Über-Benchmarkbeträge in den Hauptrefinanzierungsgeschäften auf bis zu 230,0 Mrd € kräftig und schrieb ein zusätzliches längerfristiges 38-Tage-Refinanzierungsgeschäft aus, das den Quartalsultimo einschloss. Die Abschöpfung der reichlichen Liquidität erfolgte ebenfalls über Feinststeuerungsoperationen. Diese Maßnahmen gaben den Banken mehr Sicherheit für die eigene Liquiditätssteuerung, führten aber auch zu erhöhten EONIA-Schwankungen von 3,92% bis 4,60%. Darüber hinaus stiegen die Inanspruchnahmen im Tagesdurchschnitt sowohl der Spitzenrefinanzierungsfazilität auf rund 7 ½ Mrd € als auch der Einlagefazilität auf rund 20 Mrd €. Dass die Umverteilung am Geldmarkt stark eingeschränkt war, zeigte sich auch an den angestiegenen Bieterzahlen bei den Haupt- und längerfristigen Tendern sowie höheren Zuteilungssätzen. Zudem deuteten gewachsene Umsatzzahlen auf Euro GC Pooling der Eurex Repo in der letzten Woche der Reserveperiode die starke Bevorzugung gesicherter O/N-Transaktionen in Krisenzeiten an.

Am ersten Tag der folgenden Reserveperiode Oktober/November 2008 gab die EZB – in einer konzertierten Aktion führender Notenbanken – massive Schritte zur weiteren Belebung des Geldmarkts bekannt.





wegen fehlender notenbankfähiger Sicherheiten vorzubeugen. Flankiert wurden diese Maßnahmen von einer kontinuierlichen Aufstockung der über das Eurosystem durchgeführten Liquiditätsbereitstellung an europäische Banken in US-Dollar. In Absprache mit der Schweizerischen Nationalbank schließt das Eurosystem zudem mittlerweile auch zeitlich befristete Devisen-Swap-Geschäfte in Schweizer Franken ab. Durch die mit der US-

amerikanischen Notenbank Federal Reserve und der Schweizerischen Nationalbank vereinbarten Maßnahmen wird die Refinanzierung der Kreditinstitute im Euro-Raum in US-Dollar und Schweizer Franken sichergestellt.

Diese Anpassungen am geldpolitischen Handlungsrahmen stehen in unmittelbarem Zusammenhang mit der erheblichen Verschärfung der Finanzmarkturbulenzen seit Mitte September – ausgelöst durch den Zusammenbruch der US-amerikanischen Bank Lehman Brothers. Im Zuge dieser Entwicklung kam es auf dem Geldmarkt zunächst zu einem merklichen Anziehen der Volatilität im Tagesgeldsatz EONIA, einem erneuten starken Anstieg der unbesicherten Geldmarktsätze und einem signifikanten Rückgang der zwischen den Banken gehandelten Volumina, selbst im Tagesgeldbereich, der zuvor nur wenig von den Geldmarktanspannungen betroffen gewesen war. Nach der Zinssenkung Anfang Oktober sind die Interbankengeldmarktsätze im Euro-Raum, darunter auch der EONIA, zwar merklich gesunken. Der Abstand zwischen dem (unbesicherten) Dreimonats-Euribor und dem (besicherten) Dreimonats-Eurepo blieb allerdings weiterhin hoch. Zuletzt betrug er 1,6 Prozentpunkte. Gleichzeitig stieg die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazität, und die in der Einlagefazilität geparkten liquiden Mittel nahmen drastisch zu. Angesichts dieser offensichtlichen Funktionsmängel des Interbanken-Geldmarkts übernahm das Eurosystem faktisch den Liquiditätsausgleich zwischen den Kreditinstituten, und zwar auf der Refinanzierungsseite durch großzügige Gebotszuteilung zum festen Zinssatz und auf der Einlagenseite durch die offe-

... als Reaktion auf die neuerliche Verschärfung der Finanzmarkturbulenzen

ne Einlagefazilität mit dem verringerten Zinsabschlag von einem halben Prozentpunkt.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

*Weiterhin
kräftiges Geld-
mengenwachs-
tum*

Die Geldmenge M3 im Euro-Raum ist im dritten Vierteljahr 2008 ähnlich kräftig gestiegen wie im Vorquartal. Saisonbereinigt und aufs Jahr gerechnet nahm sie von Juli bis September um 8% zu. Dabei wuchsen zuletzt auch wieder die im Geldmengenaggregat M1 zusammengefassten sehr liquiden Geldkomponenten Bargeld und täglich fällige Einlagen, die im zweiten Vierteljahr leicht abgebaut worden waren. Im Gegensatz dazu schwächte sich im Berichtszeitraum die Dynamik der marktnah verzinsten Komponenten etwas ab. Insbesondere die Repogeschäfte der Banken mit inländischen Nichtbanken wurden zuletzt in deutlich geringerem Umfang aufgestockt als zuvor. Aber auch der Umlauf kurz laufender Bankschuldverschreibungen nahm etwas langsamer zu als im Vorquartal. Dagegen waren Geldmarktfondsanteile im dritten Quartal in saisonbereinigter Betrachtung per saldo wieder gefragt, nachdem sie im zweiten Vierteljahr noch in großem Umfang zurückgegeben worden waren. Der weitaus größte Beitrag zum Geldmengenwachstum ging im dritten Quartal allerdings erneut von den kurzfristigen Termineinlagen aus, die im Berichtsquartal noch etwas höher als zuvor verzinst wurden.

Die Kreditgewährung der Banken im Euro-Raum an den privaten Sektor bildete auch im dritten Quartal die Hauptquelle für die Geld-

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2008		
	9. Juli bis 12. Aug.	13. Aug. bis 9. Sept.	10. Sept. bis 7. Okt.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren			
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 8,9	+ 1,1	+ 0,7
2. Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 3,6	+ 0,2	+ 5,9
3. Netto-Währungsreserven ²⁾	- 1,9	+ 2,1	+ 40,7
4. Sonstige Faktoren ²⁾	+ 4,7	- 1,8	- 38,6
Insgesamt	- 2,5	+ 1,6	+ 8,7
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 19,1	- 2,8	+ 10,6
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 23,9	+ 0,7	+ 34,3
c) Sonstige Geschäfte	- 0,1	- 0,1	- 38,9
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,0	+ 0,0	+ 7,4
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 0,1	- 0,3	- 19,3
Insgesamt	+ 4,8	- 2,5	- 5,9
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 2,1	+ 0,8	+ 2,8
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 2,2	+ 0,7	- 1,4

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.

Deutsche Bundesbank

Offenmarktgeschäfte des Eurosystems *)

Valutatag	Geschäftsart 1)	Laufzeit, in Tagen	Tatsächliche Zuteilung, Mrd €	Abweichung zur Benchmark, Mrd €	Marginaler Satz/Festsatz, in %	Repartierungssatz, in %	Gewichteter Satz, in %	Cover Ratio 2)	Anzahl Bieter
09.07.08	HRG	7	175,0	18,0	4,32	52,24	4,37	1,51	400
10.07.08	S-LRG	182	25,0	–	4,93	11,06	5,03	2,98	141
16.07.08	HRG	7	155,0	14,0	4,34	64,00	4,36	1,72	440
23.07.08	HRG	7	175,5	10,0	4,35	73,78	4,38	1,53	461
30.07.08	HRG	7	166,0	8,0	4,38	3,94	4,42	1,49	430
31.07.08	LRG	91	50,0	–	4,70	86,67	4,76	2,15	189
06.08.08	HRG	7	160,0	3,0	4,38	93,83	4,41	1,51	424
12.08.08	FSO (-)	1	– 21,0	–	4,25	92,80	–	1,08	10
13.08.08	HRG	7	176,0	20,0	4,37	92,37	4,40	1,33	430
14.08.08	S-LRG	91	50,0	–	4,61	91,48	4,74	1,58	124
20.08.08	HRG	7	151,0	14,5	4,38	66,59	4,40	1,51	454
27.08.08	HRG	7	167,0	9,0	4,39	17,78	4,42	1,36	424
28.08.08	LRG	91	50,0	–	4,60	72,14	4,74	1,54	191
03.09.08	HRG	7	160,0	3,0	4,39	52,37	4,41	1,41	411
09.09.08	FSO (-)	1	– 20,1	–	4,25	100,00	–	1,00	17
10.09.08	HRG	7	176,5	20,0	4,39	96,37	4,41	1,27	422
11.09.08	S-LRG	91	50,0	–	4,45	51,10	4,66	1,39	114
15.09.08	FSO (+)	1	30,0	–	4,30	77,62	4,39	3,01	51
16.09.08	FSO (+)	1	70,0	–	4,32	20,88	4,40	1,46	56
17.09.08	HRG	7	150,0	39,0	4,53	28,41	4,58	2,19	533
18.09.08	FSO (+)	1	25,0	–	4,30	29,73	4,39	1,97	43
24.09.08	HRG	7	180,0	59,0	4,73	98,23	4,78	1,86	506
24.09.08	FSO (+)	1	40,0	–	4,25	34,17	4,35	1,26	36
25.09.08	LRG	84	50,0	–	4,98	58,84	5,11	3,09	246
30.09.08	S-LRG	38	120,0	–	4,36	21,03	4,88	1,18	210
01.10.08	HRG	7	190,0	230,0	4,65	15,11	4,96	1,20	419
01.10.08	FSO (-)	1	– 173,0	–	4,25	100,00	–	1,00	52
02.10.08	FSO (-)	1	– 200,0	–	4,25	92,57	–	1,08	65
03.10.08	FSO (-)	3	– 193,8	–	4,25	100,00	–	1,00	54
06.10.08	FSO (-)	1	– 171,9	–	4,25	100,00	–	1,00	111
07.10.08	FSO (-)	1	– 147,5	–	4,25	100,00	–	1,00	97

* Für die Geschäfte des Eurosystems vom 16.04.2008 bis 08.07.2008 siehe: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, August 2008, S. 26. — 1 HRG: Hauptrefinanzierungsgeschäft, LRG: Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft,

S-LRG: Sonder-Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft, FSO: Feinststeuerungsoperation (+: Liquidität bereitstellend, -: Liquidität absorbierend). — 2 Verhältnis des Volumens der Gesamtgebote zum Zuteilungsvolumen.

Deutsche Bundesbank

Buchkredite an den Privatsektor mit etwas geringerer Dynamik

entstehung. Allerdings schwächte sich das Expansionstempo der Buchkredite an private inländische Unternehmen und Haushalte weiter ab; sie stiegen von Juli bis September mit einer saisonbereinigten und aufs Jahr gerechneten Wachstumsrate von 6 ½ %, nach gut 7 % im zweiten Vierteljahr. Vor allem die Kredite an finanzielle Unternehmen außerhalb des Bankensektors wuchsen deutlich schwächer als in den Vorquartalen. Aber auch die

unverbrieften Bankkredite an nichtfinanzielle Unternehmen expandierten von Juli bis September in erkennbar geringerem Umfang als in den entsprechenden Vorjahrsmonaten. Zum Teil dürfte dies auch die Folge strengerer Kreditvergaberichtlinien der Banken gewesen sein. Die Kreditinstitute berichteten jedenfalls im Rahmen des Bank Lending Survey von einer anhaltenden massiven Verschärfung ihrer Kreditstandards. Mit einer Vorjahrsrate

von 12,1% fiel die Zunahme der Buchkredite an inländische nichtfinanzielle Unternehmen in den letzten 12 Monaten jedoch noch immer sehr hoch aus. Dagegen entwickelt sich die Kreditgewährung an private Haushalte bereits seit geraumer Zeit recht verhalten, was unter anderem am mäßigen Anstieg der Wohnungsbaukredite liegt. Über die letzten 12 Monate betrachtet wuchsen diese lediglich mit einer Rate von 4%.

Starker Zuwachs bei den Bankbeständen an Wertpapieren von Unternehmen aus dem Euro-Raum

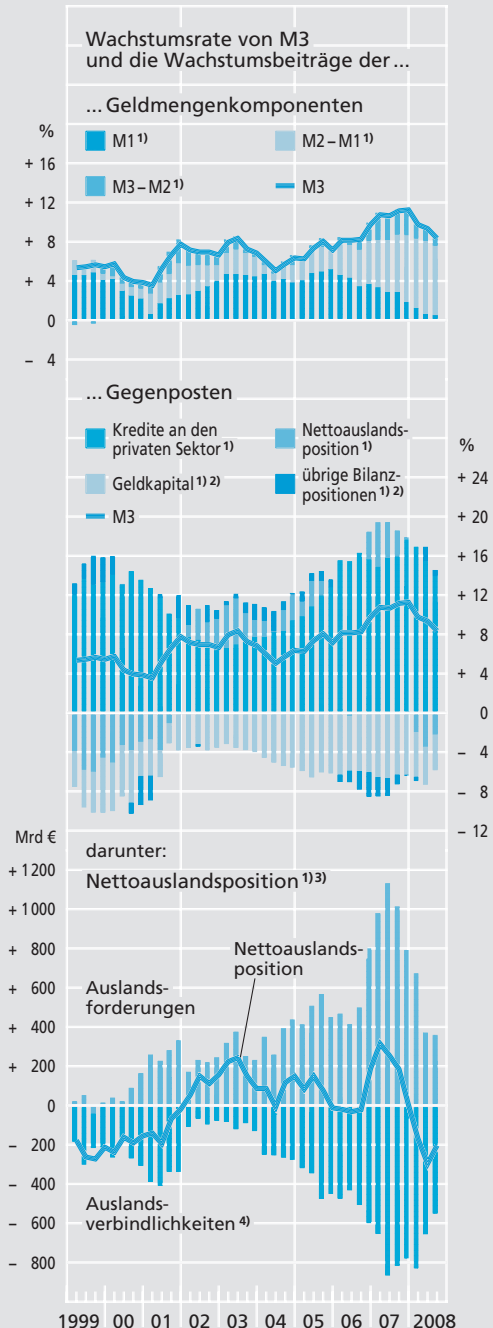
Die Bestände der Banken an Wertpapieren privater Emittenten aus dem Euro-Raum nahmen von Juli bis September mit einer aufs Jahr gerechneten saisonbereinigten Rate von gut 16 1/2% weiter stark zu. Dagegen trennten sich die Banken per saldo von Wertpapieren öffentlicher Emittenten aus dem Euro-Raum. Da gleichzeitig die Buchkredite an die öffentlichen Haushalte im Euro-Gebiet zunahmen, ging die Neuverschuldung öffentlicher Schuldner gegenüber den Banken im dritten Vierteljahr jedoch nur leicht zurück.

Kaum Anstieg der längerfristigen Mittelanlage bei Banken

Die Geldkapitalbildung im Euro-Raum fiel im dritten Quartal recht kräftig aus. Hierin kam allerdings besonders die starke Aufstockung von Kapital und Rücklagen der Banken zum Ausdruck, die vor allem die gestiegene Risikovorsorge sowie zum Teil auch staatliche Rekapitalisierungsmaßnahmen widerspiegelt. Ohne Kapital und Rücklagen gerechnet nahm die längerfristige Mittelanlage bei Banken im Euro-Raum im Betrachtungszeitraum nur mit einer saisonbereinigten und aufs Jahr gerechneten Rate von knapp 1 1/2% zu, nach 4% im Vorquartal. Sowohl das geringe Anlegerinteresse an längerfristigen Spar- und Termineinlagen als auch der begrenzte Absatz von län-

Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euro-Raum

saisonbereinigt, vierteljährlich



1 Berechnet aus den über 12 Monate kumulierten Veränderungen. — 2 Eine Zunahme dämpft, für sich betrachtet, das M3-Wachstum. — 3 Nicht saisonbereinigt. — 4 Zunahme: -.

Deutsche Bundesbank

gerfristigen Bankschuldverschreibungen an Käufer außerhalb des heimischen Bankensektors haben dazu beigetragen. Offenbar ist im Verlauf der Turbulenzen an den Finanzmärkten nicht nur die Liquiditätspräferenz der Banken, sondern auch die der Nichtbanken gestiegen. Die im dritten Quartal ausgeprägt inverse Zinsstruktur hat die Attraktivität der längerfristigen Mittelanlage zudem verringert.

Mittelzuflüsse aus dem Ausland

Erstmals seit den Frühjahrsmonaten 2007 nahmen im Berichtszeitraum die Nettoforderungen der Banken im Euro-Raum gegenüber dem Ausland in saisonbereinigter Betrachtung wieder zu. Dies förderte für sich genommen ebenfalls die monetäre Expansion. Angesichts der zuletzt deutlich gestiegenen Finanzmarktrisiken dürften dabei inländische Anleger ihre Engagements im Ausland reduziert und die Gelder auf Bankkonten im Euro-Raum übertragen haben.

Monetäre Inflationsprojektionen signalisieren trotz Rückgang Aufwärtsrisiken bei den Preisen

Bei der geldpolitischen Bewertung der weiterhin kräftigen monetären Expansion ist zu berücksichtigen, dass die monetäre Dynamik zuletzt verstärkt von der inversen Zinsstruktur und der Liquiditätspräferenz der Anleger vor dem Hintergrund der Finanzmarkturbulenzen geprägt war. Insofern überzeichnet die derzeit kräftige monetäre Expansion wohl die stabilitätspolitisch relevante trendmäßige Geldmengenentwicklung. Aber auch wenn man dies mit in Rechnung stellt, deutet das nach wie vor kräftige Geldmengenwachstum auf fortbestehende Preisgefahren in der längeren Frist hin. Die längerfristigen Inflationsprojektionen auf Basis monetärer Indikatoren liegen jeden-

falls noch immer deutlich über dem Niveau, das der EZB-Rat mit Preisstabilität verbindet.

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Das Geschäft deutscher Banken mit der inländischen Kundschaft zeigt in den bislang verfügbaren Bilanzdaten bis Ende September zwar keine gravierenden Einschnitte, wie sie verschiedentlich im Zusammenhang mit den Entwicklungen an den Finanzmärkten während des letzten Jahres befürchtet wurden. Allerdings präferierten inländische Anleger liquidere Anlageformen, wobei zuletzt insbesondere sonstige Finanzinstitutionen und Versicherungen kurzfristige Bankeinlagen dotierten. Nachdem sich der Zuwachs der Einlagen inländischer Kunden bei deutschen Banken im ersten Halbjahr 2008 zunächst kontinuierlich abgeschwächt hatte, expandierten die Bankguthaben in Deutschland im dritten Vierteljahr 2008 wieder etwas kräftiger. So nahmen die Einlagen inländischer Nichtbanken bei heimischen Kreditinstituten im Berichtszeitraum mit einer saisonbereinigten und aufs Jahr hochgerechneten Wachstumsrate von 5 ½ % zu, nach gut 3 ½ % im Frühjahr.

Bankeinlagen mit robustem Wachstum im dritten Quartal

Innerhalb der kurzfristigen Bankeinlagen nahmen erneut fast ausschließlich die marktnah verzinsten Termineinlagen mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren zu, die wohl vor allem von der Zinsanhebung im Euro-Raum zu Beginn des Quartals profitierten. Neben privaten Haushalten haben dabei insbesondere sonstige Finanzinstitute kurzfristige

Weiterhin vor allem kurzfristige Termineinlagen gefragt

Termineinlagen in großem Umfang gebildet und im Gegenzug ihre täglich fälligen Einlagen merklich abgebaut. Darüber hinaus haben inländische nichtfinanzielle Unternehmen und Versicherungsunternehmen ihre sehr liquiden Geldbestände merklich aufgestockt. Kurzfristige Spareinlagen (mit vereinbarter Kündigungsfrist bis zu drei Monaten) wurden dagegen im Betrachtungszeitraum wieder beschleunigt zurückgeführt.

*Längerfristige
Bankeinlagen
erneut
abgebaut*

Wie schon in den beiden Vorquartalen reduzierten inländische Anleger auch im dritten Vierteljahr 2008 ihre längerfristigen Bankeinlagen in saisonbereinigter Betrachtung. Nachdem zuvor jedoch ausschließlich Spareinlagen mit einer Kündigungsfrist von über drei Monaten abgebaut worden waren, nahmen zuletzt auch die Termineinlagen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren merklich ab. Dies ging nicht nur von den privaten Haushalten aus, denn auch der saisonübliche Anstieg der von inländischen Versicherungsunternehmen gehaltenen längerfristigen Termingelder blieb im Berichtszeitraum weitgehend aus.

*Schwächeres
Wachstum der
Buchkredite
an den
Privatsektor*

In den letzten Monaten nahmen die gesamten Kreditforderungen der Banken insbesondere gegenüber dem inländischen privaten Sektor kräftig zu. Hierzu trug jedoch vor allem bei, dass die heimischen Banken im Zusammenhang mit einer umfangreichen Verbriefungstransaktion im August ihre Bestände an Wertpapieren inländischer Unternehmen deutlich ausweiteten. Betrachtet man die Buchkredite an heimische Unternehmen und Privatpersonen – und lässt somit die Wertpapierbestände außen vor – betrug das Wachs-

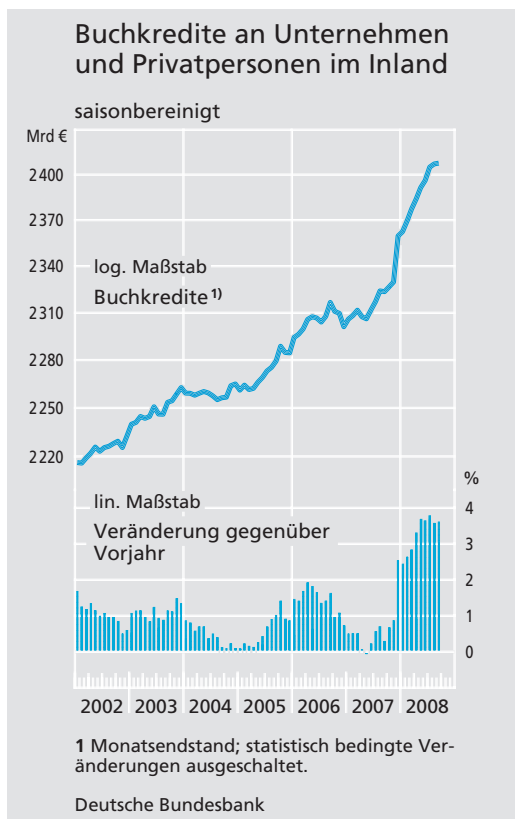
Entwicklung der Kredite und Einlagen der Monetären Finanzinstitute (MFIs) in Deutschland *)

Mrd €	2008		2007	
	Juli bis Sep.		Juli bis Sep.	
Position				
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)				
täglich fällig		- 11,5		+ 9,0
mit vereinbarter Laufzeit				
bis zu 2 Jahren		+ 48,0		+ 45,7
über 2 Jahre		- 1,3		+ 4,5
mit vereinbarter Kündigungsfrist				
bis zu 3 Monaten		- 11,5		- 13,2
über 3 Monate		- 2,7		+ 1,4
Kredite				
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen				
Buchkredite		+ 19,5		+ 19,0
Wertpapierkredite		+ 31,5		- 0,9
Kredite an inländische öffentliche Haushalte				
Buchkredite		- 4,5		- 6,2
Wertpapierkredite		- 12,2		- 6,2

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

Deutsche Bundesbank

tum von Juli bis September saisonbereinigt und aufs Jahr gerechnet 2 %. Damit hat sich das recht kräftige Kreditwachstum der vorangegangenen Quartale wieder etwas verlangsamt. Hierzu hat beigetragen, dass die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen schwächer gestiegen sind und die Ausleihungen an private Haushalte weiter abgebaut wurden. Nichtmonetäre finanzielle Unternehmen weiteten ihre Ausleihungen bei heimischen Banken im Berichtszeitraum dagegen merklich aus, wozu erneut Reverse-Repogeschäfte der Banken mit einem inländischen Finanzinstitut außerhalb des Bankensektors beigetragen haben. Im Berichtszeitraum veräußerten die Kreditinstitute zudem umfangreiche Bestände an Wertpapieren heimischer öffentlicher Haushalte. Gleichzeitig führten



die Gebietskörperschaften ihre Buchkredite bei deutschen Banken kräftig zurück.

Laut deutschem BLS etwas geringere Kreditnachfrage...

Das im Vergleich zu den Vorquartalen schwächere Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor dürfte auch auf einen geringeren Mittelbedarf der Kreditnehmer zurückzuführen gewesen sein; dies legen zumindest die deutschen Ergebnisse des Bank Lending Survey (BLS) nahe. So gaben die befragten Banken für das dritte Quartal 2008 erstmals seit drei Jahren an, sich nicht nur – wie bereits seit Längerem – einer rückläufigen Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten gegenüber gesehen zu haben, sondern auch einem leicht rückläufigen Finanzierungsbedarf der Unternehmen. Einzig die Nachfrage nach den quantitativ jedoch weniger bedeutsamen Konsumentenkrediten entwickelte sich im

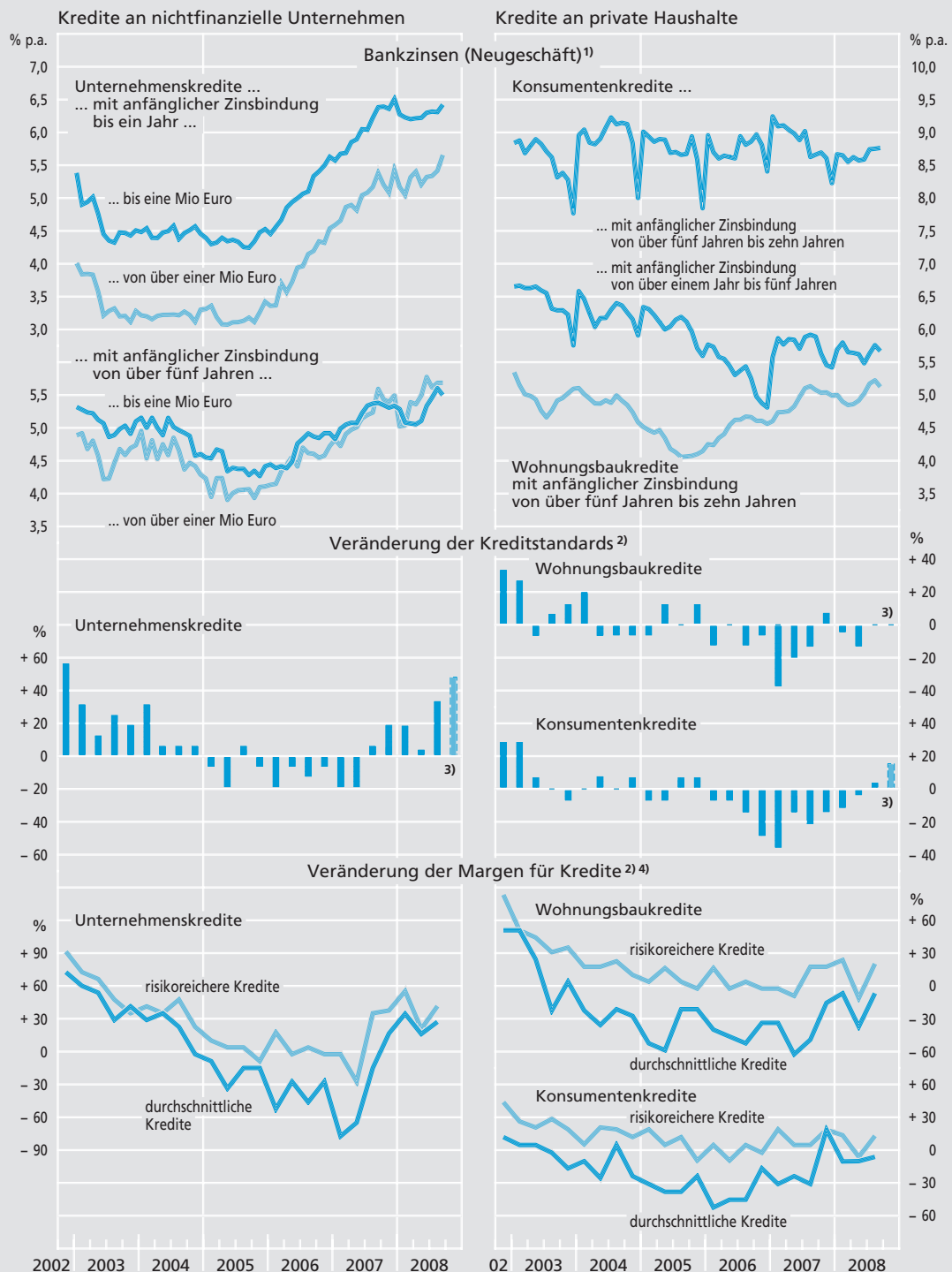
Berichtszeitraum bei den deutschen BLS-Instituten positiv.

Hinzu kam eine Verschärfung der Vergabebedingungen, die zwar hinter den entsprechenden Angaben für den gesamten Euro-Raum zurückblieb, im historischen Vergleich aber teilweise deutlich ausfiel. Dies gilt nach Angaben der Interviewpartner insbesondere im Kreditgeschäft mit Unternehmen, in dem per saldo deutliche Verschärfungen der Kreditstandards bei gleichzeitiger Ausweitung der Margen vorgenommen wurden. Hier spielte neben den Refinanzierungsproblemen auf dem Geld- und Anleihemarkt den Interviewpartnern zufolge auch die Einschätzung der allgemeinen konjunkturellen Situation eine Rolle. Für Ausleihungen an private Haushalte zu Wohnungsbau- beziehungsweise Konsumzwecken wurden die Angebotskonditionen nach den Lockerungen der Vorquartale überwiegend kaum verändert; lediglich bei den Margen für risikoreichere Kredite kam es nach Angaben der deutschen BLS-Banken zu merklichen Ausweitungen. Wie bereits seit Längerem enthielt auch die Umfragerunde zum dritten Vierteljahr 2008 zusätzliche Fragen zur isolierten Wirkung der Finanzmarkt-turbulenzen auf die Kreditvergabepolitik der teilnehmenden Banken. Hier deutet der BLS darauf hin, dass insbesondere die Refinanzierungsprobleme für Banken auf einigen Märkten größer geworden sind und auch die Angebotspolitik der Institute stärker beeinflusst haben als noch im vorangegangenen Quartal.

... und restriktivere Kreditvergabepolitik

Bankkredite verteuerten sich vor allem zu Beginn des dritten Vierteljahres 2008 in der Brei-

Bankkonditionen in Deutschland



1 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 4. Vj. 2008. — 4 Maßstab verkleinert.

Eckpunkte des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes

Ziel des am 18. Oktober 2008 in Kraft getretenen Finanzmarktstabilisierungsgesetzes (FMStG) ist es, Unternehmen des Finanzsektors mit Sitz in Deutschland bei Liquiditätsengpässen und/oder unzureichender Eigenkapitalausstattung zu unterstützen, um somit die Stabilität des Finanzsystems zu stärken und die Kreditversorgung der deutschen Wirtschaft aufrechtzuerhalten. Das FMStG setzt sich zusammen aus dem Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz (FMStFG), das – in Verbindung mit der Finanzmarktstabilisierungsfonds-Verordnung (FMStFV) – die einzelnen Stabilisierungsinstrumente, die Auflagen bei Inanspruchnahme sowie die Finanzierung und Verwaltung des Maßnahmenpakets festlegt, und weiteren Rechtsnormen, die die Implementierung der Stabilisierungsmaßnahmen vereinfachen und beschleunigen sollen.

Das Finanzmarktstabilisierungsfondsgesetz

Zur Durchführung beziehungsweise Finanzierung der Stabilisierungsmaßnahmen wurde der Finanzmarktstabilisierungsfonds (FMS) in Form eines nicht rechtsfähigen Sondervermögens des Bundes gegründet. Die Verwaltung des FMS obliegt der neu gegründeten Finanzmarktstabilisierungsanstalt (FMSA), die der Rechts- und Fachaufsicht des Bundesministeriums der Finanzen (BMF) untersteht.¹⁾

Über den Einsatz von Stabilisierungsmaßnahmen wird auf Antrag des jeweiligen Unternehmens unter besonderer Berücksichtigung seiner Relevanz für die Stabilität des deutschen Finanzsystems, der Dringlichkeit und des Grundsatzes der Wirtschaftlichkeit und Effektivität der eingesetzten Instrumente entschieden. Antragsberechtigt sind alle in § 2 Abs. 2 FMStFG aufgeführten Unternehmen des Finanzsektors mit Sitz in Deutschland. Hierzu zählen unter anderem private und öffentlich-rechtliche Banken, Versicherungen, Pensionsfonds, Kapitalanlagegesellschaften sowie Betreiber von Wertpapier- und Terminbörsen. Ein Rechtsanspruch auf Hilfen aus dem FMS besteht nicht; gleichermaßen können (deutsche) Unternehmen des Finanzsektors auch nicht zu einer Inanspruchnahme von Stabilisierungsmaßnahmen gezwungen werden.

Das FMStFG definiert drei mögliche Stabilisierungsinstrumente: Die Garantieübernahme, die Rekapitalisierung und die Risikoübernahme. Sie können je nach Problemlage entweder einzeln oder in kombinierter Form eingesetzt werden. Der Einsatz der Instrumente ist zeitlich bis zum 31. Dezember 2009 befristet. Anschließend wird der FMS abgewickelt und aufgelöst.

Im Rahmen der Garantieübernahme kann der FMS eine Ausfallgarantie für ab dem 18. Oktober 2008 und bis zum 31. Dezember 2009 von Unternehmen des Finanzsektors neu bege-

bene Schuldtitel und begründete Verbindlichkeiten gewährleisten.²⁾ Alle von der Garantie erfassten Verbindlichkeiten dürfen maximal eine Laufzeit von 36 Monaten haben, sodass die Laufzeit der Garantien spätestens am 31. Dezember 2012 endet. Voraussetzung für die Garantieübernahme ist eine angemessene Eigenkapitalausstattung, die auch gleichzeitig als Bezugsgröße für die Obergrenze der Garantieübernahme des jeweiligen Unternehmens (inkl. verbundener Unternehmen) dient. Der FMS soll eine marktübliche Avalprovision erheben.³⁾ Durch die Garantieübernahme sollen auf Unternehmensebene etwaige Liquiditätsprobleme behoben und die Refinanzierung am Kapitalmarkt unterstützt werden. Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene besteht das Ziel der Garantieübernahme darin, durch Absicherung etwaiger Refinanzierungsengpässe das Vertrauen in die Tragfähigkeit der Unternehmen zu erhöhen und damit auch die Funktionsfähigkeit des unbesicherten Interbankenmarkts⁴⁾ zu stärken. Im Ergebnis dürften die Kosten für kurzfristige Ausleihungen unter Banken ebenfalls auf ein angemessenes Maß zurückgeführt werden.

Das Instrument der Rekapitalisierung sieht vor, dass der FMS gegen Leistung einer Einlage Eigenkapitalanteile, stille Beteiligungen oder sonstige Eigenmittelbestandteile von Unternehmen erwerben kann. Eine Rekapitalisierung soll allerdings nur dann erfolgen, wenn ein wichtiges Interesse des Bundes vorliegt und sich das angestrebte Ziel nicht besser und wirtschaftlicher durch andere Maßnahmen erreichen lässt. Im Falle einer Rekapitalisierung durch den FMS ist von den betreffenden Unternehmen eine Vergütung zu marktüblichen Konditionen an den FMS zu leisten; überdies soll der FMS eine Vergütung anstreben, die der Gewinnbeteiligung der originären Gesellschafter vorausgeht (z. B. in Form von Gewinnvorzügen). Die Obergrenze einer Beteiligung an einem einzelnen Unternehmen (inkl. verbundener Unternehmen) liegt grundsätzlich bei 10 Mrd €. Im Einzelfall kann jedoch von dieser Regelobergrenze abgewichen werden. Die erworbenen Beteiligungen sollen auf längere Sicht nicht beim FMS verbleiben, sondern marktschonend aufgelöst oder veräußert werden.⁵⁾ Das Ziel des Rekapitalisierungsinstruments besteht in einer auf absehbare Zeit angemessenen Eigenkapitalausstattung des jeweiligen Unternehmens, um zum Beispiel eine signifikante Einschränkung der Kreditvergabe an die privaten nichtfinanziellen Sektoren („Kreditklemme“) zu verhindern. Eine angemessene Eigenmittelausstattung stärkt zudem das Vertrauen in die Solidität des betreffenden Unternehmens und ist damit eine notwendige Voraussetzung für die Überwindung der Funktionsstörungen des Interbankenmarkts.

Das Instrument der Risikoübernahme sieht vor, dass der FMS vor dem 13. Oktober 2008 erworbene Risikopositionen, insbesondere Forderungen, Wertpapiere, derivative Finanzinstru-

1 Der FMS wird von der FMSA auch als Sonderfonds Finanzmarktstabilisierung (SoFFin) bezeichnet. Weitere Informationen wie beispielsweise die relevanten Gesetzestexte, die Rechtsverordnung und die Organisationsstruktur finden sich auf den Internetseiten www.soffin.de und www.bundesfinanzministerium.de. — 2 Der FMS kann auch Garantien für Zweckgesellschaften (diese gehören laut FMStFG nicht zum originären Kreis der Antragsberechtigten) gewähren, sofern sie risikobehaftete Aktiva von Unternehmen des Finanzsektors übernommen haben und das Ausfall- und Liquiditätsrisiko aber dennoch zu einem Großteil (z. B. durch die Gewährung von Kreditlinien) vom übertragenden Unternehmen getragen wird. — 3 Für Schuldtitel mit einer Laufzeit von 3 bis 12 Monaten soll die Avalprovision allgemein 0,5% betragen. Für Verbindlichkeiten mit Laufzeiten

von 12 bis 36 Monaten sollen hingegen institutsspezifische Gebühren erhoben werden, die sich an Marktzinssätzen für Credit Default Swaps orientieren und daher auch das jeweilige Ausfallrisiko abbilden. — 4 Ein Markt wird im Allgemeinen als liquide bezeichnet, wenn Transaktionen schnell und ohne signifikante Auswirkungen auf den Marktpreis abgewickelt werden können. Kennzeichen liquider Märkte sind beispielsweise geringe Bid-Ask-Spreads. — 5 Der FMS kann über 2012 hinaus Beteiligungen an Unternehmen halten und veräußern. — 6 Die Bedingungen zur Risikoübernahme von Zweckgesellschaften entsprechen den Bedingungen der Garantieübernahme. Vgl. Fußnote 2. — 7 Beispielsweise besteht die Möglichkeit einer Verpflichtung zur Leistung einer Ausgleichszahlung durch das veräußernde Unternehmen, falls der FMS bei Fälligkeit oder Verwertung

mente, Rechte und Verpflichtungen aus Kreditzusagen oder Gewährleistungen und Beteiligungen von Unternehmen, jeweils nebst zugehöriger Sicherheiten, gegen die Übertragung von Schuldtiteln der Bundesrepublik Deutschland übernehmen kann. Dasselbe gilt gegenüber Zweckgesellschaften,⁶⁾ die Risikopositionen von Unternehmen des Finanzsektors übernommen haben. Der Ankauf von Risikoaktiva erfolgt zu dem vom Verkäufer zuletzt bilanzierten oder einem geringeren Wert und kann mit einer Risikobeteiligung des veräußernden Unternehmens verbunden werden.⁷⁾ Die Höhe des vom FMS erhobenen Entgelts für den Ankauf soll sich am übernommenen Risiko orientieren und mindestens die Refinanzierungskosten des FMS decken. Eine Inanspruchnahme setzt eine angemessene Eigenkapitalausstattung voraus und ist grundsätzlich auf 5 Mrd € je Unternehmen (inkl. verbundener Unternehmen) begrenzt. Auch von dieser Regelobergrenze kann im Einzelfall abgewichen werden. Das Ziel der Risikoübernahme besteht einerseits in der Bereitstellung von Liquidität und refinanzierungsfähiger Sicherheiten und andererseits in der Stützung der Eigenkapitalposition des betreffenden Unternehmens.

Voraussetzung für die Inanspruchnahme aller drei Instrumente ist die Gewährleistung einer soliden und umsichtigen Geschäftspolitik des begünstigten Unternehmens. Im Fall von Rekapitalisierung und Risikoübernahme durch den FMS ist vorgesehen, dass die Unternehmen des Finanzsektors grundsätzlich weitere Auflagen bezüglich der Gestaltung ihrer Vergütungssysteme⁸⁾ erfüllen und auf Gewinnausschüttungen, nicht sanierungsbedingte Kapitalherabsetzungen und auf Rückkäufe von Aktien oder sonstigen Bestandteilen des haftenden Eigenkapitals verzichten. Überdies sollen die begünstigten Unternehmen im Falle einer Rekapitalisierung den Kreditbedarf insbesondere kleinerer und mittlerer Unternehmen durch eine entsprechende Angebotsgestaltung zu marktüblichen Konditionen angemessen berücksichtigen.

Zur Finanzierung der Stabilisierungsmaßnahmen kann das BMF finanzielle Mittel in Höhe von maximal 100 Mrd € in Anspruch nehmen, die – je nach Bedarf – durch staatliche Kreditaufnahme bereitgestellt werden. Für die Finanzierung von Rekapitalisierungen und Risikoübernahmen stehen dem FMS zunächst Mittel in Höhe von maximal 70 Mrd € zur Verfügung, die aber mit Einwilligung des Haushaltsausschusses des Bundestages bei Bedarf um weitere 10 Mrd € aufgestockt werden können. Im Rahmen der Garantieübernahme kann der FMS Gewährleistungen in Höhe von maximal 400 Mrd € übernehmen. Aufgrund einer angenommenen Ausfallquote von 5 % wurden dem FMS zur Finanzierung möglicher Ausfälle 20 Mrd € zur Verfügung gestellt.

der jeweiligen Aktiva einen Verlust erleidet. — **8** Hierzu gehören u. a. eine Überprüfung der Anreizwirkungen und der Angemessenheit der Vergütungssysteme, eine Ausrichtung der Vergütungssysteme an langfristigen und nachhaltigen Zielen, die Vermeidung der Schaffung von Anreizen zur Eingehung unverhältnismäßig hoher Risiken, die Begrenzung der Gehälter der Geschäftsleiter und Organmitglieder auf ein angemessenes Maß sowie ein Verbot, ihnen Bonifikationen und freiwillige Gehaltsbestandteile für die gesamte Dauer der Stabilisierungsmaßnahmen zu zahlen. — **9** Die Kosten, die aus einer möglichen Inanspruchnahme des FMS durch Landesbanken entstehen, werden von den Ländern entsprechend ihren Anteilen an den Landesbanken getragen. Dementsprechend trägt der Bund gemäß sei-

Wie hoch die tatsächliche finanzielle Belastung des FMS letztlich ausfallen wird, ist noch nicht zu beziffern, da sie von der zukünftigen Inanspruchnahme der Hilfsleistungen abhängt. Zudem sind die Aufwendungen zum Teil zeitlich begrenzt, da insbesondere erworbene Anteile zu einem späteren Zeitpunkt wieder veräußert werden. Ferner wirken die Einnahmen aus der Garantiegewährung und der Risikoübernahme sowie die mögliche Verlustbeteiligung der begünstigten Unternehmen im Falle des Erwerbs von Risikoaktiva Kosten dämpfend. Nach Abwicklung des FMS werden die tatsächlich entstandenen Kosten zwischen Bund und Ländern im Verhältnis 65:35 aufgeteilt, wobei jedoch die Beteiligung der Länder auf 7,7 Mrd € begrenzt ist.⁹⁾

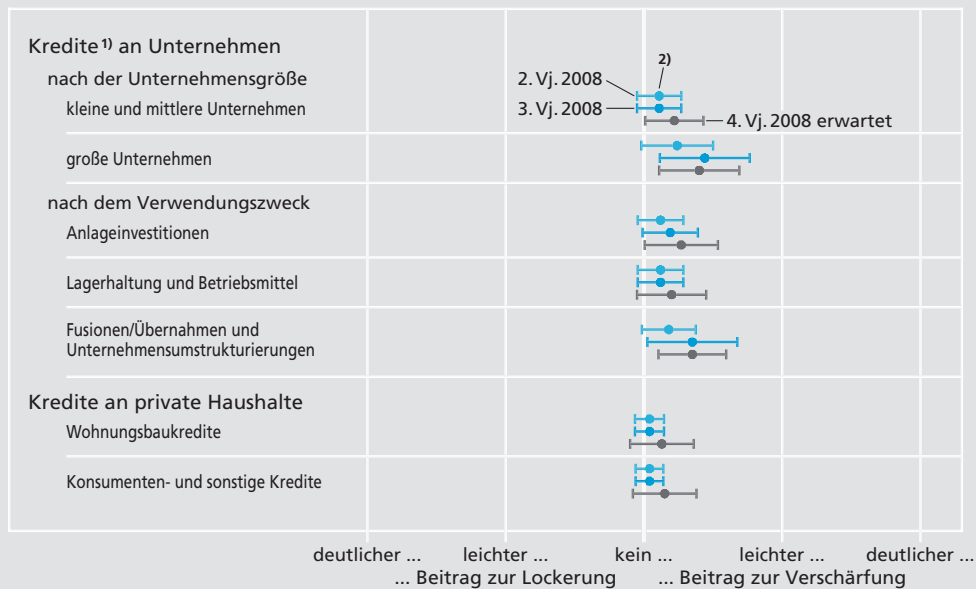
Weitere Rechtsnormen des Finanzmarktstabilisierungsgesetzes

Neben dem FMStFG enthält das FMStG noch eine Reihe von Vorschriften, die die Implementierung der drei Stabilisierungsinstrumente erleichtern und beschleunigen sollen. Beispielsweise wurde zur Durchführung von beschleunigten Rekapitalisierungsmaßnahmen das Instrument des gesetzlich genehmigten Kapitals geschaffen. Es ermächtigt den Vorstand einer Aktiengesellschaft, das Grundkapital bis zum 31. Dezember 2009 um bis zu 50 % durch die Ausgabe neuer Aktien an den FMS und unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre lediglich mit Zustimmung des Aufsichtsrates zu erhöhen. Dadurch entfällt die sonst nach dem Aktiengesetz erforderliche Zustimmung der Hauptversammlung bei Kapitalerhöhungen.¹⁰⁾ Um die Verwässerung der Eigentumsrechte der Altaktionäre zu begrenzen, wird das gesetzlich genehmigte Kapital auf bereits bestehendes genehmigtes Kapital angerechnet.¹¹⁾

Um den gegenwärtig außerordentlich hohen Wertverlusten einer großen Anzahl an Aktiva und den damit verbundenen und erhöhten Insolvenzrisiken im gesamten Unternehmensbereich Rechnung zu tragen, bestimmt das FMStG eine neue Definition des Überschuldungsbegriffs im Rahmen der Insolvenzordnung (InsO), der für alle Unternehmen gilt. Hintergrund der Neuregelung ist, dass nach der bisherigen Definition Wertverluste insbesondere bei Aktien und Immobilien zu einer Insolvenz führen können, auch wenn eine positive Fortführungsprognose besteht. Daher legt die neue Regelung fest, dass Unternehmen, die zwar rechnerisch überschuldet sind, sich aber durch eine überwiegende Wahrscheinlichkeit einer erfolgreichen Fortführung des Geschäftsbetriebs auszeichnen, nicht als überschuldet gelten und deshalb keinen Insolvenzantrag stellen müssen.

nen Anteilen die Kosten für begünstigte Unternehmen des Finanzsektors, an denen er beteiligt ist. — **10** Der Vorstand wird ferner ermächtigt, mit Zustimmung des Aufsichtsrates die Ausgestaltung der Aktien – insbesondere hinsichtlich der Gewährung von Gewinnvorzügen und des Vorrangs bei der Verteilung des Vermögens – festzulegen. Überdies kann der Vorstand auch Genussrechte an den FMS ohne die Zustimmung der Hauptversammlung und unter Ausschluss des Bezugsrechts der Altaktionäre ausgeben. — **11** Das Instrument des gesetzlich genehmigten Kapitals gilt nur für Unternehmen des Finanzsektors, die als Aktiengesellschaft, Kommanditgesellschaft auf Aktien oder als Europäische Gesellschaft firmieren.

Auswirkungen der Finanzmarkturbulenzen auf die Kreditstandards*)



* Ausgewählte Ergebnisse der vierteljährlichen Umfrage zum Kreditgeschäft der deutschen Banken. Die vollständigen Umfrageergebnisse finden sich im Internet unter www.bundesbank.de/volkswirtschaft/vo_veroeffentlichungen.php. — 1 Einschl. Kreditlinien. — 2 ● = Mittelwert; — = die abgebildete Spanne umfasst eine Standardabweichung.

Deutsche Bundesbank

Bankkreditzinsen im dritten Quartal 2008 überwiegend gestiegen

te, bevor sie sich am Ende des Berichtszeitraums überwiegend wieder etwas verbilligten. Im Ergebnis verblieb jedoch ein geringer Zinsanstieg, der einerseits die vor allem zum Ende des Vorquartals merklich gestiegenen Refinanzierungskosten an den Kapitalmärkten und andererseits die berichteten Margenerhöhungen im Kreditgeschäft widerspiegeln dürfte. Ausnahmen bildeten hier lediglich die kurzfristigen Konsumentenkredite sowie län-

gerfristige großvolumige Unternehmensausleihungen. Im Ergebnis berechneten die Banken für kurzfristig zinsgebundene Kredite an Unternehmen zuletzt je nach Volumen 5,7 % beziehungsweise 6,5 % und für langfristige 5,5 % beziehungsweise 5,7 %. Gleichzeitig verlangten sie für Wohnungsbaukredite bei einer kurzen Zinsbindung 6,2 % und für Ausleihungen mit einer Zinsbindungsfrist von über zehn Jahren 5,2 %.