

Geldpolitik und Bankgeschäft

Zinspolitik und Geldmarkt

Vor dem Hintergrund einer nur schwachen gesamtwirtschaftlichen Expansion zu Jahresbeginn, einer noch bestehenden merklichen Unterauslastung der Kapazitäten und einer verhaltenen Geldmengen- und Kreditentwicklung entschied der EZB-Rat, die geldpolitischen Leitzinsen des Eurosystems zwischen Januar und Mai weiterhin unverändert zu belassen. Für die Bereitstellung von Zentralbankliquidität im Rahmen von Hauptrefinanzierungsgeschäften, die im ersten Vierteljahr 2010 wiederum als Mengentender mit vollständiger Zuteilung der eingereichten Gebote ausgeschrieben wurden, stellt das Eurosystem seinen Geschäftspartnern somit weiterhin einen Zinssatz von 1% in Rechnung; für die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität sind es 1,75%. Einlagen, die im Rahmen der Einlagefazilität gehalten werden, werden mit 0,25% vergütet.

Hauptrefinanzierungssatz weiterhin bei 1%

In den ersten Monaten des Jahres 2010 setzte der EZB-Rat vor dem Hintergrund der Erholung an den Finanzmärkten die Rücknahme der geldpolitischen Sondermaßnahmen fort. So beendete er in Abstimmung mit der Federal Reserve und der Schweizerischen Nationalbank Ende Januar die Durchführung liquiditätszuführender Swap-Transaktionen in US-Dollar und Schweizer Franken. Ende März stellte das Eurosystem dann die Refinanzierungsoperationen mit sechsmonatiger Laufzeit ein; das letzte Geschäft wurde – wie schon der dritte und letzte 12-Monatstender Ende Dezember 2009 – zinsindexiert ausgeschrieben. Anschließend wurden ab Ende April die regulären Dreimonatsgeschäfte erstmals wie-

Zunächst Rücknahme einzelner Sondermaßnahmen

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den drei Mindestreserveperioden vom 20. Januar bis 13. April 2010 nahm der durch die autonomen Liquiditätsfaktoren bestimmte Bedarf der Kreditinstitute im Euro-Raum an Zentralbankliquidität per saldo um 20,9 Mrd € ab. So sank der aus dem Banknotenumlauf resultierende Liquiditätsbedarf, bedingt durch den saisonüblichen Rückgang der Banknotennachfrage in der Reserveperiode Januar/Februar 2010 als Folge des starken Nachfrageanstiegs in der Vorweihnachtszeit, im Betrachtungszeitraum um 3,9 Mrd €. Auch die übrigen autonomen Faktoren trugen im Betrachtungszeitraum zur Abnahme des Liquiditätsbedarfs bei. Zum einen reduzierten sich die Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem in der Summe um 6,2 Mrd €, zum anderen zeigt auch die gemeinsame Betrachtung der Netto-Währungsreserven und der sonstigen Faktoren, die liquiditätsneutrale Bewertungseffekte eliminiert, eine Abnahme des Liquiditätsbedarfs um 10,8 Mrd €. Zu Letzterem trug unter anderem die liquiditätswirksame Ausschüttung von Notenbankgewinnen bei, darunter des Bundesbankgewinns in Höhe von 4,1 Mrd € am 9. März 2010. Über die Entwicklung der autonomen Faktoren hinaus führte auch die Abnahme des Mindestreservesolls (per saldo um 1,3 Mrd €) zu einem gesunkenen Bedarf an Zentralbankliquidität.

Wie schon in den Vormonaten setzte das Eurosystem auch im Betrachtungszeitraum seine großzügige Liquiditätsversorgung fort. Die Durchführung aller liquiditätszuführenden Offenmarktgeschäfte als Mengentender mit vollständiger Zuteilung der eingereichten Gebote (vgl. Tabelle auf S. 35) ermöglichte es den Kreditinstituten, sich nach eigener Maßgabe Liquidität beim Eurosystem zu besorgen, auch über den rechnerischen Bedarf hinaus, sodass die Refinanzierungsmöglichkeiten des Bankensystems vor dem Hintergrund einer nach wie vor eingeschränkten Funktionsfähigkeit des Geldmarkts erheblich erleichtert wurden. Während des Betrachtungszeitraums stieg die Nachfrage der Kreditinstitute nach Zentralbankgeld in den liquiditätszuführenden Offenmarktgeschäften per saldo um rund 19 Mrd € an, wobei der Großteil dieses Anstiegs (17 Mrd €) auf die Hauptrefinanzierungsgeschäfte entfiel. Zusätzliche Liquidität floss den Kreditinstituten zudem über das Ankaufprogramm des Eurosystems für gedeckte Schuldverschreibungen zu, das noch bis Ende Juni 2010 fortgesetzt wird und dessen Bestand sich während der betrachteten drei Reserveperioden planmäßig um gut 15 Mrd € auf 46,4 Mrd € erhöhte. Der gesunkene Liquiditätsbedarf aus den autonomen Faktoren in Verbindung mit der zusätzlichen Liquiditätsbereitstellung im Rahmen der Offenmarktgeschäfte sowie der Liquiditätszufluss aus dem Ankaufprogramm für gedeckte Schuldverschreibungen

ließen die Inanspruchnahmen der Einlagefazilität spürbar ansteigen. Per saldo erhöhten sich diese im Berichtszeitraum um 54 Mrd €. Im Unterschied dazu wurde die Spitzenrefinanzierungsfazilität weiterhin nur in geringem Umfang genutzt. Die äußerst komfortable Liquiditätsausstattung spiegelte sich auch in den EONIA-Fixierungen wider. Der Referenzzinssatz für unbesichertes Tagesgeld wurde in den drei Reserveperioden fast durchgängig um 0,33 % festgestellt. Spürbare Anstiege waren nur am jeweils letzten Tag der einzelnen Reserveperioden zu beobachten, als EONIA aufgrund der liquiditätsabsorbierenden Feinststeuerungsoperationen des Eurosystems auf bis zu 0,66 % anstieg. Von dieser Ausnahme abgesehen orientierte sich der Satz für Tagesgeld weiterhin am Zinssatz der Einlagefazilität des Eurosystems (0,25 %).

Nachdem der EZB-Rat im Dezember 2009 die ersten Schritte für den Ausstieg aus der von Sondermaßnahmen geprägten Liquiditätspolitik beschlossen hatte (u.a. die Einstellung der zusätzlichen Dreimonatstender sowie der 12-Monatsgeschäfte), gab er im ersten Quartal 2010 weitere Maßnahmen bekannt. So wurden die liquiditätszuführenden Geschäfte in US-Dollar und Schweizer Franken nicht weiter verlängert und den Geschäftspartnern des Eurosystems letztmalig im Januar 2010 angeboten. Anfang März legte der EZB-Rat zudem fest, bei den Dreimonatstendern ab April 2010 den Wechsel vom Mengentender zum Zinstender mit angestrebtem Zuteilungsvolumen (und mit Mindestbietungssatz) zu vollziehen. Gleichzeitig gab er bekannt, dass die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Sondertender mit der Laufzeit von einer Reserveverfüllungsperiode noch mindestens bis Anfang Oktober 2010 als Mengentender mit Vollzuteilung durchgeführt werden. Eine Feinststeuerungsoperation mit sechstägiger Laufzeit soll laut Ratsbeschluss zudem am 1. Juli 2010 helfen, den an diesem Tag eintretenden Liquiditätsabfluss von 442 Mrd € aus dem fälligen ersten 12-Monatstender (teilweise) aufzufangen.

In der nur drei Wochen dauernden Mindestreserveperiode Januar/Februar 2010 betrug das durchschnittlich ausstehende Refinanzierungsvolumen rund 710 Mrd € und damit deutlich mehr, als die Kreditinstitute im Eurosystem rechnerisch auf Basis des Liquiditätsbedarfs aus autonomen Faktoren und dem Reservesoll benötigten. In der Konsequenz betrug die Überschussliquidität (auf Basis der Benchmark-Berechnung) im Schnitt 230 Mrd €, was sich auch in einer hohen durchschnittlichen Inanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von 168 Mrd € niederschlug. Die EONIA-Umsätze betrugen im Tagesschnitt 27,0 Mrd € und lagen damit nochmals etwas unter dem bereits recht niedrigen

durchschnittlichen Handelsvolumen der Vorperiode von 29,1 Mrd €.

Die Reserveperiode Februar/März wies einen spürbaren Anstieg der Liquiditätsnachfrage in den Hauptrefinanzierungsgeschäften auf. Hatte das durchschnittliche Zuteilungsvolumen in den Haupttendern der Vorperiode noch bei rund 60 Mrd € gelegen, so stieg es in dieser Periode deutlich auf 80 Mrd € an. Gleichzeitig nahm das ausstehende Refinanzierungsvolumen in den längerfristigen Geschäften in vergleichbarem Maße ab, unterstützt durch auslaufende Sonder-Langfristtender, deren fällige Volumina infolge des begonnenen Ausstiegs aus den Sondermaßnahmen von den Kreditinstituten nicht mehr verlängert werden konnten. Die Einlagefazilität wurde mit durchschnittlich 186 Mrd € weiterhin in hohem Maße genutzt. Ihre Inanspruchnahme war damit die Konsequenz der anhaltend sehr komfortablen Liquiditätsverhältnisse (258 Mrd € Überschussliquidität im Durchschnitt).

Im Mittelpunkt der Reserveperiode März/April stand die Zuteilung des Sechsmonatstenders, über den hinaus zum damaligen Zeitpunkt kein weiteres Geschäft mit dieser Laufzeit mehr geplant war. Analog zum letzten 12-Monatstender im Dezember 2009 wurde dieser Mengentender mit einem Zinssatz versehen, der dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz der während der Laufzeit dieses Geschäfts durchgeführten Hauptrefinanzierungsgeschäfte entspricht. Im Vorfeld herrschte Unsicherheit unter den Marktteilnehmern über das in dem Sechsmonatstender insgesamt nachgefragte Volumen, die sich unter anderem in einer weiten Spannweite der Prognosen (20 Mrd € bis 150 Mrd €) widerspiegelte. Das tatsächliche Bietungs- und Zuteilungsvolumen von 17,9 Mrd € unterbot jedoch selbst die niedrigsten Erwartungen und zeigte deutlich das kaum noch bestehende Interesse der Kreditinstitute an zusätzlicher Zentralbankliquidität. Die in dieser Reserveperiode nochmals gestiegene Überschussliquidität (durchschnittlich 283 Mrd €) sowie die damit verbundene starke Nutzung der Einlagefazilität (durchschnittlich 201 Mrd €) belegen diese Liquiditätssättigung. Der Handel am (kurzfristigen) Geldmarkt war weiterhin von den bestehenden Liquiditätsüberschüssen beeinträchtigt. Die (unbesicherten) EONIA-Umsätze lagen im Tagesdurchschnitt bei niedrigen 27,2 Mrd € (Vorperiode: 27,0 Mrd €), und auch die Umsätze von besichertem Tagesgeld auf Euro GC Pooling der Eurex Repo betragen lediglich 5,6 Mrd € (Vorperioden: 6,2 Mrd € bzw. 5,4 Mrd €), nachdem im Jahr 2009 in diesem Segment im Tagesdurchschnitt noch ein Handelsvolumen von 9,0 Mrd € zu verzeichnen gewesen war.

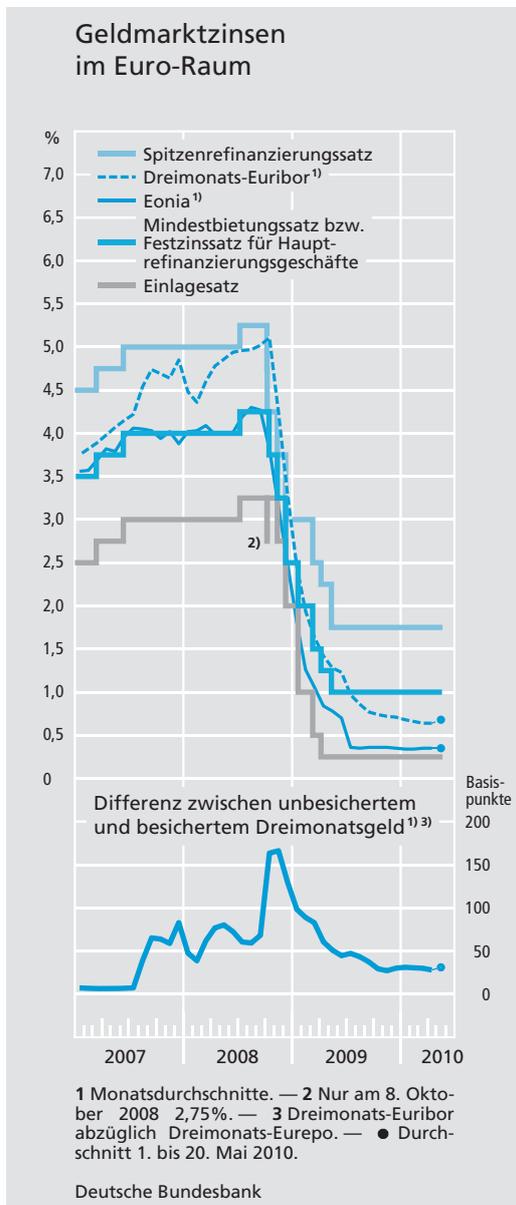
Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2010		
	20. Jan. bis 9. Febr.	10. Febr. bis 9. März	10. März bis 13. April
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren			
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	+ 13,2	- 1,0	- 8,3
2. Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	- 2,8	+ 9,4	- 0,4
3. Netto-Währungsreserven ²⁾	+ 12,6	+ 1,3	+ 12,9
4. Sonstige Faktoren ²⁾	- 14,6	+ 1,8	- 3,2
Insgesamt	+ 8,4	+ 11,5	+ 1,0
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 0,9	+ 20,8	- 2,8
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 13,8	- 21,1	+ 9,4
c) Sonstige Geschäfte	- 0,1	+ 7,3	+ 7,7
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,2	+ 0,7	- 0,5
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 21,3	- 18,1	- 14,3
Insgesamt	- 8,7	- 10,4	- 0,5
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 0,3	+ 0,9	+ 0,7
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,6	+ 1,4	+ 0,5

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.

Zum Ende der anschließenden Reserveperiode April/Mai beschloss der EZB-Rat mehrere Maßnahmen, um den deutlich gewachsenen Spannungen an den Finanzmärkten entgegenzuwirken. In diesem Zusammenhang gab das Eurosystem bekannt, an den Märkten für öffentliche und private Schuldverschreibungen im Euro-Währungsgebiet zu intervenieren, die regulären Dreimonatstender im Mai und Juni 2010 wieder als Mengentender mit Vollzuteilung anzubieten, erneut einen Sechsmonatstender mit Vollzuteilung durchzuführen und die liquiditätszuführenden Transaktionen in US-Dollar von neuem auszusprechen.



der mit einem variablen Zinssatz ausgeschrieben, wobei – anders als es vor der Finanzkrise bei diesen Geschäften üblich war – der Hauptrefinanzierungssatz als Mindestbietungssatz Anwendung fand. Hierdurch sollte verhindert werden, dass angesichts der reichlichen Liquiditätsausstattung des Bankensektors die Zinsgebote zu niedrig ausfallen. Die verhaltene Nachfrage ließ dann auch das Volumen des Dreimonatsgeschäfts mit rund 4,8 Mrd €

deutlich hinter dem vom Eurosystem genannten Referenzvolumen von 15 Mrd € zurückbleiben.

Parallel zur Rückführung der genannten geldpolitischen Sondermaßnahmen kündigte der EZB-Rat aber an, die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Refinanzierungsoperationen mit einer Laufzeit von einer Mindestreserveerfüllungsperiode mindestens noch bis Mitte Oktober 2010 als Mengentender mit vollständiger Zuteilung der abgegebenen Gebote durchzuführen.

Hauptrefinanzierungsgeschäfte weiterhin als Mengentender

Darüber hinaus beschloss der EZB-Rat im April, zum 1. Januar 2011 ein gestaffeltes System von Bewertungsabschlägen für marktfähige und nicht marktfähige Sicherheiten, außer Asset Backed Securities, mit einem Rating von BBB+ bis BBB- (oder entsprechend) einzuführen. Damit können über Ende 2010 hinaus notenbankfähige Schuldtitel mit einem Rating im BBB-Bereich als Sicherheiten bei den Refinanzierungsoperationen des Eurosystems genutzt werden. Forderungstitel, die nicht auf Euro lauten, sowie nachrangige oder auf nicht geregelten Märkten gehandelte Wertpapiere werden ab Januar 2011 vom Eurosystem nicht mehr als notenbankfähige Sicherheiten akzeptiert. Zusätzlich setzte der EZB-Rat Anfang Mai, angesichts des von ihm als angemessen beurteilten griechischen Konsolidierungs- und Reformprogramms, die Mindeststratiganforderungen für von der griechischen Regierung begebene oder garantierte Schuldtitel bis auf Weiteres aus.

Beschlüsse zum Sicherheitenrahmen

Offenmarktgeschäfte des Eurosystems *)

Valutatag	Geschäftsart 1)	Laufzeit in Tagen	Tatsächliche Zuteilung, Mrd €	Abweichung zur Benchmark 2), Mrd €	Marginaler Satz/Festsatz, in %	Repartierungssatz, in %	Gewichteter Satz, in %	Cover Ratio 3)	Anzahl Bieter
20.01.10	HRG (MT)	7	58,0	172,0	1,00	100,00	–	1,00	101
20.01.10	S-LRG (MT)	21	5,7	–	1,00	100,00	–	1,00	7
27.01.10	HRG (MT)	7	63,4	245,9	1,00	100,00	–	1,00	83
28.01.10	LRG (MT)	91	3,3	–	1,00	100,00	–	1,00	22
03.02.10	HRG (MT)	7	55,8	264,8	1,00	100,00	–	1,00	74
09.02.10	FSO (–)	1	– 270,6	–	0,80	100,00	0,76	1,00	187
10.02.10	S-LRG (MT)	28	2,8	–	1,00	100,00	–	1,00	14
10.02.10	HRG (MT)	7	76,1	186,6	1,00	100,00	–	1,00	79
17.02.10	HRG (MT)	7	81,9	260,9	1,00	100,00	–	1,00	78
24.02.10	HRG (MT)	7	81,4	277,9	1,00	100,00	–	1,00	71
25.02.10	LRG (MT)	91	10,2	–	1,00	100,00	–	1,00	23
03.03.10	HRG (MT)	7	80,5	297,0	1,00	100,00	–	1,00	65
09.03.10	FSO (–)	1	– 294,5	–	0,80	100,00	0,76	1,00	193
10.03.10	HRG (MT)	7	78,4	206,4	1,00	100,00	–	1,00	71
10.03.10	S-LRG (MT)	35	9,3	–	1,00	100,00	–	1,00	11
17.03.10	HRG (MT)	7	79,0	297,0	1,00	100,00	–	1,00	79
24.03.10	HRG (MT)	7	81,1	312,1	1,00	100,00	–	1,00	81
31.03.10	HRG (MT)	7	78,3	295,3	1,00	100,00	–	1,00	73
01.04.10	S-LRG (MT)	182	17,9	– 4)	...	100,00	–	1,00	62
01.04.10	LRG (MT)	91	2,0	–	1,00	100,00	–	1,00	11
07.04.10	HRG (MT)	7	71,5	281,5	1,00	100,00	–	1,00	67
13.04.10	FSO (–)	1	– 292,3	–	0,80	100,00	0,76	1,00	186

* Für die Geschäfte des Eurosystems vom 14. Oktober 2009 bis 19. Januar 2010 siehe: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Februar 2010, S. 29. — 1 HRG: Hauptrefinanzierungsgeschäft, LRG: Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft, S-LRG: Sonder-Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft, FSO: Feinststeuerungsoperation (+: Liquidität bereitstellend, –: Liquidität absorbierend), MT: Mengen-

tender. — 2 Ohne Berücksichtigung der in derselben Woche zugeteilten (S-)LRGe. — 3 Verhältnis des Volumens der Gesamtgebote zum Zuteilungsvolumen. — 4 Der Zinssatz entspricht dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz der während der Laufzeit dieses Geschäfts durchgeführten HRGe.

Deutsche Bundesbank

Beschlüsse
aufgrund
der außergewöhnlichen
Marktsituation
Anfang Mai

Wegen der sich verschärfenden Verschuldungskrise in Griechenland, von der Ansteckungseffekte auf andere Länder der Währungsunion ausgingen, war es in einigen Segmenten der europäischen Finanzmärkte vor dem zweiten Maiwochenende zu gravierenden Spannungen gekommen. Vor diesem Hintergrund entschloss sich der EZB-Rat am 9. Mai zur Wiedereinführung ausgewählter

geldpolitischer Sondermaßnahmen und zum Kauf öffentlicher und privater Schuldtitel.

So bietet das Eurosystem in Abstimmung mit anderen Notenbanken nun wieder liquiditätszuführende Swap-Transaktionen mit der Federal Reserve in US-Dollar mit Laufzeiten von sieben und 84 Tagen an, die als Mengentender mit vollständiger Zuteilung der eingereichten Gebote ausgeschrieben werden.

Zudem wurde Mitte Mai erneut eine zinsindexierte sechsmonatige Refinanzierungsoperation ausgeschrieben, und die für Ende Mai sowie Ende Juni anstehenden regulären Dreimonats-Refinanzierungsgeschäfte werden abermals als Mengentender mit Vollzuteilung angeboten.

Darüber hinaus beschloss der EZB-Rat, den gravierenden Spannungen an den Finanzmärkten durch gezielte Käufe öffentlicher und privater Schuldverschreibungen im Euro-Raum zu begegnen. Diese Entscheidung ist in enger Verbindung mit bekanntgegebenen zusätzlichen Konsolidierungsmaßnahmen in den betreffenden EWU-Mitgliedstaaten zur Sicherung der Nachhaltigkeit der öffentlichen Haushalte zu sehen. Um zu gewährleisten, dass die vom EZB-Rat beschlossenen Maßnahmen keine zusätzlichen Auswirkungen auf die geldpolitische Ausrichtung haben, soll die im Rahmen des Ankaufsprogramms geschaffene Liquidität durch gezielte Absorptionsoperationen wieder abgeschöpft werden.

EONIA weiterhin knapp oberhalb des Zinssatzes der Einlagefazilität

Der Euro-Geldmarkt reagierte im bisherigen Verlauf des Jahres insgesamt verhalten, sowohl hinsichtlich der zunächst beschlossenen Rücknahmen einzelner geldpolitischer Sondermaßnahmen als auch mit Blick auf die starken Spannungen an den Finanzmärkten Anfang Mai. Wie schon im zweiten Halbjahr 2009 notierte der Tagesgeldsatz EONIA auch zwischen Januar und Mai bei nur geringen Schwankungen rund 0,1 Prozentpunkte oberhalb des Zinssatzes der Einlagefazilität des Eurosystems. Das anhaltend niedrige Niveau des Tagesgeldsatzes ist weiterhin auf

die großzügige Mittelbereitstellung durch das Eurosystem zurückzuführen.

Die längerfristigen Geldmarktzinsen entwickelten sich von Januar bis April ebenfalls seitwärts. Seit Ende April sind leichte Anstiegstendenzen zu beobachten, die sich nach Ankündigung der Sondermaßnahmen des zweiten Maiwochenendes jedoch wieder abgeschwächt haben. Seit Jahresbeginn notieren alle unbesicherten Interbankensätze in den Laufzeiten bis einschließlich sechs Monaten durchweg unterhalb des Hauptrefinanzierungssatzes des Eurosystems. Der unbesicherte Dreimonatssatz (3M-Euribor) liegt aktuell bei 0,70 %, sein besichertes Pendant (3M-Eurepo) bei 0,35 %. Die sich aus dieser Renditedifferenz ergebende Risikoprämie am Euro-Geldmarkt beträgt aktuell 0,35 Prozentpunkte und hat sich damit seit Anfang Mai leicht ausgeweitet.

Längerfristige Geldmarktsätze zuletzt mit leichter Aufwärtstendenz

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Die monetäre Expansion im Euro-Raum schwächte sich von Januar bis März 2010 nicht weiter ab. Saisonbereinigt und auf das Jahr gerechnet betrug die Dreimonatsrate des breiten Geldmengenaggregats M3 im Berichtsquartal $- \frac{1}{2} \%$. Sie lag damit zwar weiterhin im negativen Bereich, jedoch über der entsprechenden Rate von $- 1 \frac{1}{2} \%$ aus dem Schlussquartal 2009, die den niedrigsten Vierteljahreswert seit Beginn der Währungsunion markierte. Aufgrund von Basiseffekten verharnte der Durchschnitt der Jahreswachstumsraten von M3 für das erste Viertel-

Monetäre Expansion nicht weiter abgeschwächt

jahr 2010 auf dem Vorquartalsniveau von $-0,1\%$.

Nachfrage nach hochliquiden M3-Komponenten zwar abgeschwächt, aber weiter kräftig

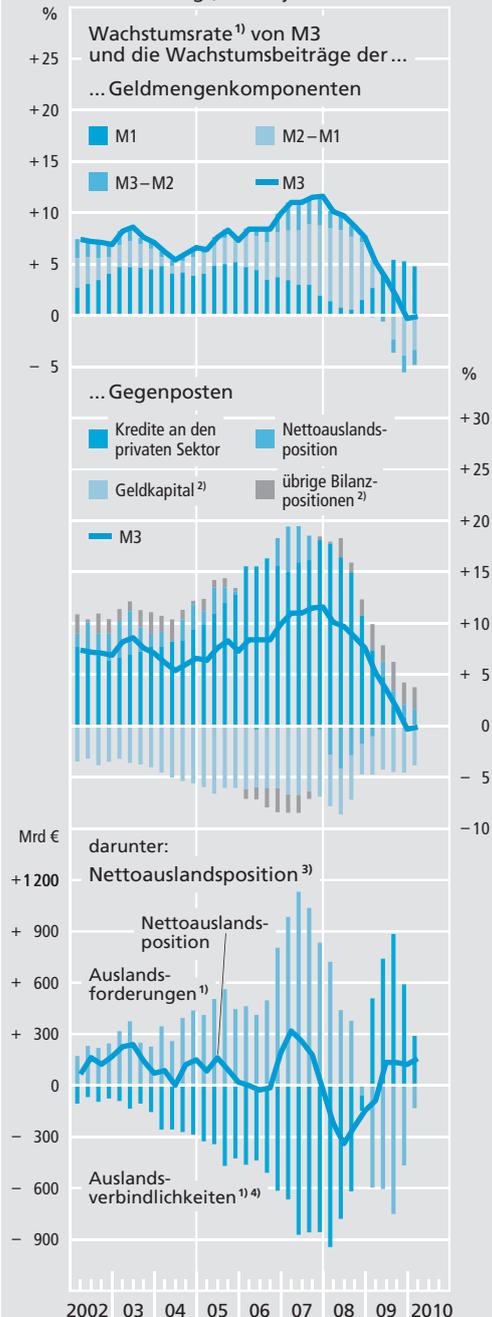
Einen wesentlichen Einfluss auf die monetäre Dynamik hat seit Herbst 2008 das Zinsumfeld ausgeübt, das durch einen vergleichsweise geringen Zinsvorteil von Anlagen im Laufzeitbereich von bis zu zwei Jahren gegenüber täglich fälligen Einlagen sowie eine steil verlaufende Zinsstrukturkurve im Bereich jenseits von zwei Jahren gekennzeichnet war. Diese Konstellation führte zu Verschiebungen von marktnah verzinsten kurzfristigen Termineinlagen (mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) hin zu den liquideren Komponenten der Geldmenge. Sie schwächten sich im Herbst 2009 und Winter 2010 jedoch wieder ab. So war der Anstieg der täglich fälligen Einlagen mit einer saisonbereinigten und annualisierten Dreimonatsrate von 6% im ersten Quartal 2010 zwar spürbar, er blieb jedoch hinter der Rate des Vorquartals (9%) zurück. Im Gegensatz dazu beschleunigte sich der Anstieg des quantitativ weniger bedeutsamen Bargeldumlaufs in den Monaten Januar bis März von auf das Jahr gerechnet knapp 5% im Vorquartal auf nunmehr gut 11% . Im Ergebnis verlangsamte sich die Expansion des eng gefassten Geldmengenaggregats M1. Nach gut 15% im dritten und knapp $8\frac{1}{2}\%$ im vierten Quartal 2009 fiel dessen Wachstum mit einer saisonbereinigten und annualisierten Dreimonatsrate von 7% jedoch weiterhin kräftig aus.

Per saldo nochmaliger Rückgang der sonstigen kurzfristigen Einlagen...

Parallel dazu schwächte sich der Abbau der sonstigen kurzfristigen Einlagen ab; mit einer saisonbereinigten und auf das Jahr gerechneten Dreimonatsrate von -5% verlief der

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: -, Abnahme: +.

Deutsche Bundesbank

Rückgang im Berichtsquartal gedämpfter als in den vier vorangegangenen Quartalen. Ausschlaggebend hierfür war die deutlich geminderte Auflösung kurzfristiger Termingelder, wenngleich sich deren Bestand mit einer saisonbereinigten und auf das Jahr gerechneten Dreimonatsrate von – 15 %, nach – 26 % im Vorquartal, noch spürbar verringerte. Getragen wurde diese Entwicklung in besonderem Maße von den privaten Haushalten. Nach umfangreichen Umschichtungen im letzten Jahr lösten sie im Berichtsquartal angesichts aktuell wieder leicht anziehender Zinsen für Termingelder mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr in geringerem Umfang Termineinlagen auf. Kurzfristige Spareinlagen (mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) wurden weiter dotiert, jedoch schwächer als in den Vorquartalen.

*... und der
marktfähigen
Instrumente*

Im Aggregat betrachtet zeigte sich die Entwicklung der marktfähigen Finanzinstrumente mit einer saisonbereinigten und auf das Jahr gerechneten Dreimonatsrate von – 14 % im Vergleich zu den Vorquartalen wenig verändert. Dahinter standen in den Monaten Januar bis März kräftige Nettoabflüsse bei den Geldmarktfondsanteilen, auf die der größte Anteil der marktfähigen Instrumente entfällt. Umschichtungen von liquiden Geldern in längerfristige Anlageformen dürften hierbei eine wesentliche Rolle gespielt haben. Im Gegensatz dazu stagnierten die üblicherweise sehr volatilen Repo-Geschäfte im Berichtsquartal per saldo nahezu. Ferner verzeichneten die Bestände der von Nichtbanken gehaltenen kurz laufenden Schuldverschreibungen der monetären Finanzinstitute (mit einer Laufzeit bis zu zwei Jahren)

zum ersten Mal seit fünf Quartalen geringe positive Nettozuflüsse.

Dem schwachen Geldmengenwachstum stand im Berichtsquartal abermals eine per saldo leicht negative Kreditvergabe an den privaten Sektor gegenüber; die saisonbereinigte und auf das Jahr gerechnete Dreimonatsrate fiel von – ½ % im Schlussquartal 2009 auf aktuell – 1 %. Hinter dieser Entwicklung stand in den Monaten Januar bis März zum einen ein Nettorückgang der Wertpapierforderungen von Banken im Euro-Raum gegenüber inländischen privaten Nichtbanken, zum anderen eine stagnierende Mittelbereitstellung in Form von Buchkrediten. Deren annualisierte und saisonbereinigte Dreimonatsrate entsprach mit 0 % nahezu der um Verbriefungsaktivitäten und Kreditverkäufe der Kreditinstitute bereinigten annualisierten Dreimonatsrate der Kreditvergabe an den inländischen Privatsektor, was auf die aktuell geringe Verbriefungsaktivität im Bankensektor zurückzuführen ist.

Hinter der Stagnation bei den Buchkrediten an heimische private Nichtbanken standen im Berichtsquartal abermals heterogene sektorale Entwicklungen. Die Ausleihungen an Privatpersonen sind per saldo deutlich gestiegen. Die positive Entwicklung der letzten drei Quartale verfestigte sich damit zunehmend. Dies war erneut auf das Wachstum der quantitativ bedeutsamen Wohnungsbaukredite zurückzuführen, zu dem auch staatliche Förderprogramme beitrugen. Aber auch die sonstigen Kredite an Privatpersonen nahmen erkennbar zu, während die Konsumentenkredite nach leichten Zuwächsen in den beiden

*Nochmalige
leicht negative
Kreditvergabe
an privaten
Sektor*

*Aufwärts-
bewegung
bei den Buch-
krediten an
private Haus-
halte hält an*

Vorquartalen im Berichtszeitraum merklich rückläufig waren.

*Buchkredit-
vergabe an
nichtfinanzielle
Unternehmen
stagniert
nahezu*

Nach drei Quartalen kräftiger Rückgänge bei den Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen blieb das entsprechende Volumen in saisonbereinigter Rechnung über die Monate Januar bis März per saldo nahezu unverändert; hierzu trug insbesondere die erkennbar positive Netto-Kreditvergabe im Februar bei. Dabei gingen im Berichtsquartal die mittelfristigen Kredite (mit einer Laufzeit von einem bis einschl. fünf Jahren) erstmals seit Herbst 2008 deutlich stärker zurück als die kurzfristigen unverbrieften Ausleihungen. Langfristige Buchkredite expandierten aber weiter merklich. Insgesamt gesehen entspricht es dem aus früheren konjunkturellen Erholungsphasen bekannten Muster, dass sich die unverbriefte Mittelbereitstellung an nichtfinanzielle Unternehmen langsamer von dem Einbruch der Wirtschaftsaktivität erholt als die Kreditentwicklung bei privaten Haushalten.

*Buchkredit-
vergabe an
sonstige
Finanzinter-
mediäre mit
deutlichem
Rückgang*

Die Buchkreditvergabe an den privaten Sektor im Euro-Raum wurde im Berichtsquartal vor allem von den unverbrieften Ausleihungen an sonstige Finanzintermediäre gebremst. Diese fielen in den Monaten Januar bis März per saldo deutlich, während sie das Wachstum der Buchkredite an den privaten Sektor im vierten Quartal 2009 leicht positiv beeinflusst hatten. Bei einem Großteil dieser Transaktionen handelt es sich um von hoher Volatilität geprägte indirekte Interbankengeschäfte; eine eingeschränkte Kreditvergabe an diesen Sektor stellt daher für sich genommen keinen klassischen Mittelentzug für den privaten Nichtbankensektor dar.

Die dem privaten Sektor im Euro-Raum durch Wertpapiererwerb der heimischen Banken bereitgestellten Mittel nahmen von Januar bis März mit einer auf das Jahr gerechneten und saisonbereinigten Dreimonatsrate von 6 ½ % ab, nach einem Rückgang von gut 2 ½ % im Vorquartal. Der beschleunigte Abbau erklärt sich zu einem Großteil durch nationale Sondereffekte. Dem Rückgang der Wertpapierpositionen privater Emittenten stand im ersten Quartal 2010 nochmals ein erkennbarer Aufbau der Wertpapierbestände öffentlicher Emittenten durch die Banken gegenüber (in vergleichbarer Höhe bewegte sich im Berichtsquartal die Buchkreditvergabe der Banken an die öffentliche Hand); die entsprechende saisonbereinigte und annualisierte Dreimonatsrate stieg von gut 2 ½ % im Vorquartal auf aktuell knapp 8 ½ %.

*Wertpapier-
erwerb durch
Banken gering-
fügig rückläufig*

Die Netto-Forderungsposition des MFI-Sektors gegenüber dem Ausland erhöhte sich im ersten Quartal 2010 saisonbereinigt um 11,6 Mrd € gegenüber dem Vorquartal und wirkte somit für sich genommen expansiv auf die Geldmengenentwicklung. Damit wurden in geringerem Umfang Mittel über den Auslandszahlungsverkehr der Nichtbanken des Euro-Währungsgebiets bereitgestellt als in jedem der drei Vorquartale.

*Leichter Anstieg
der Netto-
Auslands-
position*

Die Geldkapitalbildung verlief wie auch im Vorquartal vergleichsweise moderat. Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten der MFIs nahmen im ersten Quartal 2010 saisonbereinigt und auf das Jahr gerechnet um 3 ½ % zu, nach gut 3 % im Vorquartal. Dies bremste die monetäre Dynamik tendenziell ab. Der Anstieg zog sich durch alle Kom-

*Moderate Geld-
kapitalbildung*

ponenten; insbesondere refinanzierten sich die Kreditinstitute im Euro-Raum bei Nichtbanken in Form von Bankschuldverschreibungen mit längeren Laufzeiten. Außerdem erfolgten im Berichtszeitraum weitere Aufstockungen des Kapitals und der Rücklagen der Banken, wenn auch in etwas schwächerem Umfang als in den Vorquartalen. Darüber hinaus blieb die Dotierung langfristiger Termineinlagen mit Blick auf die anhaltend steile Zinsstrukturkurve insbesondere für Privatpersonen attraktiv. Wie schon im Schlussquartal 2009 wurden die daraus resultierenden Zuflüsse jedoch weitgehend davon überlagert, dass Zweckgesellschaften Termingelder im Zusammenhang mit den geringeren Verbriefungsaktivitäten der Banken abbauten. Langfristige Spareinlagen wurden von den heimischen Nichtbanken im Berichtsquartal nur schwach aufgestockt.

Keine ausgeprägte Gefahr für die Preisstabilität aus monetärer Sicht

Insgesamt gesehen schwächte sich die monetäre Grunddynamik – also jenes Geldmengenwachstum, das letztlich inflationsrelevant ist – im Berichtsquartal nicht weiter ab. Zwar war die Geldmenge M3 zwischen Januar und März nochmals leicht rückläufig, nicht zuletzt unter dem Einfluss des besonderen Zinsumfelds. Zugleich stagnierte aber die Buchkreditvergabe an den privaten Sektor im Euro-Raum. Auch die auf Basis monetärer Daten durchgeführten Inflationsprojektionen deuten in der Summe weiter darauf hin, dass für die nächsten drei Jahre keine ausgeprägte Gefahr für die Preisstabilität im Euro-Raum besteht. Allerdings weisen diese Projektionen wie schon in den Vorquartalen eine relativ hohe Streubreite auf. Dies unterstreicht, dass der Grad an Unsicherheit, der derzeit mit einem

solchen Ausblick verbunden ist, unverändert hoch ist.

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Nach zwei Quartalen des Rückgangs haben inländische Anleger im ersten Vierteljahr 2010 erstmals wieder ihre bei deutschen Banken gehaltenen Einlagen erhöht. Die saisonbereinigte und annualisierte Dreimonatsrate stieg von gut – 1 % im vierten Quartal 2009 auf knapp 2½ % zwischen Januar und März. Derzeit lässt sich jedoch noch nicht beurteilen, ob damit die in der zweiten Jahreshälfte 2009 zu beobachtende negative Dynamik der Einlagen als endgültig beendet angesehen werden kann.

Guthaben inländischer Anleger bei deutschen Banken aufgebaut, ...

Insgesamt schwächte sich die Dynamik fast aller Einlagenarten im ersten Quartal 2010 gegenüber dem Vorquartal deutlich ab. Kurzfristige Termineinlagen schrumpften im Berichtsquartal mit einer saisonbereinigten und annualisierten Dreimonatsrate von – 13 % erheblich langsamer als im vierten Quartal 2009 (– 45 %). Täglich fällige Einlagen stiegen im ersten Quartal nur noch mit einer entsprechenden Rate von gut 6½ %, nach knapp 14½ % im Vorquartal. Maßgeblich für beide Einlagenarten war das Verhalten der privaten Haushalte und der finanziellen Unternehmen. Lediglich der Aufbau von kurzfristigen Spareinlagen (hauptsächlich durch private Haushalte) war annähernd so stark wie im Vorquartal. Ihre saisonbereinigte und annualisierte Dreimonatsrate betrug

... bei abgeschwächter Dynamik in fast allen Einlagenarten

knapp 10 %, nach gut 11 % im Schlussquartal 2009.

*Abnehmendes
Interesse an
langfristigen
Einlageformen*

Während die kurzfristigen Einlagen im ersten Quartal 2010 insgesamt gesehen wieder stärker dotiert wurden als im Vorquartal, wurden langfristige Einlageformen nach Zuflüssen in den Vorquartalen per saldo abgebaut. Dies betraf insbesondere langfristige Sparguthaben (mit vereinbarter Kündigungsfrist von über drei Monaten). Saisonbereinigt und auf das Jahr gerechnet schrumpften sie im Berichtsquartal um 4 ½ %. Im gleichen Zeitraum wurden die quantitativ bedeutsameren langfristigen Termineinlagen (mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren) zwar noch leicht aufgebaut, die entsprechende Dreimonatsrate reduzierte sich indes weiter auf nunmehr ½ %. Die abnehmende Dynamik spiegelt zum einen die sich abschwächende, aber noch immer starke Reduzierung dieser Guthaben durch Versicherungen und Pensions-einrichtungen wider. Zum anderen hat sich die seit Herbst 2009 beobachtete starke Nachfrage privater Haushalte nach langfristigen Termineinlagen im Quartalsverlauf verringert.

*Rückläufige
Mittelbereit-
stellung durch
deutsche
Banken*

Die gesamte Mittelbereitstellung inländischer Kreditinstitute an den heimischen Privatsektor schrumpfte im Berichtsquartal in saisonbereinigter Betrachtung kräftig und fiel deutlich in den negativen Bereich. Die saisonbereinigte und annualisierte Dreimonatsrate der Gesamtkredite sank von 0 % im vierten Quartal 2009 auf – 5 ½ % im Berichtsquartal. Diese Entwicklung wurde maßgeblich von der Dynamik der Kredite an finanzielle Unternehmen bestimmt. Dabei ist jedoch zu bedenken, dass

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

Mrd €	2010		2009	
	Jan. bis März	Jan. bis März	Jan. bis März	Jan. bis März
Position				
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)				
täglich fällig	11,4		69,3	
mit vereinbarter Laufzeit				
bis zu 2 Jahren	– 30,5		– 83,3	
über 2 Jahre	2,8		12,1	
mit vereinbarter Kündigungsfrist				
bis zu 3 Monaten	12,4		11,8	
über 3 Monate	– 2,2		0,8	
Kredite				
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen				
Buchkredite	– 23,5		4,9	
Wertpapierkredite	– 6,4		7,5	
Kredite an inländische öffentliche Haushalte				
Buchkredite	0,3		– 4,7	
Wertpapierkredite	13,8		5,5	

* 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

die Saisonbereinigung der aktuellen Daten in dem Maße einer gestiegenen Unsicherheit unterliegt, wie die Finanzkrise eine Änderung des früher üblichen jahreszeitlichen Verhaltens bewirkte.

Im ersten Quartal wurden Wertpapierkredite an den privaten Sektor in saisonbereinigter Betrachtung per saldo kräftig abgebaut. Auf das Jahr gerechnet schrumpften sie von Januar bis März um 14 ½ %, nachdem sie im Vorquartal noch mit einer entsprechenden Rate von 2 ½ % gestiegen waren.

*Bestände an
Wertpapieren
privater Emit-
tenten massiv
abgebaut*

Insgesamt gesehen waren die Buchkredite an den heimischen privaten Sektor im ersten Quartal 2010 deutlich rückläufig. Sie schrumpften in saisonbereinigter Betrachtung im Berichtsquartal erheblich stärker als in den

*Buchkredit-
vergabe an
privaten
Sektor weiter
rückläufig*

Auswirkungen der Finanz- und Wirtschaftskrise auf die Ergebnisse der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung des Jahres 2009

Die weltweite Finanz- und Wirtschaftskrise hat zu gravierenden Verwerfungen im Finanzsektor geführt und die Realwirtschaft stark in Mitleidenschaft gezogen. Im Folgenden soll anhand der jüngsten Ergebnisse der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung untersucht werden, inwieweit sich diese Entwicklungen in den finanziellen Transaktionen und Vermögenspositionen der inländischen Sektoren niedergeschlagen haben.¹⁾

Starker Rückgang der Finanzströme bei den Unternehmen

Nach den vorliegenden Angaben der Finanzierungsrechnung haben im vergangenen Jahr die Finanzströme der nichtfinanziellen Sektoren insgesamt, das heißt der privaten Haushalte, der Produktionsunternehmen und des Staates, deutlich abgenommen. Dies ist für wirtschaftliche Abschwungphasen durchaus typisch. So ist die Geldvermögensbildung dieser Sektoren im Jahr 2009 um fast 100 Mrd € auf 225 Mrd € gesunken, und die Mittelnachfrage ging um 40 Mrd € auf 117 Mrd € zurück.

Die sektorale Aufteilung zeigt, dass für diese rückläufige Entwicklung der Finanzströme in erster Linie die nichtfinanziellen Unternehmen ausschlaggebend waren. Sie haben ihre Finanztransaktionen im Vergleich zu 2008 um insgesamt rund 200 Mrd € beziehungsweise um fast 90 % gekürzt. Ihr Außenfinanzierungsbedarf war 2009 sogar geringfügig negativ (-0,3 Mrd €), das heißt, sie haben ihre Passiva per saldo leicht reduziert. Ein Jahr zuvor hatte der Zufluss externer Finanzierungsmittel noch gut 100 Mrd € betragen. Auf der Aktivseite stand dem zwar eine positive Geldvermögensbildung gegenüber; diese war aber mit rund 37 Mrd € deutlich niedriger als 2008, als sie 132 Mrd € betrug. Eine solche Einschränkung der finanziellen Aktivitäten, die bereits zu Beginn des Jahres 2009 eingesetzt hatte, war auch in der ersten Hälfte des letzten Jahrzehnts zu beobachten, als die Unternehmen nach Ende des Börsenbooms bestrebt waren, ihre Bilanzen zu konsolidieren. Bis zum Ausbruch der Finanz- und Wirtschaftskrise haben die nichtfinanziellen Unternehmen – und das traf insbesondere auf die kleinen und mittleren Unternehmen zu – ihr Eigenkapital deutlich aufgestockt und auf diese Weise ihre Bestandsfestigkeit noch weiter verbessert. Die 2009 zu beobachtende Reduzierung der Finanzströme basierte dagegen nicht auf dem Bestreben der Unternehmen, ihre Bilanzen zu bereinigen, sondern war vielmehr Ausdruck des starken Konjunkturreinbruchs.

Maßgeblich für die schwache Entwicklung der Verbindlichkeiten 2009 war der Abbau der Kredite von in- und ausländischen Banken um netto rund 50 Mrd €. In den beiden Jahren zuvor wurden jeweils Kredite in dieser Höhe nachgefragt. Positiv fiel hingegen die Finanzierung über Auslandskredite im Konzernverbund aus, die in erster Linie von größeren und international agierenden Unternehmen genutzt wird. Mit 17 Mrd € war sie allerdings nied-

riger als noch 2008. Auch die externe Mittelbeschaffung am Kapitalmarkt entwickelte sich uneinheitlich. Die Aktienfinanzierung war im Berichtsjahr angesichts gestiegener Börsenkurse mit per saldo 5½ Mrd € erstmals seit 2007 wieder relativ ergiebig. Auch die durch die Emission längerfristiger Anleihen zugeflossenen Mittel fielen mit knapp 20 Mrd € deutlich höher aus als 2008. Allerdings wurden gleichzeitig kurz laufende Geldmarktpapiere in Höhe von netto fast 27 Mrd € zurückgegeben. Durch die insgesamt schwache Nachfrage nach Fremdmitteln in Form von Krediten und Schuldverschreibungen gingen die Finanzschulden der Produktionsunternehmen bis Ende 2009 auf knapp 1 590 Mrd € zurück und waren damit um 1½ % niedriger als ein Jahr zuvor. Trotzdem ist ihre Schuldenquote von 112 % auf 119 % der Bruttowertschöpfung deutlich gestiegen. Dies lag daran, dass die Wirtschaftsleistung der Unternehmen im Zuge des Konjunkturreinbruchs stark gesunken ist.

Nach den Angaben der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung des Statistischen Bundesamtes hat neben dem externen Mittelbedarf auch die Finanzierung über Gewinne und Abschreibungen stark nachgelassen. Beide Positionen summierten sich im Berichtsjahr auf 234 Mrd € und betragen damit rund 50 Mrd € weniger als noch 2008. Fast neun Zehntel der internen Mittel entfielen auf Abschreibungen auf Sachanlagen, die 2009 nur geringfügig abnahmen. Zwar konnten die Produktionsunternehmen trotz der schwierigen konjunkturellen Entwicklung einbehaltene Gewinne erwirtschaften, allerdings fielen sie dem Betrag nach mit 12 Mrd € deutlich niedriger aus als 2008, als sie fast fünfmal so hoch gewesen waren. Da die Unternehmen zeitgleich ihre Ausgaben für Sachinvestitionen von fast 280 Mrd € im Jahr 2008 auf zuletzt 213 Mrd € stark kürzten, konnten sie mit ihren internen Mitteln gut 90 % der Geld- und Sachvermögensbildung abdecken. Diese Quote ist im längerfristigen Vergleich außerordentlich hoch. Rein rechnerisch reichten damit die einbehaltenen Gewinne und Abschreibungen im Aggregat aus, um die Investitionen in den Kapitalstock vollständig selbst zu finanzieren. Das bedeutet, dass die Unternehmen insgesamt in dem konjunkturell schwierigen Jahr 2009 netto Geldvermögen gebildet haben und demnach per saldo nicht auf die Mittel anderer Sektoren angewiesen waren. Dies ist auch als Indiz dafür zu werten, dass es im vergangenen Jahr keine Kreditklemme auf breiter Front gegeben hat.

Erhebliche Zunahme der öffentlichen Verschuldung

Im Gegensatz zu den Unternehmen waren die finanziellen Aktivitäten der öffentlichen Haushalte 2009 außerordentlich hoch. Dies gilt insbesondere für den externen Mittelbedarf. Er betrug netto 120 Mrd € und wurde überwiegend durch die Emission von Wertpapieren gedeckt. Damit fiel die Außenfinanzierung des Staates – abgesehen vom Jahr 1995, als sie im Gefolge der In-

¹⁾ Zu den neuesten Ergebnissen der Finanzierungsrechnung vgl. auch die Tabellen VIII im Statistischen Teil dieses Monatsberichts.

tegration der Treuhandanstalt in den staatlichen Sektor knapp 170 Mrd € betragen hatte – dem Betrag nach deutlich höher aus als in den Jahren seit der Wiedervereinigung. Im Ergebnis belief sich die öffentliche Verschuldung (gemäß Finanzierungsrechnung zu aktuellen Kursen berechnet) Ende 2009 auf rund 1 830 Mrd €. Auf der Vermögensseite hat der Staat wie schon 2008 seine Finanzaktiva – vor allem im Zuge von Stützungsmaßnahmen für Kreditinstitute – in beträchtlichem Umfang aufgestockt, und zwar um gut 40 Mrd € auf insgesamt 670 Mrd €. Entsprechend fiel das staatliche Finanzierungsdefizit mit fast 80 Mrd € deutlich niedriger aus als der externe Mittelbedarf. Ein Vergleich mit den Jahren 2007 und 2008, als der Staat geringfügige Überschüsse verzeichnen konnte, zeigt jedoch, wie gravierend sich die Lage der öffentlichen Finanzen durch die Finanz- und Wirtschaftskrise verschlechtert hat.

Verbesserung der Vermögensposition privater Haushalte

Die Geldvermögensbildung der privaten Haushalte fiel mit 147 Mrd € deutlich höher aus als ein Jahr zuvor (126 Mrd €). Mit diesen verstärkten Sparanstrengungen – die Sparquote stieg auf 11,3 % des verfügbaren Einkommens – ging auch eine Korrektur der erheblichen Portfolioumschichtungen einher, die vor allem auf dem Höhepunkt der Finanzkrise vorgenommen worden waren. So fiel beispielsweise die Aufstockung der Bankeinlagen (einschl. Bargeld) mit netto 50 Mrd € erheblich moderater aus als im Jahr 2008, in dem ein Rekordwert von gut 120 Mrd € erreicht worden war. Dahinter stand eine Normalisierung der Bargeldhaltung, die im gesamten Jahr 2009 um 7½ Mrd € stieg, nachdem sie allein im Schlussquartal 2008 noch um 17 Mrd € erhöht worden war. Außerdem haben die privaten Haushalte ihre Termingelder, die sie 2008 – nicht zuletzt wegen relativ günstiger Konditionen – mit 77 Mrd € noch beträchtlich dotiert hatten, kräftig abgebaut, und zwar in Höhe von 124 Mrd €. Davon profitierten vor allem die Sicht- und Spareinlagen, deren Volumina 2009 um 141½ Mrd € beziehungsweise 56 Mrd € zunahmen. Ausschlaggebend für diese starken Umschichtungen dürften die sehr geringe Verzinsung der Termingelder und der Liquiditätsvorteil der Sicht- und Spareinlagen gewesen sein.

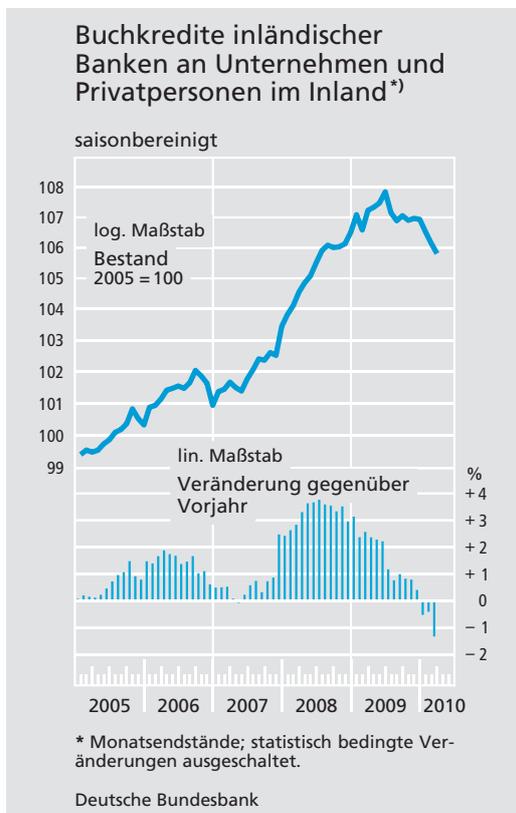
Auch bei den Wertpapieren hat sich das Anlageverhalten der privaten Haushalte wieder normalisiert. Verglichen mit 2008, als die Haushalte infolge der Finanzkrise vor allem Aktien ihre breiter Front verkauft hatten, gab es 2009 in diesem Segment nur einen marginalen Rückgang. Demgegenüber haben die privaten Haushalte Investmentfondsanteile in beträchtlichem Umfang erworben (+ 29 Mrd €). Angesichts gestiegener Börsenkurse konnten – anders als zuvor – auch die inländischen Publikumsaktienfonds mit 6 Mrd € ein nennenswertes Mittelaufkommen verzeichnen. Darüber hinaus haben die privaten Haushalte sonstige Beteiligungen direkt erworben, allerdings nur in geringem Umfang

(+ 3 Mrd €). Hingegen wurden Rentenwerte netto um 4½ Mrd € reduziert. Die Zuflüsse zu den Ansprüchen gegenüber dem Versicherungssektor, die vor allem auf regelmäßigen Beitragszahlungen, aber auch auf Einmalleistungen beruhen, fielen 2009 mit gut 63 Mrd € rund doppelt so hoch aus wie im Vorjahr. Sie lagen damit wieder auf dem Niveau der Jahre 2006 und 2007.

Insgesamt betrachtet stiegen die Geldvermögensbestände der privaten Haushalte bis Ende 2009 deutlich an, und zwar auf rund 4 670 Mrd € beziehungsweise 116 000 € je Haushalt. Damit lagen die finanziellen Aktiva um 240 Mrd € beziehungsweise – je Haushalt gerechnet – um gut 5 000 € über ihrem Niveau vor Jahresfrist, als die Geldanlagen durch die Auswirkungen der Finanzkrise stark zurückgegangen waren. Neben den eigenen Sparbemühungen ist dies auch auf die im Durchschnitt hohen Kursgewinne bei den Wertpapieren zurückzuführen. Diese beliefen sich in etwa auf 90 Mrd €. Die Schulden der privaten Haushalte bei Banken und Versicherungen blieben im Berichtsjahr dagegen nahezu unverändert und betragen Ende letzten Jahres 1 530 Mrd € beziehungsweise durchschnittlich 38 000 € je Haushalt. Im Ergebnis hat sich die Vermögensposition der privaten Haushalte 2009 erheblich verbessert. Mit 293 % des verfügbaren Einkommens erreichte das Netto-Geldvermögen fast wieder den bisherigen Rekordwert von 296 % aus dem Jahr 2007.

Zusammenfassung

Insgesamt dokumentiert die Finanzierungsrechnung für das Jahr 2009 umfangreiche Anpassungsreaktionen der einzelnen inländischen Sektoren im Zuge der Finanz- und Wirtschaftskrise. Sie betrafen sowohl das jeweilige Anlagevolumen als auch die -struktur. Letzteres gilt insbesondere für die privaten Haushalte, die während des letzten Jahres ihre beträchtlichen Portfolioumschichtungen von Ende 2008 wieder zurückgenommen haben. Zudem konnten sie ihre Vermögensposition deutlich verbessern. Dagegen waren die finanziellen Aktivitäten der öffentlichen Haushalte und der Produktionsunternehmen 2009 von erheblichen Verwerfungen geprägt. Während letztere ihre Finanztransaktionen im Gefolge des Konjunkturerinbruchs massiv einschränkten, musste der Staatssektor – bedingt durch niedrigere Steuereinnahmen und höhere Ausgaben zur Stützung der Konjunktur und des Finanzsektors – seine Verschuldung stark ausweiten. Auf Basis der jüngsten positiven Konjunkturdaten und aktueller -prognosen dürften auch die Finanzströme der Unternehmen in Zukunft wieder steigen. Schwieriger ist zweifellos die Lage der öffentlichen Haushalte, die derzeit verschiedenen Belastungen ausgesetzt sind. Trotz aller Probleme geht kein Weg an einer glaubwürdigen Rückkehr zu nachhaltigen Staatsfinanzen – bei Wahrung stabiler Preise – vorbei. Nur so lässt sich Vertrauen auf breiter Front schaffen und die Unsicherheit an den Finanzmärkten abbauen.



beiden Vorquartalen. Die auf das Jahr gerechnete saisonbereinigte Dreimonatsrate sank von $-1/2\%$ auf gut -4% . Der Abbau der Buchkreditvergabe an private Schuldner betraf dabei erneut vorrangig das kurzfristige Segment mit Laufzeiten bis zu einem Jahr und hierbei besonders stark die Buchkredite an finanzielle Unternehmen.

Unverbriefte Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen nur leicht zurückgegangen

Nachdem der Rückgang der Buchkreditvergabe an den privaten Sektor im vierten Quartal 2009 noch ausschließlich auf merkliche Nettotilgungen bei den von deutschen Banken an inländische nichtfinanzielle Unternehmen vergebenen Krediten zurückzuführen war, erholte sich die Vergabe von Buchkrediten an diesen Sektor am Jahresanfang erkennbar. Im März kam es jedoch per saldo wieder zu einem spürbaren Abbau der Buch-

kredite, sodass noch nicht von einem gesicherten Wendepunkt in der Kreditentwicklung an nichtfinanzielle Unternehmen ausgegangen werden kann. Die entsprechende saisonbereinigte und auf das Jahr gerechnete Dreimonatsrate erhöhte sich von gut $-6\frac{1}{2}\%$ im Schlussvierteljahr auf $-1/2\%$ im Berichtsquartal. Die Abschwächung des Rückgangs beruht darauf, dass der in den letzten vier Quartalen beobachtete Abbau der kurzfristigen Buchkredite im Berichtsquartal an Schwung verlor und die langfristigen Ausleihungen ihren leichten Expansionskurs fortsetzten. Allein die mittelfristigen Ausleihungen wurden etwas stärker abgebaut als in den Vorquartalen. Insgesamt lässt sich die Entwicklung der Buchkredite an die nichtfinanziellen Unternehmen auch im ersten Quartal 2010 noch gut mit der realwirtschaftlichen Entwicklung erklären. Diese Zahlen liefern somit weiterhin keine Hinweise für eine vorliegende Kreditklemme in Deutschland.

Der Bestand der gesamten an private Haushalte herausgegebenen Buchkredite nahm zwischen Januar und März in saisonbereinigter Betrachtung leicht zu. Auf das Jahr gerechnet betrug ihre saisonbereinigte Dreimonatsrate wie im Vorquartal $1/2\%$. Im Gegensatz zum vierten Quartal 2009 stagnierten die Wohnungsbaukredite in saisonbereinigter Betrachtung nahezu, sodass der Zuwachs vor allem auf die übrigen Kredite zurückzuführen war.

Buchkredite an private Haushalte leicht gestiegen

Anders als die Kreditvergabe an den privaten Sektor expandierte die Mittelbereitstellung an die öffentlichen Haushalte zwischen Januar

*Dynamische
Mittelbereit-
stellung für
öffentliche
Haushalte*

und März 2010 kräftig. Saisonbereinigt und auf das Jahr gerechnet stieg sie um gut 7 ½ % an. Im Einzelnen wuchsen die Buchkredite über das erste Quartal betrachtet mit einer saisonbereinigten und annualisierten Dreimonatsrate von 3 %, nachdem sie im vierten Quartal 2009 erkennbar zurückgegangen waren. Zugleich wurden die Wertpapierkredite entsprechend um knapp 17 ½ % ausgeweitet.

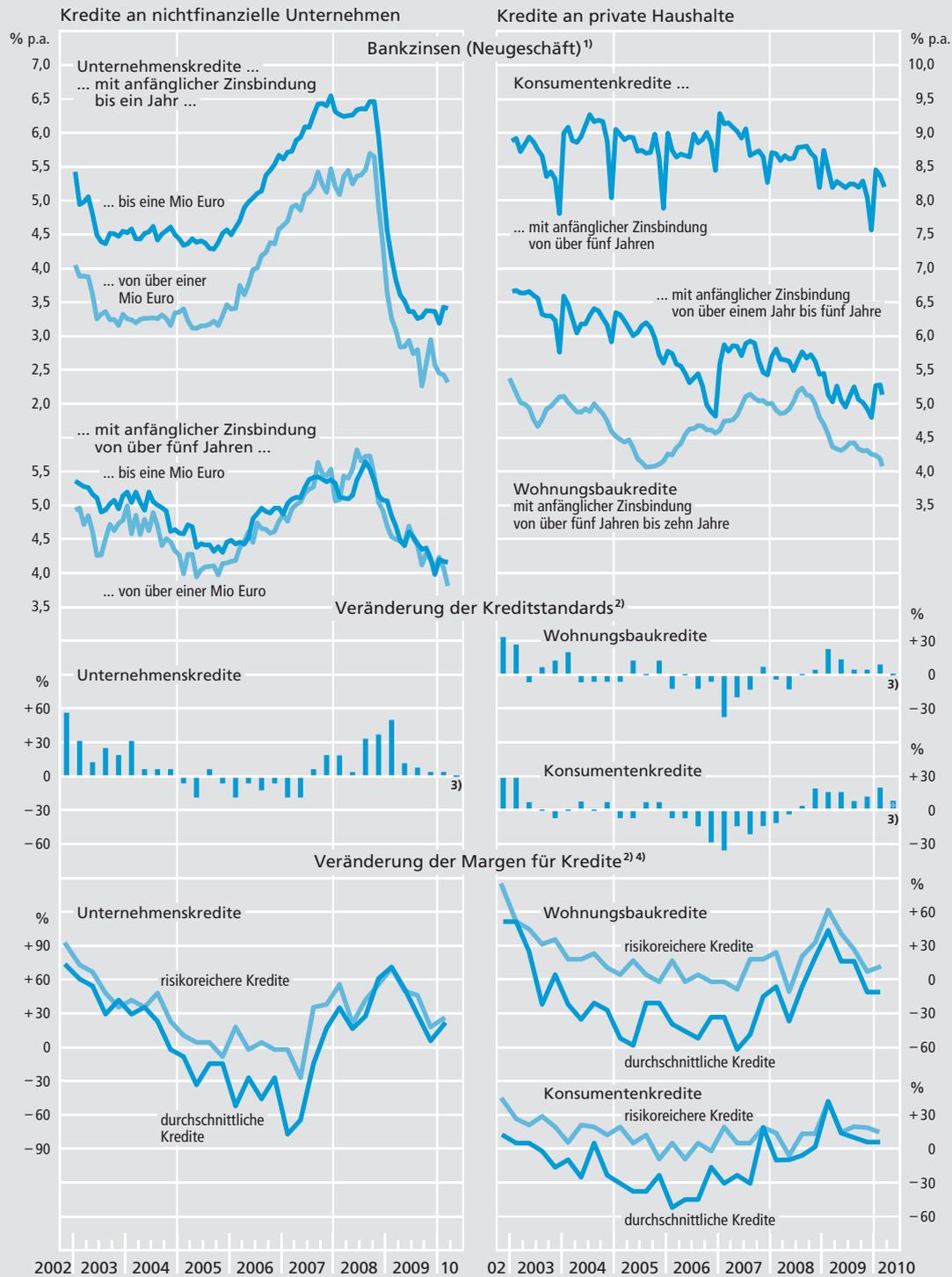
*Kreditstandards
wenig
verändert*

Die im April 2010 durchgeführte Umfrage zum Kreditgeschäft im ersten Quartal 2010 (Bank Lending Survey: BLS) bestätigt den in den beiden Vorquartalen gewonnenen Eindruck, dass die restriktiven Anpassungen der Kreditstandards aus der Zeit davor nicht mehr in der Breite fortgesetzt wurden. So verschärften die befragten Banken nur noch vereinzelt ihre Richtlinien für Unternehmenskredite, wobei insgesamt den restriktiven Anpassungen – weiterhin ausgehend vor allem von branchen- und firmenspezifischen Faktoren – eine verbesserte Liquiditätsposition der Institute entgegenwirkte. Im Gegensatz hierzu entwickelten sich die Margen laut den Angaben der Institute per saldo restriktiver als im Vorquartal. Im Einzelnen schlugen sich die Verschärfungen in deutlichen Margenausweitungen sowohl bei den durchschnittlich riskanten Krediten als auch bei den risiko-reicheren Ausleihungen nieder. Während sich die Entwicklungen der Kreditrichtlinien in Deutschland und im Euro-Raum in weiten Teilen entsprachen, wurden die Margen in der EWU-Stichprobe merklich moderater, aber weiterhin restriktiv angepasst.

Nachdem die Interviewpartner im gesamten Währungsgebiet schon seit Längerem einen rückläufigen Mittelbedarf der Unternehmen beobachtet hatten, meldeten nun erstmals seit 2008 auch die deutschen Banken eine per saldo leicht gesunkene Nachfrage nach Bankkrediten. Getrieben wurde diese Entwicklung insbesondere durch den rückläufigen Mittelbedarf für Anlageinvestitionen sowie von verbesserten Finanzierungsmöglichkeiten der Unternehmen am Kapitalmarkt. Die privaten Haushalte sahen sich insgesamt etwas strengeren Angebotsbedingungen seitens der am BLS beteiligten deutschen Banken gegenüber. Diese wurden vor allem von spürbar verschärften Standards für Konsumentenkredite sowie leicht restriktiven Anpassungen bei den Wohnungsbaukrediten bestimmt. Daneben waren auch die Margenentwicklungen – mit Ausnahme der durchschnittlich riskanten Wohnungsbaukredite – von Verschärfungen geprägt. Gleichzeitig verzeichneten die Institute einen per saldo deutlich gesunkenen Mittelbedarf der privaten Haushalte. Dafür wurde vor allem der gestiegene Konkurrenzdruck in diesem Kreditsegment verantwortlich gemacht.

Auch die Umfragerunde zum ersten Quartal 2010 enthielt wieder Zusatzfragen zum Einfluss der Finanzkrise auf die Refinanzierung, die Eigenkapitalkosten und die Kreditvergabe der teilnehmenden Banken. Laut Angaben der Interviewpartner hat sich der Zugang zu großvolumiger Finanzierung an den Geld- und Kapitalmärkten gegenüber dem Vorquartal merklich verbessert. Daneben konstatierte erneut knapp die Hälfte der teilnehmenden Institute gestiegene Eigenkapitalkosten im

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 2.Vj. 2010. — 4 Maßstab verkleinert.

Deutsche Bundesbank

Zuge der Finanzkrise, die bei einigen auch zu einer gewissen Beeinträchtigung ihrer Kreditvergabe führten.

*Bankkredit-
zinsen über-
wiegend
rückläufig*

Trotz der im BLS berichteten deutlichen Margenausweitungen wurde laut Zinsstatistik von den deutschen Instituten auch im ersten Quartal 2010 ein Teil der vergünstigten Konditionen am Kapitalmarkt an die inländischen privaten Kunden weitergegeben. So verlangten die meldenden Institute bei kurzfristigen

Unternehmenskrediten zuletzt nur noch 3,4 % für kleinvolumige beziehungsweise 2,3 % für großvolumige Forderungen. Für langfristige Ausleihungen waren es 4,2 % beziehungsweise 3,8 %. Bei den Ausleihungen an private Haushalte waren die Konsumentenkredite teurer als im Vorquartal, während die Zinsen für Wohnungsbaukredite in der Breite nachgaben. So beliefen sich die langfristigen Wohnungsbaukreditzinsen Ende März auf 4,3 %.