

## Geldpolitik und Bankgeschäft

### Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

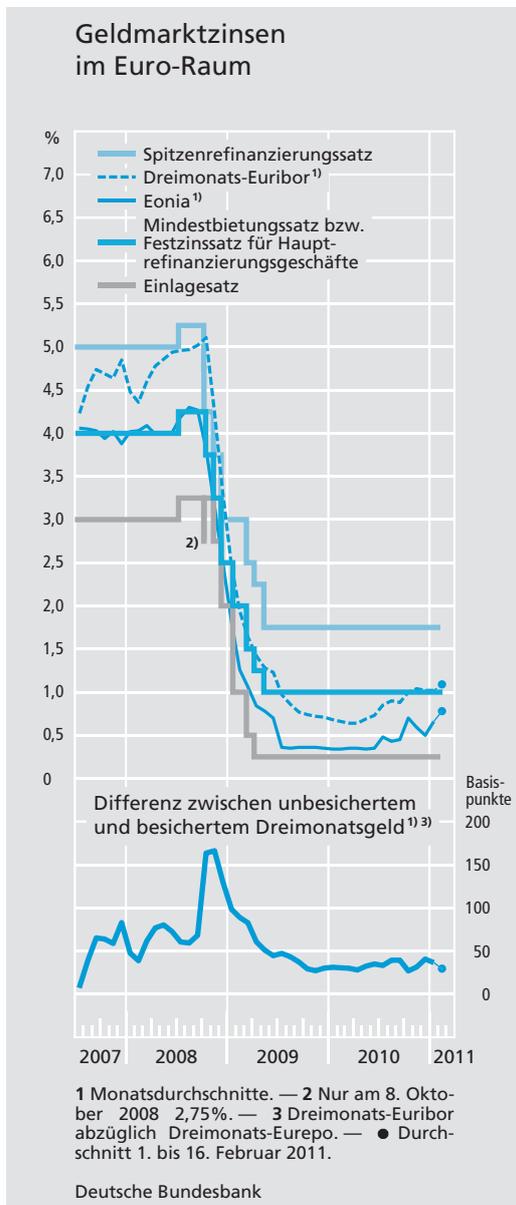
---

Gestützt durch die robuste Weltkonjunktur und die weltweit äußerst expansive Geldpolitik setzte sich die konjunkturelle Erholung im Euro-Raum in den Herbstmonaten fort. Ihr Tempo blieb jedoch insgesamt verhalten und ungleichmäßig auf die einzelnen Mitgliedsländer der Währungsunion verteilt. Vor diesem Hintergrund und angesichts eines gedämpften Geldmengen- und Kreditwachstums gelangte der EZB-Rat zu der Einschätzung, dass die Teuerung im Euro-Raum sich über den geldpolitisch relevanten mittelfristigen Zeithorizont weiterhin im Einklang mit Preisstabilität entwickeln würde. Allerdings betonte er die Notwendigkeit, die Entwicklung sehr genau zu beobachten, da mehrere Faktoren, insbesondere eine fortgesetzte Aufwärtsbewegung der Rohstoffpreise, dazu führen könnten, dass sich die bislang noch ausgeglichenen Risiken für die Preisstabilität auf mittlere Sicht nach oben verlagern. In der Konsequenz beließ der EZB-Rat die Leitzinsen unverändert auf ihren historisch niedrigen Niveaus. Somit vergütete das Eurosystem in der Einlagefazilität gehaltene Guthaben durchgängig mit  $\frac{1}{4}$  % und berechnete für die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungfazilität  $1\frac{3}{4}$  %. Der Hauptrefinanzierungssatz betrug konstant 1 %.

*EZB-Rat beließ  
Leitzinsen  
unverändert*

Die Zinssätze am Euro-Geldmarkt stiegen im Schlussvierteljahr 2010 tendenziell an. Diese Entwicklung war vor allem darauf zurückzuführen, dass die Banken ihre Überschussliquidität im Zuge der Fälligkeit der letzten noch ausstehenden 6- und 12-Monatstender erneut erheblich reduzierten. Dabei veränderte sich zu Beginn des Quartals auch das Verlaufs-

*Tagesgeldsatz  
löste sich von  
historisch  
niedrigem  
Niveau*



muster des Tagesgeldsatzes (EONIA) innerhalb einer Mindestreserveerfüllungsperiode. Waren die Tagesgeldnotierungen bis dahin nach einem kurzfristigen Anstieg infolge der absorbierenden Feinststeuerungsoperation am jeweils letzten Tag einer Reserveperiode wieder rasch gesunken, verweilte EONIA im Schlussvierteljahr 2010 zum Teil merklich länger als zuvor auf dem erhöhten Niveau. Dies hatte zur Folge, dass sich der Abstand der Tages-

geldnotierungen zum Hauptrefinanzierungssatz von knapp 60 Basispunkten im Durchschnitt des Vorquartals auf gut 40 Basispunkte im Schlussquartal reduzierte. Nach einem kontinuierlichen Rückgang im Laufe der letzten Reserveperiode des Jahres 2010 stieg EONIA nach der ersten Sitzung des EZB-Rats im Januar sehr deutlich an und notierte zeitweilig mehrere Tage hintereinander merklich oberhalb des Hauptrefinanzierungssatzes.

Vor dem Hintergrund der sich in den Herbstmonaten erneut verschärfenden Staatsschuldenkrise in einzelnen Ländern der Währungsunion beschloss der EZB-Rat Anfang Dezember, die Vollzuteilung in allen liquiditätszuführenden Operationen zumindest bis zum Ende des ersten Quartals 2011 beizubehalten. Die seit Oktober angewandte Zinsindexierung der regulären längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte mit dreimonatiger Laufzeit wurde ebenfalls auf das erste Quartal ausgedehnt. Für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte sowie die Refinanzierungsoperationen mit einer Laufzeit von einer Reserveperiode wurde die vollständige Zuteilung zum fixen Satz von 1% fortgesetzt.

*Rücknahme der geldpolitischen Sondermaßnahmen weiterhin ausgesetzt*

Auch das Ankaufprogramm des Eurosystems für Wertpapiere öffentlicher und privater Emittenten (Securities Market Programme) wurde fortgeführt, die dadurch bereitgestellte Liquidität jedoch regelmäßig absorbiert. Bis auf zwei Absorptionsgeschäfte Ende Dezember und Anfang Februar waren alle Transaktionen dieser Art überzeichnet. Dabei stand die erste der beiden unterbotenen Absorptionen unter dem Eindruck des nahen Jahreswechsels. Die zweite ist dagegen im Zusam-

*Wertpapierankaufprogramm wurde fortgeführt*

## Offenmarktgeschäfte des Eurosystems\*)

Valutatag	Geschäftsart 1)	Laufzeit (Tage)	Tatsächliche Zuteilung (Mrd €)	Abweichung zur Benchmark (Mrd €) 2)	Marginaler Satz/Festsatz, in %	Repartierungssatz, in %	Gewichteter Satz, in %	Cover Ratio 3)	Anzahl Bieter
13.10.10	HRG (MT)	7	186,0	- 9,0	1,00	100,00	-	1,00	145
13.10.10	S-LRG (MT)	28	52,2	-	1,00	100,00	-	1,00	34
13.10.10	FSO (-)	7	- 63,5	-	0,75	22,30	0,60	1,62	59
20.10.10	HRG (MT)	7	184,0	55,0	1,00	100,00	-	1,00	151
20.10.10	FSO (-)	7	- 63,5	-	0,75	25,16	0,66	1,64	67
27.10.10	HRG (MT)	7	183,4	43,9	1,00	100,00	-	1,00	190
27.10.10	FSO (-)	7	- 63,5	-	0,74	18,58	0,67	1,43	53
28.10.10	LRG (MT)	91	42,5	- 4)	1,00	100,00	-	1,00	132
03.11.10	HRG (MT)	7	178,4	97,4	1,00	100,00	-	1,00	144
03.11.10	FSO (-)	7	- 63,5	-	0,62	57,15	0,57	1,43	61
09.11.10	FSO (-)	1	- 148,4	-	0,80	100,00	0,78	1,00	147
10.11.10	HRG (MT)	7	175,0	-22,0	1,00	100,00	-	1,00	146
10.11.10	S-LRG (MT)	28	63,6	-	1,00	100,00	-	1,00	44
10.11.10	FSO (-)	7	- 64,0	-	0,80	92,70	0,68	1,14	50
11.11.10	FSO (+)	6	12,6	-	1,00	100,00	-	1,00	23
17.11.10	HRG (MT)	7	186,0	73,0	1,00	100,00	-	1,00	177
17.11.10	FSO (-)	7	- 65,0	-	0,73	5,55	0,63	1,24	61
24.11.10	HRG (MT)	7	177,1	53,6	1,00	100,00	-	1,00	165
24.11.10	FSO (-)	7	- 66,0	-	0,51	92,29	0,45	1,39	60
25.11.10	LRG (MT)	91	38,2	- 4)	...	100,00	-	1,00	189
01.12.10	HRG (MT)	7	179,7	101,2	1,00	100,00	-	1,00	163
01.12.10	FSO (-)	7	- 67,0	-	0,48	22,65	0,41	1,16	52
07.12.10	FSO (-)	1	- 147,0	-	0,80	100,00	0,79	1,00	139
08.12.10	HRG (MT)	7	197,3	- 2,7	1,00	100,00	-	1,00	155
08.12.10	S-LRG (MT)	42	68,1	-	1,00	100,00	-	1,00	56
08.12.10	FSO (-)	7	- 69,0	-	0,72	39,91	0,65	1,43	56
15.12.10	HRG (MT)	7	187,8	151,3	1,00	100,00	-	1,00	159
15.12.10	FSO (-)	7	- 72,0	-	0,55	60,25	0,49	1,34	57
22.12.10	HRG (MT)	7	193,5	26,0	1,00	100,00	-	1,00	160
22.12.10	FSO (-)	7	- 72,5	-	0,60	97,33	0,42	1,12	44
23.12.10	LRG (MT)	98	149,5	- 4)	...	100,00	-	1,00	270
23.12.10	FSO (+)	13	20,6	-	1,00	100,00	-	1,00	32
29.12.10	HRG (MT)	7	227,9	208,4	1,00	100,00	-	1,00	233
29.12.10	FSO (-)	7	- 60,8	-	1,00	100,00	0,66	1,00	41
05.01.11	HRG (MT)	7	195,7	184,2	1,00	100,00	-	1,00	179
05.01.11	FSO (-)	7	- 73,5	-	0,45	93,04	0,38	1,25	68
12.01.11	HRG (MT)	7	180,1	132,1	1,00	100,00	-	1,00	169
12.01.11	FSO (-)	7	- 74,0	-	0,45	32,73	0,41	1,34	65
18.01.11	FSO (-)	1	- 135,0	-	0,80	100,00	0,79	1,00	142

\* Für die Geschäfte des Eurosystems vom 14.07.2010 bis 12.10.2010 siehe: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, November 2010, S. 27. — 1 HRG: Hauptrefinanzierungsgeschäft, LRG: Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft, S-LRG: Sonder-Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft, FSO: Feinststeuerungsoperation (+: Liquidität bereitstel-

lend, -: Liquidität absorbierend), MT: Mengentender. — 2 Berechnung gemäß Veröffentlichung nach Zuteilung des HRG. — 3 Verhältnis des Volumens der Gesamtgebote zum Zuteilungsvolumen. — 4 Der Zinssatz entspricht dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz der während der Laufzeit dieses Geschäfts durchgeführten HRG.

Deutsche Bundesbank

menhang mit der merklichen Rückführung der Überschussliquidität zu sehen.

Längerfristige  
Geldmarkt-  
zinsen setzen  
Aufwärtstrend  
fort

Die längerfristigen unbesicherten Geldmarktnotierungen im Euro-Raum setzten zwischen Oktober und Januar ihre im zweiten Vierteljahr begonnene Aufwärtstendenz fort. Zwar waren nach einem merklichen Anstieg Anfang Oktober bis zum Jahreswechsel zunächst wieder leicht sinkende Notierungen zu

beobachten. Aber wie schon beim Tagesgeldsatz beschleunigte sich die Dynamik des Anstiegs im Anschluss an die erste geldpolitische Sitzung des EZB-Rats im Jahr 2011. Aktuell notiert der Zinssatz für unbesicherte Interbankenliquidität mit dreimonatiger Laufzeit (Dreimonats-Euribor) bei rund 1,10 % und damit auf dem höchsten Stand seit Mitte 2009. Die besicherten Geldmarktnotierungen (Eurorepo) vollzogen eine ähnliche Entwicklung, zeigten

## Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den drei Mindestreserveperioden vom 13. Oktober 2010 bis 18. Januar 2011 nahm der durch die autonomen Liquiditätsfaktoren bestimmte Bedarf der Kreditinstitute im Euro-Raum an Zentralbankliquidität per saldo um 36,8 Mrd € ab. Hierzu trugen zum einen reduzierte Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem bei. Ihr Rückgang verringerte im Betrachtungszeitraum den Liquiditätsbedarf der Kreditinstitute um insgesamt 15,1 Mrd €. Zum anderen zeigt die gemeinsame Betrachtung der Netto-Währungsreserven und der sonstigen Faktoren, die liquiditätsneutrale Bewertungseffekte eliminiert, über die drei Perioden per saldo eine Liquiditätsbereitstellung von 41,5 Mrd €. Ursächlich hierfür waren vor allem Emergency-Liquidity-Assistance-Maßnahmen in einzelnen Ländern sowie die Tatsache, dass einige nationale Zentralbanken des Eurosystems ihre nicht geldpolitischen Bestände an in Euro denominierten Wertpapieren erhöhten. Im Gegensatz zu diesen liquiditätszuführenden Veränderungen hatte der gestiegene Banknotenumlauf eine absorbierende Wirkung. Dieser erhöhte sich – vor allem bedingt durch den saisonüblichen Anstieg um die Weihnachtszeit – im Betrachtungszeitraum per saldo um 19,8 Mrd €. Am 24. Dezember 2010 hatte der Banknotenumlauf mit 842 Mrd € im Eurosystem einen neuen Höchststand erreicht. Das Mindestreservesoll sank über die drei Reserveperioden um insgesamt 1,3 Mrd € und verstärkte damit den Effekt des gesunkenen Liquiditätsbedarfs aus autonomen Faktoren.

Auch dieser Betrachtungszeitraum war geprägt von der großzügigen Liquiditätsversorgung, durch die das Liquiditätsmanagement des Eurosystems die Nachfrage der Kreditinstitute nach Zentralbankliquidität – über den rechnerischen Bedarf hinaus – bediente und die Funktionsfähigkeit des Geldmarkts unterstützte. So wurden die liquiditätszuführenden Offenmarktgeschäfte weiterhin als Mengentender mit vollständiger Zuteilung der eingereichten Gebote durchgeführt, sodass die Liquiditätsbereitstellung nach Maßgabe der Kreditinstitute erfolgte (vgl. Tabelle auf S. 27). In seiner Sitzung am 2. Dezember 2010 beschloss der EZB-Rat, die Vollzuteilungspolitik sowohl in den Haupt- als auch den Langfristtendern mindestens bis zum Ende der Reserveperiode März/April 2011 fortzuführen. Die Dreimonatstender werden dabei weiterhin zu dem Festzinssatz zugeteilt, der sich aus dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz der Haupttender berechnet, die während der Laufzeit des entsprechenden Geschäfts durchgeführt werden.

Unterstützt durch die Fälligkeit des letzten ausstehenden Sechsmonatstenders Mitte November 2010 und des dritten

12-Monatstenders Ende Dezember 2010 vollzog sich während der drei Reserveperioden eine weitere Verschiebung von der längerfristigen hin zu einer kürzerfristigen Zentralbankrefinanzierung. So stieg im Betrachtungszeitraum im Vergleich der Periodendurchschnitte das Volumen der Haupttender per saldo um rund 33 Mrd € an, während gleichzeitig das entsprechende Volumen der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte um 76 Mrd € abnahm. Auch die nach Auslaufen des ersten Jahrestenders Anfang Juli 2010 eingesetzte Belegung des Interbankenmarkts fand im Betrachtungszeitraum ihre Fortsetzung, indem die verzeichneten Geldmarktsätze und auch -zinssätze teilweise deutlich über den Durchschnitten des ersten Halbjahres lagen.

Außerdem setzte das Eurosystem seine Ankäufe im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte, das im Mai 2010 gestartet worden war, fort und erhöhte seinen Bestand über die drei betrachteten Reserveperioden um rund 13 Mrd € auf 76,5 Mrd €. Durch die wöchentlich parallel dazu durchgeführten absorbierenden Feinsteuerungsoperationen konnte die aus den Ankäufen resultierende Liquiditätszufuhr jedoch fast ausnahmslos absorbiert werden. Lediglich in der letzten Absorption im Dezember kam es, bedingt durch Sondereffekte zum Jahresende, zu einer kleineren Unterbietung des angestrebten Absorptionsbetrages. Unabhängig von diesen wöchentlichen Schnelltendern führte das Eurosystem im Betrachtungszeitraum auch weiterhin am jeweils letzten Tag einer Reserveperiode eine absorbierende Feinsteuerungsoperation durch, um die überschüssige Zentralbankliquidität abzuschöpfen.

Die Reserveperiode Oktober/November 2010 war gegenüber der Vorperiode durch reduzierte Zentralbankliquidität gekennzeichnet, nachdem Ende September der zweite 12-Monatstender ausgelaufen war und die Kreditinstitute den fälligen Betrag über andere Tender nur teilweise verlängert hatten. Der damit verbundene Rückgang der Überschussliquidität, das heißt der über dem rechnerischen Liquiditätsbedarf vorhandenen Zentralbankliquidität, führte zu einer spürbar niedrigeren durchschnittlichen Inanspruchnahme der Einlagefazilität in Höhe von 42 Mrd € (Vorperiode: 69 Mrd €). Gleichzeitig erhöhte sich EONIA im Periodendurchschnitt deutlich auf 0,71% (nach 0,48% in der Vorperiode), während die zugrunde liegenden Umsätze mit 46,2 Mrd € nahezu unverändert blieben.

Zu Beginn der Reserveperiode November/Dezember 2010 bot das Eurosystem eine zusätzliche sechstägige liquiditätszuführende Feinsteuerungsoperation an, um die Lücke zwi-

schen dem letzten auslaufenden Sechsmonatstender (fällig 36 Mrd €) und dem nächsten Haupttender zu schließen. Da jedoch im Rahmen dieses Sechstagetenders nur knapp 13 Mrd € nachgefragt wurden, reduzierte sich das ausstehende Tendervolumen auf 514 Mrd € und stieg bis zum Ende der Periode nur noch leicht auf bis zu 525 Mrd € an. Dennoch gaben die EONIA-Fixierungen im Laufe der Periode sukzessive nach und lagen mit durchschnittlich 0,58 % spürbar unter dem Wert der Vorperiode. Auch reduzierten sich die zugrunde liegenden unbesicherten Umsätze auf durchschnittlich 41,1 Mrd €. Im Gegensatz dazu stiegen die Umsätze von besichertem Tagesgeld auf der Handelsplattform GC Pooling der Eurex Repo auf 12,4 Mrd € im Periodendurchschnitt an, nachdem sie sich bereits in der Vorperiode auf durchschnittliche 9,7 Mrd € erhöht hatten (Vorvorperiode: 8,0 Mrd €). Die Einlagefazilität wurde im Periodendurchschnitt mit 45 Mrd € genutzt, während die Spitzenrefinanzierungsfazilität mit einer durchschnittlichen Nutzung von 1,9 Mrd € in dieser Periode spürbar stärker in Anspruch genommen wurde als in den beiden anderen Reserveperioden des Betrachtungszeitraums (dort nur 0,8 Mrd € bzw. 0,5 Mrd €).

Die insgesamt sechs Wochen dauernde Reserveperiode Dezember 2010/Januar 2011 beinhaltete das Auslaufen des letzten 12-Monatstenders, wodurch insgesamt 97 Mrd € kurz vor Weihnachten fällig wurden. Um diesen Liquiditätsabfluss abzufedern und möglichen Verspannungen rund um die Weihnachtsfeiertage und das Jahresende vorzubeugen, bot das Eurosystem neben dem regulären Dreimonatstender auch einen zuführenden 13-Tage-Überbrückungstender an. Dieser valutierter am Fälligkeitstag des 12-Monatstenders und deckte zusätzlich den Jahresultimo ab. Von den am 23. Dezember insgesamt fälligen 201 Mrd € wurden schließlich durch den Überbrückungstender (21 Mrd €) und den Dreimonatstender (149 Mrd €) rund 170 Mrd € verlängert. Zudem erhöhten die Kreditinstitute im letzten Haupttender des Jahres ihre Liquiditätsnachfrage nochmals spürbar um gut 34 Mrd €, wodurch der Jahreswechsel aus Sicht der Liquiditätssteuerung spannungsfrei verlief. Durch die etwas höhere Liquiditätsausstattung nahm in dieser Reserveperiode auch die Nutzung der Einlagefazilität auf durchschnittlich 66 Mrd € zu. EONIA, der zu Periodenbeginn noch bei 0,72 % gelegen hatte, sank danach kontinuierlich auf bis zu 0,36 %. Neben den komfortablen Liquiditätsverhältnissen hatten auch die hohen Zentralbankguthaben in den ersten Tagen der Reserveperiode, die ein frühzeitiges Erfüllen der Reserveverpflichtungen erlaubten (sog. Frontloading), zu den fallenden Tagesgeldsätzen geführt. Lediglich am Jahresultimo und am Reserve-

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

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2010		2011
	13. Okt. bis 9. Nov.	10. Nov. bis 7. Dez.	8. Dez. bis 18. Jan.
<b>I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren</b>			
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	+ 0,6	- 2,4	- 18,0
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 4,3	- 2,3	+ 13,1
3. Netto-Währungsreserven <sup>2)</sup>	- 20,0	- 0,2	+ 16,4
4. Sonstige Faktoren <sup>2)</sup>	+ 32,2	+ 7,1	+ 6,0
<b>Insgesamt</b>	<b>+ 17,1</b>	<b>+ 2,2</b>	<b>+ 17,5</b>
<b>II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems</b>			
<b>1. Offenmarktgeschäfte</b>			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 18,5	- 3,5	+ 17,5
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 52,6	- 3,7	- 19,7
c) Sonstige Geschäfte	- 7,8	+ 3,9	+ 7,8
<b>2. Ständige Fazilitäten</b>			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,1	+ 1,1	- 1,4
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 26,9	- 2,8	- 21,8
<b>Insgesamt</b>	<b>- 14,9</b>	<b>- 5,0</b>	<b>- 17,6</b>
<b>III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)</b>	<b>+ 2,1</b>	<b>- 2,7</b>	<b>- 0,1</b>
<b>IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)</b>	<b>- 2,1</b>	<b>+ 2,2</b>	<b>+ 1,2</b>

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

ultimo wurde EONIA – saisonüblich – mit 0,82 % beziehungsweise 0,81 % deutlich höher festgestellt. Gleichzeitig zeigten sich im Periodendurchschnitt sowohl die unbesicherten EONIA-Umsätze mit 40,4 Mrd € als auch die besicherten Tagesgeldumsätze auf GC Pooling mit 12,4 Mrd € fast unverändert zur Vorperiode.

In der anschließenden Reserveperiode Januar/Februar 2011 stieg EONIA deutlich an und wurde mehrmals aufgrund einer spürbar gesunkenen Überschussliquidität über dem Hauptrefinanzierungssatz von 1,00 % festgestellt.

sich jedoch merklich volatil als ihre unbesicherten Pendanten. Aktuell wird Zentralbankliquidität mit dreimonatiger Laufzeit am besicherten Geldmarkt zu knapp 0,8 % und damit knapp 30 Basispunkte teurer als am Ende des dritten Quartals gehandelt. Auch die als Risikoprämie zu interpretierende Renditedifferenz zwischen dem unbesicherten und dem besicherten Geldmarktzins (Depo-Repo-Spread) war im vierten Quartal starken Schwankungen unterworfen. Für die dreimonatige Laufzeit sank dieser Zinsabstand unter dem Eindruck eines nach der Fälligkeit des zweiten 12-Monatstenders merklich gestiegenen besicherten Zinses auf rund 23 Basispunkte und erreichte damit sein niedrigstes Niveau seit Beginn der Finanzmarkturbulzen im August 2007. Anschließend verdoppelte sich die Risikoprämie bis zum Jahreswechsel wieder auf knapp 46 Basispunkte, engte sich bis Mitte Februar jedoch erneut auf rund 30 Basispunkte ein.

### **Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet**

*Gedämpfte  
monetäre  
Entwicklung  
im vierten  
Quartal 2010*

Die monetäre Expansion im Euro-Raum hat sich im letzten Vierteljahr 2010 merklich abgeschwächt, nachdem sie in den beiden vorangegangenen Quartalen eine spürbare Beschleunigung erfahren hatte. Saisonbereinigt und auf das Jahr gerechnet betrug die Dreimonatsrate des breiten Geldmengenaggregats M3 im Schlussquartal 2010 knapp 1 % und lag damit um fast drei Prozentpunkte unter dem entsprechenden Wert für die Monate Juli bis September. Die Jahreswachstumsrate von M3 nahm im gleichen Zeitraum

von 1,1 % auf 1,7 % zu, was jedoch auch auf einen Basiseffekt zurückzuführen war.

Unter den Geldmengenkomponenten wurden im Berichtszeitraum die täglich fälligen Einlagen nochmals weniger stark als in den Vorquartalen aufgestockt. Da gleichzeitig die Bargeldbestände von Oktober bis Dezember sogar geringfügig abgebaut wurden, fiel die saisonbereinigte und auf das Jahr gerechnete Dreimonatsrate des eng gefassten Geldmengenaggregats M1 in diesem Zeitraum mit 1 ½ % auf den niedrigsten Wert seit Mitte 2008.

Ferner wurde die monetäre Dynamik im Berichtsquartal auch durch die Entwicklung der übrigen kurzfristigen Einlagen abgeschwächt, deren Bestände gegenüber dem Vorquartal leicht zurückgingen. Ihre saisonbereinigte und auf das Jahr gerechnete Dreimonatsrate betrug –1 ½ % und lag damit spürbar unter dem Wert des Vorquartals. Ein Bestimmungsfaktor dieser Entwicklung könnte die Tatsache sein, dass im vierten Quartal die Zinsen am langen Ende der Zinsstrukturkurve stärker anstiegen als am kurzen Ende. Der zunehmende Zinsnachteil kurzfristiger Einlagen könnte die Anleger zu Umschichtungen in längerfristige Anlageformen veranlasst haben.

Gestärkt wurde das M3-Wachstum im Berichtszeitraum durch die positive Entwicklung der marktfähigen Finanzinstrumente, für die ein starker Zuwachs bei den Repogeschäften ursächlich war. Zwar wurden diese Geschäfte wie üblich hauptsächlich von den sonstigen Finanzintermediären getätigt, daneben fragten aber auch nichtfinanzielle Unternehmen erstmals seit Mitte 2009 wieder erkennbar

*Nachfrage nach  
hochliquiden  
M3-Komponenten  
weiter rückläufig*

*Per saldo  
Rückgang  
der übrigen  
kurzfristigen  
Einlagen*

*Marktfähige  
Instrumente  
mit Zufluss*

diese Anlageform nach. Diese Dynamik kompensierte deutlich den fortgesetzten Abbau von Geldmarktfondszertifikaten und kurzfristigen Bankschuldverschreibungen, zumal sich dieser im Vergleich zur ersten Jahreshälfte 2010 insgesamt verlangsamt hatte.

*Ausweitung  
des Kredit-  
geschäfts mit  
heimischen  
Nichtbanken ...*

Unter den Gegenposten zu M3 war im Schlussquartal 2010 erneut die Kreditvergabe der im Euro-Raum ansässigen Banken an heimische Nichtbanken für die monetäre Expansion von besonderer Bedeutung. Dabei fällt im Berichtszeitraum insbesondere der außerordentlich starke Anstieg der MFI-Kredite an die öffentlichen Haushalte auf. Er war allerdings maßgeblich auf Transaktionen zwischen der Hypo-Real-Estate(HRE)-Gruppe und der FMS Wertmanagement zurückzuführen. Die FMS Wertmanagement agiert als Abwicklungsanstalt des öffentlichen Rechts für die HRE-Gruppe und zählt statistisch zum Staatssektor.

*... bei diver-  
gierender  
sektoraler  
Entwicklung*

Deutlich abgeschwächt hat sich dagegen im Berichtsquartal die Kreditgewährung der Banken an den inländischen privaten Sektor, was per saldo jedoch allein auf den Abbau von Wertpapierkrediten zurückzuführen war. Im Gegensatz dazu stiegen die unverbrieften Ausleihungen mit einer saisonbereinigten und annualisierten Dreimonatsrate von knapp 2 ½ % fast ebenso deutlich wie im dritten Vierteljahr. Sektoral betrachtet wurden vor allem Buchkredite an private Haushalte vergeben, deren starkes Wachstum erneut von den quantitativ bedeutsamen Wohnungsbaukrediten – bedingt durch die historisch günstigen Finanzierungskonditionen – getrieben war. Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen

## Monetäre Entwicklung in der EWU

Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

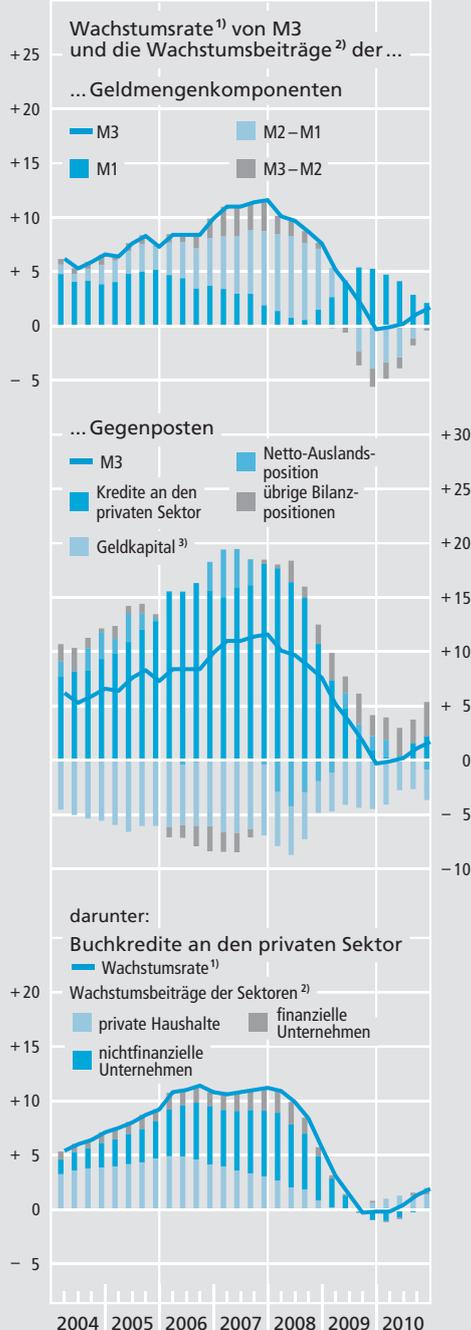
Geldmenge im Bilanzzusammenhang	2010	
	3. Vj.	4. Vj.
Geldmenge M3 (=1+2-3-4-5)	86 767	19 235
davon Komponenten:		
Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	35 286	16 622
Übrige kurzfristige Bank- einlagen (M2-M1)	66 712	- 14 148
Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	- 15 231	16 761
Bilanzgegenposten		
1. Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	178 106	190 696
davon:		
Kredite an öffentliche Haushalte	31 779	151 567
Kredite an private Nicht- MFIs im Euro-Währungs- gebiet	146 327	39 129
2. Nettoforderungen gegen- über Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	- 21 776	- 49 604
3. Einlagen von Zentralstaaten	- 9 947	54 304
4. Längerfristige finanzielle Ver- bindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euro- Währungsgebiet	110 256	67 105
5. Andere Gegenposten von M3 (als Restgröße gerechnet)	30 746	- 448

Deutsche Bundesbank

nahmen dagegen im aktuellen Zeitraum mit einer saisonbereinigten und annualisierten Dreimonatsrate von gut - 2 % erkennbar ab, nachdem sie im Vorquartal erstmals seit sechs Quartalen spürbare Zuwächse verzeichnet hatten. Nach den Ergebnissen der vierteljährlichen Bankenumfrage zur Kreditentwicklung im Euro-Währungsgebiet zu urteilen, war die dahinter stehende verhaltene Kreditnachfrage vor allem auf gute Innenfinanzierungsmöglichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen zurückzuführen. Ferner war das Buchkreditgeschäft der Banken im Euro-Raum an den inländischen privaten Sektor in den Monaten Oktober bis Dezember von einem starken Anstieg der Ausleihungen an sonstige Finanzintermediäre geprägt. Da es sich bei diesen Krediten jedoch überwiegend um indirekte Interbankengeschäfte handelt, geht mit ihnen für

## Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euro-Raum

saisonbereinigt, vierteljährlich



1 In %, berechnet aus den über 12 Monate kumulierten Veränderungen. — 2 In %-Punkten. — 3 Eine Zunahme dämpft, für sich betrachtet, das M3-Wachstum.

Deutsche Bundesbank

sich genommen keine Mittelbereitstellung an den privaten Nichtbankensektor einher.

Schließlich wurde die M3-Entwicklung im letzten Quartal 2010 erneut durch einen deutlichen Anstieg des Geldkapitals gedämpft. So nahmen die nicht zur Geldmenge zählenden längerfristigen Einlagen und ausgegebenen Bankschuldverschreibungen gemeinsam mit dem Eigenkapital der Banken zuletzt mit einer saisonbereinigten und auf das Jahr gerechneten Dreimonatsrate von knapp 4 % zu. Spürbare Mittelabflüsse bei den Nettoforderungen der Banken (MFIs) gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Raums kamen hinzu. Dieser – die M3-Entwicklung ebenfalls dämpfende – Faktor ist allerdings auch im Zusammenhang mit der Übertragung von Aktiva der HRE-Gruppe auf ihre Abwicklungsanstalt zu sehen.

*Deutliche Geldkapitalbildung bei spürbarem Rückgang der Netto-Auslandsposition*

Insgesamt gesehen blieb die monetäre Grunddynamik – jenes Geldmengenwachstum, das letztlich inflationsrelevant ist – im vierten Quartal 2010 gedämpft. In Übereinstimmung damit deuten die aus monetären Daten abgeleiteten Inflationsrisikoindikatoren weiter darauf hin, dass über den geldpolitisch relevanten Zeithorizont keine ausgeprägte Gefahr für die Preisstabilität im Euro-Raum besteht. Hierbei ist allerdings auch der hohe Grad an Unsicherheit zu bedenken, der zurzeit mit diesen Indikatoren verbunden ist.

*Keine ausgeprägten Risiken für die Preisstabilität aus monetärer Sicht*

## Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Der seit Anfang 2010 zu beobachtende Aufwärtstrend im Wachstum der Einlagen bei

*Kurzfristige  
Bankeinlagen  
zuletzt weniger  
stark nach-  
gefragt*

deutschen Banken setzte sich im Schlussquartal nicht weiter fort. Vielmehr reduzierte sich die saisonbereinigte und annualisierte Dreimonatsrate der Bankeinlagen auf 1%, verglichen mit 3 ½ % im vorangegangenen Quartal. Getrieben wurde diese Entwicklung von einer nachlassenden Dynamik im Bereich der kurzfristigen Bankeinlagen, deren Hauptursache in der zuletzt wieder gestiegenen Verzinsung längerfristiger Anlageformen liegen dürfte. Wie auch im gesamten Euro-Raum wurden dabei die hoch liquiden täglich fälligen Einlagen per saldo nochmals schwächer dotiert als im Vorquartal, was im Zusammenhang mit ihrer vergleichsweise geringen Verzinsung stehen dürfte. Dagegen dotierten vor allem private Haushalte die kurzfristigen Spareinlagen (mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) ähnlich stark wie in den Vorquartalen. Kurzfristige Termineinlagen (mit einer vereinbarten Laufzeit von bis zu zwei Jahren) erfuhren im Schlussquartal 2010 nach einer leichten Aufstockung im Vorquartal wieder einen Rückgang, im Vergleich zu den zurückliegenden Quartalen allerdings mit deutlich verringertem Tempo.

*Abbau der  
längerfristigen  
Einlageformen  
verlangsamt*

Längerfristige Bankeinlagen wurden in Deutschland im Schlussquartal 2010 per saldo weiter abgebaut, allerdings verlangsamte sich die Entwicklung gegenüber dem vorherigen Vierteljahr nochmals. Die in Deutschland zu beobachtende allgemeine Aufwärtsbewegung der Renditen wurde von den Zinsen im längerfristigen Einlagebereich nicht gleichermaßen nachvollzogen. Längerfristige Termineinlagen (mit einer vereinbarten Laufzeit von über zwei Jahren) wurden

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

Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

Position	2010	
	3. Vj.	4. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1)		
täglich fällig	15,3	13,5
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	1,1	- 11,9
über 2 Jahre	1,1	0,0
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	11,8	8,7
über 3 Monate	- 5,9	- 3,7
Kredite		
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite	- 16,8	21,9
darunter: an private Haushalte 2)	2,5	5,1
an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften 3)	- 3,4	- 1,6
Wertpapierkredite	- 9,4	3,3
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 3,2	69,9
Wertpapierkredite	6,9	3,9

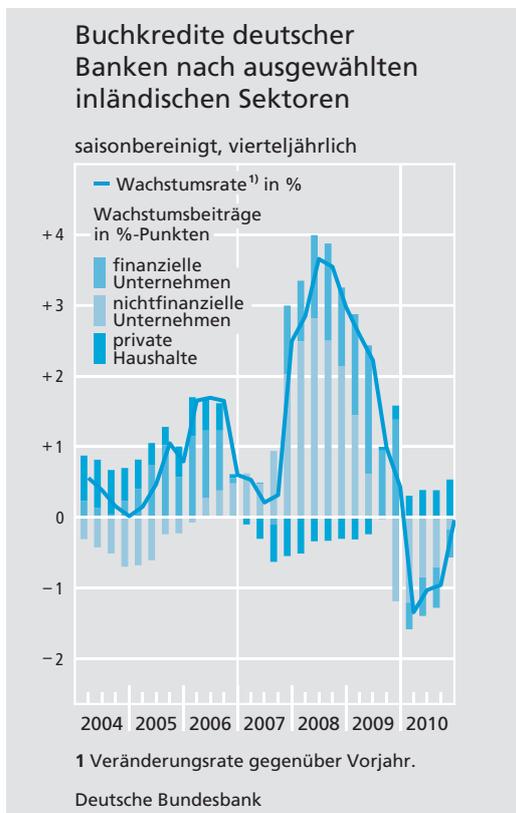
\* Zu den Monetären Finanzinstituten (MFIs) zählen hier neben den Banken (einschl. Bausparkassen, ohne Bundesbank) auch die Geldmarktfonds. Quartalsendstände, statistisch bedingte Veränderungen ausgeschaltet. — 1 Unternehmen, Privatpersonen und öffentliche Haushalte ohne den Bund. — 2 Einschl. Organisationen ohne Erwerbszweck. — 3 Einschl. nichtfinanzieller Quasi-Kapitalgesellschaften.

Deutsche Bundesbank

daher von Versicherungsunternehmen und Pensionseinrichtungen, die hier traditionell die bedeutendste Anlegergruppe stellen, ein weiteres Mal reduziert. Über alle Sektoren gesehen stagnierten diese Einlagen im Schlussquartal. Darüber hinaus verringerten die privaten Haushalte ihren Bestand an langfristigen Spareinlagen (mit einer vereinbarten Kündigungsfrist von über drei Monaten) ähnlich stark wie in den beiden Vorquartalen.

Das Kreditgeschäft heimischer Banken mit inländischer Kundschaft erfuhr im Schlussquartal 2010 eine außerordentlich kräftige Belebung, die noch stärker als im gesamten Euro-Raum war. Dies schlug sich in einem Anstieg der saisonbereinigten und annualisierten Dreimonatsrate von gut - 2 ½ % im dritten Vierteljahr auf 13 % im Berichtszeitraum nie-

*Kreditgeschäft  
der Banken  
stark durch  
Sonderfaktoren  
getrieben*



der. Allerdings war diese Belebung maßgeblich auf Umbuchungen zwischen dem Banken- und dem Staatssektor zurückzuführen, die im Zusammenhang mit der Errichtung der FMS Wertmanagement durch die HRE-Gruppe standen. Aber auch die Kredite an den inländischen privaten Sektor nahmen im Berichtszeitraum kräftig zu. Zum einen erwarben deutsche Banken Wertpapiere privater Emittenten. Zum anderen – und betragsmäßig bedeutsamer – erhöhten sie im vierten Quartal ihre Bestände an Buchkrediten des privaten Sektors mit einer saisonbereinigten und annualisierten Dreimonatsrate von knapp 4 %, nach knapp – 3 % im Vorquartal. Allerdings standen dahinter zum überwiegenden Teil unverbriefte Ausleihungen an finanzielle Unternehmen, die im Vorquartal noch kräftig gesunken waren und sich generell seit der

Verschärfung der Finanzkrise im Herbst 2008 ausgesprochen volatil verhalten.

Darüber hinaus bauten auch die inländischen privaten Haushalte ihre Verschuldung weiter aus. Mit einer saisonbereinigten und annualisierten Dreimonatsrate von 1½ %, nach gut ½ % im Vorquartal, blieb das Wachstum der Buchkredite an private Haushalte jedoch hinter der Dynamik im gesamten Euro-Raum zurück. Der Zuwachs in Deutschland resultierte sowohl aus Wohnungsbau- als auch aus Konsumentenkrediten, wobei Erstere von den günstigen Hypothekenzinsen und Letztere von den optimistischen Konjunkturerwartungen der privaten Haushalte profitiert haben dürften. Die inländischen nichtfinanziellen Unternehmen bauten im Schlussquartal 2010 ihre Buchkredite bei heimischen Banken per saldo nochmals leicht ab, vor allem im kurzfristigen Bereich. Die auf das Jahr hochgerechnete saisonbereinigte Dreimonatsrate stieg zwar von gut –1½ % auf knapp –1%, konnte damit jedoch nicht an das positive Wachstum im zweiten Quartal 2010 anknüpfen. Über das Gesamtjahr 2010 hinweg betrachtet stagnierte somit der Bestand an Unternehmenskrediten bei wechselnden monatlichen Veränderungen. Insofern hat die kräftig angesprungene Aufwärtsbewegung der deutschen Wirtschaft im Jahr 2010 noch nicht zu einer Beschleunigung der Buchkreditvergabe an den Unternehmenssektor geführt. Von Bedeutung dürfte dabei gewesen sein, dass die nichtfinanziellen Unternehmen im Zuge des wirtschaftlichen Aufschwungs verstärkt auf alternative Finanzierungsquellen, insbesondere auch auf eigene Mittel, zurückgreifen konnten.

*Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen mit Abfluss*

## Vierte Sonderumfrage zum Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Unternehmen

Im Januar 2011 führte die Bundesbank ihre Sonderumfrage unter ausgewählten deutschen Banken zum vierten Mal durch.<sup>1)</sup> Diese Umfrage dient insbesondere dazu, die Einschätzungen der Banken im Hinblick auf ihr erwartetes Kreditgeschäft mit inländischen nichtfinanziellen Unternehmen über die kommenden 12 Monate zu ermitteln. Diesmal wurden die Banken zudem darüber befragt, welche Maßnahmen sie aufgrund der unter dem Stichwort „Basel III“ zusammengefassten, schärferen Regulierungsvorschriften voraussichtlich ergreifen werden.<sup>2)</sup>

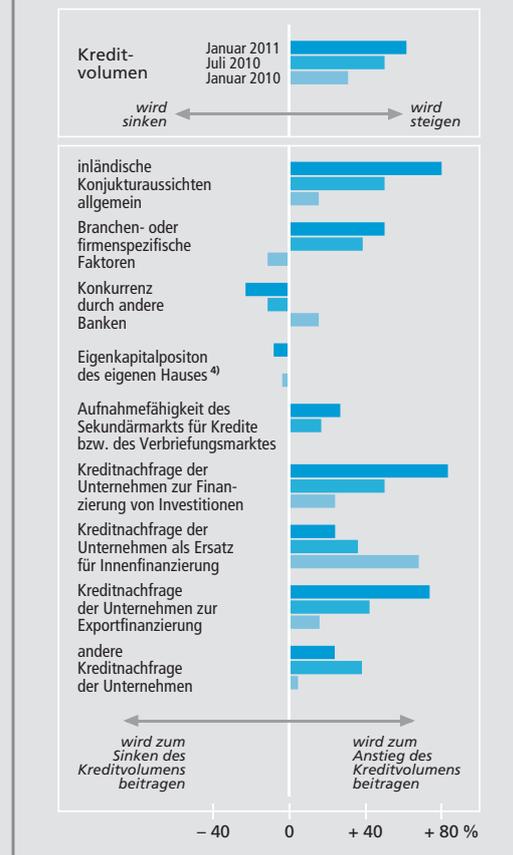
Wie schon die vorhergehenden Umfragen weist auch die aktuelle Runde nicht auf Engpässe in der Bankkreditfinanzierung der Unternehmen hin. Die Umfrageteilnehmer erwarten für das Jahr 2011 ein deutlich steigendes Kreditvolumen, das überwiegend durch Kredite an kleine und mittlere Unternehmen getragen wird. Dabei wird ein Teil der kräftigen Neugeschäftszuwächse auf die verstärkte Ausnutzung bereits bestehender Kreditlinien zurückgeführt. Dämpfende Effekte auf das Kreditaggregat gehen nach wie vor von Tilgungen vor allem großer Unternehmen aus. Wertberichtigungen spielen nahezu keine Rolle mehr.

Der erwartete Anstieg im Kreditvolumen wird den Interviewpartnern zufolge unverändert insbesondere auf den konjunkturellen Aufschwung sowie die gestiegene Kreditnachfrage der Unternehmen zur Investitions- und Exportfinanzierung zurückzuführen sein (siehe nebenstehendes Schaubild). Weitere stützende Effekte werden von einer zunehmenden Bereitschaft der Banken ausgehen, Konsortialkredite zu vergeben, von ihrer guten Liquiditätsausstattung, von einer steigenden Aufnahmefähigkeit des Sekundärmarkts für Kredite beziehungsweise des Verbriefungsmarktes sowie von einer höheren Kreditnachfrage als Ersatz für Innenfinanzierung. Damit steht das erwartete Kreditwachstum auf einer deutlich breiteren Basis als noch vor einem Jahr. Dämpfend wirken nach Angabe der Interviewpartner in 2011 eine größere Konkurrenz durch andere Banken, eine gestiegene Bedeutung des Kapitalmarkts als alternative Finanzierungsquelle und – bezogen auf Ausleihungen an große Unternehmen – höhere Eigenkapitalkosten der befragten Institute.

1 Vgl. den ausführlichen Ergebnisbericht: Deutsche Bundesbank, 4. Sonderumfrage zum Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Unternehmen, [http://www.bundesbank.de/volkswirtschaft/vo\\_veroeffentlichungen.php](http://www.bundesbank.de/volkswirtschaft/vo_veroeffentlichungen.php). — 2 Vgl. Basler Ausschuss für Bankenaufsicht, Bank für Internationalen Zahlungsausgleich, Basel Committee on Banking Supervision, Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems, <http://www.bis.org/publ/bcbs189.pdf>. — 3 Differenz zwischen der Summe

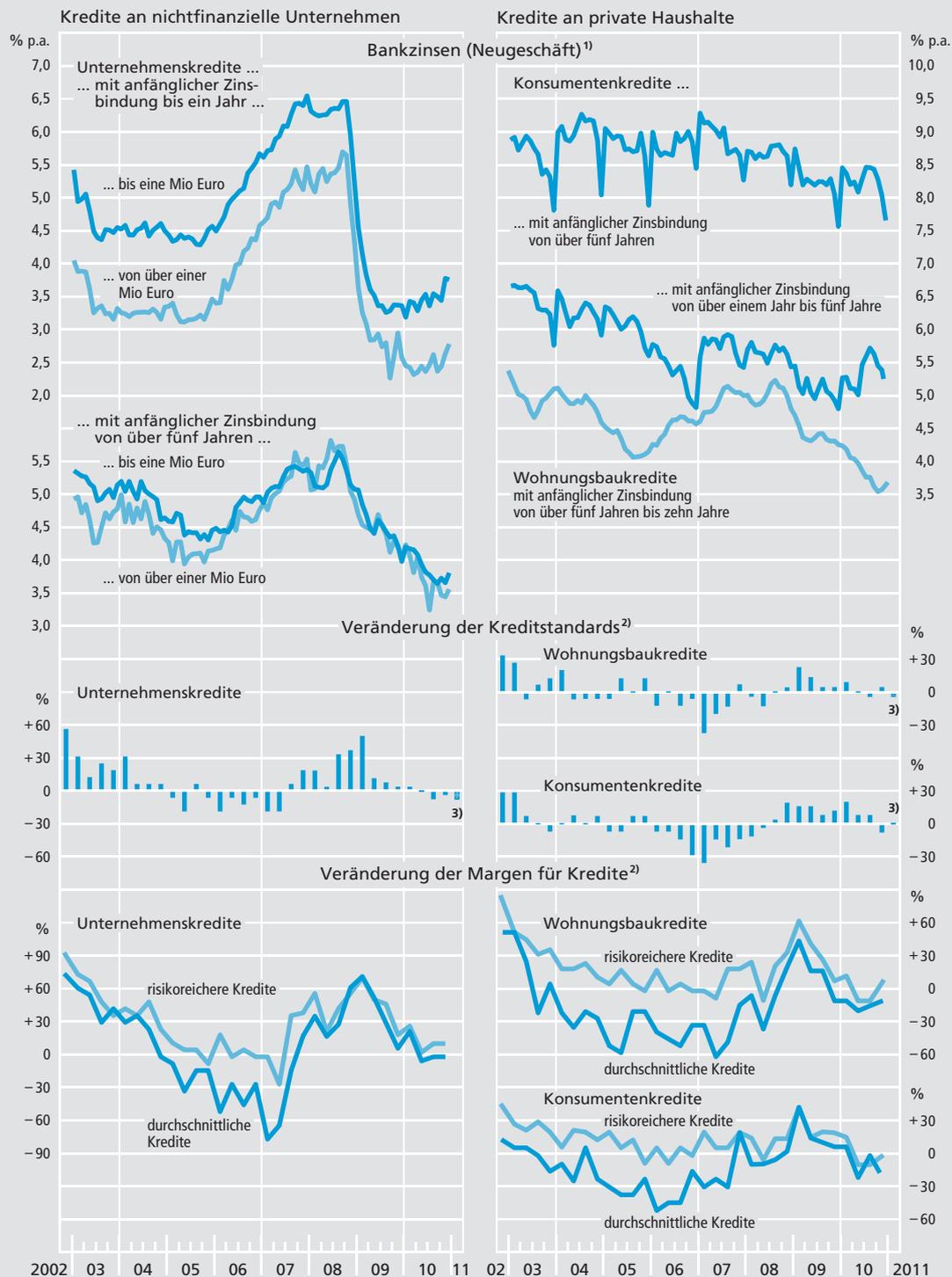
Trotz der Kreditzuwächse und der Belastungen aus der EWU-Staatsschuldenkrise prognostizieren die Interviewpartner steigende Kapitalquoten für 2011. Diese wollen sie vor allem durch Gewinnthesaurierung, die Aufnahme neuen Eigenkapitals und den Abbau anderer risikogewichteter Aktiva erreichen. Bezogen auf „Basel III“ planen die Institute derzeit vor allem, ihre regulatorischen Eigenmittel aufzustocken.

### Kreditvolumen und ausgewählte Erklärungsfaktoren, Nettosalden<sup>3)</sup>



der Angaben unter „wird deutlich steigen/wird deutlich zum Anstieg der Kernkapitalquote beitragen“ und „wird leicht steigen/wird leicht zum Anstieg der Kernkapitalquote beitragen“ und der Summe der Angaben unter „wird leicht sinken/wird leicht zum Sinken der Kernkapitalquote beitragen“ und „wird deutlich sinken/wird deutlich zum Sinken der Kernkapitalquote beitragen“ (in % der gegebenen Antworten). — 4 Umfasst das gesamte regulatorische Eigenkapital.

## 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 1. Vj. 2011.

Deutsche Bundesbank

*Kreditangebots-  
bedingungen  
in Deutschland  
leicht ent-  
spannt*

Die Ergebnisse der aktuellsten Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey) zeigen für das Schlussquartal 2010 leicht entspannte Kreditangebotsbedingungen in Deutschland. Die positive Risikoeinschätzung der teilnehmenden Banken, insbesondere die guten allgemeinen Konjunkturaussichten, war ursächlich für die etwas gelockerten Kreditstandards im Geschäft mit kleinen und mittleren Unternehmen und im Konsumentenkreditgeschäft. Bei Ausleihungen durchschnittlicher Bonität wurden die Margen in fast allen Geschäftsbereichen verengt, für risikoreichere Kreditgeschäfte hingegen wurden sie, abgesehen von den Ausleihungen für Konsumzwecke, ausgeweitet. Bei Letzteren stagnierte auch die Nachfrage, während Wohnungsbaukredite seitens der privaten Haushalte und Mittel für Anlageinvestitionen sowie Lagerhaltung und Betriebsmittel von Unternehmensseite ein spürbar gestiegenes Interesse erfuhren. Für das erste Quartal 2011 gehen die Banken weiter von gelockerten Kreditstandards aus und zeigen sich gewohnt optimistisch bei den Nachfrageerwartungen.

*Uneinheitliche  
Entwicklung  
im Euro-Raum*

Im gesamten Währungsraum kam es erstmals seit Ausbruch der Finanzkrise per saldo zu keinen weiteren Anpassungen der Standards im Firmenkundengeschäft, während sich die Privatkunden wieder verschärften Richtlinien gegenüber sahen. Die Margenpolitik ähnelte sich in beiden Berichtskreisen: Wie in Deutschland wurden die Margen für risikoreichere Kredite teilweise spürbar ausgeweitet, während sie für durchschnittliche Kreditnehmer nahezu unverändert blieben. Die Nachfrage stieg im gesamten Währungsraum per saldo

spürbar, aber immer noch schwächer als in Deutschland.

Die Umfragerunde zum vierten Quartal 2010 enthielt abermals Zusatzfragen zum Einfluss der Finanzkrise auf die Refinanzierungssituation, die Eigenkapitalkosten und die Kreditvergabe der teilnehmenden Banken. Beim Zugang zu großvolumiger Finanzierung verzeichneten sie unveränderte, lediglich in Bezug auf den Geldmarktzugang verbesserte Bedingungen gegenüber dem Vorquartal. Gleichzeitig konstatierte über ein Drittel der befragten deutschen Bankmanager gestiegene Eigenkapitalkosten im Zuge der Finanzkrise, ein Viertel davon wiederum sprach von einer gewissen Beeinträchtigung der Kreditvergabe. Die europäischen Umfrageteilnehmer gaben Schwierigkeiten bei der Rentenmarktfinanzierung an und wiesen nach wie vor größere Engpässe bei der Kreditvergabe aufgrund ihrer Eigenkapitalposition aus als die deutschen Institute.

Im Schlussquartal 2010 entwickelten sich die deutschen Bankkreditzinsen uneinheitlich, wenn auch insgesamt leicht ansteigend. So verteuerten sich die langfristigen Ausleihungen zu Wohnungsbauzwecken auf nunmehr 3,8 %. Ähnlich verhielt es sich mit den Zinsen für langfristige, kleinvolumige Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen, während großvolumige Kredite mit langer Zinsbindung auf 3,6 % etwas verbilligt worden waren. Die Konditionen für kurzfristige Unternehmenskredite waren ebenfalls leicht anziehend und lagen zuletzt je nach Kredithöhe bei 3,8 % beziehungsweise 2,8 %.

*Geldmarktzugang deutscher  
Banken etwas  
verbessert*

*Bankkredit-  
zinsen ziehen  
im Schluss-  
quartal leicht  
an*