

■ Geldpolitik und Bankgeschäft

■ Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

Hauptrefinanzierungssatz auf neuen historischen Tiefstand gesenkt

Während der EZB-Rat die Leitzinsen im dritten Quartal unverändert ließ, veranlassten der abnehmende Preisdruck und die gedämpften Inflationsaussichten ihn auf seiner Sitzung vom 7. November 2013, den Satz für die Hauptrefinanzierungsgeschäfte noch einmal um 25 Basispunkte auf nun 0,25% zu senken. Der Zinssatz für die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurde ebenfalls um 25 Basispunkte auf 0,75% gesenkt, während der Zinssatz für die Einlagefazilität unverändert bei 0,00% liegt. Der Korridor um den Hauptrefinanzierungssatz ist damit erstmals seit dem Frühjahr 1999 asymmetrisch.

Die jüngste Zinsentscheidung des EZB-Rats beruhte auf der Einschätzung, dass der überraschend starke Rückgang der auf den Harmonisierten Verbraucherpreisindex bezogenen Teuerungsrate auf 0,7% im Oktober einen auch auf mittlere Sicht abnehmenden Preisdruck im Euro-Währungsgebiet signalisiert. Darauf deuten auch das moderate Geldmengenwachstum und die nach wie vor schwache Kreditentwicklung hin. Gleichzeitig signalisieren die verfügbaren Indikatoren für die Inflationserwartungen des Privatsektors, dass die Wirtschaftsakteure auf mittlere bis lange Sicht von einer Rückkehr der Inflationsrate auf Werte nahe 2% ausgehen. Die akkommodierende Ausrichtung der Geldpolitik wird auch weiterhin die seit dem Frühjahr zu beobachtende graduelle Erholung der wirtschaftlichen Aktivität stützen.

EZB-Rat bestätigt Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik

Der EZB-Rat bestätigte zudem am 7. November – wie auch in den vorausgehenden geldpolitischen Sitzungen – die erstmals am 4. Juli kommunizierte Orientierung über die zukünftige Entwicklung der EZB-Leitzinsen. Demnach beabsichtigt er weiterhin, die Leitzinssätze für längere Zeit auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau zu belassen. Diese Aussage

basiert auf der Einschätzung, dass die Inflationsaussichten auch auf mittlere Sicht gedämpft sind, und steht daher in vollem Einklang mit der geldpolitischen Strategie des Eurosystems.

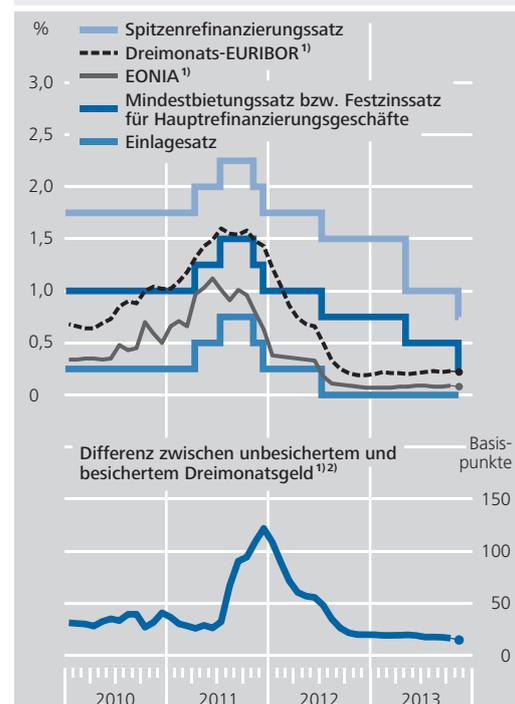
Gleichzeitig mit der Leitzinsänderung beschloss der EZB-Rat, die derzeit regelmäßig angebotenen Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems mindestens bis zum Ende des zweiten Quartals 2015 – und damit ein Jahr länger als bisher zugesichert – weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung abzuwickeln.

Abermalige Verlängerung der Vollzuteilung bei Refinanzierungsgeschäften

Am 17. Oktober 2013 veröffentlichte die EZB nach einer entsprechenden Entscheidung des EZB-Rats Details über das Verfahren zur Gewährung von Notfall-Liquiditätshilfen (Emergency Liquidity Assistance: ELA) mit dem Ziel, der Öffentlichkeit die Rolle des EZB-Rats bei der

EZB-Rat veröffentlicht ELA-Verfahrensregeln

Geldmarktzinsen im Euro-Raum



Quelle: EZB. 1 Monatsdurchschnitte. 2 Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EUREPO. • Durchschnitt 1. bis 13. November 2013.

Deutsche Bundesbank

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Die Liquiditätsversorgung der Kreditinstitute im Euro-Raum lag in den drei betrachteten Reserveperioden vom 10. Juli bis 8. Oktober 2013 weiterhin deutlich über ihrem rechnerischen Bedarf. Die Überschussliquidität (Einlagefazilität plus Zentralbankguthaben minus Mindestreservesoll) hatte allerdings spürbar von durchschnittlich 274 Mrd € in der Periode vor Beginn des Betrachtungszeitraums auf 224 Mrd € in der September/Oktober-Periode abgenommen, wobei auch die Bedeutung der Einlagefazilität für die Haltung der Überschussliquidität fortlaufend abnahm. So sank ihr Anteil von einem Drittel in der ersten Reserveperiode des Betrachtungszeitraums auf rund ein Viertel in der letzten. Gleichzeitig erhöhte sich somit der Anteil der auf den Zentralbankkonten gehaltenen Überschussreserven. Zum Rückgang der Überschussliquidität trugen hauptsächlich die vorzeitigen Rückzahlungen bei den Dreijahrestendern in Höhe von 35,7 Mrd € bei, aber auch eine verringerte Nachfrage in den Hauptrefinanzierungsgeschäften und Fälligkeiten bei den geldpolitisch begründeten Wertpapier-Ankaufprogrammen. Die durchschnittlichen autonomen Faktoren veränderten sich im entsprechenden Vergleich hingegen kaum, wobei es innerhalb der einzelnen Reserveperioden teils starke Schwankungen gab. Die liquiditätszuführenden Offenmarktgeschäfte wurden weiter als Mengentender mit vollständiger Zuteilung der eingereichten Gebote durchgeführt (vgl. Tabelle auf S. 28). Die besicherten Tagesgeldsätze (GC Pooling, ECB Basket) stiegen im Durchschnitt gegenüber den vorausgegangenen drei Mindestreserveperioden etwas an (von 0,054% auf 0,063%) und näherten sich dem stabileren EONIA (im Durchschnitt 0,085%). Dabei reagierte besichertes Tagesgeld mehr auf veränderte Liquiditätsverhältnisse als EONIA. Für beide galt, dass der Satz der Einlagefazilität von 0% weiterhin die Hauptorientierung unter den großzügigen Liquiditätsbedingungen bildete.

Insgesamt betrachtet blieb der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren in den drei

Reserveperioden fast unverändert; per saldo nahm er leicht um 1,1 Mrd € zu. Zwar sanken die Einlagen öffentlicher Haushalte in der Vergleichsrechnung um 12,4 Mrd € und verringerten somit den Bedarf an Zentralbankliquidität, dieser Effekt wurde von den übrigen autonomen Faktoren allerdings mehr als kompensiert. So erhöhte sich der Banknotenumlauf per saldo um 9,0 Mrd €, während er im vergleichbaren Zeitraum des Vorjahres nur marginal um 0,2 Mrd € angestiegen war. Eine liquiditätsabsorbierende Wirkung hatten auch die aggregierten Veränderungen der Netto-Währungsreserven und der sonstigen Faktoren, die gemeinsam betrachtet werden, um liquiditätsneutrale Bewertungseffekte zu eliminieren: Sie sanken im Betrachtungszeitraum per saldo um 4,5 Mrd €. Der Liquiditätsbedarf aus dem Mindestreservesoll sank über die drei Reserveperioden per saldo um 1,3 Mrd € und glich damit den höheren Bedarf aus den autonomen Faktoren mehr als aus.

Der bilanzielle Bestand des Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme: SMP) nahm im Betrachtungszeitraum aufgrund fälliger Wertpapiere – auch unter Berücksichtigung von Neubewertungen – um 7,3 Mrd € auf 188,2 Mrd € ab. Im Rahmen der üblichen wöchentlichen absorbierenden Feinsteuerungsoperationen konnte jeweils das Volumen des SMP-Bestandes abgeschöpft und damit der liquiditätszuführende Effekt des SMP sterilisiert werden. Der gewichtete Zuteilungssatz bei den SMP-Absorptionstendern stieg im Betrachtungszeitraum im Durchschnitt auf 0,10% (nach durchschnittlich 0,07% in den drei Reserveperioden davor). Im Januar 2013 hatte dieser Zuteilungssatz noch fast durchgängig bei 0,01% gelegen. Die bilanziellen Wertpapierbestände der Ankaufprogramme für gedeckte Schuldverschreibungen (CBPP1 und CBPP2) reduzierten sich im gleichen Zeitraum durch Fälligkeiten und Neubewertungen ebenfalls. Ihre Rückgänge fielen mit 2,0 Mrd € auf 42,8 Mrd € (CBPP1) beziehungsweise mit 0,4 Mrd € auf 15,5 Mrd € (CBPP2) allerdings deutlich geringer aus.

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2013		
	10. Juli bis 6. Aug.	7. Aug. bis 10. Sept.	11. Sept. bis 8. Okt.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren			
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 8,3	- 2,8	+ 2,1
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	- 4,6	+ 24,5	- 7,5
3. Netto-Währungsreserven ²⁾	- 83,6	- 0,5	+ 6,4
4. Sonstige Faktoren ²⁾	+ 86,9	- 6,5	- 7,2
Insgesamt	- 9,6	+ 14,7	- 6,2
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 4,3	- 7,0	- 1,3
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 9,4	- 6,3	- 17,7
c) Sonstige Geschäfte	- 1,9	- 0,1	- 1,0
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 1,1	+ 0,2	- 0,2
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	+ 9,5	+ 3,4	+ 20,3
Insgesamt	- 7,2	- 9,8	+ 0,1
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 16,9	+ 4,9	- 6,1
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	+ 0,6	- 0,5	+ 1,2

¹ Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14*/15* im Statistischen Teil dieses Berichts.

² Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

Deutsche Bundesbank

In der Reserveperiode Juli/August 2013 betrug das ausstehende Tendervolumen (ohne absorbierende Feinsteuerungsoperationen) durchschnittlich 803 Mrd € (Vorperiode: 817 Mrd €). Der Großteil dieses Gesamtvolumens entfiel mit 677 Mrd € (84%) weiterhin auf die beiden Dreijahrestender, während nur 13% (rd. 104 Mrd €) aus dem Haupttender stammten. Zwar gab es auch in dieser Reserveperiode weiterhin Rückzahlungen bei den Dreijahrestendern, sie fielen aber mit insgesamt 7,2 Mrd € nicht allzu hoch aus. Neben dem gesunkenen Tendervolumen führte auch ein Anstieg der autonomen Faktoren auf durchschnittlich 511 Mrd € (Vorperiode: 501 Mrd €) zu einem Rückgang der Überschussliquidität zur Vorperiode um rund 26 Mrd € auf 248 Mrd €. Zwar war auch in dieser Reserveperiode zunächst eine Art Frontloading, das heißt das Halten überdurchschnittlich hoher Zentralbankguthaben zu Periodenbeginn, zu beobachten, doch stiegen die Guthaben nach ihrem zwischenzeitlichen Rückgang zum Periodenende nochmals an. Tagesgeld orientierte sich weiterhin am Satz der Einlagefazilität, auch wenn die Sätze im Perio-

dendurchschnitt etwas höher ausfielen als in der Vorperiode. So lagen im Durchschnitt EONIA bei 0,095% (Vorperiode: 0,088%) und der besicherte Tagesgeldsatz bei GC Pooling der Eurex Repo (ECB Basket) bei 0,077% (Vorperiode: 0,066%). Die EONIA-Umsätze waren mit durchschnittlich 22,0 Mrd € weiterhin niedrig (Vorperiode 22,9 Mrd €), gleichzeitig betrug die entsprechenden Tagesgeldumsätze bei GC Pooling (ECB Basket) im Durchschnitt 10,1 Mrd € (Vorperiode: 11,1 Mrd €).

In der Reserveperiode August/September 2013 ging die Nachfrage in den Hauptrefinanzierungsgeschäften auf durchschnittlich 97 Mrd € zurück. Insgesamt sank das ausstehende Volumen aus liquiditätszuführenden Tenderoperationen auf 790 Mrd €. Da jedoch gleichzeitig der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren zur Vorperiode um rund 15 Mrd € auf durchschnittlich 496 Mrd € abnahm, blieb die Überschussliquidität nahezu unverändert bei durchschnittlich 249 Mrd €. Die Tagesgeldsätze waren in dieser Reserveperiode wieder etwas rückläufig und sanken im Periodendurchschnitt

Offenmarktgeschäfte des Eurosystems*)

Valutatag	Geschäftsart 1)	Laufzeit (Tage)	Tatsächliche Zuteilung (Mrd €)	Abweichung zur Benchmark (Mrd €) 2)	Marginaler Satz/Festsatz in %	Repartierungssatz in %	Gewichteter Satz in %	Cover Ratio 3)	Anzahl Bieter
10.07.2013	HRG (MT)	7	102,1	76,1	0,50	100,00	–	1,00	70
10.07.2013	S-LRG (MT)	28	3,5	–	0,50	100,00	–	1,00	21
10.07.2013	FSO (–)	7	– 195,5	–	0,13	33,12	0,09	1,28	105
17.07.2013	HRG (MT)	7	104,4	74,4	0,50	100,00	–	1,00	73
17.07.2013	FSO (–)	7	– 195,5	–	0,12	70,53	0,10	1,22	102
24.07.2013	HRG (MT)	7	102,3	29,3	0,50	100,00	–	1,00	76
24.07.2013	FSO (–)	7	– 195,5	–	0,14	25,32	0,11	1,18	106
31.07.2013	HRG (MT)	7	109,2	29,2	0,50	100,00	–	1,00	78
31.07.2013	FSO (–)	7	– 195,5	–	0,20	34,75	0,13	1,18	112
01.08.2013	LRG (MT)	91	2,7	–	4) 0,53	100,00	–	1,00	43
07.08.2013	HRG (MT)	7	99,4	89,9	0,50	100,00	–	1,00	73
07.08.2013	S-LRG (MT)	35	3,9	–	0,50	100,00	–	1,00	24
07.08.2013	FSO (–)	7	– 192,5	–	0,13	43,42	0,11	1,40	123
14.08.2013	HRG (MT)	7	97,6	128,1	0,50	100,00	–	1,00	71
14.08.2013	FSO (–)	7	– 192,5	–	0,12	24,44	0,10	1,35	126
21.08.2013	HRG (MT)	7	97,7	126,7	0,50	100,00	–	1,00	64
21.08.2013	FSO (–)	7	– 192,5	–	0,11	35,11	0,10	1,48	123
28.08.2013	HRG (MT)	7	97,1	107,1	0,50	100,00	–	1,00	63
28.08.2013	FSO (–)	7	– 190,5	–	0,13	64,47	0,11	1,51	123
29.08.2013	LRG (MT)	91	6,8	–	4) ...	100,00	–	1,00	38
04.09.2013	HRG (MT)	7	95,6	117,1	0,50	100,00	–	1,00	66
04.09.2013	FSO (–)	7	– 190,5	–	0,10	79,93	0,09	1,65	133
11.09.2013	HRG (MT)	7	97,2	69,7	0,50	100,00	–	1,00	70
11.09.2013	S-LRG (MT)	28	3,4	–	0,50	100,00	–	1,00	23
11.09.2013	FSO (–)	7	– 190,5	–	0,09	92,29	0,08	1,56	128
18.09.2013	HRG (MT)	7	96,2	72,7	0,50	100,00	–	1,00	79
18.09.2013	FSO (–)	7	– 190,5	–	0,09	9,30	0,08	1,43	122
25.09.2013	HRG (MT)	7	97,0	54,5	0,50	100,00	–	1,00	74
25.09.2013	FSO (–)	7	– 190,5	–	0,19	46,13	0,11	1,30	116
26.09.2013	LRG (MT)	84	8,6	–	4) ...	100,00	–	1,00	51
02.10.2013	HRG (MT)	7	94,5	83,5	0,50	100,00	–	1,00	73
02.10.2013	FSO (–)	7	– 187,5	–	0,09	79,35	0,08	1,41	117

* Für die Geschäfte des Eurosystems vom 10.04.2013 bis 09.07.2013 siehe: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, August 2013, S. 36. 1 HRG: Hauptrefinanzierungsgeschäft, LRG: Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft, S-LRG: Sonder-Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft, FSO: Feinststeuerungsoperation (+: Liquidität bereitstellend, -: Liquidität absorbierend), MT: Mengentender. 2 Berechnung gemäß Veröffentlichung nach Zuteilung des HRG. 3 Verhältnis des Volumens der Gesamtgebote zum Zuteilungsvolumen. 4 Der Zinssatz entspricht dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz bzw. Hauptrefinanzierungssatz der während der Laufzeit dieses Geschäfts durchgeführten HRGe (ggf. in der Tabelle auf zwei Nachkommastellen gerundet).

Deutsche Bundesbank

auf 0,079% (EONIA) beziehungsweise 0,051% (Overnight GC Pooling, ECB Basket). Die zugrunde liegenden Umsätze nahmen allerdings ebenfalls ab und lagen bei 19,1 Mrd € (EONIA) beziehungsweise 9,6 Mrd € (GC Pooling, ECB Basket).

In der Reserveperiode September/Oktober 2013 sank das ausstehende Tendervolumen (ohne absorbierende Feinststeuerungsoperationen) weiter auf durchschnittlich 771 Mrd €. Besonders die vorzeitigen Rückzahlungen bei den Dreijahrestendern (insgesamt 20,1 Mrd €, gegenüber 8,5 Mrd € in der Vorperiode) trugen zu diesem Rückgang bei. Wieder gestiegene autonome Faktoren (auf durchschnittlich 502 Mrd €) führten zu-

sätzlich zu einem Absinken der Überschussliquidität auf 224 Mrd €. Der Quartalsultimo Ende September spiegelte sich in deutlich erhöhten Tagesgeldsätzen und verringerten Umsätzen an diesem Tag wider. So stiegen EONIA auf 0,18% (+ 9 Basispunkte zum Vortag) und der gewichtete Tagesgeldsatz bei GC Pooling (ECB Basket) auf 0,16% (+ 9 Basispunkte) an. Im Periodendurchschnitt zeigte sich EONIA mit 0,083% kaum verändert, und die EONIA-Umsätze blieben trotz eines Anstiegs auf 23,3 Mrd € niedrig. Dies galt auch für die besicherten Tagesgeldumsätze bei GC Pooling (ECB Basket), die im Durchschnitt nur noch bei 7,6 Mrd € lagen, während der entsprechende Satz auf durchschnittlich 0,066% stieg.

Gewährung von ELA durch die nationalen Zentralbanken (NZBen) des Eurosystems klarer als bisher zu vermitteln. ELA bezeichnet die Bereitstellung von Zentralbankgeld oder vergleichbarer Hilfen durch eine NZB des Eurosystems an ein solventes Finanzinstitut mit vorübergehenden Liquiditätsproblemen. Eine solche Liquiditätsbereitstellung ist nicht Teil der einheitlichen Geldpolitik des Eurosystems: Die Verantwortung für die Gewährung von ELA einschließlich der damit verbundenen Kosten und Risiken liegt bei der jeweiligen NZB. Die EZB hatte in diesem Zusammenhang bereits im Jahr 2008 darauf hingewiesen, dass eine ELA-Gewährung nur in Ausnahmefällen und im Einklang mit dem Verbot der monetären Staatsfinanzierung erfolgen kann.¹⁾

Nach vorherrschender Rechtsauffassung eröffnet Artikel 14.4 der Satzung des EZB und der EZB den nationalen Zentralbanken die Möglichkeit, im Rahmen ihrer sonstigen, nationalen Aufgaben solche Liquiditätshilfen zu gewähren. Der EZB-Rat kann demnach einer möglichen ELA-Gewährung durch eine NZB mit Zweidrittelmehrheit widersprechen, wenn diese nach Auffassung des EZB-Rats nicht mit den Zielen und Aufgaben des Eurosystems vereinbar ist, wozu insbesondere das Ziel der Preisstabilität und die Durchführung der Geldpolitik gehören. Um dem EZB-Rat eine angemessene Prüfung zu ermöglichen, müssen ihm zeitnah alle wichtigen Informationen über die ELA-Gewährung zur Verfügung gestellt werden. Dazu existiert seit dem Jahr 1999 ein Verfahren, dessen aktuelle Details nun veröffentlicht wurden. Genannt werden neben einer Auflistung aller dem EZB-Rat zu übermittelnden Informationen auch die dabei einzuhaltenden Fristen sowie betragsmäßige Schwellenwerte, ab denen Informationspflichten für die NZBen und eine Prüfungspflicht des EZB-Rats bestehen.

Das Eurosystem erwarb keine zusätzlichen Wertpapiere im Rahmen geldpolitisch begründeter Wertpapierankaufprogramme. Insbesondere wurden weiterhin keine sogenannten Outright Monetary Transactions getätigt. Die

im Rahmen des im Jahr 2012 beendeten Programms für die Wertpapiermärkte (Securities Markets Programme) gehaltenen Wertpapierbestände des Eurosystems beliefen sich Anfang November auf 184,1 Mrd €, auf die beiden ebenfalls beendeten Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen entfielen insgesamt noch Bestände von 57,4 Mrd €.

Die Inanspruchnahme der geldpolitischen Refinanzierungsgeschäfte durch die Banken im Euro-Währungsgebiet war weiterhin klar rückläufig. Hauptsächlich Treiber dieser Abnahme waren wie in den vorherigen Betrachtungszeiträumen die vorzeitigen Rückzahlungen bei den beiden ausstehenden dreijährigen Refinanzierungsgeschäften. Insgesamt gaben die geldpolitischen Geschäftspartner seit Anfang Juli aus diesen beiden Geschäften 69,7 Mrd € freiwillig an das Eurosystem zurück. Nach zunächst geringeren Rückzahlungen im Juli und August nahmen die Rückzahlungen ab September wieder merklich zu, was auf einen weiteren Rückgang der Marktfragmentierung und der Finanzierungsunsicherheit sowie auf eine allgemeine Verbesserung der wirtschaftlichen Aussichten im Euro-Währungsgebiet und verbessertes Vertrauen zwischen den Finanzmarktteilnehmern hindeutet. Das ausstehende Volumen der beiden dreijährigen Refinanzierungsgeschäfte beläuft sich aktuell noch auf 615 Mrd € von ursprünglich 1 019 Mrd €.

Die Überschussliquidität nahm zuletzt auf etwa 193 Mrd € im Durchschnitt der am 12. November 2013 abgelaufenen Reserveperiode ab. Die EZB hat im Rahmen einer auf historischen Daten basierenden Analyse eine Bandbreite von 100 Mrd € bis 200 Mrd € für die Überschussliquidität identifiziert, ab der sich die sehr kurzfristigen Geldmarktsätze wieder stärker am Hauptrefinanzierungssatz orientieren dürften als am Einlagesatz, wie es momentan noch der Fall ist.²⁾ Allerdings ist diese Schätzung natur-

Refinanzierungsvolumen und Überschussliquidität mit weiterhin abnehmender Tendenz

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

¹ Siehe: Europäische Zentralbank, Monatsbericht, 10 Jahre EZB, 2008, S. 140.

² Siehe: Europäische Zentralbank, Monatsbericht, Februar 2013, S. 35–40.

gemäß mit Unsicherheit verbunden. So dürfte beispielsweise der Zusammenhang zwischen dem Betrag der Überschussliquidität und der Position der kurzfristigen Geldmarktsätze innerhalb des Zinskorridors unter anderem vom Grad der Segmentierung der Geldmärkte abhängig sein: Bei abnehmender Segmentierung an den Geldmärkten könnte die Überschussliquidität auch unter die von der EZB geschätzten Werte sinken, ohne einen merklichen Anstieg der Geldmarktsätze auszulösen.

Geldmarktsätze ohne starke Reaktion auf Rückgang der Überschussliquidität und Leitzinsentscheidung

Tatsächlich reagierten die kurzfristigen Geldmarktsätze im Euro-Raum trotz des dargestellten Rückgangs der Überschussliquidität bislang noch nicht mit einem deutlichen Anstieg. Während des dritten Quartals verlief die Entwicklung des unbesicherten Tagesgeldsatzes EONIA ohne klare Tendenz. Ab Mitte Oktober stieg EONIA leicht an, allerdings kehrte sich diese Aufwärtsbewegung nach der Veröffentlichung der aktuellen Schätzung für die HVPI-Teuerungsrate und insbesondere nach der EZB-Leitzinsentscheidung wieder um.

Leitzinsentscheidung wird sich voraussichtlich nur eingeschränkt in einem Rückgang der kurzfristigen Geldmarktsätze niederschlagen

Die Geldmarktterminalsätze³⁾ im Euro-Raum stiegen nach einem vorübergehenden Rückgang im Gefolge der vom EZB-Rat Anfang Juli vermittelten Orientierung über die zukünftige Ausrichtung der Geldpolitik im Juli und August zunächst wieder an, wiesen dann aber ab September eine insgesamt rückläufige Tendenz bei abnehmenden Schwankungen auf. Diese Entwicklung der Terminalsätze wurde auch von sich ändernden Erwartungen über die zukünftigen Geldmarkt- und Liquiditätsbedingungen im Euro-Raum und in anderen Währungsgebieten beeinflusst. Zudem dürften eine rückläufige Segmentierung an den Geldmärkten und stabile Geldmarktrisikoindikatoren dazu beigetragen haben. Nach Veröffentlichung der aktuellen Schätzung für die HVPI-Teuerungsrate gingen die Geldmarktterminalsätze für 2014 deutlich zurück, was sich auf Leitzinssensenkungserwartungen für das Jahresende zurückführen ließ. Die dann bereits Anfang November beschlossene Zinssenkung, die aus Sicht der Marktteilnehmer unerwartet frühzeitig erfolgte,

hatte einen zusätzlichen Rückgang der Terminalsätze zur Folge und führte zu einer merklichen Verflachung der Terminkurve. Auf Basis der Geldmarktterminalsätze für die kommenden Wochen ist davon auszugehen, dass sich die Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes – wie bereits im Mai 2013 – allenfalls recht eingeschränkt in einem Rückgang der kurzfristigen Geldmarktsätze niederschlagen wird. Letztere orientieren sich bei weiterhin hoher Überschussliquidität am Satz der Einlagefazilität, der im Rahmen der letzten zinspolitischen Beschlüsse des EZB-Rats nicht geändert wurde.

Monetäre Entwicklungen im Euro-Währungsgebiet

Wie schon in den Vorquartalen wurde auch im dritten Quartal 2013 die monetäre Entwicklung vor allem von der schwachen Kreditvergabe, von Zuflüssen aus dem Ausland und von der Zinskonstellation bestimmt. So nahmen wegen der niedrigen Opportunitätskosten der liquiden Geldhaltung und der relativ geringen Verzinsung längerfristiger Einlagearten die Sichteinlagen erneut deutlich zu. Wachstumsfördernd auf die Geldmenge wirkten erneut auch die Mittelzuflüsse aus dem Ausland. Hinter den negativen Impulsen von der Kreditseite standen weiterhin vor allem die schwache gesamtwirtschaftliche Entwicklung und die bilanziellen Anpassungsprozesse in den Peripherieländern, wobei sich eine leichte Erholung der wirtschaftlichen Aktivität andeutete und sich auch der Rückgang der Buchkreditvergabe an den Privatsektor für den Euro-Raum insgesamt im Vergleich zum Vorquartal etwas abschwächte.

Gesamtwirtschaftlicher Hintergrund

Vor diesem Hintergrund war auch das dritte Quartal 2013 durch eine moderate Ausweitung des Geldmengenaggregats M3 bei gleichzeitig schrumpfender Kreditvergabe geprägt. Getragen wurde das Wachstum von M3 durch einen

Monetäre Entwicklung gedämpft

³ Aus Swapsätzen abgeleitete implizite Terminalsätze für den unbesicherten Interbanken-Tagesgeldsatz EONIA und Zinssätze börsengehandelter Futures auf den Dreimonats-Euribor.

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors der EWU ^{*)}					
Veränderung in Mrd €, saisonbereinigt					
Aktiva	2013, 3. Vj.	2013, 2. Vj.	Passiva	2013, 3. Vj.	2013, 2. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	- 60,5	- 91,4	Einlagen von Zentralstaaten	- 29,3	9,8
Buchkredite ¹⁾	- 50,5	- 99,6	Geldmenge M3	43,9	19,0
Wertpapierkredite	- 4,0	16,1	davon Komponenten:		
Kredite an öffentliche Haushalte im Euro-Währungsgebiet	- 26,8	25,5	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	81,6	67,0
Buchkredite	- 8,6	- 35,6	Übrige kürzerfristige Bankeinlagen (M2-M1)	- 20,7	- 10,7
Wertpapierkredite	- 18,2	61,1	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	- 17,0	- 37,2
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	50,5	82,6	Geldkapital	- 50,7	- 31,5
andere Gegenposten von M3	- 5,3	- 27,2	davon:		
			Kapital und Rücklagen	10,2	36,2
			Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	- 60,8	- 67,6

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

neuerlichen kräftigen Aufbau von Sichteinlagen, der durch die weiter rückläufigen Zinsen für übrige Einlagen begünstigt wurde. Da gleichzeitig die in M3 enthaltenen nicht täglich fälligen Einlagen und die marktfähigen Instrumente per saldo zurückgeführt wurden, fiel das M3-Wachstum jedoch erneut nur moderat aus. Die Jahresrate sank leicht auf nun 2,1% und setzte damit ihren seit Jahresbeginn zu beobachtenden Abwärtstrend fort.

vier großen Mitgliedsländern des Euro-Raums im Buchkreditgeschäft mit dem nichtfinanziellen Privatsektor im Vergleich zum Vorquartal per saldo eine Verlangsamung der Abflüsse beziehungsweise sogar Zuwächse, was auch auf die im Frühjahr einsetzende allmähliche Erholung der wirtschaftlichen Aktivität zurückzuführen sein könnte.

Buchkredite an den Privatsektor weiterhin rückläufig

Gleichzeitig glitt die Jahreswachstumsrate der (um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigten) Buchkredite an den Privatsektor noch tiefer in den negativen Bereich und lag zum Ende des dritten Quartals 2013 bei -1,4%. Damit bewegten sich die Jahresraten von Geldmengen- und Kreditwachstum zwar in die gleiche Richtung, der Abstand zwischen ihnen blieb jedoch groß.

Das Buchkreditgeschäft mit dem nichtfinanziellen Privatsektor war weiterhin durch eine zweigeteilte Entwicklung geprägt. So stand den erkennbaren Zuwächsen der Ausleihungen an private Haushalte im Sommerquartal erneut ein deutlicher Rückgang bei den Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen gegenüber, der insbesondere in den Peripherieländern – in abgeschwächter Form aber auch in Deutschland – zu beobachten war. Hierzu trug auch bei, dass nichtfinanzielle Unternehmen in einigen Mitgliedsländern die Finanzierung über Buchkredite teilweise durch Marktfinanzierung oder eine erhöhte Finanzierung aus Eigenmitteln substituierten. Zudem ist zu berücksichtigen, dass die Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen typischerweise einen Nachlauf gegenüber der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und den Investitionen von etwa drei Quartalen aufweist.

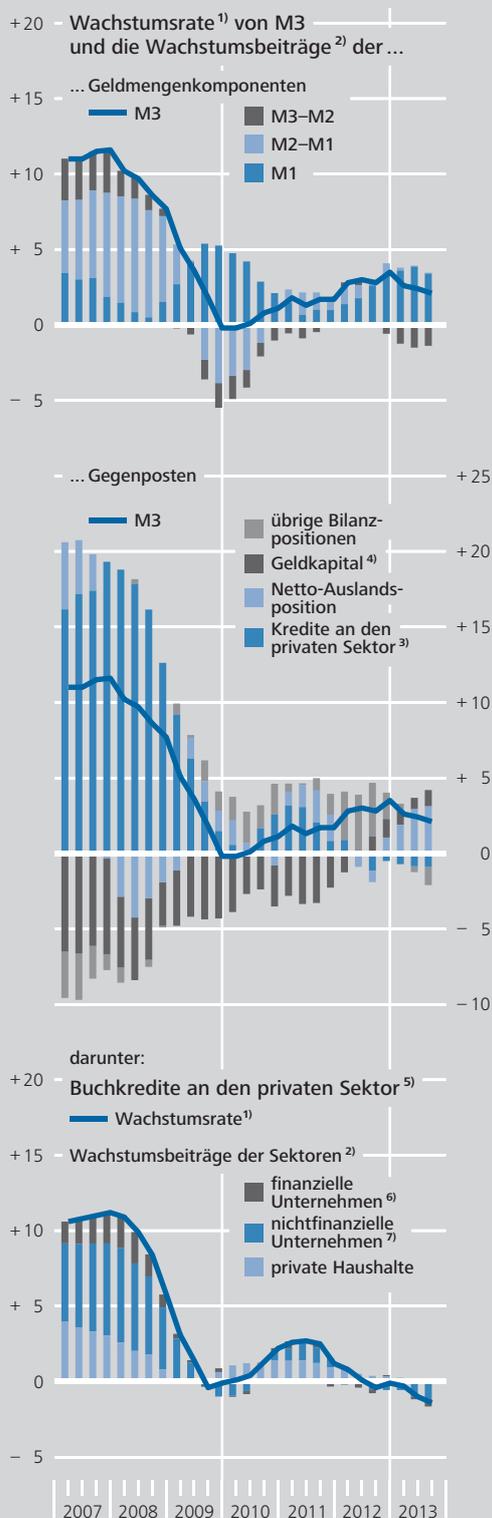
Deutliche Nettotilgungen im nichtfinanziellen Unternehmenssektor

Weiterhin heterogene Buchkreditentwicklung im Euro-Raum

Der deutliche Rückgang der Ausleihungen an den Privatsektor im Euro-Raum war vor allem Ausdruck der nach wie vor schwachen konjunkturellen Lage und des fortgesetzt hohen Bedarfs zum Abbau der Verschuldung in den Peripheriestaaten. Insbesondere in Spanien gingen die Ausleihungen an den Privatsektor erneut stark zurück, aber auch in der restlichen Peripherie waren die Buchkredite rückläufig. Allerdings verzeichneten die Banken aus den

Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euro-Raum

saisonbereinigt, Quartalsendstände



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

Deutsche Bundesbank

Dazu passend meldeten die befragten Banken im Euro-Raum bei der im dritten Quartal durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) einen moderaten Rückgang der Nachfrage nach Bankkrediten vonseiten nichtfinanzieller Unternehmen. Nach Angaben der befragten Bankmanager veranlasste die verschlechterte Risikoeinschätzung die Banken noch einmal zu einer leichten Verschärfung der Standards für Unternehmenskredite. Allerdings erfolgte im dritten Quartal in der überwiegenden Mehrheit der Länder überhaupt keine Anpassung der Standards, und in den übrigen wurden fast ausnahmslos nur moderate Verschärfungen vorgenommen.

Laut BLS geringfügige Verschärfung der Standards und leichter Rückgang der Nachfrage

Auch die Standards für Kredite an private Haushalte blieben nach Angaben der befragten Banken fast unverändert. Ferner meldeten sie erstmals seit dem Jahr 2010 keinen weiter rückläufigen Mittelbedarf der privaten Haushalte. Im Einklang mit diesen Umfrageergebnissen stiegen die um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigten Ausleihungen an private Haushalte für den Euro-Raum insgesamt erkennbar an, wobei sich die Zuwächse erneut auf die Kernländer der Währungsunion beschränkten. Getragen wurde der Anstieg vor allem von der positiven Entwicklung der Wohnungsbaukredite in Frankreich und Deutschland. Demgegenüber waren die Ausleihungen für diese Zwecke in einigen Peripherieländern sowie in den Niederlanden – vor dem Hintergrund des bestehenden Entschuldungsbedarfs der privaten Haushalte – weiterhin rückläufig. Konsumenten- und sonstige Kredite wurden im Euro-Raum insgesamt und auch in den meisten Mitgliedsländern netto leicht getilgt, wobei die Konsumentenkredite in Deutschland jedoch Zuflüsse verzeichneten.

Erkennbarer Anstieg der Ausleihungen an private Haushalte

Ebenso wie die Kredite an den Privatsektor dämpften diesmal auch die Kredite an öffentliche Haushalte die Ausweitung der Geldmenge M3. Zum einen wurden Buchkredite an öffentliche Haushalte netto getilgt, zum anderen kam es insbesondere in Frankreich, aber auch in anderen Mitgliedsländern, zu Nettoverkäufen von

Keine weitere Ausweitung der Kredite an den Staat

Zur Entwicklung der Bestände heimischer Staatsanleihen der Banken im Euro-Raum

Die Lage des Bankensektors ist derzeit in vielen Mitgliedsländern des Euro-Raums durch Bilanzbereinigungen sowie andauernde Entschuldungsprozesse geprägt. In den auf Länderebene konsolidierten Bankbilanzen hat dies neben Verschiebungen in der Refinanzierungsstruktur der Banken auch zu Veränderungen auf der Aktivseite geführt. Während etwa die Forderungen gegenüber Ausländern oder die Buchkredite an private Nichtbanken aus dem Euro-Raum zurückgingen, sind die Bestände heimischer Staatsanleihen der Banken in den meisten Ländern des Euro-Raums angewachsen.

Zeitlich fällt ein Gutteil der Ausweitung der Wertpapierkredite an den Staat mit der Bereitstellung der Langfristender mit dreijähriger Laufzeit Ende 2011/Anfang 2012 zusammen.¹⁾ Jedoch haben insbesondere die Banken in Spanien und Italien auch danach kontinuierlich Staatsanleihen erworben. So nahmen die von italienischen Banken gehaltenen heimischen Staatsanleihen von 240 Mrd € Ende November 2011 auf 415 Mrd € Ende September 2013 zu (+73%), spanische Banken steigerten ihre Bestände spanischer Staatsanleihen im selben Zeitraum um 81% von 165 Mrd € auf 299 Mrd €. ²⁾ Auch irische (+60%) und portugiesische Banken (+51%) erwarben verstärkt heimische Staatsanleihen, während die Zuwächse bei den Kreditinstituten aus Deutschland und Frankreich merklich schwächer ausfielen (16% bzw. 14%). Grie-

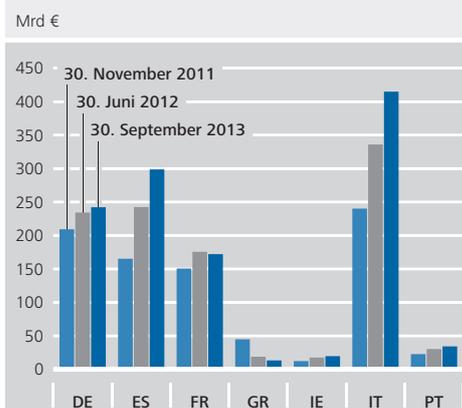
chische Banken wiesen zuletzt einen deutlich geringeren Bestand als noch vor knapp zwei Jahren aus, was jedoch zu großen Teilen auf statistische Sonder- und Bewertungseffekte wie den Schuldenschnitt im März 2012 zurückgeht.

Durch diese Entwicklung ist die wechselseitige Abhängigkeit von Banken- und Staatssektor insbesondere in jenen Ländern gestiegen, in denen die Verflechtungen bereits zu Beginn des hier betrachteten Zeitraums besonders hoch waren. So lag der Anteil heimischer Staatsanleihen an der gesamten Bilanzsumme der Banken in Italien und Spanien mit 6% und 4,7% schon vor dem ersten Dreijahrestender im November 2011 deutlich über dem (gewichteten) Durchschnitt des Euro-Raums von 3,0%. Bis September dieses Jahres stiegen diese Anteile auf 10,1% und 9,1%. Mit 6,6% liegt auch der Anteil portugiesischer Banken am aktuellen Rand deutlich über dem (ge-

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Umfangreiche Staatsanleihekäufe durch Eurosystem und Geschäftsbanken, Monatsbericht, Mai 2012, S. 32.

² Änderungen der Bestände können sich auch aus Bewertungseffekten und statistischen Sondereffekten, wie der Reklassifizierung einer Bank im Zuge des Abwicklungsprozesses ergeben. Eine Bereinigung um solche Effekte liefert jedoch ähnliche Ergebnisse.

Vom nationalen MFI-Sektor^{*)} gehaltene Bestände heimischer Staatsanleihen



Quelle: EZB. * Ohne ESZB.
 Deutsche Bundesbank

wichteten) Durchschnitt des Euro-Raums (4,3%).³⁾

Neben der Möglichkeit, Staatsanleihen als Sicherheit bei Refinanzierungsgeschäften zu hinterlegen und Zinsgewinne durch Carry-Trades zu realisieren, dürften die Anleihekäufe der Banken auch durch generelle Risiko- und Renditeüberlegungen motiviert gewesen sein. Dabei dürfte auch die niedrige Risikogewichtung der Anleihen im Rahmen der erhöhten Eigenkapitalanforderungen eine Rolle gespielt haben. So erwarben in Italien und Spanien ansässige Banken in den ersten sechs Monaten dieses Jahres erneut in großem Umfang Schuldtitel des jeweiligen Landes, während gleichzeitig vor allem die spanischen Banken in größerem Umfang von der Option Gebrauch machten, die im Rahmen der Dreijahrestender aufgenommene Liquidität vorzeitig ans Eurosystem zurückzugeben. Darüber hinaus führten die Banken in Italien, Spanien, Portugal, Irland und Deutschland seit Ende 2011 auch ihre Finanzierung über Bankschuldverschreibungen in großem Umfang zurück.

Trotz eines Rückgangs am aktuellen Rand sind die Staatsanleihebestände der Banken in den betrachteten Ländern seit Beginn des Jahres insgesamt entweder gestiegen oder zumindest weniger stark gesunken als die ausstehenden Mittel aus den Dreijahrestendern. Daraus folgt, dass die vorzeitigen Rückzahlungen der Dreijahrestender sowie die Nettotilgungen der Bankschuldverschreibungen zumindest teilweise durch andere Refinanzierungsquellen ersetzt oder aber durch einen verstärkten Abbau anderer Positionen auf der Aktivseite der Bankbilanzen finanziert wurden. Die jeweils auf nationaler Ebene konsolidierten Bankbilanzen weisen darauf hin, dass dies sowohl durch Zuflüsse bei den kurzfristigen Einlagen als auch durch einen Rückgang der

Buchkredite an den Privatsektor geschehen ist. Letzteres war vor allem in den südlichen Peripheriestaaten Spanien, Italien und Portugal der Fall, wo der Rückgang der Buchkredite an den Privatsektor betragsmäßig etwa 90% der gesunkenen Refinanzierung über längerfristige Refinanzierungsgeschäfte und Bankschuldverschreibungen entsprach. Im Euro-Raum als Ganzes hingegen verteilte sich die Finanzierung gleichmäßiger über Aktiv- und Passivpositionen, wobei Einlagenzuflüsse und der Abbau von Buchkrediten sich mit jeweils etwas über 20% die Waage hielten. Zudem ist in allen betrachteten Ländern auch ein Rückgang der Buchkredite an inländische öffentliche Haushalte erkennbar, sodass ein Teil der gestiegenen Staatsanleihebestände auf die Substitution von Buch- durch Wertpapierkredite zurückzuführen ist. So standen den von spanischen Banken seit Januar erworbenen heimischen Staatsanleihen in Höhe von gut 45 Mrd € gleichzeitig Nettotilgungen bei den Buchkrediten an den spanischen Staat von etwa 15 Mrd € gegenüber, was einer Substitutionsrate von 37% entspricht. Für Italien und Portugal war das Verhältnis von Nettotilgungen bei den Buchkrediten zu Wertpapierkrediten an den Staat mit etwa 14% deutlich niedriger, während in Deutschland, Irland, Griechenland und Frankreich sowohl die Wertpapier- als auch die Buchkredite an den Staat seit Jahresbeginn per saldo sanken.

³ Damit hielten spanische Kreditinstitute im zweiten Vierteljahr 2013 41% der gesamten ausstehenden spanischen Staatsanleihen, portugiesische und italienische Banken immerhin noch 27% und 24% der Anleihen ihres jeweiligen Heimatlandes (Irland: 16%, Deutschland: 15%).

Staatspapieren durch die Monetären Finanzinstitute. Diese Entwicklung war selbst in Italien und Spanien beobachtbar, wo in den Quartalen zuvor noch überwiegend Wertpapiere des eigenen öffentlichen Sektors nachgefragt worden waren.

Erneut spürbarer Anstieg der Netto-Auslandsposition

Wie bereits in den Vorquartalen leisteten die Nettoforderungen des Bankensektors gegenüber Gebietsfremden einen erheblichen Beitrag zum Geldmengenwachstum. Hinter dem Mittelzufluss standen wie schon zuvor vor allem anhaltende Leistungsbilanzüberschüsse. Vom Wertpapierverkehr mit dem Ausland gingen im Gegensatz zu den Vorquartalen hingegen kaum noch expansive Impulse aus. Zwar erwarben im Ausland ansässige Anleger weiterhin von Inländern begebene Aktien, gleichzeitig resultierten jedoch erkennbare Kapitalabflüsse aus Käufen von ausländischen Wertpapieren durch inländische Anleger. Zudem ergaben sich durch den Handel mit von inländischen Nicht-MFIs begebenen Schuldverschreibungen erneut merkliche Kapitalexperte. Die seit Mitte des letzten Jahres anhaltenden Netto-Kapitalzuflüsse im Wertpapierverkehr europäischer Nichtbanken sind damit im Berichtsquartal etwas gebremst worden.

Beschleunigter Abbau des Geldkapitals

Gestützt wurde das Geldmengenwachstum ferner durch den anhaltenden Abbau des Geldkapitals, der sich gegenüber dem Vorquartal noch einmal beschleunigte. Neben fortgesetzten Abflüssen aus langfristigen Termin- und Spareinlagen war hierfür vor allem der neuerliche kräftige Rückgang der ausstehenden langfristigen Bankschuldverschreibungen verantwortlich, die bereits seit August 2011 fast durchgängig rückläufig waren. Neben einer geringen Nachfrage nach Bankschuldtiteln – insbesondere in Ländern mit Problemen im Bankensektor – dürften dabei auch bankseitige Faktoren eine Rolle gespielt haben: Vor dem Hintergrund kontinuierlich gestiegener Einlagen der Institute im Euro-Raum sowie der Möglichkeit, günstige Mittel vom Eurosystem zu erhalten, beispielsweise im Rahmen der Ende 2011/Anfang 2012 ausgeschriebenen

Langfristender mit dreijähriger Laufzeit, liegt es nahe, dass die abnehmende Bedeutung langfristiger Bankschuldverschreibungen zumindest teilweise auf eine bankseitige Substitution durch alternative Refinanzierungsquellen zurückzuführen ist. Dazu passt, dass die im Rahmen der aktuellen Umfragerunde des BLS befragten Banken im Hinblick auf ihre Refinanzierungsmöglichkeiten für die meisten erfragten Teilmärkte nochmals leichte Verbesserungen meldeten.

Insgesamt deutet die Analyse der Geldmengen und -gegenposten darauf hin, dass die inflationsrelevante monetäre Grunddynamik weiterhin gedämpft ist. Auch Inflationsprognosen auf Basis verschiedener monetärer Indikatoren (Geldmengenaggregate, kurzfristige Einlagen, Buchkredite) signalisieren derzeit für die nächsten drei Jahre im Mittel balancierte Risiken für die Preisentwicklung, sie zeigen auch keine erkennbaren Abwärtsrisiken für die Preisstabilität an. Die mit diesen Prognosen verbundene Unsicherheit bleibt jedoch weiterhin hoch.

Monetär basierte Prognosen mit balancierten Inflationsrisiken

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden⁴⁾

Auch in Deutschland war das Anlageverhalten in den Sommermonaten wieder von einem fortgesetzten Aufbau kurzfristiger Einlagen und einem gleichzeitigen Abbau längerfristiger Einlagen geprägt. Bereits seit eineinhalb Jahren schlägt sich die ausgeprägte Liquiditätspräferenz der Anleger – im Zusammenhang mit dem historisch niedrigen Niveau der kürzerfristigen Zinsen – in einem kräftigen Anstieg der Sichteinlagen nieder. So schichteten vor allem private Haushalte, aber auch nichtfinanzielle

Einlagenwachstum im Niedrigzinsumfeld weiterhin vom Aufbau der Sichteinlagen dominiert

⁴⁾ Im Statistischen Beiheft 4 zum Monatsbericht, Saisonbereinigte Wirtschaftszahlen, werden ab sofort zusätzlich Tabellen mit Beständen und transaktionsbedingten Veränderungen zum Kredit- und Einlagengeschäft Monetärer Finanzinstitute (ohne Bundesbank) in Deutschland mit dem inländischen privaten Sektor beziehungsweise inländischen Nichtbanken angeboten. Das Zeitreihenangebot im Internet ist entsprechend erweitert.

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

Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

Position	2013	
	2. Vj.	3. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾		
täglich fällig	33,3	35,9
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	- 7,9	- 13,7
über 2 Jahre	- 6,0	- 10,2
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	3,9	1,6
über 3 Monate	- 3,6	- 2,2
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 3,7	- 3,0
Wertpapierkredite	- 4,2	7,1
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	- 1,7	4,1
darunter: an private Haushalte ³⁾	3,7	6,7
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾	- 5,0	- 3,4
Wertpapierkredite	6,4	1,0

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

Deutsche Bundesbank

Unternehmen, kurzfristige Termineinlagen in täglich fällige Einlagen um. Wie im Euro-Raum trug hierzu auch der im dritten Quartal weiter rückläufige Zinsabstand zwischen diesen beiden Einlagearten bei. In Deutschland dürfte zudem die Liquiditätsstärke der nichtfinanziellen Unternehmen den Sichteinlagenaufbau im Berichtsquartal zusätzlich verstärkt haben.

Finanzielle Unternehmen, deren Anlageverhalten häufig dem des nichtfinanziellen Privatsektors vorläuft, schichteten dagegen in spürbarem Umfang – und anders als in den Vorquartalen – liquide Einlagen in Anlageformen außerhalb von M3 um. Dies könnte ein Hinweis darauf sein, dass die Risikoscheu dieser Anleger, die im Herbst 2008 sowie in den Jahren 2011 und 2012 zu einem starken Sichteinlagenwachstum führte, mittlerweile wieder zurückgegangen ist. Deutlicher wird dies im langfristigen Laufzeitbereich, wo insbesondere langfristige Termineinlagen, deren Dynamik in Deutschland überwiegend von Versicherungs-

Risikoscheu der institutionellen Anleger mittlerweile zurückgegangen

gesellschaften und Pensionseinrichtungen bestimmt wird, in den letzten Quartalen in deutlichem Ausmaß aufgelöst wurden. Auch diese Gelder dürften auf der Suche nach höheren Renditen in Aktiva außerhalb von M3 geflossen sein.

Nach drei schwachen Quartalen erfuhr das Kreditgeschäft in Deutschland im Sommer einen moderaten Auftrieb und bildete somit ein Gegengewicht zu dem deutlichen Kreditabbau im Euro-Raum insgesamt. Zum einen setzten die Banken den seit Jahresbeginn ruhenden Aufbau von Wertpapierkrediten an inländische öffentliche Haushalte fort, zum anderen wurden die Buchkredite an den inländischen Privatsektor weiter ausgebaut. Dahinter stand im Wesentlichen ein merklicher Anstieg der Buchkredite an private Haushalte. Diese wurden seit dem dritten Quartal 2010 von der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten bestimmt, die durch ausgesprochen niedrige Hypothekenzinsen gestützt wurde. Zudem förderten die sehr niedrigen Renditen von Finanzanlagen sowie das von erhöhter Unsicherheit gekennzeichnete Finanzmarktumfeld Portfoliumschichtungen in Sachwerte.⁵⁾ Dennoch blieb das Wachstum der an private Haushalte ausgereichten Immobilienkredite mit einer Jahreswachstumsrate von 2,2% moderat. Auch die Ergebnisse des BLS aus dem dritten Quartal bestätigen, dass sich der Trend einer steigenden Nachfrage nach privaten Wohnungsbaukrediten im dritten Quartal 2013 fortsetzte, allerdings – wie schon im Vorquartal – in abgeschwächter Form. Verantwortlich für die anhaltende Nachfrage war nach Meinung der befragten Bankmanager in erster Linie die weiterhin positive Einschätzung der Aussichten auf dem Wohnungsmarkt durch die privaten Haushalte.

Anstieg der Buchkredite an private Haushalte getragen von Wohnungsbaukrediten ...

⁵ Zu einer aktuellen Analyse der Wohnimmobilienpreise in Deutschland siehe: Deutsche Bundesbank, Die Preissteigerungen bei Wohnimmobilien seit dem Jahr 2010: Einflussfaktoren und regionale Abhängigkeiten, Monatsbericht, Oktober 2013, S. 13 ff.

... und
 Konsumenten-
 krediten

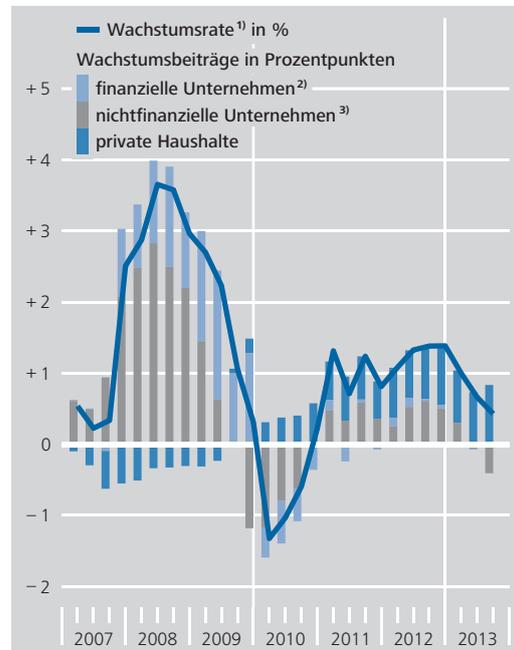
Bei den Konsumentenkrediten an private Haushalte in Deutschland schlugen sich die nach wie vor günstigen Rahmenbedingungen für den privaten Konsum und insbesondere die in der Grundtendenz steigende Kaufkraft in einer beschleunigten, jedoch weiterhin moderaten Zunahme nieder. Auch den Angaben der am BLS teilnehmenden Banken zufolge setzte sich die Belebung der Nachfrage nach Konsumentenkrediten aus dem Vorquartal fort.

Buchkredite an
 nichtfinanzielle
 Unternehmen
 mit Rückgang

Die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen waren im dritten Quartal nicht nur im Euro-Raum insgesamt, sondern auch in Deutschland per saldo rückläufig, allerdings in deutlich geringerem Ausmaß. Da die Entwicklung der Buchkredite an den Unternehmenssektor typischerweise einen Nachlauf gegenüber der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und den Investitionen aufweist, können die über die letzten vier Quartale erfolgten Nettotilgungen der Unternehmenskredite vor allem mit der erheblichen Schwäche der Investitionstätigkeit deutscher Unternehmen im Jahr 2012 erklärt werden. Auch in den nächsten Quartalen könnte sich eine spürbare Belebung des Buchkreditwachstums aufgrund der in der Grundtendenz weiterhin verhaltenen Entwicklung der Investitionstätigkeit in Deutschland noch hinauszögern. Hinzu kommt, dass die Nachfrage der Unternehmen nach Buchkrediten für sich genommen durch eine verstärkte Inanspruchnahme alternativer Finanzierungsquellen gemindert wird. So war bereits in den Vorquartalen eine zunehmende Tendenz zur Fremdfinanzierung auf dem Kapitalmarkt zu beobachten, die sich in den Sommermonaten fortgesetzt haben dürfte. Zudem ist davon auszugehen, dass erneut ein größerer Teil der Unternehmensinvestitionen aus Innenfinanzierungsmitteln bestritten wurde. Die Ergebnisse des BLS bestätigen dies grundsätzlich. So gaben die teilnehmenden deutschen Banken an, dass die Inanspruchnahme anderer Finanzierungsquellen, insbesondere die Innenfinanzierung, die Nachfrage von Unternehmen nach Bankkrediten im Berichtsquartal für sich genommen gedämpft hat. Insgesamt jedoch ist laut BLS die

Buchkredite deutscher Banken nach ausgewählten Sektoren

saisonbereinigt sowie bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen, Quartalsendstände



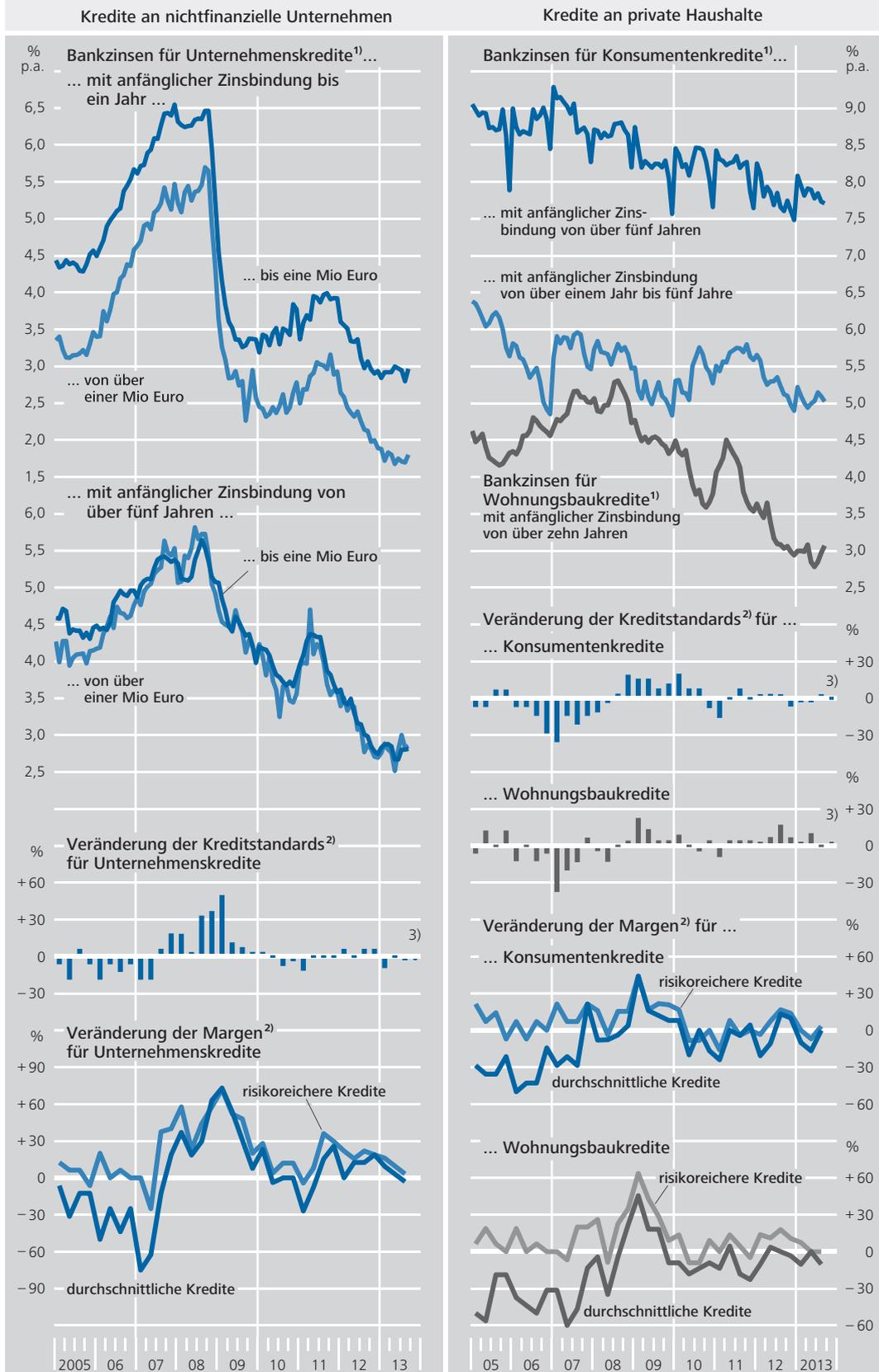
1 Veränderungsrate gegenüber Vorjahr. 2 Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften. 3 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften.
 Deutsche Bundesbank

Kreditnachfrage der Unternehmen nach Einschätzung der befragten Bankmanager im dritten Quartal 2013 weitgehend unverändert geblieben.

Auf der Angebotsseite ging die moderate Belebung der inländischen Buchkredite an den Privatsektor mit einer insgesamt wenig veränderten Kreditvergabepolitik einher. Den deutschen Ergebnissen des BLS zufolge haben die befragten Institute im dritten Quartal 2013 ihre Kreditstandards im Unternehmensgeschäft per saldo nur geringfügig angepasst. Kleine und mittlere Unternehmen konnten allerdings von leichten Lockerungen profitieren. Die nunmehr schon vier Jahre andauernde Periode insgesamt wenig veränderter Kreditrichtlinien setzte sich damit weiter fort. Von keinem der im Rahmen des BLS erfragten Faktoren, die für die Richtlinien zur Vergabe von Unternehmenskrediten relevant sind, gingen nennenswerte expansive oder restriktive Tendenzen aus. Auch die Mar-

Kreditstandards deutscher Banken gegenüber Unternehmen nahezu unverändert

Bankkonditionen in Deutschland



1 Neugeschäft. Gemäß harmonisierter EWU-Zinsstatistik. **2** Gemäß Bank Lending Survey; Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ und der Summe der Angaben „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ in % der gegebenen Antworten. **3** Erwartungen für das 4. Vj. 2013.

gen beließen die befragten Banken weitgehend unverändert.

Kaum Änderungen der Kreditvergabestandards gegenüber privaten Haushalten

Die Vergabekonditionen für Kredite an private Haushalte änderten sich ebenfalls nur geringfügig. Keiner der für die Richtlinien zur Vergabe von Wohnungsbau- oder Konsumentenkrediten relevanten erfragten Faktoren hatte einen nennenswerten Einfluss auf die Vergabepolitik im dritten Quartal. Während die befragten Institute auch bei den Margen für Konsumentenkredite sowie für risikoreichere Wohnungsbaukredite nahezu keine Anpassungen vornahmen, kamen sie den Kreditnehmern mit durchschnittlicher Bonität bei Wohnungsbaufinanzierungen mit den Margen etwas entgegen.

Staatsschuldenkrise für sich genommen ohne Auswirkung auf die Kreditvergabepolitik

Die Umfrage enthielt im dritten Vierteljahr 2013 Zusatzfragen zu den Auswirkungen der Finanz- und Staatsschuldenkrise auf die Refinanzierungsbedingungen und die Kreditangebotspolitik der Banken. Hinsichtlich der Refinanzierungsbedingungen berichteten die befragten Institute wie schon in den vorangegangenen Quartalen über eine insgesamt leichte Verbesserung. Nach Angaben der Institute hatte die Staatsschuldenkrise auch im dritten Quartal keinerlei Auswirkungen auf ihre Kreditvergabepolitik.

Die Bankkreditzinsen im Neugeschäft dürften sich aufgrund ihres weiterhin sehr niedrigen Niveaus eher stützend auf die inländische Kreditvergabe an den privaten Sektor ausgewirkt haben. Allerdings folgten die Bankzinsen im dritten Vierteljahr 2013 den moderat ansteigenden Zinsen an den Kapitalmärkten teilweise, nachdem sie sich im Vorquartal überwiegend noch stagnierend oder rückläufig entwickelt hatten. Im Unternehmenskreditgeschäft fiel der Zinsanstieg im dritten Quartal jedoch sehr gering aus. In der Niveaubetrachtung verlangten die meldenden Institute für kurzfristige Mittel zuletzt 3,0% für kleinvolumige beziehungsweise 1,8% für großvolumige Kredite. Die Zinsen für langfristige Ausleihungen an inländische nicht-finanzielle Unternehmen lagen Ende September bei 2,8% beziehungsweise 2,9%.

Bankkreditzinsen folgten ansteigenden Zinsen am Kapitalmarkt

Wohnungsbaukredite aller Fristigkeiten waren dagegen teurer als vor drei Monaten. So stiegen die Zinsen für langfristige Wohnungsbaukredite um knapp 30 Basispunkte und beliefen sich Ende September auf 3,1%. Während die Vergütung der Einlagen privater Haushalte im dritten Quartal stagnierte oder weiter auf zum Teil neue historische Tiefststände sank, zogen die Zinsen für längerfristige Einlagen nicht-finanzieller Unternehmen wieder etwas an.