

Geldpolitik und Bankgeschäft

Geldpolitik und Geldmarkt-entwicklung

EZB-Rat senkt Leitzinsen abermals auf neues Rekordtief

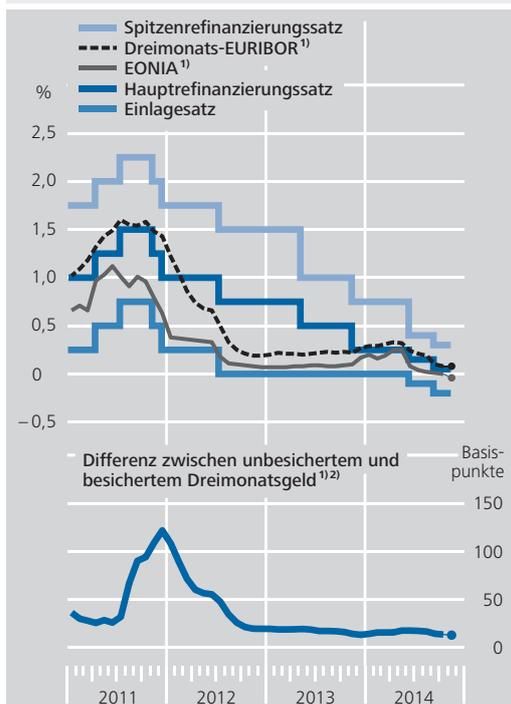
Am 4. September 2014 beschloss der EZB-Rat vor dem Hintergrund einer abnehmenden Wachstumsdynamik und weiterhin gedämpfter Inflationsperspektiven im Euro-Währungsgebiet ein zusätzliches Paket geldpolitischer Maßnahmen. Gemeinsam mit den bereits im Juni 2014 getroffenen Beschlüssen sollen die Maßnahmen zur Verankerung der mittel- und langfristigen Inflationserwartungen und zur Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau, das näher bei 2% liegt, beitragen. Als Teil des Maßnahmenpakets senkte der Rat die Leitzinsen um 10 Basispunkte auf nun 0,05% für den Hauptrefinanzierungssatz, -0,20% für den Zinssatz der Einlagefazilität und 0,30% für den Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität.

Die Zinsentscheidung beruhte auf der Einschätzung des EZB-Rats, dass die jährliche HVPI-Teuerungsrate, die im August laut Schnellschätzung auf 0,3% gesunken war, auch in den kommenden Monaten niedrig bleiben und sich bis Ende 2016 nur graduell erhöhen wird. Gestützt wird diese Einschätzung durch die schwache realwirtschaftliche Dynamik und die weiterhin gedämpfte Entwicklung der Geldmenge M3 und der Buchkreditvergabe.

Neben der Zinssenkung beschloss der EZB-Rat Ankäufe von Asset Backed Securities (ABS) sowie gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bonds). Diese Maßnahmen sollen die Funktion der geldpolitischen Transmission verbessern, die Kreditvergabe an die Realwirtschaft fördern und zu einer weitergehenden geldpolitischen Akkommodierung beitragen. Von diesen Ankaufprogrammen und den im Juni beschlossenen gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG) mit Laufzeiten von bis zu vier Jahren erwartet der EZB-Rat zudem eine beträchtliche Ausweitung des Bilanzvolumens des Eurosystems. Am 6. November 2014 konkretisierte der EZB-Rat dies, indem er bekundete, dass er eine Bewegung des Bilanzvolumens in Richtung der zu Beginn des Jahres 2012 erreichten Größenordnung erwarte. Entscheidend für den weiteren geldpolitischen Kurs ist und bleibt aber weiterhin der Preisausblick.

EZB-Rat beschließt Ankaufprogramme für ABS und gedeckte Schuldverschreibungen

Geldmarktzinsen im Euro-Raum



Quelle: EZB. 1 Monatsdurchschnitte. 2 Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EUREPO. • Durchschnitt 1. bis 12. November 2014.

Deutsche Bundesbank

Im Anschluss an seine Sitzung am 2. Oktober 2014 veröffentlichte der EZB-Rat weitere Details zu den beiden neuen Ankaufprogrammen für ABS (Asset Backed Securities Purchase Programme: ABSPP) und gedeckte Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme: CBPP3). Beiden Programmen ist gemein, dass sie eine Laufzeit von mindestens zwei Jahren aufweisen und die Zulassungskriterien für die ankaufbaren Wertpapiere sich an den Anforderungen des Sicherheitenrahmens des Eurosystems für geldpolitische Refinanzierungs-

Details der Ankaufprogramme

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den drei Reserveperioden vom 9. Juli bis 7. Oktober 2014 reduzierte sich der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren im Euro-Raum merklich. In der Reserveperiode September/Oktober 2014 betrug er durchschnittlich 475,1 Mrd € und lag damit 40,5 Mrd € unter dem Durchschnitt der Reserveperiode Juni/Juli 2014. Liquiditätsabsorbierend wirkte dabei die Zunahme des Banknotenumlaufs um per saldo 13,2 Mrd €, liquiditätszuführend die per saldo um 31,6 Mrd € gesunkenen Einlagen öffentlicher Haushalte und die Veränderung der übrigen autonomen Faktoren (inkl. Netto-Währungsreserven) um insgesamt 22,1 Mrd €. Das Reservesoll stieg über die drei Reserveperioden um 0,9 Mrd € an und erhöhte dadurch den rechnerischen Liquiditätsbedarf leicht (siehe unten stehende Tabelle).

Bei dem ersten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft (GLRG) wurde per 24. September ein Volumen von knapp 83 Mrd € bereitgestellt. Wegen Umschichtungen aus dem Haupttender (15 Mrd € Ende September) und vorzeitigen Rückzahlungen der Dreijahrestender (insgesamt 87 Mrd € im Betrachtungszeitraum) erhöhte sich das ausstehende Tendervolumen bei Valutierung des ersten GLRG aber nur um gut 47 Mrd € auf 519 Mrd €. Insgesamt sank das im Durchschnitt ausstehende Tendervolumen von 572 Mrd € in der Periode Juni/Juli (ohne Berücksichtigung des in der ersten Woche noch durchgeführten SMP-Absorptionstenders) auf 497 Mrd € in der Periode September/Oktober (siehe Schaubild auf S. 31).

Die Höhe der Überschussliquidität wurde auch im Betrachtungszeitraum hauptsächlich von den Offenmarktgeschäften, ins-

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

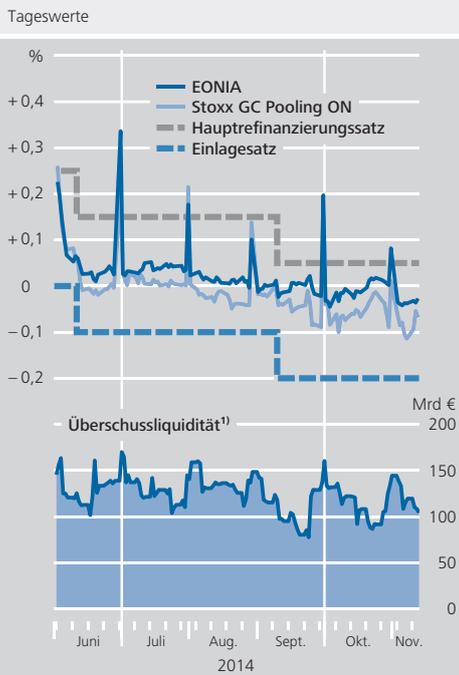
Position	2014		
	9. Juli bis 12. Aug.	13. Aug. bis 9. Sept.	10. Sept. bis 7. Okt.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren			
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 9,5	- 4,2	+ 0,5
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 17,6	+ 26,2	- 12,2
3. Netto-Währungsreserven ²⁾	+ 7,6	+ 0,2	+ 4,2
4. Sonstige Faktoren ²⁾	+ 11,1	+ 3,4	- 4,4
Insgesamt	+ 26,8	+ 25,6	- 11,9
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 5,1	+ 8,1	- 15,8
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 45,4	- 27,3	+ 10,8
c) Sonstige Geschäfte	+ 20,4	- 5,9	- 1,6
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,2	- 0,1	+ 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 0,7	- 0,6	+ 0,9
Insgesamt	- 30,6	- 25,8	- 5,7
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 4,1	- 0,1	- 17,5
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,6	- 0,2	- 0,1

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

Notenbankzinsen, Geldmarktsätze und Überschussliquidität



Quellen: EZB, Eurex Repo und eigene Berechnungen. 1 Zentralbankguthaben minus Mindestreservesoll plus Einlagefazilität. Deutsche Bundesbank

besondere auch der monatsultimobedingten Mehrnachfrage beim Haupttender, den Rückzahlungen bei den Dreijahrestendern und den autonomen Faktoren beeinflusst. Während die Überschussliquidität in den beiden Vorperioden im Durchschnitt bei je 130 Mrd. € lag, ging sie in der Reserveperiode September/Oktober, das heißt nach der erneuten Zinssenkung, spürbar auf durchschnittlich 112 Mrd. € zurück. Diese letzte Periode war allerdings durch zwei Phasen gekennzeichnet. Bis zur Valutierung des ersten GLRG am 24. September lag die Überschussliquidität meist unter 100 Mrd. € und erreichte mit 77 Mrd. € ihren niedrigsten Wert. Nach der Gutschrift des GLRG stieg sie recht deutlich an und kletterte danach bis auf 160 Mrd. €.

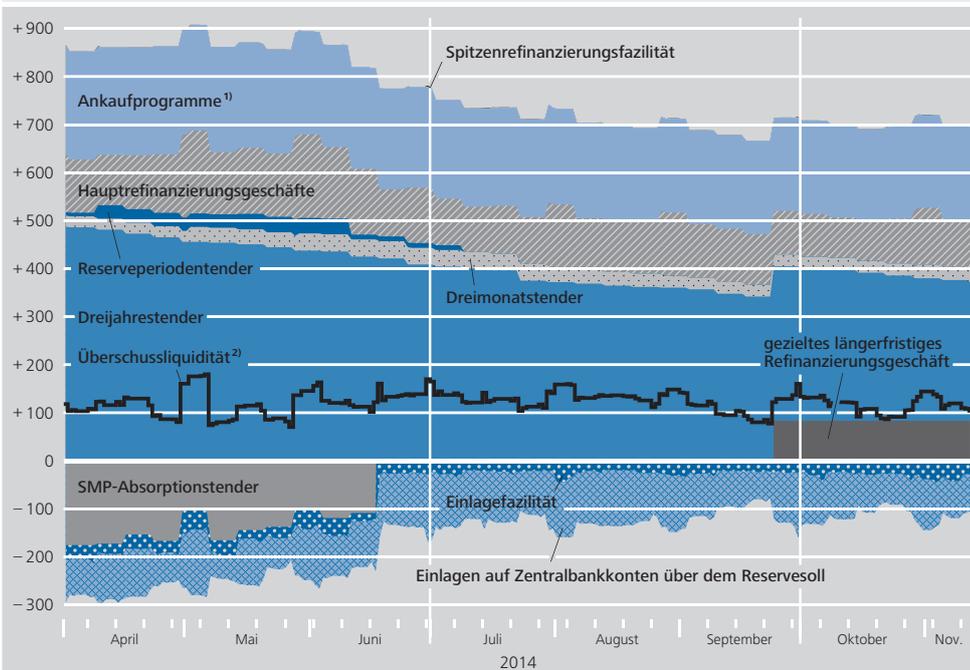
Bei den bereits beendeten Ankaufprogrammen reduzierten sich die bilanziellen Wertpapierbestände im Betrachtungszeitraum

durch Fälligkeiten und unter Berücksichtigung der vierteljährlichen Neubewertungen weiter (CBPP1 und CBPP2: Rückgänge um 3,0 Mrd. € auf 31,7 Mrd. € bzw. um 0,6 Mrd. € auf 13,5 Mrd. €, SMP: Rückgang um 7,2 Mrd. € auf 149,1 Mrd. €).

Die Tagesgeldsätze vollzogen die erneute Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes und des Einlagesatzes um 10 Basispunkte nur teilweise nach: Besichertes Tagesgeld (GC Pooling Overnight, ECB Basket) lag im Durchschnitt der Reserveperiode September/Oktober bei -0,04% und damit nur noch 9 Basispunkte unter dem Hauptrefinanzierungssatz, EONIA wies mit einem durchschnittlichen Satz von 0,00% einen Abstand zum Leitzins von nur noch -5 Basispunkten auf. Diese Zinsdifferenzen waren geringer als in den vorhergehenden beiden Reserveperioden, wofür neben der insgesamt geringeren Überschussliquidität auch Bestrebungen zahlreicher Kreditinstitute ursächlich gewesen sein dürften, beim Handel im Euro-Geldmarkt (deutlich) negative Tagesgeldsätze möglichst zu vermeiden. Auf die Tagesgeldumsätze, besonders im besicherten Bereich, hatte die Zinssenkung vom September jedoch eine belebende Wirkung. In der Reserveperiode September/Oktober erhöhten sich bei GC Pooling die Umsätze beim Tagesgeld (ECB Basket) deutlich auf durchschnittlich 19,9 Mrd. € (Vorperioden: 14,4 Mrd. € und 14,7 Mrd. €). Die unbesicherten EONIA-Umsätze stiegen nur leicht, wobei das Niveau mit durchschnittlich 29,8 Mrd. € eher niedrig blieb. Weiterhin charakteristisch waren die am Monatsultimo deutlich gestiegenen Tagesgeldsätze, da Banken weniger Ausleihungen vornahmten (relativ niedrige Umsätze), obwohl die Liquiditätsverhältnisse an diesen Tagen sehr komfortabel waren (siehe oben stehendes Schaubild).

Liquiditätsbereitstellung und Liquiditätsverwendung

Mrd €, Tageswerte



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. **1** Programm für die Wertpapiermärkte (SMP), Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen: CBPP1, CBPP2 und CBPP3. **2** Zentralbankguthaben minus Mindestreservesoll plus Einlagefazilität.
 Deutsche Bundesbank

In der dem Betrachtungszeitraum folgenden Reserveperiode Oktober/November 2014 führte in der Mitte der Periode die gesunkene Überschussliquidität von rund 90 Mrd € zu steigenden Tagesgeldsätzen. Während besichertes Tagesgeld (GC Pooling, ECB Basket) dabei noch negativ blieb, stieg EONIA in den positiven Bereich und blieb dort bis Ende Oktober. In der letzten Woche der Reserveperiode, in der üblicherweise Kreditinstitute in ihrer Mindestreserveerfüllung weit fortgeschritten sind und daher einen geringeren Liquiditätsbedarf aufweisen, kam es wieder zu spürbar fallenden Tagesgeldsätzen, wobei besichertes Tagesgeld bei GC Pooling (ECB Basket) mit $-0,114\%$ einen neuen historischen Tiefstand erreichte. Im Periodendurchschnitt lagen die Tagesgeldsätze mit $-0,01\%$ (EONIA) beziehungsweise $-0,06\%$ (GC Pooling O/N) allerdings nur etwas unter den Werten der Vorperiode. Die zugrunde liegenden Umsätze nahmen im Periodendurchschnitt

zur Vorperiode ebenfalls ab, blieben aber im besicherten Bereich auf dem erhöhten Niveau. Die Überschussliquidität fiel mit durchschnittlich 114 Mrd € leicht höher aus als in der Vorperiode, war jedoch weiterhin volatil. Der bilanzielle Bestand des in dieser Periode neu gestarteten Ankaufprogramms CBPP3 betrug am 7. November 2014 7,4 Mrd € und hatte somit noch keine größeren Auswirkungen auf die Liquiditätsverhältnisse. Das Programm zum Kauf von Asset Backed Securities (ABS Purchase Programme: ABSPP) hatte zu diesem Zeitpunkt noch nicht begonnen.

geschäfte orientieren.¹⁾ Dabei wird in der Regel eine Mindest-Bonitätsbeurteilung verlangt, die dem Rating einer externen Ratingagentur von „BBB-“ entspricht. Während für ABS zwei entsprechende Ratings vorliegen müssen, genügt für gedeckte Schuldverschreibungen das Rating einer einzelnen Agentur. Für ABS, deren zugrunde liegende Forderungen gegenüber Unternehmen des nichtfinanziellen privaten Sektors mit Sitz in Griechenland oder Zypern bestehen, gelten Ausnahmen: Solche ABS können die geforderte Mindest-Bonitätsbeurteilung nicht erreichen, da die Ratingagenturen eine an das jeweilige Länderrating gekoppelte Obergrenze anwenden. In diesen Fällen gilt, dass die ABS mindestens das maximal erreichbare Rating des jeweiligen Landes vorweisen müssen. Entsprechende Ausnahmen wurden auch für in Griechenland und Zypern begebene gedeckte Schuldverschreibungen beschlossen. Allerdings werden an beide Wertpapierklassen in diesen Ländern zusätzliche Anforderungen gestellt, die über den temporären Sicherheitenrahmen des Eurosystems hinausgehen und so das mit diesen Papieren verbundene Risiko mindern sollen.²⁾

Eurosystem hat bereits mit Ankäufen gedeckter Schuldverschreibungen begonnen

Das Eurosystem hat Mitte Oktober 2014 bereits mit den Ankäufen von gedeckten Schuldverschreibungen begonnen und bis zum 7. November Papiere im Wert von insgesamt 7,4 Mrd € angekauft. Die ABS-Ankäufe werden im Verlauf des Novembers beginnen, nachdem inzwischen der Auswahlprozess zur Findung der externen Dienstleister abgeschlossen wurde, mit denen das Eurosystem in diesem Rahmen zusammenarbeiten wird. Für die Ankäufe kommen zunächst nur die vergleichsweise sicheren Senior-Tranchen in Frage. Käufe riskanterer Tranchen (Mezzanine-Tranchen) werden in einer späteren Phase nicht ausgeschlossen, sofern diese von staatlicher Seite hinreichend garantiert werden.

Nebenwirkungen zu hoher Ankaufpreise, insbesondere bei hohen oder nicht begrenzten Ankaufvolumina

Geldpolitische Ankäufe von Wertpapieren privater Emittenten können vielseitige negative Nebenwirkungen haben. So kann es, wenn die Ankaufpreise zu hoch ausfallen sollten, zu einem Ressourcentransfer mit Subventions-

charakter an die Verkäufer kommen, durch den andere Marktteilnehmer benachteiligt würden. Die Folge wären Wettbewerbsverzerrungen und die mit Fehlallokationen verbundenen Ineffizienzen. Zudem werden möglicherweise private Investoren durch die Notenbank verdrängt, was die nachhaltige Funktionalität dieser Märkte beeinträchtigen kann. Die Ankündigung eines konkreten hohen Zielvolumens für die Bilanzsumme der Notenbank könnte die vorgenannten Nebenwirkungen noch deutlich verstärken. Das Eurosystem darf diese Nebenwirkungen bei der Durchführung der Kaufprogramme nicht aus dem Blick verlieren.

Nach der zweiten Sitzung des EZB-Rats im September 2014 gab die EZB das Ergebnis der Auslosung zur im Januar 2015 beginnenden Stimmenrotation im EZB-Rat bekannt. Demnach werden in der Gruppe der Gouverneure der nationalen Zentralbanken der größten Mitgliedstaaten der Europäischen Währungsunion neben dem Bundesbankpräsidenten auch die Gouverneure der spanischen, französischen, italienischen und niederländischen Notenbank im Wechsel für jeweils eine EZB-Ratsitzung ohne Stimmrecht sein.

Stimmenrotation im EZB-Rat beginnt ab Januar 2015

Am 18. September 2014 wurde das erste von insgesamt acht GLRG zugeteilt. Dabei nahmen 255 von 382 zugelassenen Instituten Kredite in einem Gesamtvolumen von 82,6 Mrd € beim Eurosystem auf. Das zweite GLRG wird am 11. Dezember 2014 zugeteilt. Teilnehmende Banken können bei diesen ersten beiden GLRG Notenbankkredite in Höhe von bis zu 7% ihres zum Stichtag 30. April 2014 gegenüber dem nichtfinanziellen Privatsektor ausstehenden Kreditvolumens (ohne Wohnungsbaukredite an private Haushalte) aufnehmen; maximal wären dies etwa 400 Mrd €. Der Zinssatz für die GLRG

255 Banken leihen sich 82,6 Mrd € im ersten GLRG

¹ Allerdings werden einige Anpassungen vorgenommen, um den Unterschied zwischen endgültigen Ankäufen von Wertpapieren und der Hereinnahme als geldpolitische Sicherheit zu berücksichtigen.

² Weitere Details sind in den EZB-Pressemitteilungen vom 2. Oktober 2014 enthalten.

Überschussliquidität und kurzfristige Geldmarktsätze

Die Höhe der kurzfristigen Zinssätze auf dem Interbanken-Geldmarkt hängt maßgeblich vom Niveau der Leitzinssätze des Eurosystems ab. Neben dem Hauptrefinanzierungssatz sind dies die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungsfazilität und die Einlagefazilität, die einen im Regelfall symmetrischen Korridor um den Hauptrefinanzierungssatz bilden. Während dieser Zinskorridor die Schwankungen der Interbanken-Tagesgeldsätze begrenzt, hängt deren Position innerhalb des Korridors primär von der Liquiditätslage im Bankensektor ab, die insbesondere an der Überschussliquidität¹⁾ abgelesen werden kann. Der Begriff der Überschussliquidität ist dabei so zu verstehen, dass die täglich fälligen Guthaben der Banken auf ihren Konten bei den Notenbanken des Eurosystems – in Summe und im Durchschnitt der Reserveperiode – das Reservesoll übersteigen, sodass die Zentralbankguthaben der Banken im Aggregat betrachtet deutlich größer sein können als es rechnerisch erforderlich ist.

Basispunkten um den Hauptrefinanzierungssatz vergleichsweise breit und setzte somit starke Anreize für einen horizontalen Liquiditätsausgleich über den Interbanken-Geldmarkt. Damals sorgte das Eurosystem durch Begrenzung der Zuteilungsbeträge für ausgeglichene Liquiditätsbedingungen im Aggregat – also für eine vernachlässigbar geringe Überschussliquidität – und konnte dadurch die kurzfristigen Geldmarktsätze nahe dem Hauptrefinanzierungssatz und damit etwa in der Mitte des Zinskorridors verankern (siehe unten stehendes Schaubild).

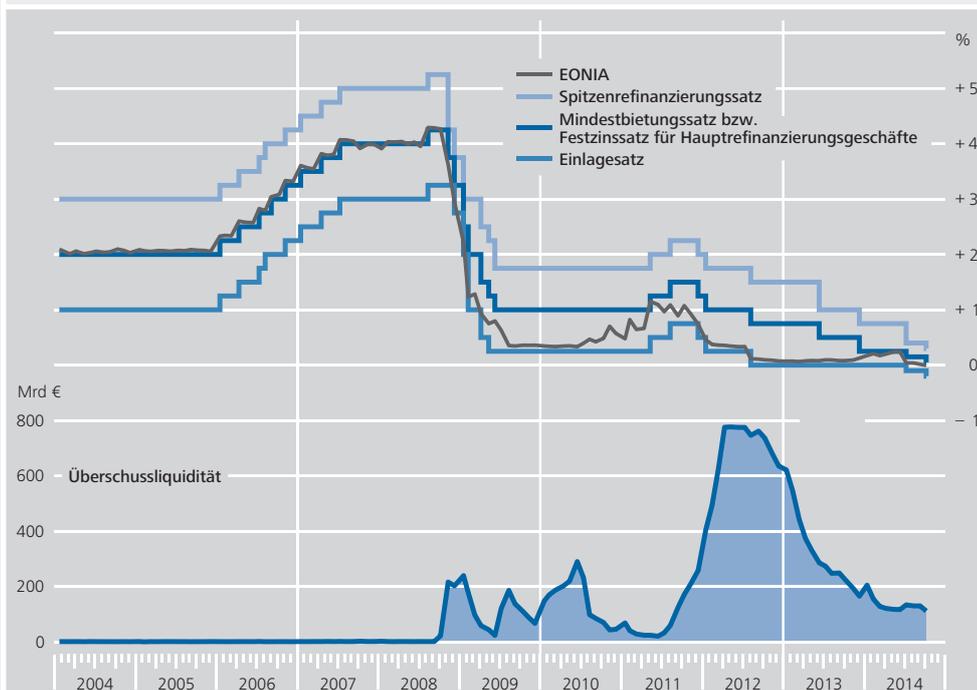
Die Verschärfung der Finanzkrise im Herbst 2008 erschwerte es zahlreichen Banken, sich Liquidität über den Interbanken-Geldmarkt zu beschaffen. Das Eurosystem reagierte darauf mit der Umstellung seiner Refinanzierungsgeschäfte auf vollständige Zuteilung zum festen Zinssatz. Das Zuteilungsvolumen wird seitdem nicht mehr vom Eurosystem

Vor der Finanzkrise war der Zinskorridor mit einem symmetrischen Abstand von ± 100

1 Überschussliquidität = Einlagefazilität plus Einlagen auf Girokonten abzüglich Mindestreservesoll.

Geldmarktzinsen und Überschussliquidität

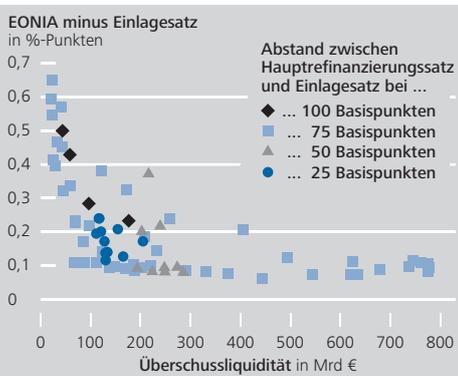
im Durchschnitt der Reserveperiode



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Überschussliquidität und Abstand zwischen EONIA und Einlagesatz

im Durchschnitt der Reserveperiode seit Oktober 2008



begrenzt, sondern von der aggregierten Nachfrage der Geschäftspartner bestimmt. In der Folge nahmen die geldpolitische Refinanzierung und damit die Überschussliquidität deutlich zu. Der bislang größte Anstieg der Überschussliquidität auf nahezu 800 Mrd € Anfang 2012 resultierte aus der umfangreichen Inanspruchnahme der beiden Refinanzierungsgeschäfte mit dreijähriger Laufzeit Ende 2011 und Anfang 2012.

Bei sehr hoher Überschussliquidität verbleiben die Interbanken-Tagesgeldsätze meist in der Nähe des Satzes der Einlagefazilität.²⁾ Sinkt davon ausgehend die Überschussliquidität, dann steigt die Nachfrage auf dem Interbanken-Geldmarkt tendenziell wieder und EONIA nähert sich – typischerweise unter Schwankungen – wieder dem Hauptrefinanzierungssatz. Auch der seit Juni 2014 erstmals negative Einlagesatz hat diesen inversen Zusammenhang zwischen Überschussliquidität und Geldmarktsätzen nicht fundamental verändert. Da das Eurosystem den Abstand zwischen Hauptrefinanzierungs- und Einlagesatz seit 2009 schrittweise von ursprünglich 100 Basispunkten auf inzwischen nur noch 25 Basispunkte verringert hat, nahm auch der maximale Abstand zwischen EONIA und Einlagesatz ab (siehe oben stehendes Schaubild).

Insgesamt betrachtet besteht derzeit also eine vergleichsweise enge Wechselwirkung zwischen Überschussliquidität und EONIA: Werden kurzfristige Geldmarktgeschäfte aufgrund

eines – durch sinkende Überschussliquidität ausgelöst – Anstiegs der Marktzinssätze für einzelne Institute unattraktiver als die geldpolitische Refinanzierung, dann fragen diese verstärkt Refinanzierungsmittel vom Eurosystem nach. Dadurch steigt die Überschussliquidität wieder und EONIA sinkt tendenziell. Da das aggregierte Zuteilungsvolumen bei den Refinanzierungsgeschäften im Rahmen des gegenwärtigen Vollzuteilungsverfahrens nicht durch das Eurosystem kontrolliert wird, sind somit gewisse Schwankungen der Liquiditätslage und der kurzfristigen Geldmarktsätze als völlig normal anzusehen, und dürfen keinesfalls als Ausdruck eines veränderten geldpolitischen Kurses gewertet werden.

Die aggregierte Liquiditätsnachfrage der Banken und die daraus resultierende Überschussliquidität werden auch weiterhin eine wichtige Rolle für die Lage der sehr kurzfristigen Geldmarktsätze innerhalb des Zinskorridors spielen, zumal das Eurosystem bereits angekündigt hat, die Politik der Vollzuteilung bis Ende 2016 beizubehalten. Mit den im Sommer und Herbst 2014 beschlossenen gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG) sowie den Ankaufprogrammen für forderungsbesicherte Wertpapiere (ABS) und gedeckte Schuldverschreibungen hat das Eurosystem zudem eine Reihe von Maßnahmen beschlossen, die zusammengenommen – trotz der anstehenden Fälligkeiten der beiden Dreijahrestender – tendenziell neuerlichen Raum für einen Anstieg der Überschussliquidität eröffnen, der sich erfahrungsgemäß auch wieder dämpfend auf die Geldmarktsätze auswirken dürfte.

Auf längere Sicht wäre es unter Effizienzgesichtspunkten aber wünschenswert, wieder zu einer kontrollierten Liquiditätssteuerung mit begrenzten Zuteilungsvolumina zurückzukehren, da dies eine präzisere Kontrolle der kurzfristigen Geldmarktsätze und ein klareres Signal des geldpolitischen Kurses ermöglicht.

² Bei positivem Einlagesatz halten die Banken überschüssige Liquidität insbesondere in der Einlagefazilität des Eurosystems, die im Gegensatz zu auf Girokonten gehaltenen Überschussreserven verzinst werden. Seit der Einlagesatz des Eurosystems auf 0% und darunter reduziert wurde, weisen Überschussreserven auf Girokonten und Einlagefazilität dieselbe Verzinsung auf.

liegt jeweils 10 Basispunkte über dem bei Zuteilung geltenden Hauptrefinanzierungssatz.

Kein anhaltender Anstieg der Überschussliquidität durch Zuteilung des ersten GLRG

Nachdem sich die Überschussliquidität im Juli und August meist in einer Bandbreite von 100 Mrd € bis 150 Mrd € bewegt hatte, ging die Nachfrage bei den Hauptrefinanzierungsgeschäften im Zusammenhang mit der Zuteilung und Abwicklung des ersten GLRG zurück. Parallel dazu waren etwas erhöhte vorzeitige Rückzahlungen bei den Dreijahrestendern zu verzeichnen. Insgesamt betrachtet kam es somit durch das erste GLRG nicht zu einer anhaltenden Erhöhung der Überschussliquidität. Für das Bankensystem im Euro-Währungsgebiet bestehen offenbar auch angesichts der vergleichsweise geringen Breite des Zinskorridors von derzeit ± 25 Basispunkten weiterhin Anreize, überschüssige Liquidität an das Eurosystem zurückzugeben.

Kurzfristige Geldmarktsätze nach Zinsentscheidungen des EZB-Rats im negativen Bereich

Trotz leicht überproportionaler Reaktion auf die Leitzinssenkung im Juni verblieb der unbesicherte Interbanken-Tagesgeldsatz EONIA zunächst bis Ende August im positiven Bereich. Seitdem waren – insbesondere in Abhängigkeit von den Liquiditätsbedingungen – teils positive, teils negative EONIA-Notierungen zu verzeichnen. Auf die nochmalige Leitzinssenkung um weitere 10 Basispunkte Anfang September folgten zwar neuerliche EONIA-Tiefstände von bis zu 0,045%, die unbesicherten Interbanken-Tagesgeldsätze liegen jedoch wieder näher am Hauptrefinanzierungssatz als im Zeitraum Juni bis August. Insgesamt betrachtet bewegt sich der Zinsabstand von EONIA zum Einlagesatz des Eurosystems in Relation zur Überschussliquidität weiterhin im Rahmen bisheriger Erfahrungswerte (siehe auch Erläuterungen auf S. 33 f.). Nähern sich durch eine abnehmende Überschussliquidität die sehr kurzfristigen Geldmarktsätze dem Niveau des Hauptrefinanzierungssatzes, deutet dies im Rahmen der Vollzuteilung bei den Refinanzierungsgeschäften auf eine Normalisierung am Geldmarkt hin.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Der Deleveraging-Prozess im MFI-Sektor des Euro-Raums hat sich in den Sommermonaten – gemessen an 12-Monatsveränderungen – weiter deutlich abgeschwächt. Dies lag insbesondere daran, dass der kräftige, im Jahr 2013 begonnene Abbau von Finanzderivativen zum Stillstand kam. Zudem weiteten die Banken im Euro-Raum per saldo ihre Bestände an Wertpapieren öffentlicher Haushalte und ihre Forderungen gegenüber dem Ausland aus. Dagegen geriet die seit Sommer 2013 zu beobachtende Erholung der Buchkreditvergabe an den Privatsektor, die sich im ersten Halbjahr spürbar beschleunigt hatte, in den Sommermonaten vor dem Hintergrund der schwachen realwirtschaftlichen Dynamik ins Stocken. Das anhaltende Wachstum der Geldmenge M3 wurde folglich nicht von der Kreditvergabe an den Privatsektor, sondern erneut von anderen Gegenposten getragen.

Gesamtwirtschaftliches Umfeld

Nach bereits deutlichen Zuflüssen im Vorquartal verzeichnete die Geldmenge M3 im dritten Quartal einen kräftigen Zuwachs. Er betraf weiterhin in erster Linie die täglich fälligen Einlagen, die von weiter rückläufigen sonstigen Einlagezinsen profitierten und insbesondere im nichtfinanziellen Privatsektor deutlich aufgebaut wurden. Sonstige kurzfristige, in M3 enthaltene Einlagen hingegen wurden im Berichtsquartal per saldo leicht abgebaut, bedingt vor allem durch rückläufige kurzfristige Termineinlagen privater Haushalte. Wie bereits im Vorquartal stiegen die Bestände an marktfähigen Instrumenten per saldo leicht, was im Sommer vor allem Zuwächsen bei Geldmarktfondsanteilen und Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von unter zwei Jahren zuzuschreiben war.

Kräftiges M3-Wachstum von Sichteinlagen getrieben

Vor diesem Hintergrund gewann der seit Anfang des Jahres zu beobachtende Aufwärtstrend des Geldmengenwachstums im Berichtsquartal weiter an Schwung, und die Jahreswachstumsrate von M3 stieg merklich auf 2,5%. Zugleich nahm auch die Jahresrate der

Erneute Aufwärtsbewegung von Geldmengen- und Kreditwachstum

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors der EWU *)

Veränderung in Mrd €, saisonbereinigt

Aktiva	2014, 3. Vj.	2014, 2. Vj.	Passiva	2014, 3. Vj.	2014, 2. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	- 16,1	- 39,2	Einlagen von Zentralstaaten	- 27,2	16,3
Buchkredite	- 11,6	- 43,8	Geldmenge M3	132,2	75,6
Buchkredite, bereinigt 1)	- 12,1	12,0	davon Komponenten:		
Wertpapierkredite	- 4,5	4,6	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	137,8	56,6
Kredite an öffentliche Haushalte im Euro-Währungsgebiet	53,7	- 35,3	Übrige kürzerfristige Bankeinlagen (M2-M1)	- 10,2	15,6
Buchkredite	- 0,6	- 13,2	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	4,5	3,4
Wertpapierkredite	54,3	- 22,1	Geldkapital	3,2	- 76,8
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	8,9	83,4	davon:		
andere Gegenposten von M3	62,2	- 49,6	Kapital und Rücklagen	62,3	1,8
			Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	- 59,2	- 78,6

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

Deutsche Bundesbank

(um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigten) Buchkredite an den Privatsektor im Euro-Raum trotz leichter Abflüsse im Berichtsquartal weiter spürbar auf - 0,6% zu, da sich die Nettotilgungen über das gesamte Jahr betrachtet deutlich verlangsamt haben. Vor diesem Hintergrund blieb der Abstand zwischen Geldmengen- und Kreditwachstum aber weiterhin groß. Die monetäre Grunddynamik ist damit trotz der vorsichtigen Erholungstendenzen nach wie vor als gedämpft zu bezeichnen.

Abbau der Buchkredite nichtfinanzieller Unternehmen setzt sich fort

Die Erholung der Buchkredite an den Privatsektor im Euro-Raum, die im Frühling erstmalig nach zwei Jahren per saldo wieder leicht gestiegen waren, erlitt in der kurzfristigen Betrachtung im Sommerquartal einen Rückschlag. Ursächlich hierfür waren die Buchkredite an den Unternehmenssektor, und hier vor allem die Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen. Bei ihnen konnte die kräftige Aufwärtsdynamik aus dem Vorquartal nicht fortgesetzt werden; vielmehr geriet der seit Sommer 2013 zu beobachtende kontinuierliche Aufwärtstrend im Berichtsquartal ins Stocken. Allerdings ist anzumerken, dass diese Kredite grundsätzlich gewisse Schwankungen aufweisen. Neben den langfristigen Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen, die üblicherweise zu Investitionszwecken nachgefragt werden, wiesen im Berichtsquartal auch die mittelfristigen Ausleihun-

gen spürbare Abflüsse aus. Im Vorjahresvergleich ist dennoch weiterhin eine deutliche Erholung der Kreditvergabe erkennbar, infolge derer die Jahresrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euro-Gebiet von - 2,8% im Sommer letzten Jahres auf - 1,8% im Berichtsquartal zunahm.

Auf Länderebene betrachtet blieb die Heterogenität der Buchkreditentwicklung hoch. In den vier großen Mitgliedsländern wurden lediglich für französische nichtfinanzielle Unternehmen unverändert positive Quartalszuflüsse gemeldet (vgl. Schaubild auf S. 41 sowie Erläuterungen auf S. 38 ff.). Deutsche Unternehmen bauten ihre Kredite nach dem positiven Quartalszufluss im Frühling per saldo wieder ab, und in Italien und Spanien erlebte der Abbau der Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen eine erneute Beschleunigung. Hinter dieser Entwicklung dürften unterschiedliche Ursachen stehen. In Spanien werden die heimischen positiven konjunkturellen Impulse, die typischerweise um einige Quartale verzögert die Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen unterstützen sollten, tendenziell dadurch überlagert, dass der Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen weiterhin einen hohen Entschuldungsbedarf aufweist. In Italien stellt der erneute Rückfall in die Rezession ein besonderes Risiko für die Buchkreditentwicklung dar. In

Heterogenität der Kreditvergabe in den vier großen Ländern des Euro-Raums weiterhin hoch

Deutschland (wie auch im Euro-Raum insgesamt) dürfte die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten wie in den Vorquartalen durch eine verstärkte Nutzung anderer Finanzierungsquellen gedämpft worden sein, wobei in Deutschland die Finanzierung aus Eigenmitteln im Vordergrund steht.

Bedeutung angebotsseitiger Kreditbeschränkungen erneut rückläufig

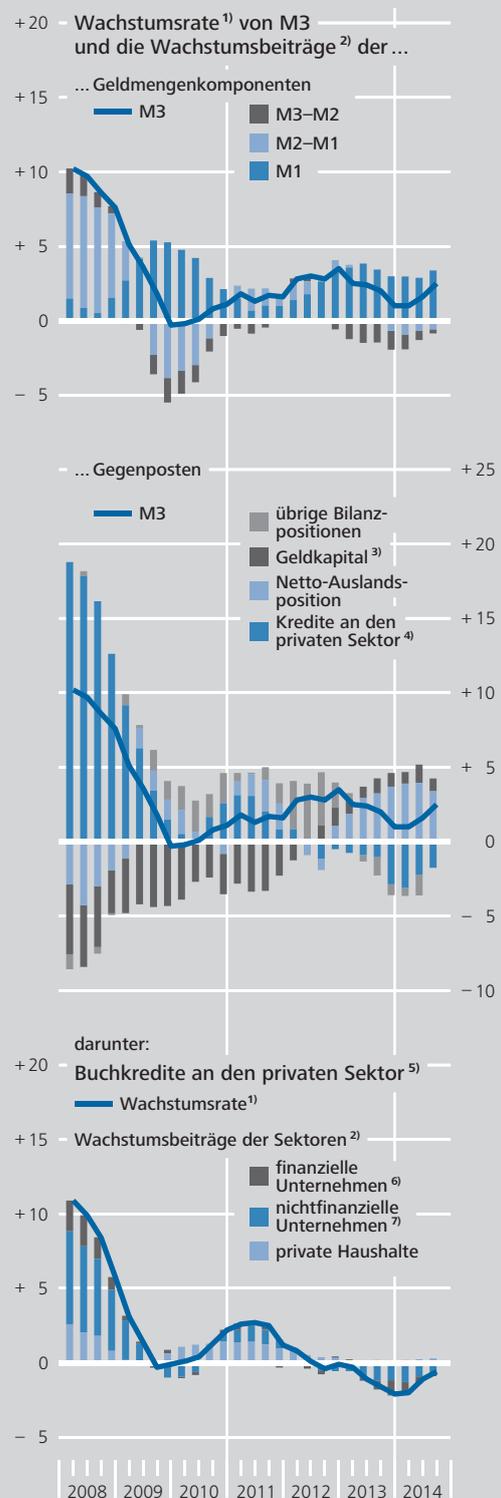
Umfrageergebnisse deuten darauf hin, dass die Bedeutung angebotsseitiger Kreditbeschränkungen in den meisten Mitgliedsländern des Euro-Raums im Berichtsquartal erneut abgenommen hat. Laut der gerade veröffentlichten SAFE-Umfrage der EZB nehmen kleine und mittlere Unternehmen (KMU) im Euro-Raum den Zugang zu Bankkrediten, der sich aus ihrer Sicht vor allem in den Jahren 2009 und 2012 spürbar verschlechtert hatte, nicht zuletzt aufgrund insgesamt verbesserter firmenspezifischer Faktoren derzeit als weniger problematisch wahr. Eine wesentliche Ausnahme hierbei bilden italienische KMU, die die Verfügbarkeit von Bankkrediten als zunehmend rückläufig einschätzen. Bei der im dritten Quartal durchgeführten Umfrage im Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) gaben die teilnehmenden Banken im Euro-Raum an, ihre Standards für Unternehmenskredite per saldo weitgehend auf dem Niveau des Vorquartals belassen zu haben. Dies betraf Unternehmen aller Größenklassen in ähnlichem Maße. Gleichzeitig beobachteten die befragten Institute im Euro-Raum bei den nichtfinanziellen Unternehmen keine spürbare Veränderung der Nachfrage nach Bankkrediten.

Buchkredite an private Haushalte mit erkennbarem Zuwachs

Die wesentlichen positiven Impulse für die Entwicklung der Buchkredite an den Privatsektor im Euro-Raum kamen in den Sommermonaten abermals von den Krediten an private Haushalte. Ihr Wachstum hat sich seit Jahresbeginn zwar etwas beschleunigt, muss mit einer Jahreswachstumsrate von 0,6% aber weiterhin als äußerst moderat bezeichnet werden. Wachstumsträger waren in einem Umfeld historisch niedriger Zinsen weiterhin die Wohnungsbaukredite. Auch bei ihnen hält die Heterogenität auf Länderebene an: Hinter der Zunahme des Euro-Raum-Aggregats verbarg sich ein deutlicher An-

Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euro-Raum

saisonbereinigt, Quartalsendstände



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

Zur unterschiedlichen Dynamik der Buchkredite an nicht-finanzielle Unternehmen in Deutschland und Frankreich

Unter den vier großen Mitgliedstaaten des Euro-Raums sticht Frankreich aktuell als einziges Land mit einem über mehrere Quartale stabilen, positiven Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euro-Raum heraus (siehe Schaubild auf S. 41). Im Vergleich zu den vergangenen 15 Jahren ist die Kreditdynamik dort zwar als moderat zu bezeichnen; dennoch ist die Kreditvergabe in Frankreich erkennbar höher

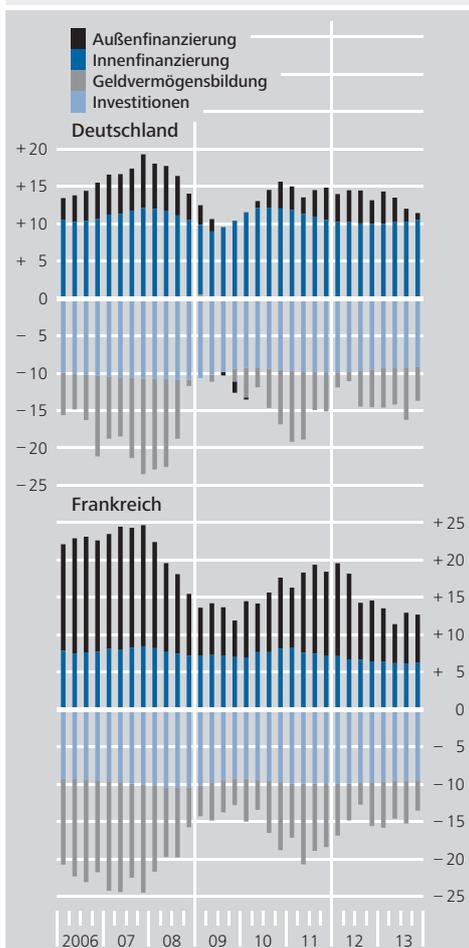
als die nach wie vor verhaltene Kreditentwicklung in Deutschland.¹⁾

Dies ist auf den ersten Blick überraschend, da es in Deutschland gegenwärtig keine Hinweise auf Kreditangebotsrestriktionen gibt und die deutsche Wirtschaft in den letzten Jahren ein stärkeres Wachstum des realen Bruttoinlandsprodukts (BIP) als die französische aufwies: Vom Jahr 2010 bis Anfang 2014 (aktuellere Angaben liegen nicht vor) lag die durchschnittliche Jahreswachstumsrate des realen BIP in Deutschland mit + 2,2% deutlich über der in Frankreich (+ 1,2%), was vor allem auf die günstigere Exportentwicklung in Deutschland und die erheblichen strukturellen Wachstumshemmnisse in Frankreich zurückzuführen ist.

Hauptträger des Wachstums der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen in Deutschland und Frankreich waren in dem hier betrachteten Zeitraum Kredite mit langer Laufzeit, wie sie üblicherweise für Investitionszwecke verwendet werden. Die Entwicklung der gewerblichen Investitionen in beiden Ländern kann die unterschiedliche Kreditdynamik in den letzten Jahren jedoch nicht erklären. So sind die gewerblichen Investitionen seit 2010 in Frankreich im Mittel (+ 2,9%) sogar schwächer gestiegen als in Deutschland (+ 4,0%).

Mittelherkunft (+) und -verwendung (-) der nichtfinanziellen Unternehmen

in % des BIP, gleitende Vierquartalsummen



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

¹ Die Buchkreditvergabe an im übrigen Euro-Raum ansässige nichtfinanzielle Unternehmen war in beiden Ländern in den letzten Jahren relativ gering und wird daher im Folgenden ausgeklammert. Insbesondere französische Banken bauten in den letzten zwei Jahren per saldo Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im übrigen Euro-Raum ab. Dies ist konform mit einer im Euro-Raum allgemein zu beobachtenden Tendenz zum Deleveraging im Bankensektor und einer damit einhergehenden stärkeren Konzentration auf das Kerngeschäft, aber auch mit den derzeit erhöhten Kreditrisiken in den Peripherieländern.

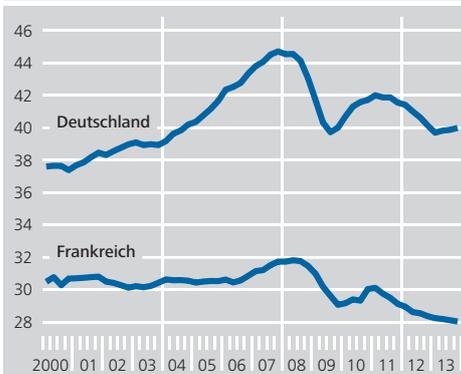
Vielmehr scheinen hinter der unterschiedlichen Dynamik der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen in Deutschland und Frankreich vor allem Unterschiede in der Verfügbarkeit alternativer Finanzierungsquellen zu stehen. So generieren nichtfinanzielle Unternehmen in Deutschland gemäß den Angaben der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnungen einschließlich der Finanzierungsrechnung bereits seit geraumer Zeit einen wesentlichen Teil ihrer Mittel aus der Innenfinanzierung (siehe Schaubild auf S. 38).²⁾ Am aktuellen Rand (Angaben sind bis zum vierten Quartal 2013 verfügbar) belief sich deren Anteil an der Gesamtfinanzierung auf rund 92%. In Frankreich war der Innenfinanzierungsanteil dagegen deutlich niedriger und betrug zuletzt nur 49%. Die geringere Bedeutung der Innenfinanzierung in Frankreich spiegelt den tendenziellen Rückgang der Gewinnquote der nichtfinanziellen Unternehmen seit der Verschärfung der Finanzkrise im Jahr 2008 wider (siehe nebenstehendes oberes Schaubild). Ausschlaggebend dafür war, dass die Arbeitnehmerentgelte den Einbruch der Bruttowertschöpfung 2009 nur zu einem geringen Teil nachvollzogen und dieser Unterschied im Folgenden nicht korrigiert wurde. Um nicht weiter an Wettbewerbsfähigkeit zu verlieren, haben die französischen nichtfinanziellen Unternehmen über den Produktivitätsfortschritt hinausgehende Steigerungen von Löhnen und Lohnzusatzkosten nur zu einem geringen Teil in den Absatzpreisen weitergegeben.

Die nichtfinanziellen Unternehmen in Frankreich sind somit schon seit Jahren in höherem Maß auf externe Mittel zur Finan-

²⁾ Für eine ausführliche Diskussion der Entwicklung der Finanzierungsstruktur nichtfinanzieller Unternehmen in Deutschland vgl.: Deutsche Bundesbank, Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, Monatsbericht, Januar 2012, S. 13–28.

Gewinnquote der nichtfinanziellen Unternehmen

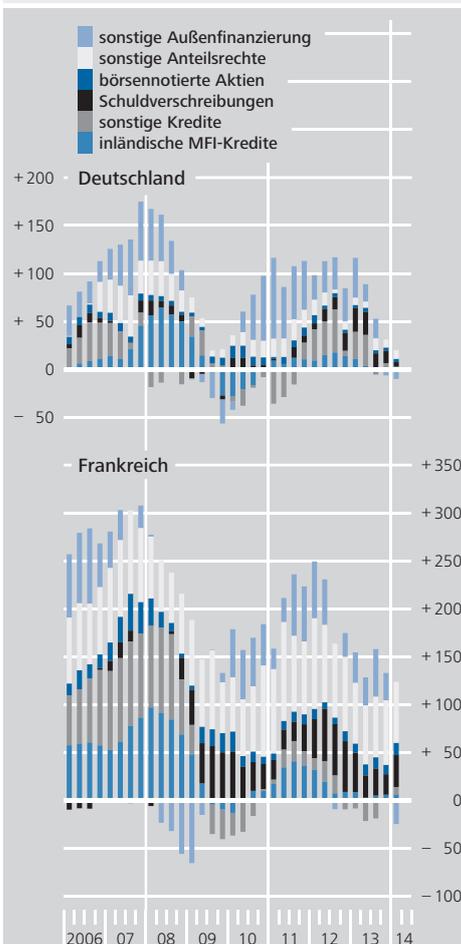
Brutto-Betriebsüberschuss in % der Bruttowertschöpfung



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen

Mrd €, gleitende Vierquartalsummen



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

zierung von Beteiligungs- und Sachinvestitionen angewiesen. Diese Tatsache schlägt sich nicht nur in einer strukturell höheren Buchkreditnachfrage, sondern auch in einer insgesamt kräftigeren Außenfinanzierungsdynamik nieder (siehe Schaubild auf S. 39 unten). So beträgt die Vierquartalsumme der Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen in Frankreich am aktuellen Datenrand (erstes Quartal 2014) rund 100 Mrd € (~ 4,8% des BIP). Ihre deutschen Pendanten kommen hingegen lediglich auf einen Wert von etwa 10 Mrd € (~ 0,4% des BIP). Der deutlich stärkere Rückgriff französischer nichtfinanzieller Unternehmen auf Außenfinanzierungsmittel ist ein wesentlicher Grund dafür, dass ihre Verschuldung im Verhältnis zum BIP in den letzten Jahren spürbar zugenommen hat, während die entsprechende Quote in Deutschland auf relativ niedrigem Niveau verharrte.

Trotz des stärkeren Wachstums der Buchkredite in Frankreich hat sich ihr Anteil an der gesamten Außenfinanzierung – ebenso wie in Deutschland – in den letzten Jahren aufgrund von Substitutionseffekten erkennbar abgeschwächt. In Frankreich griffen nichtfinanzielle Unternehmen zuletzt vermehrt auf nicht börsennotierte Aktien und sonstige Anteilsrechte zurück. Zudem gewannen Schuldverschreibungen im Lichte sinkender Kapitalmarktrenditen (relativ zu Bankkreditzinsen) in beiden Ländern zunehmend an Bedeutung.

stieg der Wohnungsbaukredite in den Kernländern der Währungsunion; in den Ländern der Peripherie dagegen gingen die Ausleihungen nicht zuletzt vor dem Hintergrund des bestehenden Entschuldungsbedarfs der privaten Haushalte insgesamt weiter zurück. Für den Euro-Raum als Ganzen berichteten auch die im BLS befragten Banken, dass die Nachfrage in diesem Kreditsegment deutlich anstieg, während die Standards für Wohnungsbaukredite an private Haushalte im Euro-Raum fast unverändert blieben.

Die Konsumentenkredite verzeichneten im Sommer erstmals seit 2009 per saldo einen erkennbaren Zufluss. In ihrer allmählichen Aufwärtsbewegung spiegelt sich die seit 2013 etwas verbesserte Grunddynamik des privaten Konsums wider. Diese Entwicklung deckt sich mit den Meldungen der im BLS befragten Institute. Sie gaben an, dass im Konsumentenkreditgeschäft eine leichte Lockerung der Standards mit einem moderat gestiegenen Mittelbe-

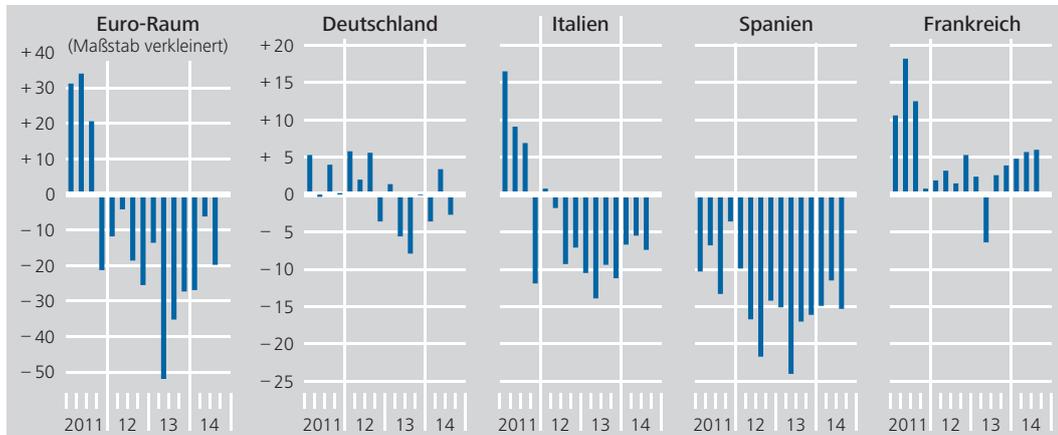
darf einherging. Aktuell mehren sich jedoch die Anzeichen für eine Abschwächung des privaten Konsums, was dämpfend auf die Kreditentwicklung in den kommenden Quartalen wirken dürfte.

Die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors, die in den vergangenen zwei Jahren der größte stützende Gegenposten zur Geldmenge M3 war, verzeichnete in den Sommermonaten per saldo nur leichte Zuwächse. Im August und September waren sogar Nettoabflüsse zu beobachten. Bei gleichzeitig weitgehend konstanten Leistungsbilanzüberschüssen dürften für die Rückgänge hauptsächlich Nettoabflüsse aus dem Wertpapierverkehr mit dem Ausland verantwortlich sein. Während die Käufe ausländischer Wertpapiere durch im Euro-Raum ansässige Nichtbanken anhielten, trennten sich ausländische Investoren in großem Umfang von Schuldverschreibungen heimischer Emittenten. Die Ausweitung der Wertpapierkredite an inländische öffentliche Haushalte in den Bankbilan-

Netto-Auslandsposition nur leicht gestiegen

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen

Mrd €; Dreimonatsveränderungen zum Quartalsende, saisonbereinigt sowie bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen



Quelle: EZB.
 Deutsche Bundesbank

zen bei gleichzeitigem Anstieg der Auslandsverbindlichkeiten des MFI-Sektors deutet darauf hin, dass es sich bei diesen Verkäufen unter anderem um Staatsschuldtitel von Ländern des Euro-Gebiets handelte, welche von heimischen Banken erworben wurden.

Staatliche Wertpapiere per saldo spürbar aufgebaut

Im Gegensatz zu den Vorquartalen übten die Wertpapierkredite an den Staat im Berichtsquartal somit erneut einen deutlich positiven Einfluss auf das Geldmengenwachstum aus. Nachgefragt wurden vor allem Wertpapiere aus dem Euro-Raum, die von Regierungen außerhalb des jeweiligen Heimatlandes emittiert wurden. Generell dürften sich in dem wieder erstarkten Interesse an staatlichen Wertpapieren die relativ komfortable Liquiditätssituation der hiesigen Banken sowie die oben genannten großvolumigen Verkäufe von Euro-Raum-Wertpapieren durch ausländische Investoren widerspiegeln.

Geldkapital per saldo leicht aufgebaut

Dämpfenden Einfluss auf die Geldmenge hatte im Berichtsquartal das Geldkapital, welches nach einem deutlichen Rückgang im Vorquartal per saldo wieder leicht zunahm. Spürbare Abflüsse sowohl aus langfristigen Termineinlagen als auch aus langfristigen Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren wurden durch einen fortgesetzten deutlichen Anstieg von Kapital und Rücklagen im Zuge der

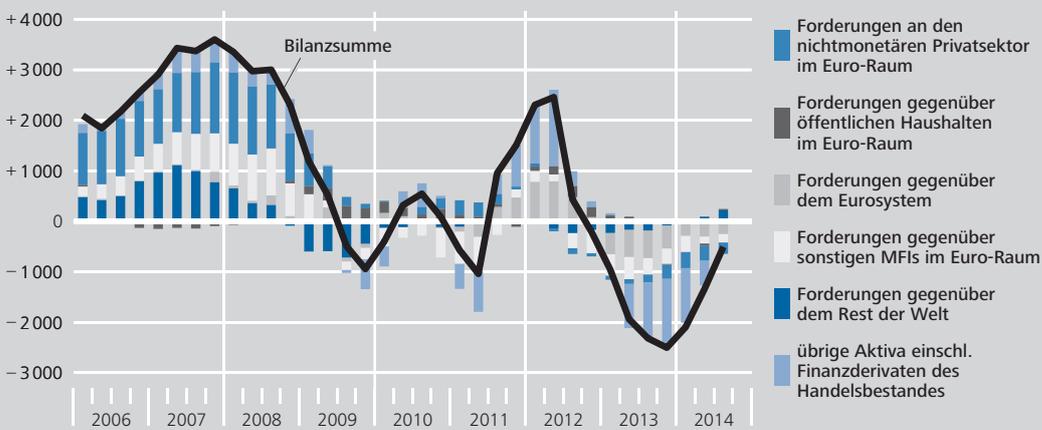
neuen regulatorischen und aufsichtlichen Aktivitäten kompensiert. Trotz der von den im Rahmen des BLS befragten Instituten gemeldeten erneuten spürbaren Verbesserungen bei der Begebung von längerfristigen Bankschuldverschreibungen wiesen insbesondere deutsche, spanische und italienische Banken erneut Abflüsse in diesem Bereich auf. Dies legt nahe, dass hier weiterhin auch bankseitige Faktoren eine Rolle spielen: Neben dem geringen Finanzierungsbedarf einiger Kreditinstitute im Zuge des Verschuldungsabbaus zählt hierzu vor allem die bankseitige Substitution von Bankschuldverschreibungen durch alternative Finanzierungsquellen, wie den weiter wachsenden Einlagenbestand und die günstig vom Eurosystem zur Verfügung gestellte Liquidität. Hierzu passt, dass ein Großteil der im BLS befragten Banken des Euro-Raums angab, an den GLRG des Eurosystems entweder bereits teilgenommen zu haben oder dies mit Blick auf eines der kommenden Geschäfte zu planen. Weiterhin meldeten die Banken auch eine insgesamt leicht verbesserte Refinanzierungssituation.

Der im Jahr 2013 beobachtete Nettoabbau von Bilanzaktiva der Banken im Euro-Raum schwächte sich im Berichtsquartal – gemessen an 12-Monatsveränderungen – weiter deutlich ab (vgl. Schaubild auf S. 42). Die Abschwächung war im Hinblick auf die Bilanzpositionen

Nettoabbau von Bilanzaktiva schwächte sich weiter deutlich ab

Bilanzaktiva der Banken^{*)} im Euro-Raum

12-Monatsveränderungen¹⁾ zum Quartalsende in Mrd €



Quelle: EZB. * Einschl. Geldmarktfonds. 1 Statistisch bedingte Veränderungen ausgeschaltet.
 Deutsche Bundesbank

breit angelegt. Besonders auffallend ist zum einen, dass der kräftige, im Jahr 2013 begonnene Abbau der Finanzderivate des Handelsbestandes zum Stillstand kam. Von den vier großen Ländern des Euro-Raums betraf dies vor allem Deutschland und Frankreich. Zum anderen verlangsamte sich in Deutschland, Frankreich und Spanien auch der Abbau der sonstigen Bilanzaktiva, was vor allem auf erneute Zuflüsse bei den Forderungen gegenüber dem Rest der Welt zurückzuführen war. In Italien beschleunigte sich der Abbau der sonstigen Bilanzaktiva dagegen leicht.

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Zuwachs im Einlagengeschäft hauptsächlich auf Sichteinlagen zurückzuführen

Auch im dritten Quartal 2014 setzte sich der Zuwachs im Einlagengeschäft deutscher Banken fort. Wie bereits in den Vorquartalen waren es insbesondere die Sichteinlagen, die von dem erneut rückläufigen Zinsabstand zwischen Einlagen unterschiedlicher Laufzeiten und der weiterhin hohen Liquiditätspräferenz der Anleger profitierten. Ausschlaggebend für diese Entwicklung waren abermals die Sichteinlagen privater Haushalte. Anders als in den Vorquartalen trugen jedoch auch die nichtfinanziellen Unter-

nehmen merklich zum Anstieg der Sichteinlagen bei.

Die seit Ausbruch der Finanzkrise anhaltende Umschichtung von langfristigen hin zu kürzerfristigen Einlagearten fiel im Sommerquartal jedoch gedämpfter aus als zuvor, da die privaten Haushalte zum ersten Mal seit fünf Jahren wieder langfristige Spareinlagen nachfragten. Möglicherweise spiegelt sich darin die Suche nach alternativen Anlagemöglichkeiten wider, nachdem die Stimmung an den Aktienmärkten in den Sommermonaten eine leichte Eintrübung erfuhr. Per saldo setzte sich der Abbau der längerfristigen Einlagen jedoch fort, da finanzielle Unternehmen, speziell Versicherungsunternehmen und Pensionseinrichtungen, ihr Engagement in Termineinlagen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren erneut spürbar reduzierten. Auf der Suche nach einer höheren Verzinsung dürften diese professionellen Anleger, wie auch in den Quartalen zuvor, die freigewordenen Gelder in weniger liquide und risikoreichere Aktiva außerhalb von M3 umgeschichtet haben.

Das Kreditgeschäft der Banken in Deutschland expandierte im dritten Quartal 2014 erneut deutlich. Wie schon zuvor war die Ausweitung hauptsächlich auf einen Anstieg der Kreditvergabe an private Nichtbanken zurückzuführen.

Erstmals wieder nennenswerte Nachfrage nach langfristigen Spareinlagen

Ausleihungen der Banken erneut deutlich anziehend

Die MFIs in Deutschland erhöhten dabei einerseits ihre Bestände an Wertpapieren privater inländischer Emittenten und vergaben andererseits auch mehr Buchkredite an Private.

Anstieg der Kredite an private Haushalte weiterhin von Wohnungsbaukrediten getrieben

Die Buchkredite an private Haushalte setzten ihre seit Anfang 2010 anhaltende moderate Ausweitung unvermindert fort. Triebfeder waren erneut die Wohnungsbaukredite, deren Anstieg sich im Vergleich zu den Vorquartalen noch einmal leicht beschleunigte. Im BLS gaben die befragten Banken dagegen an, dass die in der ersten Jahreshälfte 2014 beobachtbare deutliche Belebung der Nachfrage im Bereich der Wohnungsbaukredite im dritten Quartal praktisch zum Stillstand gekommen sei. Nach Meinung der Bankmanager verbesserten sich die Aussichten auf dem Wohnungsmarkt aus Sicht der Kreditnehmer gegenüber dem Vorquartal nur noch leicht, und auch das Verbrauchervertrauen trug ihrer Meinung nach erstmals seit über vier Jahren nicht mehr nennenswert zu einer Nachfrageerhöhung bei. Alternative Finanzierungsquellen, wie Ersparnisse privater Haushalte und Kredite anderer Banken, dämpften dagegen für sich genommen den Bedarf privater Haushalte an Wohnungsbaukrediten der befragten Institute.

Vergabepolitik bei Wohnungsbaukrediten etwas restriktiver

Bei der Vergabepolitik im Bereich der Wohnungsbaukredite zeigten sich die Banken in den Sommermonaten restriktiver als im Vorquartal. Zum einen weiteten sie ihre Margen aus, für risikoreichere Kredite sogar in spürbarem Maße. Zum anderen verschärfen sie ihre Vergaberichtlinien etwas, weil sie selbst – im Gegensatz zu den Kreditnehmern – eine leichte Eintrübung der Aussichten für den Wohnungsmarkt wahrnahmen.

Konsumentenkredite bei unveränderter Vergabepolitik moderat gestiegen

Im Konsumentenkreditgeschäft blieb die Vergabepolitik dagegen weitgehend unverändert. Gleichzeitig sahen sich die befragten Banken im dritten Quartal 2014 einer spürbar gestiegenen Nachfrage gegenüber. Nach Ansicht der Bankmanager beruhte dies in erster Linie auf einer gestiegenen Anschaffungsneigung der Konsumenten. Hierzu passt, dass die Angaben der

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

Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

Position	2014	
	2. Vj.	3. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾		
täglich fällig	23,7	35,5
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	0,4	- 5,8
über 2 Jahre	- 9,2	- 3,5
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	1,6	2,1
über 3 Monate	- 0,8	2,5
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 6,5	- 4,1
Wertpapierkredite	4,2	6,4
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	8,3	6,9
darunter: an private Haushalte ³⁾	5,8	5,9
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾	4,0	- 3,5
Wertpapierkredite	10,4	4,9

* 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** Bereinigt um Forderungsverkäufe und -verbriefungen. **3** Und Organisationen ohne Erwerbszweck. **4** Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften.

Deutsche Bundesbank

monatlichen Bilanzstatistik, die alle MFIs in Deutschland umfasst, im Sommer einen moderaten Anstieg der Konsumentenkredite aufweist. Die sonstigen Kredite waren im Gegensatz hierzu deutlich rückläufig. In der Gesamtbetrachtung wuchs die Buchkreditvergabe an inländische private Haushalte im dritten Quartal unverändert mit einer moderaten Jahresrate von 1,4%.

Erkennbar zurück gingen im Berichtsquartal hingegen die Buchkredite an inländische nichtfinanzielle Unternehmen. Zwar verzeichneten die langfristigen Ausleihungen, die üblicherweise in Zusammenhang mit Investitionen stehen, deutliche Nettozuflüsse. Im Aggregat dominierte jedoch der starke Rückgang der kurzfristigen Ausleihungen, die im Vorquartal noch erkennbar gestiegen waren. Dazu passt, dass die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten im Berichtsquartal nach Einschätzung der im Rahmen des BLS befragten Banken für sich genommen durch einen gesunkenen Mittelbe-

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen erkennbar gesunken

Zur Bedeutung des Bankkredits als Fremdfinanzierungsinstrument für nichtfinanzielle Unternehmen im internationalen Vergleich

Das Finanzsystem des Euro-Raums gilt in der breiten Öffentlichkeit weiterhin als vornehmlich bankbasiert, insbesondere im Vergleich mit den USA oder mit Großbritannien. Dahinter steht die Vorstellung, dass Buchkredite von Banken eine gewichtige Rolle in der Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen einnehmen, was sich zugleich in einem hohen Engagement der Banken im Firmenkundengeschäft widerspiegelt. Allerdings ist diese Einschätzung mit Blick auf die Daten etwas zu relativieren. International vergleichbare Angaben zur aktuellen Bedeutung des Bankkredits für die Unternehmensfinanzierung lassen sich der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung entnehmen, Angaben zur Bedeutung des Firmenkredits für die Banken liefert die Bankbilanzstatistik. Im nachfolgenden Streudiagramm werden beide Informationen vereint: Die Abszisse zeigt die Buchkreditverbindlichkeiten inländischer nichtfinanzieller Unternehmen gegenüber inländischen Kreditinstituten im Verhältnis zur ausstehenden Gesamtverschuldung der nichtfinanziellen Unternehmen im Inland, die Ordinate die Anteile der Buchkreditforderungen inländischer Banken gegenüber den inländischen nichtfinanziellen Unternehmen an der aggregierten Bilanzsumme der inländischen Kreditinstitute.¹⁾ Zur Einordnung der Länder wird das Koordinatensystem in vier Quadranten unterteilt. In den Ländern, die sich in einem der beiden rechten (linken) Quadranten platzieren, haben Bankkredite eine relativ hohe (geringe) Bedeutung in der Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen. Gleichzeitig zeigt sich im Bankensektor der Länder, die in den oberen (unteren) Quadranten angesiedelt sind, eine vergleichsweise hohe (geringe) Bedeutung der Firmenkredite.²⁾

Die Berechnungen ergeben für den gesamten Euro-Raum eine relativ zu den USA und Großbritannien größere Bedeutung der Buchkredite von Banken für die Fremdfinan-

zierung der nichtfinanziellen Unternehmen. In der Einzelländerbetrachtung gilt dies hauptsächlich für Griechenland und Italien sowie in etwas abgeschwächter Form für die Niederlande und Deutschland. In Spanien hat der Abbau der Verschuldung in den letzten Jahren zu einer deutlich gesunkenen Bedeutung der Buchkredite von Banken für die nichtfinanziellen Unternehmen beigetragen.³⁾

1 Die Verschuldung setzt sich dabei aus Krediten (ohne Handelskredite) und Schuldverschreibungen zusammen. Auf die Berücksichtigung der versicherungstechnischen Rückstellungen wird zur besseren internationalen Vergleichbarkeit verzichtet, da deren Bedeutung wesentlich von den jeweiligen institutionellen Rahmenbedingungen eines Landes abhängt und im Euro-Raum lediglich in Deutschland und Italien nennenswert ist. Aus ähnlichen Gründen werden auch die sonstigen Verbindlichkeiten nicht berücksichtigt. Für die Länder des Euro-Raums und Großbritannien kommen die Angaben für die Verschuldungskomponenten und die Bilanzsummen der Kreditinstitute aus der Finanzierungsrechnung und der monatlichen Bilanzstatistik der Banken (MFI), wie sie von Eurostat und der EZB zur Verfügung gestellt werden. Für die USA werden für die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen Schätzungen der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich verwendet, während die Höhe der Gesamtverschuldung und die Bilanzsumme der Kreditinstitute aus den Financial Accounts des Federal Reserve Boards entnommen sind.

2 Einer Analyse des IWF folgend wird bei einem Anteil der Bankkredite an der gesamten Verschuldung von über (unter) 50 Prozentpunkten eine hohe (niedrige) Bedeutung von Bankkrediten unterstellt. Bei der Bedeutung des Firmenkreditbuchs in den Bilanzen der Kreditinstitute wird ein Schwellenwert von 15 Prozentpunkten angesetzt, wobei ein größerer (kleinerer) Wert eine hohe (niedrige) Bedeutung impliziert. Da der IWF als Näherungswert für die Bankkredite die gesamten Kreditverbindlichkeiten der nichtfinanziellen Unternehmen verwendet, ergeben sich teils deutliche Diskrepanzen zwischen den Ergebnissen. Gleichzeitig schließt die Schulddefinition des IWF die hier ausgeschlossenen sonstigen Verbindlichkeiten mit ein. Vgl. hierzu: IWF, Sovereigns, banks, and emerging markets: detailed analysis and policies, Global Financial Stability Report, April 2012.

3 Bei einer erweiterten Definition der Verschuldung, die die sonstigen Verbindlichkeiten (einschl. der Handelskredite) mit einschließt, würde der Bankkredit mit Ausnahme von Griechenland in keinem der Länder des Euro-Raums eine hohe Bedeutung als Fremdfinanzierungsinstrument der nichtfinanziellen Unternehmen aufweisen.

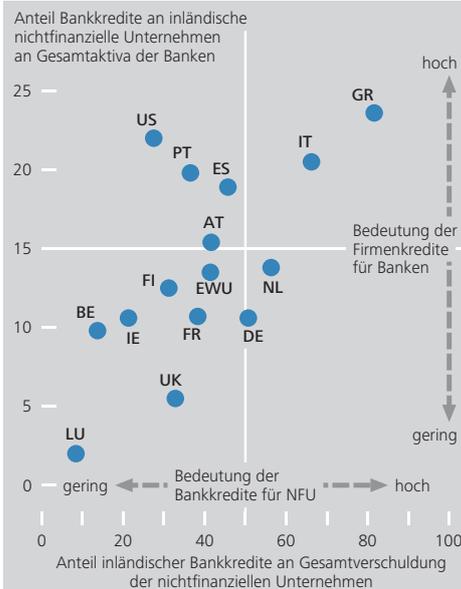
Offensichtlich nehmen neben den Banken auch andere Kreditgeber eine gewichtige Rolle bei der Fremdfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen im Euro-Raum ein. Zu nennen sind hier insbesondere die Kreditvergabe im Unternehmensverbund sowie die Kreditgewährung durch Sonstige Finanzinstitute, zu denen unter anderem Zweckgesellschaften und spezialisierte Finanzierungsgesellschaften zählen.⁴⁾ Darüber hinaus zeigen Untersuchungen, dass der Anteil der Bankverbindlichkeiten an der Gesamtverschuldung für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) in den Ländern des Euro-Raums höher ausfällt als für große Unternehmen. Aber auch KMU nutzen ein breites Spektrum an Fremdfinanzierungsmöglichkeiten, darunter vor allem Kredite von (verbundenen) Unternehmen sowie Handelskredite. Betrachtet man die gesamten KMU, überwiegen diese Finanzierungsformen sogar innerhalb der Fremdfinanzierung.⁵⁾ Ungeachtet dessen kann der Bankkredit für einzelne KMU oder in bestimmten Branchen natürlich weiterhin als die zentrale Finanzierungsquelle fungieren.

Aus Perspektive der Kreditinstitute kann festgehalten werden, dass in Italien, Griechenland, Portugal und Spanien die Buchkreditforderungen gegenüber den inländischen nichtfinanziellen Unternehmen einen im Ländervergleich bedeutenden Anteil an den Gesamtaktiva ausmachen. Im Euro-Raum insgesamt beträgt dieser Anteil lediglich 14%, was im Vergleich mit den USA (22%) gering erscheint. Allerdings ist bei diesem Vergleich zu beachten, dass sich die Bankensysteme in ihrer institutionellen Ausgestaltung unterscheiden, da beispielsweise Investmentbanken in den USA zu meist als eigenständige Institute operieren und im Gegensatz zum Euro-Raum nicht zu den Geschäftsbanken zählen.⁶⁾

Insgesamt betrachtet erscheint die in der Öffentlichkeit weit verbreitete Beschreibung des europäischen Finanzsystems als vornehmlich bankbasiert zu vereinfachend. Vielmehr zeichnet sich die Außenfinanzierung der nichtfinanziellen Unternehmen durch eine differenzierte Finanzierungsstruktur aus, indem diese auf eine Vielzahl von Fremdfinanzierungsinstrumenten zurückgreifen.⁷⁾

Kreditbasierte Verflechtung zwischen nichtfinanziellen Unternehmen und Banken¹⁾

in %, Stand: 1. Vj. 2014



Quellen: BIZ, Eurostat, EZB, Federal Reserve Board und eigene Berechnungen. * Bankkredite beinhalten ausschließlich Buchkredite.

Deutsche Bundesbank

⁴ Zur Rolle alternativer Kreditgeber und des Schattenbankensystems im Euro-Raum vgl.: Deutsche Bundesbank, Das Schattenbankensystem im Euro-Raum – Darstellung und geldpolitische Implikationen, Monatsbericht, März 2014, S. 15 ff.

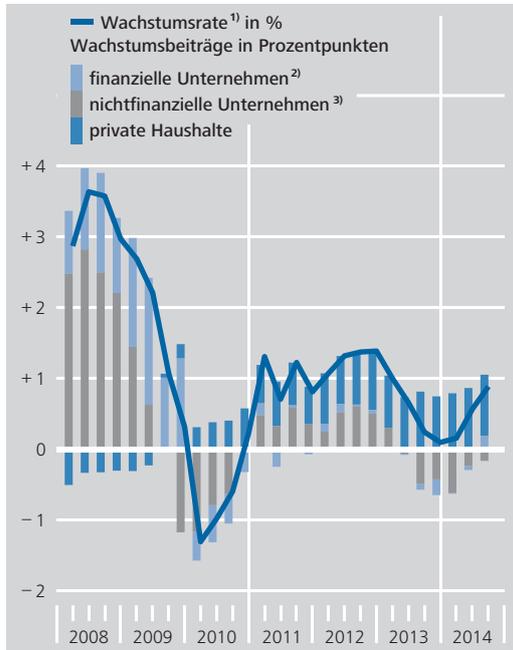
⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Ertragslage und Finanzierungsverhältnisse deutscher Unternehmen im Jahr 2012, Monatsbericht, Dezember 2013, S. 48 f. Die Angaben sind für einen begrenzten Kreis von EU-Ländern in der BACH-Datenbank des Europäischen Ausschusses der Bilanzzentralen (ECCBSO) verfügbar. Für Unternehmen in Deutschland vgl.: H. Friderichs und T. Körting (2011), Die Rolle der Bankkredite im Finanzierungsspektrum der deutschen Wirtschaft, Wirtschaftsdienst, 91(1), S. 31–38.

⁶ Daneben dürfte auch die quantitativ bedeutende Veräußerung von Immobilienkrediten privater Haushalte im Zuge der Verbriefungsaktivitäten dazu beitragen, dass die aggregierte Bilanzsumme der Geschäftsbanken kleiner ausfällt und damit der relative Anteil der Buchkredite nichtfinanzieller Unternehmen steigt.

⁷ Vgl.: Arbeitsgruppe Eurosystem (2013), Corporate finance and economic activity in the euro area, Occasional Paper der EZB, Nr. 151.

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

darf für Lagerhaltung und Betriebsmittel gedämpft wurde. Insgesamt waren die Ausleihungen der deutschen Banken an nichtfinanzielle Unternehmen in den letzten Quartalen von erhöhter Volatilität gekennzeichnet. Über das Jahr betrachtet ist die Kreditvergabe mit einer Jahresrate von – 0.5% weiterhin als sehr verhalten zu bezeichnen.

Ein etwas positiveres Bild zeichneten die am BLS teilnehmenden deutschen Banken, indem sie für das dritte Quartal 2014 von einer leicht gestiegenen Kreditnachfrage der Unternehmen berichteten. Aus Sicht der befragten Bankmanager hat ein erhöhter Finanzierungsbedarf für Fusionen, Übernahmen und Unternehmensumstrukturierungen diese Entwicklung getrieben. Für sich genommen nachfragesenkend wirkte – neben den bereits erwähnten Faktoren – erneut die Inanspruchnahme anderer Quellen für die Mittelbeschaffung. Solche alternativen Finanzierungsquellen sind in Deutschland von großer Bedeutung für die Unterneh-

men. Insbesondere die Innenfinanzierung spielt hierzulande eine prominentere Rolle als in vielen anderen Ländern des Währungsraumes (vgl. hierzu auch die Erläuterungen auf S. 38 ff.).

Den Ergebnissen der aktuellen BLS-Umfrage für das dritte Quartal zufolge haben die befragten Institute zwar ihre Standards im Unternehmenskreditgeschäft für alle Unternehmensgrößen und alle Laufzeiten per saldo nahezu konstant gehalten. Sie verengten aber ihre Margen, vor allem für durchschnittlich riskante Kredite an große Unternehmen, und kamen den Kreditnehmern auch bei allen anderen erfragten Kreditbedingungen entgegen (insbesondere bei den Kreditnebenkosten, den Zusatz- oder Nebenvereinbarungen und der gewünschten Fristigkeit der Kredite). Der Zeitraum mit insgesamt wenig veränderten Kreditstandards, das heißt ohne wesentliche Änderungen der von potenziellen Kreditnehmern zu erfüllenden Kriterien, dauert nunmehr über fünf Jahre an. Im abgelaufenen Quartal trugen zwei gegenläufige Effekte zu den im Ergebnis nahezu konstanten Kreditstandards bei: Einerseits gingen von den erfragten bankseitigen Faktoren, in diesem Fall von den Finanzierungsbedingungen der Institute und ihrer Liquiditätsposition, leicht lockernde Impulse aus. Andererseits hatte die Risikoeinschätzung insgesamt einen geringfügig restriktiven Einfluss auf die Anpassung der Kreditstandards.

Kreditstandards gegenüber Unternehmen nahezu unverändert

Die Umfrage enthielt im dritten Quartal zusätzlich Fragen zu den Refinanzierungsbedingungen der Banken, den Folgen der Staatsschuldenkrise sowie zur Teilnahme der Banken an den GLRG 2014 bis 2016. Die Finanzinstitute berichteten von einem gegenüber dem Vorquartal leicht verbesserten Refinanzierungsumfeld. Ferner gaben sie an, dass die Staatsschuldenkrise im Berichtsquartal sehr geringe Auswirkungen auf ihre Refinanzierungsbedingungen und keinerlei Auswirkungen auf ihre Kreditangebotspolitik hatte. Die befragten Institute zeigten nur geringes Interesse am GLRG im September 2014. Sie begründeten dies überwiegend damit, dass keine Finanzierungsengpässe bestünden. Hin-

BLS deutet auf eher geringes Interesse deutscher Banken an GLRG hin

Bankkonditionen in Deutschland

Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen



Kredite an private Haushalte



1 Neugeschäft. Gemäß harmonisierter EWU-Zinsstatistik. **2** Gemäß Bank Lending Survey; für Kreditstandards: 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, für Margen: Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich ausgeweitet“ und „leicht ausgeweitet“ und der Summe der Angaben „etwas verengt“ und „deutlich verengt“ in % der gegebenen Antworten. **3** Erwartungen für das 4. Vj. 2014.

sichtlich der Teilnahme an den künftigen GLRG im Dezember 2014 sowie in den Folgejahren bestehe jedoch häufig noch keine Gewissheit. Diejenigen befragten Banken, die bereits an einem GLRG teilgenommen haben oder dies für die Zukunft in Erwägung ziehen, wollen die bereitgestellten Mittel in erster Linie zur Kreditvergabe verwenden. Sie rechnen damit, dass sich durch eine Teilnahme ihre finanzielle Situation leicht verbessern werde, erwarten aber keinerlei Auswirkungen auf ihre Kreditstandards.

Bankkreditzinsen vollziehen Zinsrückgang am Kapitalmarkt nach

Die Bankkreditzinsen im Neugeschäft dürften sich angesichts ihres weiterhin sehr niedrigen Niveaus stützend auf die inländische Kreditvergabe an den privaten Sektor ausgewirkt haben. Den moderaten Rückgang der Zinsen an den Geld- und Kapitalmärkten vollzogen die Bankzinsen im dritten Quartal über die gemeldeten Geschäftszweige, Laufzeiten und Volumina

überwiegend nach. So sanken die Zinsen für kleinvolumige Unternehmenskredite spürbar und für großvolumige Ausleihungen leicht. In der Niveaubetrachtung verlangten die meldenden Institute für kurzfristige Mittel an inländische nichtfinanzielle Unternehmen Ende September 2,8% für kleinvolumige beziehungsweise 1,6% für großvolumige Kredite. Die Zinsen für langfristige Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen lagen zuletzt bei 2,4% beziehungsweise 2,3%.

Auch Kredite an private Haushalte wurden im dritten Quartal etwas günstiger. So lag der Zins für langfristige Wohnungsbaukredite Ende September bei 2,4%. Die Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Unternehmen wurden im Vergleich zum Vorquartal erneut nahezu durchgehend etwas niedriger vergütet.