

Unterschiede im Geldmengen- und Kreditwachstum im Euro-Raum und in einzelnen Mitgliedsländern

Die monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet ist derzeit durch ein moderates Geldmengenwachstum bei gleichzeitig schrumpfendem Volumen der Buchkredite an den inländischen Privatsektor gekennzeichnet. Hinter den aggregierten Zahlen verbergen sich jedoch sehr unterschiedliche nationale Dynamiken: So wird das positive Geldmengenwachstum durch Portfolioverschiebungen in den Kernländern der Währungsunion, insbesondere in Deutschland, getrieben, während die schwache Kreditvergabe vor allem den fortgesetzten Abbau der Buchkredite an den Privatsektor in den Peripherieländern reflektiert. Diese heterogenen Entwicklungen bedeuten eine Herausforderung für die monetäre Analyse im Euro-Währungsgebiet. So greift eine Einschätzung der monetären Dynamik allein anhand der aggregierten Entwicklungen für den Euro-Raum zu kurz. Vielmehr müssen zunächst die Ursachen für die gegenläufigen Bewegungen im Geldmengen- und Kreditwachstum auf Länderebene geklärt werden.

Für Deutschland, das derzeit den mit Abstand größten positiven Beitrag zum Geldmengenwachstum im Euro-Raum leistet, deuten diese Analysen auf einen transitorischen Anstieg der Geldnachfrage hin. Damit stellt sich hier die Frage, auf welche Weise diese erhöhte Geldhaltung wieder abgebaut werden wird. Die Analyse für die Peripherieländer zeigt dagegen, dass hinter dem Abbau der Kredite neben der konjunkturellen Entwicklung vor allem die notwendige Korrektur von in der Vergangenheit aufgebauten Kreditüberhängen steht. Abwärtsrisiken könnten sich im Falle weiterer negativer Schocks infolge von negativen Rückkopplungen zwischen dem Kreditangebot und der realwirtschaftlichen Entwicklung ergeben.

Die gemeinsame Geldpolitik kann auf länderspezifische Risiken nur reagieren, sofern sie Auswirkungen auf den gesamten Währungsraum haben. Ist dies nicht der Fall, so sind andere Politikbereiche gefordert: Sollte sich beispielsweise in Deutschland eine Vermögenspreisinflation abzeichnen, ohne dass Risiken für die Preisstabilität im gesamten Euro-Währungsgebiet bestehen, so wäre der Einsatz makroprudenzieller Instrumente auf nationaler Ebene erforderlich. Dagegen sind die Abwärtsrisiken in den Peripherieländern vor allem in der Verwundbarkeit ihres Bankensystems gegenüber weiteren negativen Schocks begründet. Der Abbau dieser Verwundbarkeit erfordert eine Reihe von Maßnahmen wie die Offenlegung von bereits entstandenen oder zu erwartenden Verlusten mit entsprechenden Wertberichtigungen in den Bilanzen, eine Entscheidung über eine Abwicklung beziehungsweise Restrukturierung oder Rekapitalisierung der betroffenen Banken und eine Regulierung, die die Vermeidung des Entstehens neuer Anfälligkeiten in der Zukunft zum Ziel hat.

*Moderates
 Geldmengen-
 wachstum im
 Euro-Währungs-
 gebiet bei
 schwacher
 Kredit-
 entwicklung*

Ausgangslage

Im Euro-Raum ist die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 mit Beginn der Finanzkrise stark eingebrochen und erreichte im April 2010 mit $-0,4\%$ ihren Tiefstand. Seitdem hat sie sich allmählich erholt. Während die Beschleunigung des Geldmengenwachstums im Euro-Währungsgebiet zunächst – wie üblich – von der Ausweitung der Buchkredite an den inländischen Privatsektor getragen wurde, kam es im Folge der Zuspitzung der Staatsschuldenkrise ab Sommer 2011 zu einer zunehmenden Entkopplung von Geldmengen- und Kreditwachstum (siehe unten stehendes Schaubild). Die Staatsschuldenkrise hatte dabei sowohl Einflüsse auf die Kreditentwicklung als auch auf die Geldmengendynamik. So dämpften die realwirtschaftliche Anpassung in den besonders von der Krise betroffenen Ländern und die Unsicherheit, die mit der Krise einherging, die Investitionstätigkeit und damit auch die Kreditvergabe an den privaten Sektor. Gleichzeitig beförderte die krisenbedingte Unsicherheit die Präferenz der Anleger für die in M3 enthaltenen hochliquiden Bankeinlagen. Ferner stützten die sehr langfristigen Refinanzierungsoperationen im Rahmen der unkonventionellen Geldpolitik des Eurosystems das Geldmengenwachstum über eine ausgeweitete Kreditvergabe der Banken an den Staat. Mit der von den

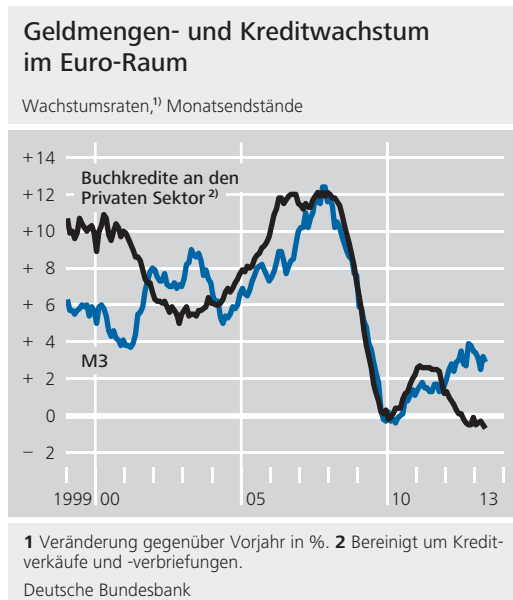
Märkten wahrgenommenen Entspannung der Schuldenkrise im zweiten Halbjahr 2012 hat sich das Geldmengenwachstum im Euro-Raum jedoch wieder bis auf knapp 3% im Mai 2013 verlangsamt.

Damit bleibt das Geldmengenwachstum als Ganzes weiterhin gedämpft. In Verbindung mit der schwachen Kreditvergabe signalisiert dies für das Euro-Währungsgebiet insgesamt derzeit keine Inflationsgefahren. Eine nähere Analyse offenbart aber, dass sich gegenwärtig hinter der Entwicklung der Euro-Raum-Aggregate sehr unterschiedliche nationale Entwicklungen verbergen. Aufschluss über das hohe Maß an Heterogenität gibt beispielsweise die Zerlegung des Geldmengenaggregats M3 und seiner Gegenposten in die Beiträge der einzelnen Mitgliedsländer. Im Schaubild auf Seite 51 sind diese „nationalen Beiträge“ zum Geldmengenwachstum im Euro-Raum dargestellt, der untere Teil des Schaubildes zeigt die gleiche Zerlegung exemplarisch für die Buchkredite an den inländischen Privatsektor. Aus Gründen der Übersichtlichkeit werden die kleineren Länder zu drei Ländergruppen – kleinere Kernländer, kleinere Peripherieländer sowie neue Mitgliedsländer – zusammengefasst.

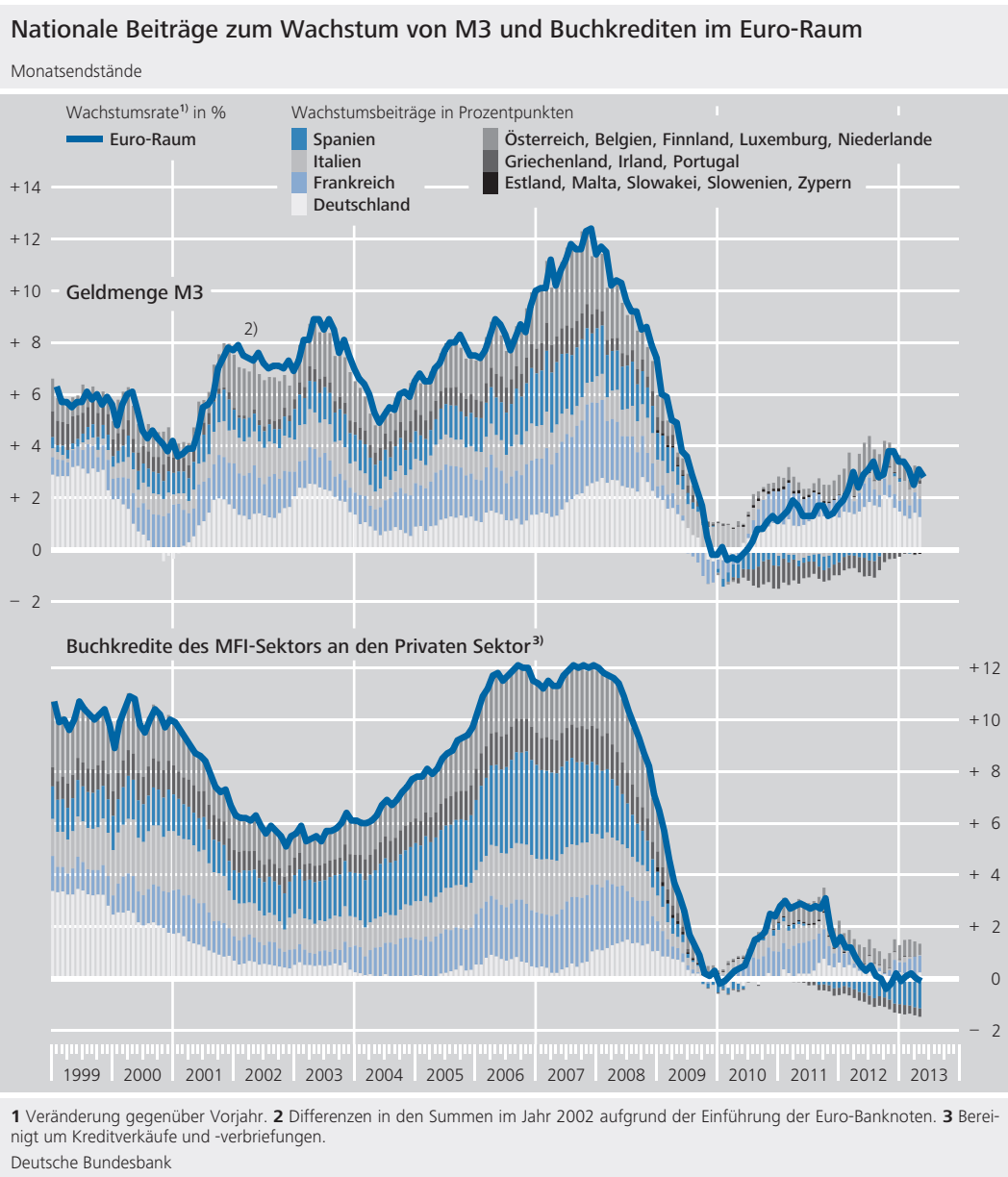
*Aktuelle Ent-
 wicklung aber
 durch hohes
 Maß an Hetero-
 genität gekenn-
 zeichnet*

Wie das Schaubild zeigt, trugen die einzelnen Mitgliedsländer seit dem Beginn der Staatsschuldenkrise auf sehr unterschiedliche Weise zur Entwicklung der Euro-Raum-Aggregate bei. Den mit Abstand größten Beitrag zum Wachstum der Geldmenge M3 leistete in jüngerer Zeit Deutschland. Frankreich und die Gruppe der kleineren Kernländer trugen ebenfalls deutlich zum Wachstum der Euro-Geldmenge bei. Dagegen dämpfte die monetäre Entwicklung in der Peripherie des Euro-Raums das Geldmengenwachstum im betrachteten Zeitraum fast durchgängig – abgesehen von Italien, das ab Anfang 2012 zunehmend positiv beitrug.

*Geldmengen-
 wachstum durch
 positive Beiträge
 der Kernländer
 getrieben*



Die Entwicklung der Buchkredite an den Privatsektor war ebenfalls durch positive Beiträge der Kernländer (insbesondere aus Frankreich und der Gruppe der kleineren Kernländer) und



Buchkreditvergabe an den Privatsektor durch negativen Beitrag Spaniens getrieben

negative Beiträge der Peripherieländer des Euro-Raums (mit Ausnahme Italiens) gekennzeichnet. Anders als bei der Entwicklung der Geldmenge wurde die Gesamtdynamik jedoch von der Bewegung in den Peripherieländern bestimmt. Dies ist insbesondere auf Spanien zurückzuführen, wo der negative Wachstumsbeitrag im Verlauf von 2012 derart stark anstieg, dass er zum dominierenden Faktor für die Buchkreditentwicklung im gesamten Euro-Raum wurde.

Analyse der aggregierten Entwicklungen greift zu kurz

Die aufgezeigten Unterschiede in den nationalen Entwicklungen sind letztlich der Tatsache geschuldet, dass monetäre Finanzinstitute

(MFIs; diese umfassen neben Geschäftsbanken und Geldmarktfonds auch die Zentralbanken) und Nichtbanken der einzelnen Euro-Raumländer von der Finanz- und Schuldenkrise sehr unterschiedlich betroffen sind. Das gegenwärtige Ausmaß an Heterogenität stellt die monetäre Analyse des Eurosystems, deren wesentliche Aufgabe die Abschätzung der aus den monetären Entwicklungen ableitbaren Risiken für die Preisstabilität ist, vor besondere Herausforderungen. Da die Ursachen der länderspezifischen Entwicklungen auf der Ebene der aggregierten Daten nicht ausreichend erfasst werden können, greift eine alleinige Analyse der aggregierten monetären Größen in der der-

zeitigen Situation zu kurz. Im Folgenden werden deshalb die monetären Entwicklungen in Deutschland als größtem Kernland der Währungsunion einerseits und in den von der Schuldenkrise besonders betroffenen Mitgliedsländern andererseits analysiert.

Geldmengen- und Kreditentwicklung in ausgewählten Ländern der Währungsunion

Die monetäre Entwicklung in Deutschland

Das Geldmengenwachstum im Euro-Raum wurde in den letzten Jahren maßgeblich von Deutschland getrieben. So stiegen bis Herbst 2012 die Jahreswachstumsraten des deutschen Beitrags zur Geldmenge M3 auf 8,7% und zu M1 sogar auf 14,7%, während sie im Euro-Raum im kleineren einstelligen Bereich blieben. Seitdem war die Jahreswachstumsrate des deutschen Beitrags zu M3 wieder rückläufig (siehe Schaubild auf S. 53).

Dynamisches Geldmengenwachstum in Deutschland

Hohe Liquiditätspräferenz wegen niedriger Zinsen und hoher Unsicherheit

Das kräftige Wachstum des deutschen Beitrags zu M3 wurde von der steigenden Nachfrage inländischer Nichtbanken nach den in M3 enthaltenen Anlageformen getragen. Einlagen von Nichtbanken aus anderen EWU-Ländern bei deutschen Kreditinstituten,¹⁾ die ebenfalls im deutschen Beitrag enthalten sind, waren dagegen quantitativ nur von geringer Bedeutung.²⁾ Verantwortlich für die hohe Geldnachfrage der deutschen Anleger waren insbesondere das historisch niedrige Zinsniveau, die flache Zinsstruktur und die erhöhte politische und ökonomische Unsicherheit vor dem Hintergrund der Finanz- und Staatsschuldenkrise.³⁾ Diese Faktoren haben die heimischen Nichtbanken in starkem Umfang veranlasst, ihre Portfolios zugunsten hoch liquider und als sicherer empfundener Anlageformen (Bargeld, kurzfristige Spareinlagen und insbesondere Sichteinlagen bei deutschen Banken) umzuschichten. Zudem flossen ihnen auch aus Transaktionen mit Banken und mit dem Ausland per

saldo Mittel zu – zum Beispiel in Form von Löhnen und Gewinnen –, die sie ihrerseits primär in kurzfristigen Bankeinlagen anlegten.

Aufgrund des im Vergleich zum übrigen Euro-Raum besonders geringen Zinsabstands in Deutschland zwischen Sichteinlagen auf der einen und kurzfristigen Termin- und Spareinlagen auf der anderen Seite, profitierten vor allem die Sichteinlagen von der erhöhten Liquiditätspräferenz der Anleger. Der starke Aufbau der Sichteinlagen wurde im Wesentlichen von den inländischen privaten Haushalten und den nichtfinanziellen Unternehmen getragen, deren Einlagenentwicklung typischerweise eine hohe Persistenz aufweist. Aufgrund noch immer hoher Risikoaversion und weiterhin niedriger Opportunitätskosten im Vergleich zu längerfristigen Einlagen behalten diese Anleger bislang weiter den erhöhten Anteil kurzfristiger Einlagen in ihren Portfolios bei, obwohl sie damit zurzeit für einen erheblichen Teil ihres Nettovermögens real einen negativen Ertrag hinnehmen müssen.

Sichteinlagen vor allem von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen aufgebaut

Im Gegensatz zum dynamischen Geldmengenwachstum in Deutschland entwickelte sich der deutsche Beitrag zum Wachstum der (um Kreditverbriefungen und -verkäufe bereinigten) Buchkredite an den Privatsektor in den letzten beiden Jahren lediglich auf niedrigem Niveau

Wachstum der Buchkredite an den Privatsektor bislang ohne Schwung ...

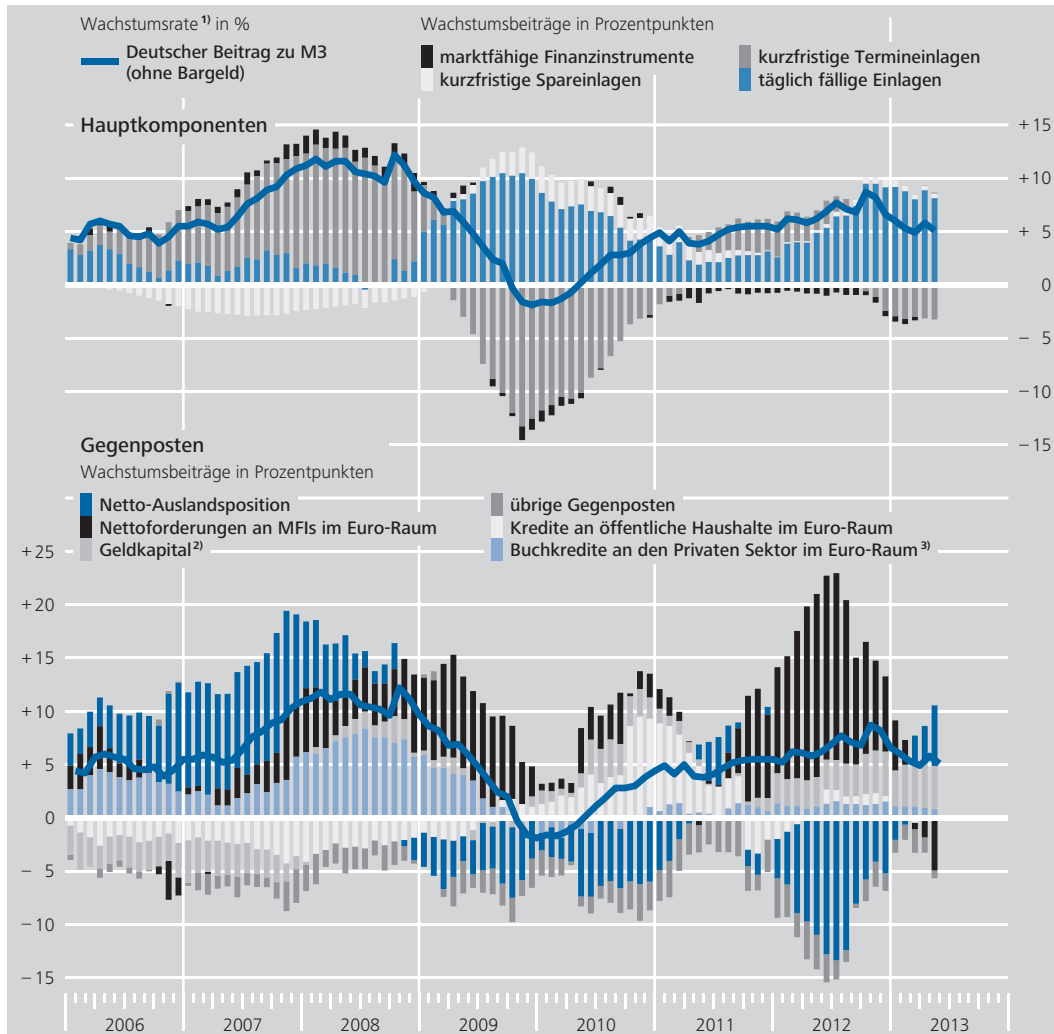
1 In den deutschen Beitrag fließen außerdem die Einlagen bei der Bundesbank ein, die seit Mitte 2012 aufgrund von Einzahlungen des ESM und der EFSF nennenswert zugenommen haben.

2 Dass sich mithilfe der Bankenstatistik keine Hinweise für grenzüberschreitende Einlagenumschichtungen im Unternehmenssektor finden lassen, kann unter anderem auf die statistischen Schwierigkeiten zurückgeführt werden, die bei einem konzerninternen Liquiditätsmanagement grenzüberschreitend tätiger Konzerne entstehen. Gründe hierfür sind beispielsweise der Einbezug spezieller, nicht dem Bankensektor zugerechneter Finanzierungstöchter sowie die Tatsache, dass in Deutschland ansässige Töchter von Unternehmen aus anderen EWU-Ländern statistisch dem inländischen Unternehmenssektor zugerechnet werden und damit Einlagenzuflüsse auf deren Konten nicht zu einem entsprechenden Anstieg der Einlagen ausländischer Unternehmen führen.

3 Zur Bedeutung von Unsicherheit für die Geldnachfrage siehe z. B.: C. Greiber und W. Lemke, Money demand and macroeconomic uncertainty, Diskussionspapier der Deutschen Bundesbank, Nr. 26/2005.

Der deutsche Beitrag zur Geldmenge M3 im Euro-Raum

Monatsendstände



1 Veränderung gegenüber Vorjahr. **2** Eine Zunahme dämpft, für sich betrachtet, das M3-Wachstum. **3** Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen.

Deutsche Bundesbank

seitwärts.⁴ Hinter dem mäßigen Buchkreditwachstum in Deutschland stand vor allem die schwache Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen. Deren Jahreswachstumsrate hatte sich Anfang 2011 zwar von ihrem Einbruch nach der Insolvenz von Lehman Brothers erholt, blieb mit durchschnittlich knapp 1½% jedoch moderat und ging seit Ende 2012 wieder auf 0,2% am aktuellen Rand zurück. Das niedrige Niveau der Kreditzinsen und die äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen für Unternehmen lassen darauf schließen, dass dieser Rückgang im Wesentlichen auf nachfragegesetige Ursachen zurückzuführen ist.⁵

Gedämpft wurde die Kreditnachfrage insbesondere durch die schwache Investitionstätigkeit deutscher Unternehmen. So veranlasste die schwierige wirtschaftliche Lage in Teilen des Euro-Raums und die weitverbreitete Verunsicherung die Unternehmen im Verlauf des Jahres 2012 zu erheblichen Kürzungen ihrer Inves-

... bedingt durch gesamtwirtschaftliche Faktoren ...

4 Buchkredite deutscher Kreditinstitute an private Nichtbanken aus anderen EWU-Ländern waren quantitativ von so geringer Bedeutung, dass ihre Entwicklung im Folgenden nicht weiter kommentiert wird.

5 Dieser Befund wird sowohl durch Unternehmensumfragen (ifo-Kreditürde, DIHK-Umfrage, SAFE-Umfrage unter kleinen und mittleren Unternehmen) als auch durch die Ergebnisse der Umfrage zum Kreditgeschäft der Banken in Deutschland gestützt.

Bestimmungsfaktoren für die mengenmäßige Entwicklung der Wohnungsbaukredite an private Haushalte in Deutschland

In den letzten Jahren standen die Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen – insbesondere wegen ihres Einbruchs im Jahr 2009 und der daraus resultierenden Diskussion um eine mögliche Kreditklemme – im Zentrum des Interesses.¹⁾ Dabei machen diese nur etwa ein Drittel der Buchkreditvergabe inländischer MFIs an den Privatsektor aus. Die Ausleihungen an private Haushalte erhielten in der Vergangenheit hingegen trotz eines fast doppelt so hohen Anteils weniger Aufmerksamkeit. Vor dem Hintergrund des historisch niedrigen Zinsniveaus, der erhöhten Unsicherheit und des in den letzten Jahren kräftigen Anstiegs der Immobilienpreise verschiebt sich der Fokus in jüngster Zeit jedoch in Richtung der Wohnimmobilienkredite, die den größten Teil der Ausleihungen an private Haushalte ausmachen.

Die Erklärungsfaktoren der Entwicklung der Wohnungsbaukredite lassen sich mithilfe eines ökonometrischen Modells identifizieren. Die Grundlage der Schätzspezifikation bildet das Modell von Fonteny und Greiber (2006), das die reale Nachfrage nach Wohnungsbauinvestitionen (relativ zum BIP), eines Langfristzinses sowie der verzögerten endogenen Variable erklärt.²⁾ Der Satz der erklärenden Variablen wird um den Dreimonatszins und die (realen) Immobilienpreise erweitert, für die inzwischen verlässlichere Daten vorliegen. Die Schätzung erfolgt mittels der Methode der kleinsten Quadrate in Differenzen der logarithmierten realen Größen (reale Wachstumsraten). Dabei wird die Wachstumsrate der Wohnungsbaukredite (ΔWBK)³⁾ auf ihre eigenen verzögerten Werte, die Investitionsquote $InvQ$ (dem Quotienten von Investitionen der Privatwirt-

schaft in Wohnimmobilien und dem Bruttoinlandsprodukt), die Wohnungsbaukreditzinsen i_{wbk} , die Veränderung der Immobilienpreise ΔP_{immo} und den Dreimonatszinssatz i_{3m} sowie auf eine Konstante α regressiert:

$$\Delta WBK = \alpha + \beta(L)\Delta WBK(-1) + \gamma(L)InvQ + \delta(L)i_{wbk} + \rho(L)\Delta P_{immo} + \theta(L)i_{3m} + \varepsilon$$

Der Schätzzeitraum beginnt mit dem zweiten Vierteljahr 1999 und reicht bis zum ersten Vierteljahr 2013.⁴⁾⁵⁾ Als wichtige und statistisch signifikante Einflussfaktoren erweisen sich vor allem die kontemporären Werte der Investitionsquote und der (realen) Immobilienpreise (als Näherungsgrößen für den Bedarf an Fremdfinanzierung).

1 Siehe z. B.: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Juli 2006, September 2009, Oktober 2010 und September 2011.

2 Siehe: E. Fonteny und C. Greiber (2006), The determinants of recent developments in bank loans in France and Germany, Occasional Paper no. 3, Banque de France.

3 Die Umwandlung der nominalen Wohnungsbaukredite in eine reale Größe erfolgt mittels des BIP-Deflators.

4 Es liegen zwar Daten ab dem ersten Vierteljahr 1999 vor. Aufgrund diverser Umklassifizierungen und der Wiedervereinigung sind diese jedoch teilweise künstlich zurückgerechnet, sodass die vorliegende Schätzung sich auf die kürzere Stichprobe stützt. Die Schätzergebnisse ändern sich nicht substantiell, wenn der längere Zeitraum verwendet – und eine Dummyvariable für das erste Quartal 1999 in die Schätzgleichung aufgenommen – wird.

5 Vorabtests ergeben, dass die Berücksichtigung von zwei Lags ausreicht, um die iid-Eigenschaft der Residuen zu gewährleisten. F-Tests zufolge kann das reale BIP aus dem Satz der erklärenden Variablen ausgeschlossen werden. Ein Ausschluss weiterer Variablen wird abgelehnt.

6 Da die Investitionen in Wohnbauten nur für Unternehmen und Privatpersonen gemeinsam vorliegen, wurden die Immobilienkredite an Unternehmen in einer alternativen Schätzung zu den Immobilienkrediten an Privatpersonen hinzugerechnet. Außerdem wurden Schätzungen mit unterschiedlichen Preisindizes zur Deflationierung durchgeführt. Qualitativ blieben die Ergebnisse gleich.

Beide weisen das erwartete positive Vorzeichen auf. Mit einem korrigierten R^2 von 64% ist der Erklärungsgehalt des Modells zufriedenstellend. Gleichwohl sind die Ergebnisse naturgemäß mit Unsicherheit verbunden.

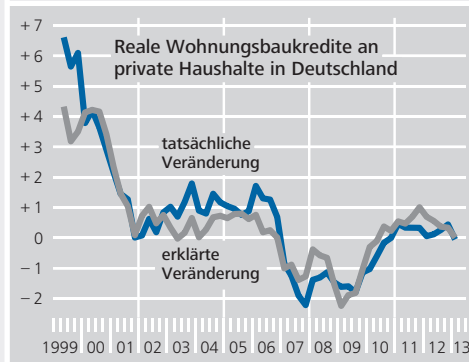
Das nebenstehende Schaubild stellt den tatsächlichen Verlauf der realen Wachstumsrate dem Modell gegenüber. Die im Modell verwendeten Investitionen in Wohnimmobilien, Immobilienpreise und Zinsen scheinen die tatsächliche Entwicklung auch weiterhin gut zu erklären. Robustheitschecks unterstützen dieses Ergebnis.⁶⁾ Entgegen der Vermutung, dass die erhöhte Unsicherheit am aktuellen Rand die Wohnungsbauinvestitionen und damit auch die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten zusätzlich zu den üblichen Bestimmungsfaktoren fördert, überschätzt das Modell die tatsächliche Kreditvergabe in den letzten Jahren häufig sogar leicht.

Dies könnte verschiedene Gründe haben. Beispielsweise könnten weitere Kreditgeber, insbesondere Versicherungen, verstärkt in den Markt für Wohnungsbaukredite der privaten Haushalte vorgedrungen sein. Daten der Finanzierungsrechnung zeigen jedoch, dass die Rolle der Versicherer in der Immobilienfinanzierung privater Haushalte aus makroökonomischer Sicht nach wie vor von geringer Bedeutung ist. Ihr Anteil an allen ausstehenden Wohnungsbaukrediten der privaten Haushalte ist in den letzten zehn Jahren sogar gefallen und lag Ende 2012 bei knapp 7%.

Des Weiteren wäre denkbar, dass private Haushalte in den letzten Jahren den Anteil der Eigenfinanzierung bei Immobilienkäufen erhöht haben. Auf gesamtwirtschaftlicher Ebene lassen sich in den letzten Jahren tatsächlich derartige Umschichtungen erkennen, wenn auch in geringem Ausmaß.

Durch die Schätzgleichung erklärte und tatsächliche Entwicklung der Wohnungsbaukredite

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



Deutsche Bundesbank

So nimmt seit 2010 der Anteil der Nettoinvestitionen der privaten Haushalte, von denen rund 80% auf Bauinvestitionen entfallen, leicht, aber stetig zu.⁷⁾ Dies deutet darauf hin, dass private Haushalte ihre Vermögensportfolios zuletzt zugunsten von Immobilien umstrukturiert haben.⁸⁾ Für eine leichte Zunahme des Anteils der Eigenmittel an der Gesamtfinanzierung sprechen auch Angaben des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken.⁹⁾

⁷ Eine Differenzierung der Investitionen nach Investitionsgütern ist nur für Bruttoinvestitionen möglich. Davon entfallen meist 80%, mitunter sogar 90%, auf Investitionen in Bauten.

⁸ Da die im Rahmen der VGR ausgewiesenen Nettoinvestitionen – konzeptionell bedingt – ausschließlich Investitionen in neue Anlagegüter umfassen, Transaktionen mit gebrauchten Anlagegütern (und damit auch Immobilien) also nicht enthalten sind, wird die Entwicklung wohl unterzeichnet; das tatsächliche Ausmaß der Umschichtung dürfte höher ausfallen.

⁹ Vgl.: Verband deutscher Pfandbriefbanken, Strukturen der Eigenheimfinanzierung, Ergebnisse einer Erhebung unter den Mitgliedsinstituten des Verbandes deutscher Pfandbriefbanken e.V., Dezember 2012.

titionsbudgets. Zwar haben sich die konjunkturellen Perspektiven für Deutschland mittlerweile wieder aufgehellt; die Investitionsneigung wird allerdings weiterhin durch die wirtschaftspolitische Unsicherheit und die eingetrübten Ausichten für die europäischen Absatzmärkte belastet. Zudem ist zu beachten, dass die Entwicklung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen in der Vergangenheit typischerweise einen Nachlauf gegenüber der gesamtwirtschaftlichen Entwicklung und den Investitionen von etwa drei Quartalen aufwies.⁶⁾ Dementsprechend könnte der Abwärtstrend bei den Ausleihungen an den nichtfinanziellen Unternehmenssektor trotz der erwarteten Verbesserung des gesamtwirtschaftlichen Umfelds noch bis in das nächste Jahr hinein anhalten.

... und zunehmenden Rückgriff auf alternative Finanzierungsinstrumente

Neben gesamtwirtschaftlichen Faktoren haben in den letzten zwei Jahren auch Verschiebungen bei der Bedeutung der Innenfinanzierung sowie in der Struktur der Außenfinanzierung die Finanzierungsdynamik der nichtfinanziellen Unternehmen geprägt. So war zwar auch das Gesamtfinanzierungsvolumen der nichtfinanziellen Unternehmen im Jahresverlauf 2012 im Vergleich zu 2011 rückläufig, jedoch stieg der Anteil der Innenfinanzierung im Jahr 2012 um über 10 Prozentpunkte auf 82% deutlich an. Gleichzeitig griffen die Unternehmen im Rahmen der Außenfinanzierung zunehmend auf inländische Schuldverschreibungen, Nichtbankkredite aus dem Ausland sowie Handelskredite zurück.⁷⁾ Damit setzte sich der Trend einer zunehmenden Substitution von Buchkrediten inländischer Banken durch andere Finanzierungsformen in den letzten Quartalen fort.

Wachstum der Buchkredite an private Haushalte weiterhin moderat

Während das Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen sich seit Herbst 2012 deutlich abschwächte, wuchsen die Ausleihungen an private Haushalte in Deutschland weiterhin relativ konstant mit einer Rate von gut 1%. Dabei konzentrierte sich die Kreditaufnahme der Haushalte auf den Wohnungsbau. Neben den günstigen Finanzierungsbedingungen wird die Nachfrage nach Wohnungsbau-

kredit im derzeitigen Umfeld auch durch unsicherheitsbedingte Portfolioumschichtungen in Sachwerte getrieben. Bundesweit betrachtet lag das Wachstum der Wohnungsbaukredite mit einer Jahresrate von 2,2% im Mai dieses Jahres dennoch weiterhin auf einem moderaten Niveau. Gleiches gilt im Übrigen auch für die Jahresrate der gewerblichen Immobilienkredite, die zum Ende des ersten Quartals 2013 bei 1,5% lag. Im Gegensatz zu den Wohnungsbaukrediten nahmen die mengenmäßig weniger bedeutsamen Konsumentenkredite über den gesamten Beobachtungszeitraum deutlich ab, auch die sonstigen Kredite waren unverändert rückläufig.

Ein ausgeprägter Geldmengenanstieg bei einer gleichzeitig moderaten Entwicklung der Buchkredite an den Privatsektor bedingt aufgrund des der monetären Analyse zugrunde liegenden Bilanzzusammenhangs, dass andere Gegenposten von M3 – wie etwa Wertpapierkäufe des MFI-Sektors, Mittelzuflüsse aus dem Ausland oder ein Abbau des Geldkapitals – einen wesentlichen Beitrag zur Geldschöpfung in Deutschland geleistet haben (siehe Erläuterungen auf S. 58).

Wie die Abbildung der Gegenposten auf Seite 53 zeigt, wurde der deutsche Beitrag zum Wachstum von M3 in den letzten zwei Jahren durch einen Abbau des Geldkapitals sowie insbesondere durch einen Abbau der Netto-Auslandsposition des deutschen MFI-Sektors gegenüber dem Rest der Welt und einen Aufbau der Nettoforderungen deutscher MFIs an

Entwicklung der Netto-Kapitalzuflüsse aus dem Ausland ...

⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Entwicklung der Buchkredite deutscher Banken an den inländischen Privatsektor seit Sommer 2009, Monatsbericht, September 2011, S. 67 ff.

⁷ Die Mittelaufnahme über Nichtbankkredite aus dem Ausland kann unter anderem durch Kapitalmarktengagements international tätiger deutscher Konzerne im Ausland erklärt werden, die über spezielle Finanzierungstöchter zum Teil den in Deutschland ansässigen Mutterunternehmen in Form von (primär kurzfristigen) Krediten Mittel zur Verfügung stellen. Vgl.: Deutsche Bundesbank, Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, Monatsbericht, Januar 2012, S. 21.

MFIs im übrigen Euro-Raum getrieben.⁸⁾ In den beiden zuletzt genannten Positionen schlagen sich die Mittelzuflüsse des Nichtbankensektors aus dem Kapitalverkehr mit dem Ausland nieder. Saldiert man die Wachstumsbeiträge beider Positionen, so zeigt sich, dass die Netto-Kapitalzuflüsse aus dem Ausland im Jahr 2011 einen zunehmend positiven Beitrag zum M3-Wachstum in Deutschland leisteten. Danach bildete sich ihr Einfluss allmählich zurück und liegt derzeit auf einem relativ geringen Niveau, was zu der zuletzt beobachteten Verlangsamung des (immer noch hohen) Geldmengenwachstums in Deutschland beigetragen hat.

*... spiegelt
Phasen der
Staatsschulden-
krise wider*

Laut Kapitalbilanz war bis Mitte 2012 – angesichts der hohen Unsicherheit an den internationalen Finanzmärkten und der Wahrnehmung Deutschlands als „Safe haven“ – eine deutliche Nachfrage des Auslands nach deutschen Wertpapieren zu beobachten. Spiegelbildlich dazu reagierten deutsche Anleger auf die Verschärfung der Staatsschuldenkrise im Jahr 2011 mit Vorsicht; per Saldo war ihre Nachfrage nach ausländischen Wertpapieren stark rückläufig. Die Beruhigung der Märkte durch die Ankündigung eines neuen Anleiheankaufprogramms (OMT) sowie die Beschlüsse zur einheitlichen Bankenaufsicht und zur Rekapitalisierung angeschlagener Banken führten jedoch in der zweiten Jahreshälfte 2012 zu Kapitalrückflüssen ins Ausland: Mit nachlassender Risikoaversion und vor dem Hintergrund der erheblich gesunkenen Renditen in Deutschland erwarben deutsche Anleger wieder verstärkt ausländische Papiere; zudem ließ die hohe Nachfrage ausländischer Investoren nach deutschen Titeln im Jahresverlauf spürbar nach.

*Portfolio-
umschichtungen
führten zu
beschleunigtem
Abbau von
Geldkapital*

Unterstützt wurde das Wachstum des deutschen Beitrags zu M3 ferner durch den zunehmenden Abbau der längerfristigen Forderungen gegenüber dem Bankensektor (Geldkapital) zugunsten von in M3 enthaltenen Anlagen; seit Ende 2012 leisteten die dahinter stehenden Portfolioumschichtungen den größten Beitrag zum deutschen Geldmengenwachstum. Die sinkende Nachfrage des Nichtbankensektors

nach den im Geldkapital enthaltenen längerfristigen Bankeinlagen erklärt sich dabei durch das aktuell niedrige Zinsniveau und insbesondere durch ihren geringen Zinsabstand zu Sichteinlagen. Zudem reflektiert der Abbau des Geldkapitals in Deutschland auch den kontinuierlich kräftigen Rückgang der langfristigen Bankschuldverschreibungen in den Händen von Nichtbanken aus dem übrigen Euro-Raum, aber auch von deutschen privaten Haushalten. Dass dabei nicht nur Risikoerwägungen der Anleger eine Rolle spielen, zeigt die Tatsache, dass selbst der als relativ stabil eingeschätzte deutsche Bankensektor weniger neue Bankschuldverschreibungen absetzte. Die Erwartung einer fortgesetzt expansiven geldpolitischen Ausrichtung und dauerhaft hohen Bereitstellung von Zentralbankliquidität sowie die reichliche Einlagenausstattung der deutschen Banken mindern für diese den Druck, attraktivere Konditionen auf längerfristige Einlagen und Bankschuldverschreibungen anzubieten.

Anders als in den anderen großen Staaten des Euro-Raums (Frankreich, Italien und Spanien) erhielt das M3-Wachstum in Deutschland keine nennenswerten Impulse von den Krediten an den Staat. Dies lag – neben den in den Jahreswachstumsraten bis Mitte 2012 sichtbaren Folgen der ordentlichen Abwicklung der Hypo Real Estate – im Wesentlichen daran, dass die deutschen Kreditinstitute per saldo im Unterschied zu Banken anderer Staaten des Euro-Raums keine großvolumigen Käufe von Staatsanleihen tätigten.

*Kredite
deutscher MFIs
an den Staat
mit geringer
Bedeutung
für die Geld-
mengen-
entwicklung*

⁸ Die Nettoforderungen deutscher MFIs gegenüber MFIs aus dem übrigen Euro-Raum wurden seit Sommer 2011 maßgeblich durch den Forderungsaufbau der Bundesbank im Rahmen des Zahlungsverkehrssystems TARGET2 bestimmt. Siehe hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2011, Monatsbericht, März 2012, S. 27 ff. sowie Deutsche Bundesbank, Die deutsche Zahlungsbilanz für das Jahr 2012, Monatsbericht, März 2013, S. 21 ff.

Die Bedeutung der konsolidierten Bilanzdarstellung des MFI-Sektors für die monetäre Analyse

Im Rahmen der geldpolitischen Strategie des Eurosystems werden monetäre Indikatoren für die Abschätzung der mittel- bis langfristigen Risiken für die Preisstabilität herangezogen. Eine wichtige Rolle spielt dabei das breite Geldmengenaggregat M3, das in der Vergangenheit über längere Horizonte gute Prognoseeigenschaften für die künftige Preisentwicklung aufwies.¹⁾ Der Informationsgehalt von Veränderungen der Geldmenge M3 für die langfristige Preisentwicklung kann jedoch durch temporär auftretende Einflüsse beeinträchtigt werden. Aus diesem Grund beschränkt sich die monetäre Analyse nicht auf die alleinige Betrachtung des Aggregats, sondern interpretiert die Geldmengenentwicklung im Kontext der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors im Euro-Raum.²⁾

Die konsolidierte Bilanzdarstellung für den MFI-Sektor baut unmittelbar auf der Definition der Geldmenge M3 auf. Demnach setzt sich M3 nur aus denjenigen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors gegenüber dem geldhaltenden Sektor zusammen, denen Geldcharakter zugesprochen wird. Dazu gehören Bargeld, täglich fällige Einlagen, sonstige kürzerfristige Einlagen (Termineinlagen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren und Spareinlagen mit einer Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) sowie Geldmarktfondsanteile, Repos und Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren. Der geldhaltende Sektor umfasst dabei im Euro-Währungsgebiet ansässige private Haushalte, finanzielle und nichtfinanzielle Unternehmen und den Staat mit Ausnahme der Zentralregierungen. Da Verbindlichkeiten innerhalb des MFI-Sektors definitionsgemäß nicht zur Geldmenge zählen, können für die Darstellung der Geldmenge im Bilanzzusammenhang die Bilanzen der einzelnen Institute des MFI-Sektors konsolidiert werden. Damit verbleiben in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors lediglich Aktiva und Passiva, die Forderungen beziehungsweise Verbindlichkeiten der

MFIs gegenüber dem inländischen Nichtbankensektor oder gegenüber ausländischen Banken oder Nichtbanken darstellen (siehe Tabelle auf S. 59).³⁾

Die Passivseite der konsolidierten Bilanz enthält als wichtigsten Posten die Geldmenge M3 mit ihren Komponenten. Die anderen Posten auf der Passivseite der konsolidierten Bilanz sind Verbindlichkeiten des MFI-Sektors, die nicht zur Geldmenge gezählt werden. Diese beinhalten zum einen die Einlagen von Zentralregierungen, zum anderen längerfristige Verbindlichkeiten des MFI-Sektors, das sogenannte Geldkapital (Termineinlagen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren, Spareinlagen mit einer Kündigungsfrist von über drei Monaten, Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren sowie Kapital und Rücklagen der MFIs).

Die quantitativ wichtigsten Posten auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz sind die Kredite an private Nichtbanken (private Haushalte, finanzielle und nichtfinanzielle Unternehmen) und die Kredite an öffentliche Haushalte im Euro-Währungsgebiet in Form von Buchkrediten oder Wertpapierkrediten. Während die hier erfassten Buch-

¹ Siehe z. B.: G. Carboni, B. Hofmann und F. Zampolli (2010), The role of money in the economy and in central bank policies, in: L. D. Papademos und J. Stark (Hrsg.), Enhancing monetary analysis, Europäische Zentralbank, S. 17–71. Zur Definition der Geldmenge M3 und den dahinterstehenden Überlegungen siehe: Europäische Zentralbank, Die Geldpolitik der EZB, 3. A., 2011, S. 51 ff.

² Der MFI-Sektor umfasst in erster Linie im Euro-Währungsgebiet ansässige Zentralbanken, Kreditinstitute und Geldmarktfonds. Eine ausführliche Darstellung der konsolidierten Bilanz und der einzelnen Bilanzpositionen findet sich in: Europäische Zentralbank, Manual on MFI Balance Sheet Statistics, April 2012.

³ Geldmengenkomponenten und Gegenposten der konsolidierten Bilanz für das Euro-Währungsgebiet können in die im Haupttext verwendeten nationalen Beiträge der einzelnen Mitgliedstaaten zerlegt werden. Diese bestehen aus den Forderungen bzw. Verbindlichkeiten des jeweiligen nationalen MFI-Sektors (einschl. nationaler Zentralbank) gegenüber dem geldhaltenden Sektor des gesamten Euro-Währungsgebiets.

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors der EWU *)

Veränderung in Mrd €, saisonbereinigt

Aktiva	2013, 1. Vj.	2012, 4. Vj.	Passiva	2013, 1. Vj.	2012, 4. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet			Einlagen von Zentralstaaten	- 6.5	- 0.4
Buchkredite ¹⁾	0.7	- 8.7	Geldmenge M3	50.5	86.1
Wertpapierkredite	17.2	37.6	davon Komponenten:		
Kredite an öffentliche Haushalte im Euro-Währungsgebiet			Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	94.8	84.4
Buchkredite	- 20.0	- 11.4	Übrige kürzerfristige Bankeinlagen (M2-M1)	0.1	36.4
Wertpapierkredite	45.8	11.0	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	- 44.4	- 34.6
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	57.8	108.9	Geldkapital	0.9	- 13.2
andere Gegenposten von M3	- 56.6	- 64.7	davon:		
			Kapital und Rücklagen	54.7	39.2
			Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	- 53.8	- 52.4

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

kredite typischerweise Kredite von Geschäftsbanken an den Staat und private Nichtbanken darstellen, umfassen die Wertpapierkredite sowohl von Geschäftsbanken als auch von Zentralbanken, zum Beispiel im Rahmen des Ankaufprogramms für gedeckte Schuldverschreibungen (CBBP oder CBBP2) oder des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP), erworbene Wertpapiere privater und staatlicher Emittenten.⁴⁾ Außerdem zeigt die Aktivseite die Nettoforderungen, das heißt den Saldo von Forderungen und Verbindlichkeiten des MFI-Sektors im Euro-Währungsgebiet gegenüber nicht gebietsansässigen Banken und Nichtbanken. In dieser Position spiegeln sich die Mittelzuflüsse der Nichtbanken aus dem Zahlungsverkehr mit dem Ausland wider.⁵⁾ Die Position „andere Gegenposten von M3“ enthält unter anderem nichtfinanzielle Aktiva der MFIs sowie Derivatepositionen.⁶⁾

Die Darstellung der Geldmenge im Bilanzzusammenhang eröffnet für die monetäre Analyse zwei Sichtweisen auf die monetäre Entwicklung: Die erste betrachtet die Geldmenge aus der Perspektive ihrer Komponenten und untersucht, durch welche Bestandteile die monetäre Entwicklung getrieben wird und wie die beobachteten Veränderungen der Komponenten ökonomisch erklärt werden können. Die zweite Sichtweise baut darauf auf, dass die Geldmenge

im Bilanzzusammenhang auch indirekt berechnet werden kann – als Summe aller Positionen der Aktivseite abzüglich der Einlagen von Zentralstaaten und des Geldkapitals. Die Analyse der Geldmengenentwicklung mithilfe dieser sogenannten Gegenposten liefert Informationen darüber, welche Transaktionen zwischen dem MFI-Sektor und dem geldhaltenden Sektor für die Geldmengenveränderungen verantwortlich waren. Im Falle eines Geldmengenanstiegs können dies beispielsweise eine Ausweitung der Buchkreditvergabe an den Privatsektor, Wertpapierkäufe der MFIs (Anstieg der Wertpapierkredite) oder Portfolioumschichtungen aus längerfristigen Bankverbindlichkeiten in M3 (Rückgang des Geldkapitals) sein. Diese Informationen können dann verwendet werden, um auf der Grundlage ökonomischer und statistischer Analysen zu einer Einschätzung darüber zu gelangen, ob die Entwicklung der Geldmenge am aktuellen Rand mit Risiken für die langfristige Preisentwicklung verbunden ist.

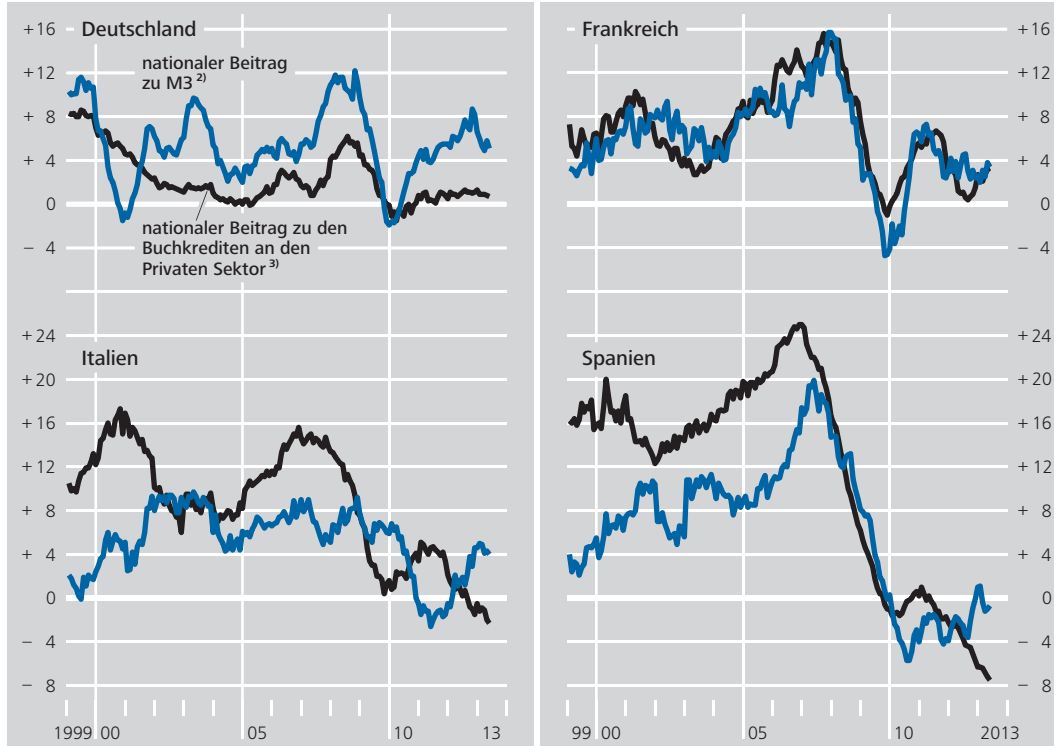
⁴ Siehe dazu auch: Deutsche Bundesbank, Umfangreiche Staatsanleihekäufe durch Eurosystem und Geschäftsbanken, Monatsbericht, Mai 2012, S. 32.

⁵ Eine ausführliche Darstellung dieses Zusammenhangs bietet: L. B. Duc, F. Mayerlen und P. Sola (2008), The monetary presentation of the euro area balance of payments, Europäische Zentralbank, Occasional Paper Series No. 96.

⁶ Zu Details siehe: Europäische Zentralbank, Manual on MFI Balance Sheet Statistics, April 2012, S. 112.

Ausgewählte nationale Beiträge zum Geldmengen- und Kreditwachstum im Euro-Raum

Wachstumsraten,¹⁾ Monatsendstände



1 Veränderung gegenüber Vorjahr in %. 2 Ab Januar 2002 ohne Bargeld. 3 Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen.
 Deutsche Bundesbank

Entwicklung in den Ländern der Peripherie

Abflüsse aus M3 infolge wachsender Zweifel an der Solvenz von Banken

Im Unterschied zu den Kernländern, in denen sich das Geldmengenwachstum im Verlauf des Jahres 2010 erholte, fielen die nationalen Beiträge der Peripherieländer zum Wachstum der Geldmenge M3 ab Herbst 2009 zunehmend in den negativen Bereich (siehe oben stehendes Schaubild). Ursächlich für den Rückgang der Geldnachfrage waren unter anderem sich verstärkende Zweifel an der Solvenz von Kreditinstituten, deren Bilanzen durch Verluste im Zusammenhang mit der Finanzkrise sowie teilweise enger Verflechtungen mit den von der Schuldenkrise betroffenen Staatssektoren belastet wurden. Während sich die Abflüsse in Italien, Spanien, Portugal und Griechenland auf Sichteinlagen oder kurzfristige Termineinlagen konzentrierten, wurde der Einbruch des Geldmengenwachstums in Irland im Jahr 2010 vor allem durch einen drastischen Rückgang der Nachfrage nach den in M3 enthaltenen kurz-

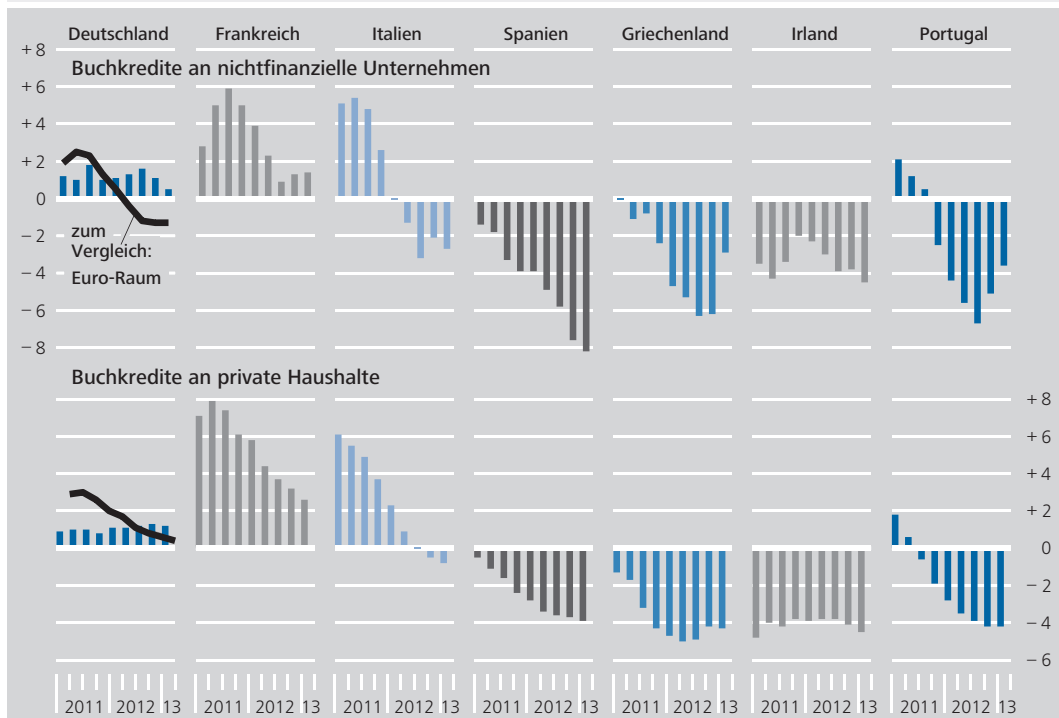
fristigen Bankschuldverschreibungen getrieben. Auch in Portugal, Spanien und Italien reduzierten die Nichtbanken ihr Engagement in diesem Segment spürbar.

Erst im Zuge der zusätzlichen Mittelbereitstellung im Rahmen der beiden Dreijahrestender gewannen kurzfristige Bankschuldverschreibungen Anfang 2012 wieder an Attraktivität. Insbesondere Spanien, aber auch Italien, verzeichneten in diesem Zusammenhang hohe Zuwächse. Mit der Beruhigung der Schuldenkrise Mitte 2012 erholte sich zudem die Nachfrage nach kurzfristigen Bankeinlagen. In Italien setzte die Erholung des Geldmengenwachstums aufgrund kräftiger Zuflüsse bei den kurzfristigen Termineinlagen bereits im Herbst 2011 und damit früher als in den anderen Peripherieländern ein, was mit der von Banken in Italien im Gegensatz zu anderen Ländern angebotenen relativ attraktiven Verzinsung in diesem Marktsegment zusammenhängen dürfte.

Kurzfristige Bankschuldverschreibungen ab Anfang 2012 wieder stärker nachgefragt

Ausgewählte nationale Beiträge zur Buchkreditvergabe an den nichtfinanziellen Privaten Sektor im Euro-Raum⁹⁾

Veränderung gegenüber Vorjahr in %



* Buchkredite des MFI-Sektors, bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen.
 Deutsche Bundesbank

Fortgesetzter Abbau der Buchkredite an den Privatsektor

Prägend für den Trend in der monetären Entwicklung in allen Peripherieländern ist seit dem Ausbruch der Finanzkrise vor allem der fortgesetzte Abbau der Buchkredite an den Privatsektor. So sind die nationalen Beiträge zur Jahreswachstumsrate der (um Kreditverbriefungen und -verkäufe bereinigten) Buchkredite an den Privatsektor in Irland und Spanien (mit einer kurzen Unterbrechung) bereits seit Sommer 2009 negativ, in Griechenland seit Anfang 2011 und in Portugal seit Sommer 2011. Der italienische Beitrag liegt seit Ende 2011 nahe null. In sektoraler Betrachtung geht der Rückgang hauptsächlich auf Nettotilgungen bei den Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen zurück, aber Ausleihungen an private Haushalte wurden ebenfalls abgebaut. Wie das oben stehende Schaubild zeigt, liegen die Jahresraten der Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen insbesondere in Spanien tief im negativen Bereich.⁹⁾ Während sich der Abwärtstrend der Wachstumsraten in Spanien, aber auch in Italien und Irland bis zuletzt fortsetzte, war in Por-

tugal am aktuellen Rand eine gewisse Stabilisierung erkennbar. Bei den Buchkrediten an private Haushalte sind die 12-Monatsraten in allen genannten Ländern weiterhin negativ, wozu die Wohnungsbaukredite einen wesentlichen Beitrag lieferten.

Hinter dem Abwärtstrend in der Kreditentwicklung dieser Länder stehen verschiedene Faktoren. So wird die Kreditnachfrage durch die schwache wirtschaftliche Aktivität in der Peripherie gedämpft. Dies bestätigen Umfragen wie die Befragung der kleinen und mittleren Unternehmen (SAFE), in der die Unternehmen den Mangel an Absatzmöglichkeiten als wichtigsten Grund der schwachen Kreditentwick-

Kreditnachfrage gedämpft durch schwache Güternachfrage ...

⁹⁾ Aufgrund der geordneten Restrukturierung des spanischen Bankensektors sind die spanischen Zahlen zu den Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen im Dezember 2012 und Februar 2013 trotz statistischer Bereinigungen erkennbar negativ beeinflusst. Näheres dazu siehe: Pressemitteilung der EZB zur Geldmengenentwicklung im Euro-Währungsgebiet, Februar 2013, vom 28. März 2013.

lung nennen.¹⁰⁾ Vor diesem Hintergrund überrascht es nicht, dass nach Einschätzung der im Rahmen des Bank Lending Survey befragten Banken eine Verringerung der Investitionsausgaben der Unternehmen den mit Abstand wichtigsten Grund für den seit Mitte 2011 beobachteten Rückgang der Kreditnachfrage darstellt.

... sowie Notwendigkeit des Schuldenabbaus

Des Weiteren wird die Kreditnachfrage in denjenigen Ländern, in denen Haushalte und Unternehmen bereits hoch verschuldet sind, insbesondere auch durch die Notwendigkeit gedämpft, diese Verschuldungsniveaus zu reduzieren. So zeigt die Entwicklung der nationalen Beiträge zum Wachstum der Buchkredite an den Privatsektor (siehe Schaubild auf S. 60), dass die Kreditentwicklung derzeit genau in denjenigen Ländern besonders schwach ist, in denen die Kredite in den Jahren vor dem Ausbruch der Krise besonders dynamisch wuchsen. Der anhaltende Kreditboom hat dazu geführt, dass in diesen Ländern das Verhältnis der Kreditbestände des Privatsektors zum Bruttoinlandsprodukt zum Teil stark gestiegen ist (siehe Erläuterungen auf S. 63).¹¹⁾ Wie das Schaubild auf S. 64 zeigt, war dies insbesondere in Irland, Spanien und Portugal der Fall. Zwar hat in diesen Ländern ausgehend von den Höchstständen der Kreditvolumina bereits ein deutlicher Abbau der Verschuldung stattgefunden. Ein Querschnittsvergleich mit den anderen Mitgliedsländern des Euro-Raums deutet jedoch darauf hin, dass immer noch signifikante Kreditüberhänge bestehen, deren Abbau sich bei einer Fortschreibung des bisherigen Tempos zum Teil noch über viele Jahre hinziehen könnte.

Wachsende Bedeutung anderer Finanzierungsquellen

Neben den bereits genannten Faktoren verringerte sich die Nachfrage nach Bankkrediten in einigen der hier betrachteten Länder auch dadurch, dass Unternehmen verstärkt auf andere Finanzierungsquellen zurückgriffen. Von Bedeutung waren etwa alternative Kreditgeber wie sonstige Finanzinstitute und verbundene Unternehmen, deren Anteil an der Außenfinanzierung der Unternehmen sich bereits seit

dem Zusammenbruch von Lehman Brothers im Herbst 2008 spürbar erhöht hatte.¹²⁾ Auch die marktbasierende (Fremd-)Finanzierung nahm zu. Während nichtfinanzielle Unternehmen in Italien zuletzt verstärkt Mittel über die Emission von Anleihen erhielten, trugen Aktienemissionen sowie die Zuführung von sonstigen Mitteln ins Eigenkapital positiv zur Außenfinanzierung in Spanien und Portugal bei.

Schließlich sind auch angebotsseitige Beschränkungen nicht auszuschließen, die sich vor allem aus schwachen Bankbilanzen, regulatorischen Änderungen und den höheren Risiken der Kreditvergabe ergeben. Anhaltspunkte dafür liefert der Bank Lending Survey, demzufolge insbesondere in der zweiten Hälfte 2011 rein bankseitige Faktoren wie der Zugang zur Marktfinanzierung, die Liquiditätsausstattung und die Eigenkapitalkosten während des gesamten Krisenzeitraums ein für die Verschärfung der Kreditstandards relevanter Faktor waren. Seitdem werden die Standards jedoch hauptsächlich von Veränderungen in der Einschätzung der konjunkturellen und firmenspezifischen Risiken getrieben.

BLS liefert auch Anhaltspunkte für angebotsseitige Beschränkungen

Einen dämpfenden Einfluss auf die Geldmengenenwicklung in den Peripherieländern hatten neben der schwachen Buchkreditvergabe zeitweise auch die grenzüberschreitenden Zahlungsströme. So kam es in denjenigen Phasen, in denen sich die Staatsschuldenkrise verschärfte, zu erheblichen Kapitalabflüssen aus den jeweils besonders betroffenen Ländern.

Phasenweise hohe Mittelabflüsse ins Ausland

10 Der SAFE wird von der EZB durchgeführt. Darin werden halbjährlich etwa 7 500 Unternehmen zu ihrem Finanzierungsumfeld befragt. Der Schwerpunkt liegt dabei auf kleinen und mittleren Unternehmen, die in besonderer Weise von Bankkrediten abhängig sind. Die aktuellen Umfrageergebnisse umfassen den Zeitraum Oktober 2012 bis März 2013, die Befragung erfolgte in der Zeit vom 18. Februar bis zum 21. März 2013.

11 Der Vorteil dieser Messgröße gegenüber umfassenderen Konzepten der Verschuldung, wie sie die Finanzierungsrechnung bietet, liegt in der Verfügbarkeit langer Reihen für beide Bestandteile.

12 Für eine ausführlichere Diskussion siehe: Deutsche Bundesbank, Die Entwicklung der Außenfinanzierung nichtfinanzieller Kapitalgesellschaften im Euro-Raum während der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise, Monatsbericht, Januar 2012, S. 24.

Entwicklung der Buchkreditbestände relativ zum Bruttoinlandsprodukt in ausgewählten Ländern des Euro-Währungsgebiets

Der aktuellen Schwäche der Buchkreditvergabe an den Privatsektor ging in einigen Mitgliedsländern des Euro-Währungsgebiets in den Jahren vor der Krise ein überaus starkes Kreditwachstum voraus. Aus geldpolitischer Sicht ergibt sich daraus die Frage, inwieweit das derzeit negative Kreditwachstum in diesen Ländern die Notwendigkeit reflektiert, frühere Kreditüberhänge abzubauen und somit Ausdruck eines bilanziellen Anpassungsprozesses sowohl aufseiten der Kreditnehmer als auch der Kreditgeber ist.

Zur Abschätzung, ob ein Kreditüberhang vorliegt beziehungsweise wie groß der etwaige Anpassungsbedarf ist, wird häufig die Entwicklung der Buchkredite an den Privatsektor relativ zum Bruttoinlandsprodukt (BIP) eines Landes herangezogen (siehe Schaubild auf S. 64).¹⁾ Eine gängige Vorgehensweise besteht darin, das Ausmaß des Anpassungsbedarfs an der Abweichung der (relativen) Kreditbestände von ihrem langfristigen Trend zu messen, wobei letzterer mithilfe statistischer Filterverfahren extrahiert wird.²⁾ Die üblichen statistischen Filtertechniken weisen jedoch einige konzeptionelle Mängel auf, was die Aussagekraft der geschätzten Trendniveaus vor allem am aktuellen Rand stark einschränkt. Zudem rechnen Filtertechniken Kreditüberhänge, die über längere Zeiträume aufgebaut wurden, zumindest teilweise der Trendkomponente zu, was dazu führt, dass in Zeiten eines Aufbaus von Kreditüberhängen diese tendenziell unterschätzt werden. Diese Problematik gilt insbesondere für diejenigen Länder des Euro-Raums, die seit Beginn der Währungsunion einen stetigen Anstieg des Kredit-BIP-Verhältnisses verzeichneten.

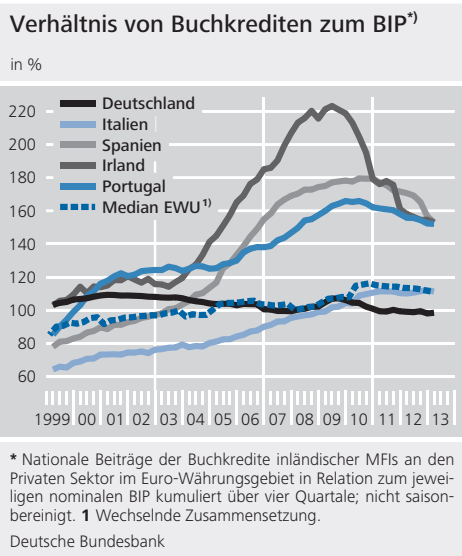
Eine Alternative zu den Filtermethoden stellt der Querschnittsvergleich der Kreditentwicklung relativ zum BIP für strukturell ähnliche Volkswirtschaften dar. Als Referenzwert für den Euro-Raum bietet sich der Median der Kredit-BIP-Verhältnisse der einzelnen Mitgliedsländer an.³⁾ Eine derartige Benchmark-Analyse ermöglicht Aussagen bezüglich der Verschuldungssituation des Privatsektors in einem Land relativ zu anderen Ländern. Sie lässt jedoch keine Einschätzung über den absoluten Anpassungsbedarf zu. Insbesondere könnte die Entwicklung des Medians im Euro-Währungsgebiet durch gleichzeitig in mehreren Ländern auftretende Übertreibungen nach oben verzerrt sein.

Wie das Schaubild auf Seite 64 zeigt, stieg der Median aller EWU-Mitgliedstaaten von etwa 90% Anfang 1999 bis auf 116% Ende 2010 und lag im März 2013 bei 111%. Deutlich über dem Median lagen in diesem Zeitraum die Buchkreditbestände (relativ zum BIP) in Irland, Spanien und Portugal. Vor allem in Irland und Spanien schritt der Verschuldungsaufbau zwischen 2004 und 2009 wesentlich schneller fort als im Euro-Währungsgebiet insgesamt. Die steigende Verschuldung des Privatsektors in Irland, Portugal und Spanien reflektierte dabei eine steigende Kreditvergabe sowohl an private Haushalte als auch an nichtfinanzielle

¹ Der Vorteil dieser Messgröße gegenüber umfassenderen Konzepten der Verschuldung, wie sie die Finanzierungsrechnung bietet, liegt in der Verfügbarkeit langer Reihen für beide Bestandteile.

² Vgl. z. B.: C. Borio und M. Drehmann, Assessing the risk of banking crises – revisited, BIS Quarterly Review, March 2009, Bank for International Settlements.

³ Zur Berechnung der Kredit-BIP-Verhältnisse werden Kreditbestandsdaten verwendet, deren Entwicklung sowohl transaktionsbedingte Veränderungen als auch Wertberichtigungen reflektiert.



Unternehmen. Buchkredite an finanzielle Unternehmen spielten für den Anstieg des Kredit-BIP-Verhältnisses in Portugal und Spanien dagegen nur eine geringe Rolle; in Irland waren sie nur phasenweise von Bedeutung.

Für Deutschland ist das Kredit-BIP-Verhältnis seit 1999 nahezu konstant geblieben. Dadurch ist die Verschuldungsquote des Privatsektors in Deutschland, die zunächst oberhalb des Medians des Euro-Währungsgebiets lag, im Zeitverlauf unter den Median abgesunken. Italien, dessen Kredit-BIP-Verhältnis zwar zwischen 1999 und 2013 deutlich angestiegen ist – auch hier getragen von der zunehmenden Kreditaufnahme der nichtfinanziellen Unternehmen und privaten Haushalte – bildet im ersten Vierteljahr 2013 den Median für das Euro-Währungsgebiet.

Ausgehend von den Höchstständen der Kreditvolumina (relativ zum BIP) hat in Portugal und Spanien, vor allem aber in Irland bereits ein deutlicher Abbau der Verschuldung stattgefunden.⁴⁾ Dabei ist zu berücksichtigen, dass die Kredit-BIP-Verhältnisse am aktuellen Rand das tatsächliche Ausmaß der Verschuldung in diesen Ländern wahr-

scheinlich überzeichnen, da das BIP (die Größe im Nenner) durch die schwache Konjunktorentwicklung unter seinen langfristigen Gleichgewichtswert, das heißt unter den Potenzialoutput, abgesunken sein dürfte. Korrigiert man für diesen Effekt, so verringert sich das Kredit-BIP-Verhältnis für Spanien von 153% auf 146% und für Portugal von 152% auf 145%.⁵⁾ Da zu vermuten ist, dass der Median aufgrund des in einer ganzen Anzahl von Ländern beobachteten starken Verschuldungsaufbaus die gleichgewichtigen Kreditvolumina (relativ zum BIP) tendenziell überschätzt, ergeben sich so relativ konservative Schätzungen der tatsächlichen Überhänge.

Insgesamt legt der Querschnittvergleich nahe, dass für einige Euro-Mitgliedsländer auch dann noch ausgeprägte Kreditüberhänge bestehen, wenn für konjunkturelle Effekte korrigiert wird. Es ist zu erwarten, dass der Abbau dieser Überhänge noch für eine längere Zeit eine dämpfende Wirkung auf die Buchkreditentwicklung in diesen Ländern und damit auch im gesamten Euro-Raum ausüben wird.

4 Im Unterschied zu den anderen Ländern waren in Irland Wertberichtigungen für den Verschuldungsabbau von erheblicher Bedeutung.

5 Für die Korrektur wurden die Schätzungen der EU-Kommission für die Outputlücke in den betroffenen Ländern verwendet. Für Irland lässt diese Korrektur den Kredit-BIP-Koeffizienten nahezu unverändert, da die Kommission keine wesentliche Outputlücke erwartet.

Seit der wahrgenommenen Beruhigung der Schuldenkrise Mitte 2012 ist jedoch Kapital in die Peripherieländer zurückgeflossen und hat damit zu einer gewissen Erholung des Geldmengenwachstums in diesen Ländern beigetragen.

Geldmengenwachstum durch Wertpapierkredite an den Staat gestützt

Gestützt wurde das Geldmengenwachstum in den Peripherieländern dagegen – wie in Deutschland – durch einen Abbau von längerfristigen Forderungen gegenüber dem Bankensektor (Geldkapital), der insbesondere durch umfangreiche Nettotilgungen bei den längerfristigen Bankschuldverschreibungen getrieben wurde. Ferner leistete die Ausweitung der Kreditvergabe der Banken an den Staat einen positiven Beitrag zum Geldmengenwachstum. So fanden in zeitlicher Nähe zu den Dreijahrestenden von Dezember 2011 bis März 2012 großvolumige Käufe heimischer Staatsanleihen durch spanische und italienische Kreditinstitute statt.¹³⁾ Ferner bauten die Banken in Spanien im zweiten Vierteljahr 2012 Buchkredite an heimische öffentliche Haushalte kräftig auf. In Italien war die Ausweitung der gesamten Kreditvergabe an den Staat ein wesentlicher Faktor für den Mitte 2011 einsetzenden Anstieg des Wachstumsbeitrags Italiens zum Geldmengenwachstum im Euro-Raum, der am aktuellen Rand 0,6 Prozentpunkte beträgt.

Herausforderungen für die gemeinsame Geldpolitik

Gedämpfte monetäre Grunddynamik im Euro-Raum insgesamt

Mittel- bis langfristige Inflationsrisiken können aus Sicht der monetären Analyse aus einem starken und persistenten Geldmengenwachstum und dem damit verbundenen Aufbau eines Geldüberhangs resultieren. Das Geldmengenwachstum im Euro-Währungsgebiet insgesamt verläuft derzeit allerdings mit einem vergleichsweise niedrigen Tempo. Zudem übt die schwache Buchkreditentwicklung einen nachhaltig dämpfenden Effekt auf das trendmäßige Geldmengenwachstum aus, sodass die monetäre Entwicklung für das Euro-Währungsgebiet als

Ganzes keine Aufwärtsrisiken für die Preisstabilität signalisiert.

Aufgrund der ausgeprägten Heterogenität der monetären Entwicklung im Euro-Währungsgebiet sind die Risiken für die Preisstabilität aber nicht gleichmäßig über alle Mitgliedstaaten verteilt. So sind in einigen Krisenländern deutlich negative Geldmengen- und Kreditwachstumsraten zu verzeichnen. Diese spiegeln neben der konjunkturellen Entwicklung zu einem erheblichen Anteil die notwendige Korrektur von in der Vergangenheit aufgebauten Kredit- und Geldmengenüberhängen wider. Durch die fortgesetzt hohe Verwundbarkeit der Bankensektoren in diesen Ländern ist der notwendige Anpassungsprozess allerdings mit Risiken behaftet. So können weitere negative Schocks, beispielsweise ein unerwartet hoher Anteil notleidender Kredite, über eine zu starke Einschränkung des Kreditangebots seitens der Banken eine weitere Abschwächung der wirtschaftlichen Entwicklung verursachen. Damit verbundene Rückkopplungseffekte auf die Stabilität des Bankensektors und das Kreditangebot verstärken unter Umständen den laufenden Entschuldungsprozess und können aufgrund der damit einhergehenden weiteren Kontraktion des Geld- und Kreditvolumens Abwärtsrisiken für die Preisstabilität nach sich ziehen.

Mögliche Abwärtsrisiken für die Preisstabilität in einigen Peripherieländern

In Deutschland hingegen vollzog sich das Geldmengenwachstum auf einem im Vergleich zur Peripherie wesentlich höheren Niveau. Die Ursachen für das Wachstum des deutschen Beitrags zur Geldmenge M3 (Rückgang des Geldkapitals, Anstieg der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors) deuten auf einen transitorischen Anstieg der Geldmengenwachstumsrate hin.¹⁴⁾ Nichtsdestoweniger sind die Geld-

In Deutschland hoher Geldbestand

¹³ Siehe: Deutsche Bundesbank, Umfangreiche Staatsanleihekäufe durch Eurosystem und Geschäftsbanken, Monatsbericht, Mai 2012, S. 32.

¹⁴ Die anhaltenden Leistungsbilanzüberschüsse tragen zwar zu einem dauerhaften Geldmengenwachstum bei, jedoch ist dieser Effekt, für sich genommen, quantitativ nicht bedeutsam genug, um zu Risiken für die Preisstabilität zu führen.

Risiken für die Preisstabilität geringer bei Umschichtungen in Geldkapital

bestände, vor allem die Bestände an Sichteinlagen, in Deutschland hoch.¹⁵⁾

Solange die erhöhte Geldmenge nicht nachfragewirksam wird, gehen von ihr keine Effekte auf die Teuerung aus. Die hohe Geldhaltung, insbesondere in Form von Sichteinlagen, wird dabei zurzeit durch geringe Opportunitätskosten im Vergleich zu längerfristigen Einlagen und von der hohen Unsicherheit begünstigt. Dem entgegen wirkt allerdings der durch das niedrige Zinsniveau bedingte negative erwartete reale Ertrag auf hoch liquide Einlagen. Entscheidend für die Einschätzung möglicher Risiken für die Preisstabilität ist die Frage, auf welche Weise die aufgrund dieser Sondereinflüsse erhöhte Geldhaltung zu einem zukünftigen Zeitpunkt abgebaut wird. In dem Ausmaß, in dem lediglich die vorangegangenen Portfolioumschichtungen wieder rückgängig gemacht würden, wäre der Abbau eines monetären Überhangs nicht mit Inflationsgefahren verbunden. Dies wäre etwa dann der Fall, wenn es zu Umschichtungen aus Einlagen in M3 in längerfristige, nicht in M3 enthaltene, Verbindlichkeiten des deutschen Bankensektors (Geldkapital) kommen würde. Wie bereits beschrieben, sind aber die Anreize für Portfolioumschichtungen in langfristige Verbindlichkeiten des inländischen Bankensektors in einem Umfeld einer erwarteten fortdauernden Niedrigzinspolitik relativ gering, zumal inländische Banken aufgrund ihrer breiten Einlagenbasis wenige Anreize zum Angebot attraktiver Konditionen auf langfristige Einlagen haben. Alternativ ist ein „monetärer Ausgleich“ innerhalb der Währungsunion auch durch Portfolioumschichtungen deutscher Anleger in attraktiver verzinsten Einlagen oder längerfristige Bankverbindlichkeiten in den Peripherieländern denkbar. Es ist aber fraglich, ob diese Anlagen in absehbarer Zukunft aufgrund der weiter zu erwartenden hohen Risikoaversion deutscher Nichtbanken für diese eine relevante Anlagealternative darstellen werden.

Die Entwicklungen im Vorfeld der Finanzkrise haben gezeigt, dass sich aus der monetären

Entwicklung ergebende Risiken nicht notwendigerweise zu stark steigenden Preisen auf den Gütermärkten führen müssen. So löste die dynamische Geldmengen- und Kreditentwicklung in den Jahren vor Ausbruch der Finanzkrise in einigen Ländern einen starken Anstieg der Immobilienpreise aus. Derartige Preiszyklen auf Vermögenmärkten begründen Risiken für die Finanzstabilität, die ebenfalls Rückwirkungen auf die Gesamtwirtschaft haben können und deshalb von der monetären Analyse im Blick behalten werden müssen. So ist hinsichtlich möglicher Szenarien für Deutschland zu beachten, dass die Anleger versuchen könnten, durch den Kauf nichtmonetärer Aktiva wie Aktien, anderer Wertpapiere oder Immobilien ihre Portfolios zugunsten ertragreicherer Anlageformen umzuschichten, und damit einen Vermögenspreisanstieg hervorrufen könnten. Für die deutschen Anleger dürften dabei zunächst vor allem inländische Anlageformen im Vordergrund stehen. Die bereits relativ hohe Bewertung von vergleichsweise risikoarmen nichtmonetären Aktiva (z. B. als relativ sicher empfundene Staats- und Unternehmensanleihen und in bestimmten Regionen auch Immobilien) könnte die Anleger dabei aber auch verstärkt in risikoreichere Anlageformen ausweichen lassen.

Solche Portfolioanpassungen würden allerdings in der Tendenz lediglich zu einer Niveaushiftung bei den Vermögenspreisen führen, nicht aber zu einer dauerhaft höheren Wachstumsrate. Eine Vermögenspreisinflation, das heißt eine längerfristige Beschleunigung der Vermögenspreisentwicklung, ist dagegen typischerweise mit einer starken Kreditexpansion verbunden. Die verhaltene Kreditentwicklung liefert für einen solchen kreditfinanzierten Vermögenspreisanstieg in Deutschland derzeit keinerlei Anhaltspunkte.

Risiken größer bei Umschichtungen in andere nichtmonetäre Aktiva

Risiko einer starken Kreditexpansion derzeit relativ gering

¹⁵ Wie zuvor beschrieben, sind für die Entwicklung des deutschen Beitrags zur Geldmenge M3 die Einlagen von nicht in Deutschland ansässigen Nichtbanken quantitativ nicht von Bedeutung, sodass in der folgenden Diskussion von ihnen abstrahiert wird.

*Gegebenenfalls
Erfordernis des
Einsatzes makro-
prudenzieller
Instrumente auf
nationaler
Ebene ...*

Sollte sich jedoch zukünftig in Deutschland eine durch eine beschleunigte Kreditentwicklung getriebene Vermögenspreisinflation abzeichnen, ohne dass dies unmittelbare Risiken für das gesamte Euro-Währungsgebiet mit sich bringen würde, so könnte die gemeinsame Geldpolitik des Eurosystems darauf nicht reagieren. Stattdessen wäre der Einsatz makroprudenzieller Instrumente auf nationaler Ebene erforderlich.

*... sowie
nationaler
Fiskal- und
Strukturpolitiken*

Dagegen sind die Abwärtsrisiken in den Peripherieländern vor allem in der Verwundbarkeit ihres Bankensystems gegenüber weiteren negativen Schocks begründet. Der Abbau dieser Verwundbarkeit erfordert unter anderem die Offenlegung von bereits entstandenen oder zu erwartenden Verlusten mit entsprechenden Wertberichtigungen in den Bilanzen, Entscheidungen über eine Abwicklung beziehungsweise Restrukturierung oder Rekapitalisierung der betroffenen Banken zur Schaffung neuer Verlustabsorptionskapazitäten sowie eine Re-

gulierung, die die Vermeidung des Entstehens neuer Anfälligkeiten in der Zukunft zum Ziel hat, darunter auch Eigenkapitalanforderungen für von Banken gehaltene Staatsanleihen.

Diese Aufgaben sind jedoch durch geldpolitische (Sonder-)Maßnahmen nicht zu lösen, sondern fallen in die Verantwortung anderer Politikbereiche, vor allem der Bankenaufsicht und der Fiskalpolitik. Die Geldpolitik kann die notwendigen Anpassungsprozesse bestenfalls zeitlich strecken, läuft dadurch aber stets Gefahr, den nötigen Anpassungsdruck auf die anderen Akteure zu sehr abzuschwächen. Unterbleiben aber die erforderlichen Maßnahmen zur Stärkung der Widerstandsfähigkeit der Bankensysteme in den Peripherieländern, so besteht weiterhin die Gefahr, dass sich die beschriebenen Abhängigkeiten zwischen Finanzsystem und Realwirtschaft negativ verstärken und eine realwirtschaftliche Erholung behindert würde.