

Geldpolitik und Bankgeschäft

Zinspolitik und Geldmarkt

Auch im Jahr 2009 hat der EZB-Rat angesichts des sich verschärfenden konjunkturellen Abwärtsdrucks und günstigerer Aussichten für die Preisstabilität die Zinspolitik weiter gelockert. Der Zinssatz für die wöchentlichen Hauptrefinanzierungsgeschäfte des Eurosystems wurde bis Mai auf 1% gesenkt. Darüber hinaus legte das oberste Entscheidungsgremium des Eurosystems fest, sowohl die Haupt- als auch die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte bis über das Jahresende 2009 hinaus als Festzinstender mit vollständiger Zuteilung der eingereichten Gebote auszuschreiben und ab Juni zusätzliche langfristige Refinanzierungstransaktionen mit 12-monatiger Laufzeit anzubieten. Zudem verständigte sich der EZB-Rat grundsätzlich darauf, künftig gedeckte Bankschuldverschreibungen („Covered Bonds“) anzukaufen. Diese Maßnahme soll dazu dienen, die Finanzierungsbedingungen des Bankensektors weiter zu verbessern, und steht demzufolge in Kontinuität zu den bisherigen geldpolitischen Maßnahmen, die der herausgehobenen Stellung des Bankensystems in der monetären Transmission im Euro-Währungsgebiet Rechnung tragen. Um sicherzustellen, dass auch in einem Umfeld niedriger Kurzfristzinsen die Erholungstendenzen am Geldmarkt nicht zusätzlich belastet werden, entschloss sich der EZB-Rat, den Zinssatz für Guthaben der Banken im Rahmen der Einlagefazilität unverändert bei $\frac{1}{4}\%$ zu belassen. Dagegen senkte er den vom Eurosystem berechneten Zins für die Nutzung der Spitzenrefinanzierungsfazilität auf $1\frac{3}{4}\%$, sodass die Symmetrie des Zinskorridors um den Hauptrefinanzierungssatz gewahrt blieb.

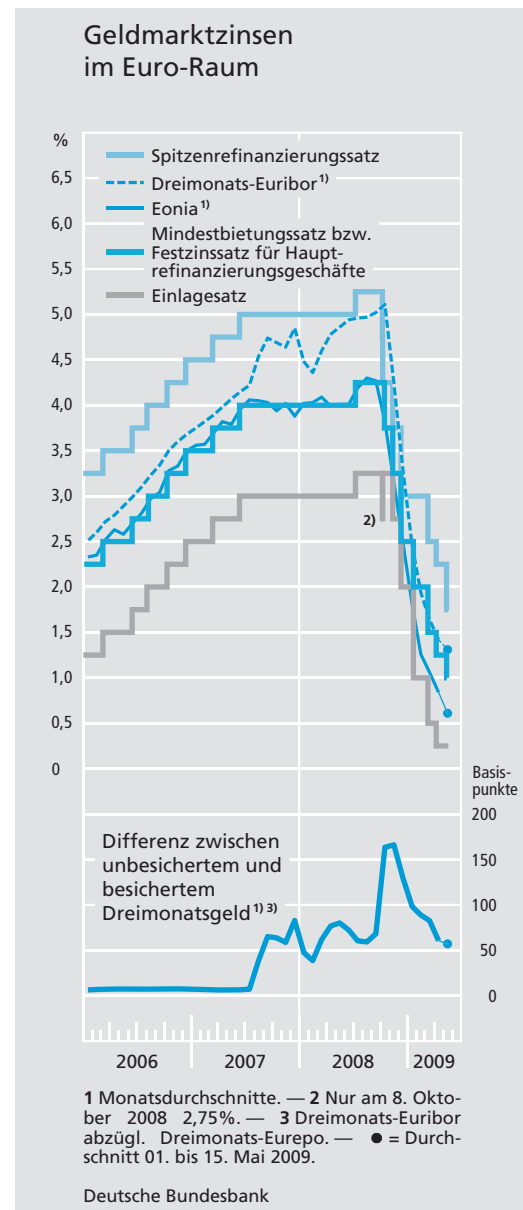
*Weitere
Zinssenkungen
durch den
EZB-Rat*

Leichte Entspannung am Tagesgeldmarkt

Die Geldmarktzinsen haben die Rücknahme der geldpolitischen Schlüsselzinsen durch den EZB-Rat seit Oktober 2008 deutlich nachvollzogen. Besonders der Tagesgeldsatz (EONIA) notierte seit Einführung des Vollzuteilungsregimes in den Refinanzierungsgeschäften des Eurosystems im Oktober 2008 nahezu ausnahmslos unter dem Hauptrefinanzierungssatz. Dabei stiegen die der Festsetzung des EONIA zugrunde liegenden Handelsvolumina gegenüber dem Schlussquartal 2008 wieder tendenziell an, was durch die Wiederausweitung des Zinskorridors um den Hauptrefinanzierungssatz im Februar unterstützt worden war. Auch wenn die Handelsvolumina noch nicht wieder den Stand erreicht haben, den sie vor Beginn der Finanzmarktkrise hatten, kann dies als Zeichen dafür gewertet werden, dass sich die Lage am Euro-Geldmarkt gegenüber Herbst vergangenen Jahres merklich entspannt hat.

Längerfristige Geldmarktzinsen folgen den Vorgaben der Geldpolitik

Auch die längerfristigen Geldmarktzinsen folgten den Vorgaben der Geldpolitik. Vor dem Hintergrund der umfangreichen geldpolitischen und fiskalischen Maßnahmen der letzten Monate sowie unterstützt durch positive Nachrichten aus dem US-amerikanischen und europäischen Bankensektor setzte sich auch die Einengung der maßgeblichen Risikoaufschläge weiter fort. Dabei sank die Renditedifferenz zwischen dem Zinssatz für unbesichertes Dreimonatsgeld (Dreimonats-Euribor) und dessen laufzeitkongruentem besicherten Pendant (Euroepo) seit Anfang Februar um rund 0,3 Prozentpunkte auf aktuell knapp 0,6 Prozentpunkte. Damit hat dieser Risikoaufschlag wieder ein Niveau erreicht, das zuletzt vor der deutlichen Verschärfung der



Finanzmarkturbulenzen im Herbst 2008 beobachtet wurde.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Im ersten Vierteljahr 2009 hat sich die Abschwächung der monetären Dynamik im Euro-Raum beschleunigt fortgesetzt. Erstmals seit Bestehen der Währungsunion schrumpfte die

M3 im ersten Quartal mit merklichem Rückgang

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den drei Mindestreserveperioden vom 21. Januar bis 7. April 2009 nahm der Bedarf der Kreditinstitute im Euro-Raum an Zentralbankguthaben, der durch die autonomen Liquiditätsfaktoren verursacht wurde, per saldo um 19,3 Mrd € zu. Dies war auf den starken Anstieg der Einlagen öffentlicher Haushalte zurückzuführen, die sich im Betrachtungszeitraum um insgesamt 39,1 Mrd € erhöhten. Dagegen sank der aus dem Banknotenumlauf stammende Liquiditätsbedarf um 5,8 Mrd €, bedingt durch den deutlichen Rückgang der Banknotennachfrage in der Reserveperiode Januar/Februar 2009 (um 12,9 Mrd €), der saisonüblich auf den starken Nachfrageanstieg um die Weihnachtszeit folgte. Zusätzlich zeigt auch die gemeinsame Betrachtung der Netto-Währungsreserven und der sonstigen Faktoren, die liquiditätsneutrale Bewertungseffekte eliminiert, über die drei Perioden eine Abnahme des Liquiditätsbedarfs (insgesamt um 14,0 Mrd €). Hierzu trug unter anderem die liquiditätswirksame Ausschüttung von Notenbankgewinnen bei, darunter des Bundesbankgewinns in Höhe von 6,3 Mrd € am 10. März. Die Nachfrage nach Zentralbankliquidität aus dem Mindestreserve-Soll nahm per saldo nur leicht um 0,6 Mrd € zu.

Das Eurosystem hat im Betrachtungszeitraum seine Politik der großzügigen Liquiditätsversorgung fortgesetzt, um das Funktionieren des Geldmarkts zu unterstützen. Alle Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wurden unverändert als Mengentender mit Vollzuteilung abgewickelt. Damit erfolgte auch in den drei betrachteten Reserveperioden die Liquiditätsbereitstellung allein nach Maßgabe der Nachfrage der Kreditinstitute. Deren Liquiditätsnachfrage hat sich im betrachteten Zeitraum jedoch stetig reduziert, sodass per saldo das Volumen der Offenmarktgeschäfte des Eurosystems um knapp 160 Mrd € zurückging und die Inanspruchnahme der Einlagefazilität sich um 180 Mrd € verringerte. Die längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte wurden weiterhin mit derselben Laufzeitenstruktur und Frequenz durchgeführt, wie sie bereits seit November 2008 nach Intensivierung der Geldmarktverspannungen praktiziert worden waren. Dazu zählten unter anderem die Durchführung von Sondertendern mit der Laufzeit

einer Reserveperiode und die monatlichen parallelen Zuteilungen von 3- und 6-Monats-Tendern (vgl. Tabelle auf S. 30). Insgesamt erhöhte sich im Betrachtungszeitraum aber der Anteil der Hauptrefinanzierungsgeschäfte am Gesamtrefinanzierungsvolumen von 30 % auf 36 %. Am jeweils letzten Tag der betrachteten Reserveperioden führte die EZB wie gewohnt Feinsteuerungsoperationen durch, um überschüssige Liquidität zu absorbieren.

In der Mindestreserveperiode Januar/Februar 2009, die lediglich 21 Tage dauerte, fand in den Hauptrefinanzierungsgeschäften erstmals der neue Festzinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte von 2,00 % Anwendung, nachdem der EZB-Rat auf seiner Sitzung am 15. Januar eine weitere Zinssenkung um 50 Basispunkte beschlossen hatte. Gekennzeichnet war diese Periode auch durch die Wiederausweitung des Korridors der Ständigen Fazilitäten, der nach seiner symmetrischen Einengung im Oktober 2008 auf 100 Basispunkte ab dem 21. Januar wieder auf 200 Basispunkte ausgedehnt wurde. Obwohl die Nachfrage der Kreditinstitute nach Zentralbankliquidität weiterhin stark war, nahm sie – gemessen an der über dem rechnerischen Bedarf vorhandenen Liquidität – gegenüber den Wochen zuvor spürbar ab. So ging diese Überschussliquidität im Tagesdurchschnitt auf gut 220 Mrd € zurück, nachdem sie in der Reserveperiode Dezember/Januar noch fast durchgängig über 300 Mrd € täglich betragen hatte. Infolge dieser Liquiditätsreduktion verringerte sich auch die Inanspruchnahme der Einlagefazilität im Eurosystem auf durchschnittlich 175 Mrd € – gegenüber knapp 240 Mrd € in der Vorperiode. Besonders deutlich zeigte sich vor dem Hintergrund des Vollzuteilungsregimes die Ausweitung des Fazilitätenkorridors allerdings an der Entwicklung der EONIA-Fixierungen, die erheblich unter dem Festzinssatz der Hauptrefinanzierungsgeschäfte lagen (im Periodenschnitt um 76 Basispunkte).

In der Reserveperiode Februar/März setzten sich die in der Vorperiode beobachteten Entwicklungen fort. So ging die Nachfrage der Kreditinstitute nach Zentralbankliquidität weiter zurück, was sich aufgrund bestehender Zinssenkungserwartungen der Marktteil-

nehmer besonders an den recht geringen Bietungsvolumina bei den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften zeigte. Die durchschnittlich auf gut 130 Mrd € gesunkene Überschussliquidität spiegelte sich in der niedrigeren Nutzung der Einlagefazilität wider, die im Durchschnitt mit 95 Mrd € in Anspruch genommen wurde. Auf den Abstand von EONIA zum Hauptrefinanzierungssatz hatte der spürbare Liquiditätsrückgang nur eine geringe Auswirkung: Auch in dieser Reserveperiode lag der Referenzzinssatz für Tagesgeld im Durchschnitt mit 72 Basispunkten deutlich unter dem Leitzins von 2,00 % und orientierte sich damit klar am Satz der Einlagefazilität.

In der Reserveperiode März/April wurden die Hauptrefinanzierungsgeschäfte mit dem neuen Festzinssatz von 1,50 % durchgeführt. Der EZB-Rat hatte auf seiner Sitzung vom 5. März neben dieser Leitzinssenkung um 50 Basispunkte zudem beschlossen, die zunächst bis Ende März 2009 befristete Durchführung der Haupt- und längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte als Mengentender mit Vollzuteilung bis mindestens zum Jahresende 2009 beizubehalten. Auch wurde das in den vergangenen Monaten praktizierte Durchführungsschema der zusätzlichen Langfristtender für den gleichen Zeitraum verlängert. Mit dieser erhöhten Planungssicherheit für die kommenden Monate ausgestattet, ließ auch in der Periode März/April die Nachfrage der Kreditinstitute nach Zentralbankgeld nochmals nach. Obwohl die jeweiligen Zuteilungsvolumina der Hauptrefinanzierungsgeschäfte – ähnlich der Vorperiode – recht konstant bei 230 Mrd € lagen, fiel die täglich vorhandene Überschussliquidität im Durchschnitt spürbar auf gut 90 Mrd €. Neben dem weiterhin geringeren Interesse an den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften hatte auch die zur Vorperiode gestiegene Liquiditätsabsorption durch die autonomen Faktoren zu dem geringeren Liquiditätsüberschuss beigetragen. Dies führte in der Konsequenz zu erneut niedrigeren Inanspruchnahmen der Einlagefazilität, die nun im täglichen Durchschnitt 58 Mrd € betragen. EONIA lag auch in der Reserveperiode März/April fast ausschließlich deutlich unter dem Hauptrefinanzierungssatz, allerdings weniger stark als in der Vorperiode. Er vollzog die Senkung des

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

| Position | 2009 | | |
|--|------------------------|------------------------|-----------------------|
| | 21. Jan. bis 10. Febr. | 11. Febr. bis 10. März | 11. März bis 7. April |
| I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren | | | |
| 1. Banknotenumlauf (Zunahme: -) | + 12,9 | - 1,3 | - 5,8 |
| 2. Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -) | - 2,8 | - 7,4 | - 28,9 |
| 3. Netto-Währungsreserven ²⁾ | - 33,9 | - 34,7 | - 4,7 |
| 4. Sonstige Faktoren ²⁾ | + 21,3 | + 37,9 | + 28,1 |
| Insgesamt | - 2,5 | - 5,5 | - 11,3 |
| II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems | | | |
| 1. Offenmarktgeschäfte | | | |
| a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte | + 5,7 | - 0,6 | + 6,2 |
| b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte | - 62,2 | - 79,0 | - 29,3 |
| c) Sonstige Geschäfte | - 2,8 | + 2,1 | + 0,3 |
| 2. Ständige Fazilitäten | | | |
| a) Spitzenrefinanzierungsfazilität | - 0,8 | - 0,5 | - 0,5 |
| b) Einlagefazilität (Zunahme: -) | + 63,1 | + 79,9 | + 37,7 |
| Insgesamt | + 3,0 | + 1,9 | + 14,4 |
| III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.) | + 0,6 | - 3,5 | + 3,0 |
| IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -) | - 0,8 | + 3,5 | - 3,3 |

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.

Hauptrefinanzierungssatzes um 50 Basispunkte nicht komplett nach, sodass sich die durchschnittliche Differenz beider Zinssätze auf 56 Basispunkte reduzierte. Hierbei fiel auch der erhöhte EONIA von 1,64 % am Quartalsende ins Gewicht, der damit erstmals seit dem 8. Oktober 2008 wieder über dem jeweiligen Leitzins gelegen hatte. Wichtiges Merkmal des Tageszinsens waren wie zuvor die weiten Handelsspannen.

Nach einer nochmaligen Leitzinssenkung um 25 Basispunkte in der EZB-Ratssitzung vom 2. April wurden in der folgenden Reserveperiode April/Mai die Hauptrefinanzierungsgeschäfte zum Zinssatz von 1,25 % zuteilt.

Offenmarktgeschäfte des Eurosystems *)

| Valutatag | Geschäftsart 1) | Laufzeit in Tagen | Tatsächliche Zuteilung, Mrd € | Abweichung zur Benchmark 2), Mrd € | Marginaler Satz/Festsatz, in % | Repartierungssatz, in % | Gewichteter Satz, in % | Cover Ratio 3) | Anzahl Bieter |
|-----------|-----------------|-------------------|-------------------------------|------------------------------------|--------------------------------|-------------------------|------------------------|----------------|---------------|
| 21.01.09 | S-LRG (MT) | 21 | 113,4 | – | 2,00 | 100,00 | – | 1,00 | 139 |
| 21.01.09 | HRG (MT) | 7 | 251,5 | 119,5 | 2,00 | 100,00 | – | 1,00 | 668 |
| 28.01.09 | HRG (MT) | 7 | 214,2 | 183,7 | 2,00 | 100,00 | – | 1,00 | 544 |
| 29.01.09 | LRG (MT) | 91 | 43,2 | – | 2,00 | 100,00 | – | 1,00 | 133 |
| 04.02.09 | HRG (MT) | 7 | 207,1 | 213,6 | 2,00 | 100,00 | – | 1,00 | 501 |
| 10.02.09 | FSO (–) | 1 | – 129,1 | – | 1,80 | 100,00 | 1,36 | 1,01 | 119 |
| 11.02.09 | S-LRG (MT) | 28 | 104,7 | – | 2,00 | 100,00 | – | 1,00 | 93 |
| 11.02.09 | HRG (MT) | 7 | 197,7 | – 26,8 | 2,00 | 100,00 | – | 1,00 | 511 |
| 12.02.09 | S-LRG (MT) | 91 | 18,5 | – | 2,00 | 100,00 | – | 1,00 | 39 |
| 12.02.09 | S-LRG (MT) | 182 | 10,7 | – | 2,00 | 100,00 | – | 1,00 | 39 |
| 18.02.09 | HRG (MT) | 7 | 215,3 | 140,8 | 2,00 | 100,00 | – | 1,00 | 527 |
| 25.02.09 | HRG (MT) | 7 | 237,8 | 126,3 | 2,00 | 100,00 | – | 1,00 | 504 |
| 26.02.09 | LRG (MT) | 91 | 21,6 | – | 2,00 | 100,00 | – | 1,00 | 57 |
| 04.03.09 | HRG (MT) | 7 | 244,1 | 146,6 | 2,00 | 100,00 | – | 1,00 | 481 |
| 10.03.09 | FSO (–) | 1 | – 110,8 | – | 1,80 | 100,00 | 1,52 | 1,01 | 119 |
| 11.03.09 | HRG (MT) | 7 | 227,7 | – 67,8 | 1,50 | 100,00 | – | 1,00 | 503 |
| 11.03.09 | S-LRG (MT) | 28 | 120,2 | – | 1,50 | 100,00 | – | 1,00 | 97 |
| 12.03.09 | S-LRG (MT) | 91 | 30,2 | – | 1,50 | 100,00 | – | 1,00 | 71 |
| 12.03.09 | S-LRG (MT) | 182 | 10,8 | – | 1,50 | 100,00 | – | 1,00 | 60 |
| 18.03.09 | HRG (MT) | 7 | 226,1 | 101,6 | 1,50 | 100,00 | – | 1,00 | 537 |
| 25.03.09 | HRG (MT) | 7 | 230,0 | 62,5 | 1,50 | 100,00 | – | 1,00 | 538 |
| 26.03.09 | LRG (MT) | 91 | 28,8 | – | 1,50 | 100,00 | – | 1,00 | 87 |
| 01.04.09 | HRG (MT) | 7 | 238,1 | 89,6 | 1,50 | 100,00 | – | 1,00 | 522 |
| 07.04.09 | FSO (–) | 1 | – 103,9 | – | 1,30 | 100,00 | 1,12 | 1,02 | 114 |

* Für die Geschäfte des Eurosystems vom 8. Oktober 2008 bis 20. Januar 2009 siehe: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, Februar 2009, S. 26. — 1 HRG: Hauptrefinanzierungsgeschäft, LRG: Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft, S-LRG: Sonder-Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft, FSO: Feinststeuerungsoperation (+: Liquidität

bereitstellend, –: Liquidität absorbierend), MT: Mengentender. — 2 Ohne Berücksichtigung der in derselben Woche zugeteilten (S-)LRGe und verschiedener Devisen-swapoperationen — 3 Verhältnis des Volumens der Gesamtgebote zum Zuteilungsvolumen.

Deutsche Bundesbank

Geldmenge M3 in einem Berichtsquartal. Saisonbereinigt und auf das Jahr gerechnet betrug ihre Wachstumsrate knapp – 2 ½ %, nachdem sie im Schlussquartal 2008 noch mit knapp 7 % expandierte. Der Dreimonatsdurchschnitt ihrer Jahresraten für die Monate Januar bis März reduzierte sich entsprechend auf 5 ½ % und erreichte damit den niedrigsten Wert seit rund fünf Jahren.

Mit Blick auf die Teilkomponenten von M3 verzeichneten vor allem die marktfähigen Papiere einen kräftigen Rückgang. Sie schrumpften mit einer saisonbereinigten Jahresrate von gut 16 ½ %, nachdem sie im Vorquartal noch schwach gewachsen waren. Zu diesem Abbau trug insbesondere der starke Rückgang der kurzfristigen Schuldverschreibungen (mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren) bei, der auf die andauernden Finanzmarkturbulen-

*Marktfähige
Papiere und
übrige kurz-
fristige Einlagen
per saldo
geschrumpft*

zen zurückzuführen war. Er belief sich im Berichtsquartal saisonbereinigt und annualisiert auf 69 ½ % und wurde auch durch die stärkere Dotierung von Geldmarktfondsanteilen nicht kompensiert. Aber nicht nur die marktfähigen Papiere gingen zurück, sondern auch die übrigen kurzfristigen Einlagen. Sie sanken per saldo mit einer saisonbereinigten und aufs Jahr gerechneten Rate von 9 ½ %. Dabei wurden zwar kurzfristige Spareinlagen (mit vereinbarter Kündigungsfrist von bis zu drei Monaten) außerordentlich stark dotiert, es kam aber im Zuge der flachen Zinsstruktur zu Abflüssen aus kurzfristigen Termineinlagen (mit vereinbarter Laufzeit von bis zu zwei Jahren), die diese Zuwächse deutlich überkompensierten.

*M1 kräftig
gewachsen*

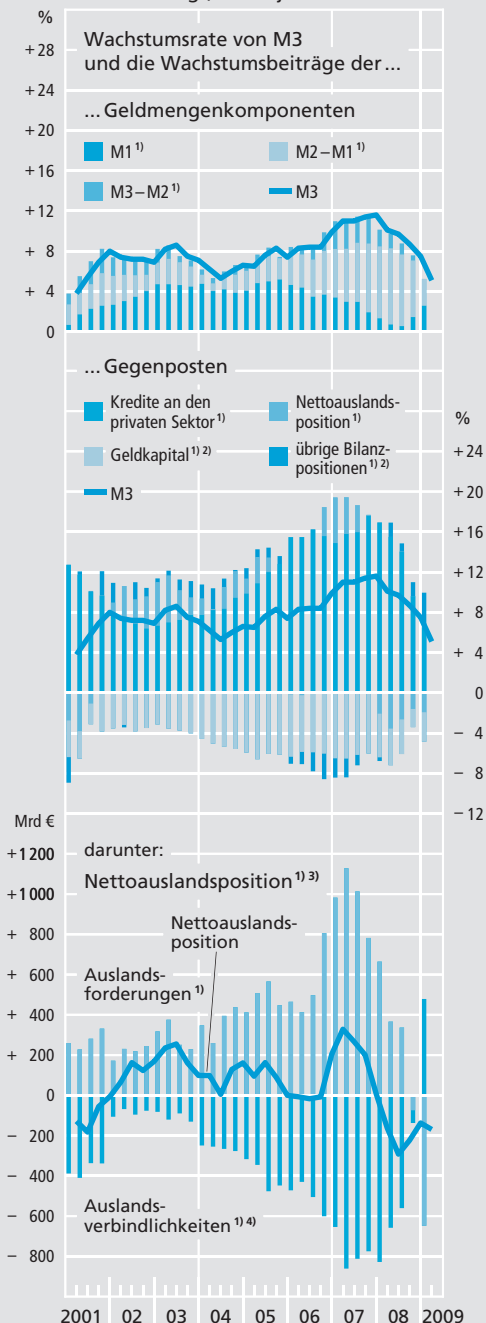
Dieser Rückgang der kurzfristigen Termineinlagen hat jedoch nicht im gleichen Maß zum Absinken von M3 beigetragen, da von ihm die täglich fälligen Einlagen profitierten. Sie expandierten entsprechend zwischen Januar und März mit einer annualisierten und saisonbereinigten Rate von 11 ½ % außerordentlich stark. Dagegen erhöhte sich der Bargeldumlauf im gleichen Zeitraum nur um knapp 9 ½ %, nachdem der Anstieg in den letzten drei Monaten des Vorjahres primär unsicherheitsbedingt noch bei 31 ½ % gelegen hatte. Im Ergebnis wuchs das enge Geldmengenaggregat M1 im Berichtszeitraum saisonbereinigt und auf das Jahr gerechnet mit gut 11 % und damit nochmals stärker als im vierten Quartal 2008.

*Merklich
gedämpfte
Kreditvergabe
an den privaten
Sektor*

Die schwache monetäre Grunddynamik im Berichtszeitraum ist insbesondere in Verbindung mit einer fortgesetzten gedämpften Kreditentwicklung zu sehen. So war die Buch-

Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euro-Raum

saisonbereinigt, vierteljährlich



1 Berechnet aus den über 12 Monate kumulierten Veränderungen. — 2 Eine Zunahme dämpft, für sich betrachtet, das M3-Wachstum. — 3 Nicht saisonbereinigt. — 4 Zunahme: -.

Deutsche Bundesbank

Kreditvergabe an den inländischen privaten Sektor im Euro-Währungsgebiet wie schon im Vorquartal geringer als das Tilgungsvolumen. Die aufs Jahr gerechnete saisonbereinigte Wachstumsrate der Buchkredite belief sich zwischen Januar und März erneut auf $-1/2\%$. Dabei ist jedoch zu beachten, dass die Kreditentwicklung von Verbriefungstransaktionen geprägt ist, durch die die betroffenen Buchkredite unter bestimmten Umständen nicht mehr als unverbriefte Ausleihung in den Bilanzen der Kreditinstitute erscheinen. Tendenziell unterzeichnen damit die statistisch ausgewiesenen Daten zu den Buchkrediten die Mittelbereitstellung durch die Banken. Bereinigt man um diesen Effekt, stiegen die Buchkredite im ersten Vierteljahr saisonbereinigt und aufs Jahr gerechnet um $1/2\%$ an, nach 3% im Vorquartal. Die von den Banken verbrieften Buchkredite finden sich statistisch zum überwiegenden Teil in den verbrieften Krediten an private Emittenten wieder, die im Berichtszeitraum entsprechend lebhaft wuchsen. In der Summe stieg die gesamte Mittelbereitstellung an den privaten Sektor im ersten Vierteljahr saisonbereinigt und auf das Jahr gerechnet dennoch nur um 1% und damit erneut schwächer als im Vorquartal.

*Schwache
Buchkredit-
vergabe an
nichtfinanzielle
Unternehmen
und...*

Die schwache Buchkreditvergabe zeigte sich in allen Sektoren. So stiegen die unverbrieften Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen in saisonbereinigter Betrachtung im ersten Quartal nur mit einer aufs Jahr gerechneten Rate von 1% an.¹⁾ Dabei nahm die Dynamik im Laufe des Quartals ab: Der Anstieg war maßgeblich getrieben von einem starken Zuwachs im Januar, während im Februar und im März die Kredite zurückgeführt wurden.

In der schwachen Kreditdynamik spiegelte sich auch die gesunkene Kreditnachfrage von Unternehmensseite wider. Vor dem Hintergrund sinkender Kapazitätsauslastungen reduzierte sich unter anderem tendenziell der Bedarf an kurzfristigem Fremdkapital, da laufende Kosten über vorhandene Liquiditätspuffer aus den Bankeinlagen der Unternehmen gedeckt werden konnten.

Die Buchkredite an finanzielle Unternehmen wurden im ersten Quartal 2009 teils kräftig zurückgeführt. So sanken die ausstehenden unverbrieften Ausleihungen an Versicherungen und Pensionseinrichtungen in saisonbereinigter Betrachtung und aufs Jahr gerechnet um knapp 17% , während die Buchkredite an die sonstigen Finanzintermediäre mit einer entsprechenden Rate von gut 4% zurückgingen. Die Kredite an die privaten Haushalte entwickelten sich im ersten Quartal ebenfalls schwach, wenn auch die Abwärtsdynamik aus dem Vorquartal in Teilbereichen abnahm. So stieg die aufs Jahr gerechnete saisonbereinigte Wachstumsrate der Konsumentenkredite von -4% auf $1\frac{1}{2}\%$, und auch die Abwärtsdynamik der Wohnungsbaukredite schwächte sich im Laufe des Berichtsquartals ab. Sonstige Kredite an private Haushalte wurden dagegen mit einer Rate von 1% abgebaut.

*... an finanzielle
Unternehmen*

Während die Buchkredite an öffentliche Schuldner im Berichtszeitraum lediglich leicht anstiegen, haben Banken in größerem Umfang Wertpapiere öffentlicher Emittenten in ihre Portfolios aufgenommen. Im Ganzen spiegelt sich darin nicht zuletzt der gestie-

*Starke
verbrieft
Mittelbereit-
stellung*

¹ Sektorale Kreditdaten sind nicht um Verbriefungstransaktionen bereinigt.

gene Finanzierungsbedarf der öffentlichen Haushalte wider. Insgesamt, das heißt unter Einbeziehung der Wertpapierkredite an öffentliche und private Schuldner, stellte die verbriefte Kreditvergabe das quantitativ bedeutendste Instrument der Mittelbereitstellung der Banken im Euro-Raum dar. Für die Banken ist die Verbriefung unter anderem deshalb attraktiv, weil sie deren Möglichkeiten verbessert, Mittel im Rahmen besicherter Refinanzierungstransaktionen aufzunehmen.

*Übrige
Gegenposten*

Die Nettoauslandsposition des MFI-Sektors, in der sich der Zahlungsverkehr der Nichtbanken mit dem Ausland widerspiegelt, ging im ersten Quartal 2009 saisonbereinigt um knapp 91 Mrd € zurück und trug somit für sich genommen zur Abschwächung der monetären Dynamik im Euro-Raum bei. Auch die Zunahme der nicht zur Geldmenge M3 gehörenden Einlagen der Zentralregierungen bei den Kreditinstituten wirkte isoliert betrachtet im ersten Vierteljahr dämpfend auf das M3-Wachstum.

*Zunahme der
längerfristigen
Mittelanlage
bei Banken*

Schließlich wurde die monetäre Dynamik im Berichtszeitraum tendenziell auch durch den starken Anstieg des Geldkapitals gebremst. Nachdem die längerfristigen Anlagen im Euro-Raum während des letzten Quartals 2008 saisonbereinigt und aufs Jahr gerechnet um ½ % leicht abgebaut worden waren, war im ersten Vierteljahr 2009 ein spürbarer Zuwachs von 9 % zu beobachten. Zu dieser Expansion trugen alle Komponenten des Geldkapitals bei. Dabei entwickelten sich vor allem die langfristigen Termineinlagen (mit vereinbarter Laufzeit von über zwei Jahren) mit einer Rate von 16 ½ % sehr dynamisch. Dane-

ben setzte sich auch die starke Aufstockung der Position „Kapital und Rücklagen“ der Banken fort, hinter der überwiegend staatliche Rettungsmaßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsektors standen. Langfristige Spareinlagen (mit vereinbarter Kündigungsfrist von über drei Monaten) sowie langfristige Schuldverschreibungen (mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren) wurden dagegen deutlich zurückhaltender dotiert. Letztere stiegen zwar im Januar und Februar, den beiden bislang emissionsstärksten Monaten für staatlich garantierte Bankschuldverschreibungen, sehr kräftig an. Allerdings konnte dieser Zuwachs den außerordentlich starken Abbau aus dem Vorquartal nur teilweise kompensieren. Zudem stießen Nichtbanken diese Papiere bereits im März wieder in deutlichem Umfang ab, sodass sie im Berichtszeitraum saisonbereinigt und aufs Jahr gerechnet nur noch mit einer Rate von 3 % wuchsen.

Nachdem M3 zwischen Oktober und Dezember 2008 noch vergleichsweise hohe Wachstumsraten aufgewiesen hatte, hat sich die monetäre Grunddynamik – also jenes Geldmengenwachstum, das letztlich inflationsrelevant ist – im Berichtsquartal deutlich abgeschwächt. Entsprechend sind die mit der monetären Expansion verbundenen längerfristigen Inflationsgefahren im Laufe des ersten Vierteljahres kräftig gesunken. Dies zeigt sich auch in den Ergebnissen monetär basierter Inflationsprojektionen, die die wahrscheinlichste mittelfristige Inflationsentwicklung nun unterhalb der 2 %-Marke sehen. Dabei ist allerdings auch der hohe Grad an Unsicherheit zu bedenken, der derzeit mit solchen Inflationsprojektionen verbunden ist.

*Mittelfristige
Preisrisiken aus
monetärer Sicht
merklich
gesunken*

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

Mrd €

| Position | 2009 | 2008 |
|--|------------------|------------------|
| | Jan. bis März | Jan. bis März |
| Einlagen von inländischen Nicht-MFIs 1) | | |
| täglich fällig mit vereinbarter Laufzeit | + 68,6 | + 1,0 |
| bis zu 2 Jahren | - 83,5 | + 14,8 |
| über 2 Jahre | + 12,1 | + 3,2 |
| mit vereinbarter Kündigungsfrist | | |
| bis zu 3 Monaten | + 11,8 | - 8,5 |
| über 3 Monate | + 0,8 | - 3,1 |
| Kredite | | |
| Kredite an inländische Unter- nehmen und Privatpersonen | | |
| Buchkredite | + 25,2 | + 32,2 |
| Wertpapierkredite | + 7,4 | + 11,3 |
| Kredite an inländische öffentliche Haushalte | | |
| Buchkredite | - 4,8 | - 9,7 |
| Wertpapierkredite | + 5,4 | + 6,8 |

* Zu den Monetären Finanzinstituten (MFIs) zählen hier neben den Banken (einschl. Bausparkassen, ohne Bundesbank) auch die Geldmarktfonds, s. a.: Tabelle IV.1 im Statistischen Teil des Monatsberichts. — 1 Unternehmen, Privatpersonen und öffentliche Haushalte ohne den Bund.

Deutsche Bundesbank

**Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher
Banken mit inländischen Kunden**

*Kräftiger
Anstieg täglich
fälliger Einlagen
bei massivem
Abbau
kurzfristiger
Termineinlagen*

Die Einlagen inländischer Anleger bei deutschen Banken nahmen im ersten Quartal mit einer aufs Jahr gerechneten Rate von 5 ½ % zu und stiegen damit erheblich schwächer als noch im Vorquartal. Ähnlich wie im Euro-Gebiet kam es dabei jedoch innerhalb der kurzfristigen Einlagearten zu deutlichen Verschiebungen. Während kurzfristige Termineinlagen mit einer auf das Jahr gerechneten saisonbereinigten Rate von knapp 31 ½ % massiv abgebaut wurden, stockten inländische Anleger ihre täglich fälligen Einlagen mit einer Rate von 35 ½ % außerordentlich stark auf. Dies ist sicherlich auch in Verbindung damit zu sehen, dass im Umfeld rückläufiger Zinsen der Renditevorteil marktnah verzinsten

kurzfristiger Termingelder gesunken ist. Wie schon im Schlussquartal 2008 waren es auch in den ersten drei Monaten des Jahres 2009 vor allem private Haushalte und – allerdings in geringerem Umfang – nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften, die diese Portfolioanpassungen vornahmen.

Die längerfristigen Bankeinlagen inländischer Anleger sind von Januar bis März spürbar gewachsen. Dabei waren besonders die langfristigen Termineinlagen (mit vereinbarter Laufzeit von über zwei Jahren) gefragt. Allerdings lag die saisonbereinigte Jahresrate mit gut 6 % deutlich unter der des Vorquartals. Diese Einlagen wurden vor allem von Versicherungsunternehmen und sonstigen Finanzintermediären dotiert, die traditionell die bedeutendsten Anlegergruppen in diesem Segment darstellen. Wie schon im Vorquartal spiegelten sich in dem Anstieg der langfristigen Termineinlagen zum Teil Verbriefungstransaktionen deutscher Banken wider, bei denen sie die verbrieften Papiere ihrer Zweckgesellschaften gegen langfristige Termineinlagen in die eigene Bilanz nahmen.

*Merklicher
Anstieg der
längerfristigen
Termineinlagen...*

Gleichzeitig sank die aufs Jahr gerechnete saisonbereinigte Wachstumsrate der längerfristigen Spareinlagen (mit vereinbarter Kündigungsfrist von über drei Monaten) auf nur noch 2 %, nachdem sie bedingt durch die außerordentlich starke Nachfrage nach diesen Produkten vor allem vonseiten privater Haushalte im Schlussquartal 2008 noch 36 % betragen hatte.

*... und stark
gedämpftes
Wachstum
längerfristiger
Spareinlagen*

Im ersten Quartal 2009 zeigte sich die gesamte Mittelbereitstellung der inländischen Kre-

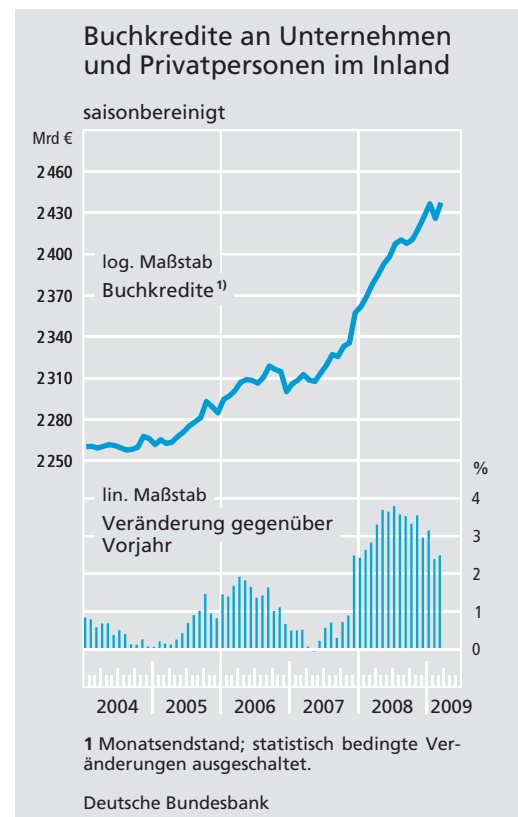
*Buchkredite an
finanzielle
Unternehmen
gestiegen, ...*

ditinstitute im Vergleich mit dem Vorquartal deutlich schwächer. Ihre aufs Jahr gerechnete saisonbereinigte Wachstumsrate fiel auf 1%, nach 6% im Schlussvierteljahr 2008. Auch die entsprechende Wachstumsrate der Buchkredite an den inländischen Privatsektor blieb merklich hinter ihrem Vorquartalswert zurück. Bemerkenswert dabei ist, dass dieser Zuwachs fast ausschließlich auf eine kräftige Kreditvergabe an finanzielle Unternehmen zurückzuführen war, bei der sogenannte Reverse-Repogeschäfte eine dominierende Rolle spielten. Hinter diesen Transaktionen stehen jedoch letztlich vor allem Kreditgewährungen zwischen Banken, die sich statistisch als Kredite an finanzielle Unternehmen niederschlagen, weil sie über eine inländische Nichtbank abgewickelt werden. Für sich genommen ist damit aber keine Mittelbereitstellung der Banken an den inländischen Nichtbankensektor verbunden.

*... an nicht-
finanzielle
Unternehmen
gesunken
und...*

Zur schwachen Buchkreditentwicklung im Berichtsquartal beigetragen hat insbesondere, dass die unverbrieften Ausleihungen deutscher Banken an inländische nichtfinanzielle Unternehmen gesunken sind. Dahinter stand vor allem ein verminderter Finanzierungsbedarf aufgrund der abgeschwächten gesamtwirtschaftlichen Aktivität und der gedämpften Anlageinvestitionen. Darüber hinaus setzte sich der Rückgang des Volumens ausstehender Wohnungsbaukredite bei privaten Haushalten weiter fort, und die sonstigen Buchkredite an private Haushalte sanken ebenfalls. Schließlich trennten sich deutsche Kreditinstitute in saisonbereinigter Betrachtung zudem, wenn auch in geringem Umfang, von Teilen ihrer Wertpapiere privater Emittenten. Die Be-

*... an private
Haushalte
weiter zurück-
gegangen*

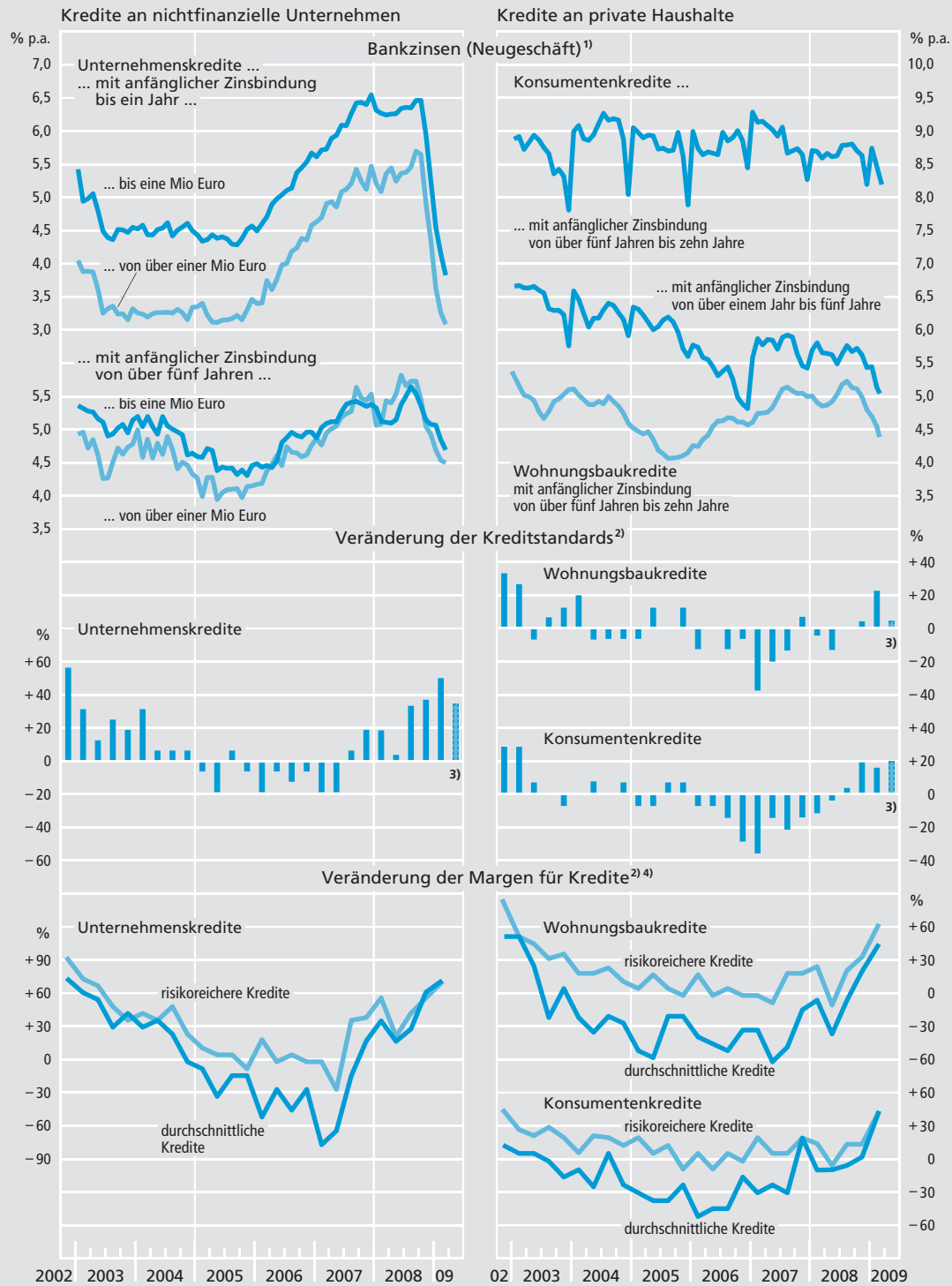


stände an Wertpapieren staatlicher Emittenten wurden dagegen sehr leicht aufgebaut. Unverbriefte Ausleihungen an öffentliche Haushalte nahmen jedoch erkennbar ab.

Dämpfend auf die Entwicklung der inländischen Buchkredite an den privaten Sektor dürfte auch das restriktivere Kreditangebotsverhalten der Banken gewirkt haben. So gaben die im Bank Lending Survey (BLS) befragten deutschen Institute für das erste Quartal 2009 an, ihre Vergabekonditionen in allen Geschäftsbereichen verschärft zu haben. Dabei blieben die Anpassungen in Deutschland – im Gegensatz zu den Vorquartalen – nicht mehr hinter den entsprechenden Veränderungen im gesamten Euro-Raum zurück, sondern waren erstmals ähnlich stark ausgeprägt.

*Kreditvergabe-
konditionen in
der Breite
verschärft*

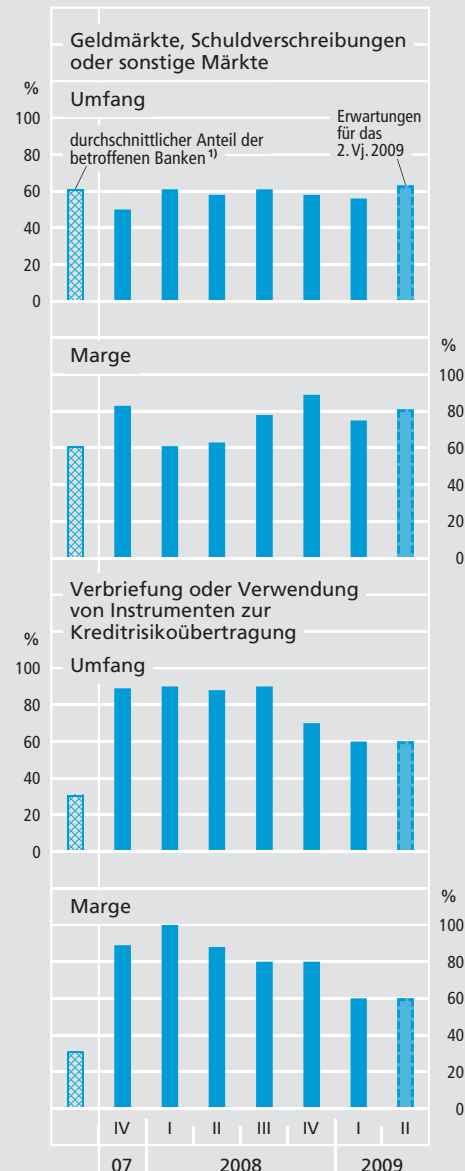
Bankkonditionen in Deutschland



1 Gemäß harmonisierter EWU-Zinsstatistik. — 2 Gemäß Bank Lending Survey; Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ und der Summe der Angaben „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ in % der gegebenen Antworten. — 3 Erwartungen für das 2.Vj. 2009. — 4 Maßstab verkleinert.

Im Einzelnen schlugen sich die Verschärfungen vor allem in kräftigen Margenausweitungen bei allen Kreditarten nieder. Insbesondere im Firmenkundengeschäft legten die befragten deutschen Institute auch im Hinblick auf die Kreditstandards per saldo deutlich strengere Maßstäbe an. Hierbei spielten den Interviewpartnern zufolge neben gestiegenen Refinanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen abermals der negative Einfluss der allgemeinen konjunkturellen Einschätzung sowie branchen- und firmenspezifische Faktoren eine entscheidende Rolle. Für Ausleihungen an private Haushalte zu Wohnungsbau- beziehungsweise Konsumzwecken wurden die Kreditstandards weniger stark als im Firmenkundengeschäft, aber gleichwohl merklich verschärft. Demgegenüber beobachteten die deutschen BLS-Banken im Startquartal 2009 einen gestiegenen Finanzierungsbedarf der privaten Haushalte für Wohnungsbau- und für Konsumzwecke. Letzteres stand im Zusammenhang mit der Umweltprämie beim Autokauf. Auch im Kreditgeschäft mit nicht-finanziellen Unternehmen meldeten die befragten Institute im Berichtszeitraum eine etwas höhere Kreditnachfrage, die sich jedoch auf kurzfristige Mittel konzentrierte. Der Bedarf an langfristigen Finanzierungen insbesondere zu Investitionszwecken ging hingegen spürbar zurück. Angesichts von offenbar zunehmenden Mehrfachanfragen der Kredit suchenden Unternehmen ist derzeit allerdings schwer zu beurteilen, inwieweit hinter dem von den BLS-Banken berichteten zusätzlichen kurzfristigen Mittelbedarf tatsächlich eine gesamtwirtschaftlich stärkere Nachfrage steht.

Refinanzierungsmöglichkeiten und Kreditvergabe deutscher BLS-Banken während der Finanzmarktkrise *)



*) Anteil der Banken, die deutliche oder leichte Auswirkungen der Finanzmarktkrise auf ihre Angebotskonditionen berichteten, an den Banken, die angaben, am jeweiligen Markt aktiv und in ihrer Refinanzierung beeinträchtigt gewesen zu sein. — 1 Anteil der Banken, die angaben, am jeweiligen Markt aktiv und in ihrer Refinanzierung beeinträchtigt gewesen zu sein, an allen deutschen BLS-Banken; Durchschnitt über den Zeitraum 4. Vj. 2007 bis 1. Vj. 2009.

Kurzfristige Bankkreditzinsen seit Herbst 2008

Für die Wirkung geldpolitischer Zinsmaßnahmen auf die Realwirtschaft spielt die Zinsweitergabe der Banken in ihrem Kreditgeschäft mit dem Privatsektor eine Schlüsselrolle. Dies gilt besonders für Volkswirtschaften mit einem bankorientierten Finanzsystem, wie es in Deutschland der Fall ist. In der gegenwärtigen Situation einer schweren Finanzkrise und einer sich verschärfenden rezessiven Grundtendenz ist es von besonderem Interesse, inwieweit Banken die gesunkenen Refinanzierungskosten an ihre Kreditnehmer weitergegeben haben. Im Folgenden wird die Zinsweitergabe deutscher Banken in ihrem kurzfristigen Unternehmens- und Wohnungsbaugeschäft näher beleuchtet. Die Analyse klammert dabei die längerfristigen Kredite aus, da sich hier das Refinanzierungsverhalten der deutschen Kreditinstitute im Verlauf der Finanzmarktkrise merklich verändert haben dürfte. So ist vermutlich die Bedeutung der Kapitalmarktfinaanzierung für Banken und damit die Relevanz der Rendite auf Bankschuldverschreibungen, die typischerweise den Ausgangspunkt für Untersuchungen zur Zinsweitergabe darstellt, merklich zurückgegangen.

Von Ende September 2008 bis Anfang Mai 2009 hat das Eurosystem den Zinssatz seiner Hauptrefinanzierungsgeschäfte von 4,25% auf 1,00% gesenkt, also um insgesamt 325 Basispunkte. Vergleicht man die Entwicklung des Dreimonatssatzes am Geldmarkt (Euribor) für den Zeitraum von Ende September 2008 bis Ende März 2009 (aktueller Datenstand der EWU-Zinsstatistik) mit den in der Zinsstatistik ausgewiesenen Veränderungen der kurzfristigen Bankkreditzinsen (Zinsbindungsfrist variabel oder bis ein Jahr) zeigt sich, dass im Unternehmenskreditgeschäft inzwischen knapp 80% und bei den Wohnungsbaukrediten etwa 60% des Refinanzierungsvorteils an die Kreditkunden weitergegeben wurden.

Ökonometrische Schätzungen zum Zinsweitergabeverhalten deutscher Banken vor der Finanzkrise zeigen,

1 Vgl.: J. von Borstel (2008), Interest rate pass-through in Germany and the euro area, ROME discussion paper Nr. 08-05. In dem Zinsweitergabemodell werden die Refinanzierungskosten der Banken im hier betrachteten kurzfristigen Kreditgeschäft durch den Euribor (Dreimonatssatz) approximiert sowie für längerfristige Ausleihungen durch Bankschuldverschreibungen entsprechender Laufzeit. — 2 Die aggregierten Umfrageergebnisse für Deutschland finden sich unter:

dass Änderungen der Refinanzierungskosten am Geldmarkt je nach betrachtetem Kreditaggregat in unterschiedlichem Ausmaß weitergegeben wurden. Am schnellsten geschah dies im kurzfristigen Kreditgeschäft mit Unternehmen, während beispielsweise die Zinssätze für kurzfristige Ausleihungen an private Haushalte zu Wohnungsbauzwecken etwas träger reagierten.¹⁾ Demnach waren auch vor der Finanzkrise zumindest temporär gewisse Margenausweitungen bei sinkenden Refinanzierungskosten durchaus üblich. Dies lässt sich auch im Berichtszeitraum beobachten. So übertrifft laut Bank Lending Survey (BLS) der (Netto-)Saldo der Institute, die für den hier betrachteten Zeitraum von Margenerhöhungen im Kreditgeschäft mit Unternehmen beziehungsweise für Ausleihungen zu Wohnungsbauzwecken berichteten, denjenigen der Vorquartale merklich.²⁾

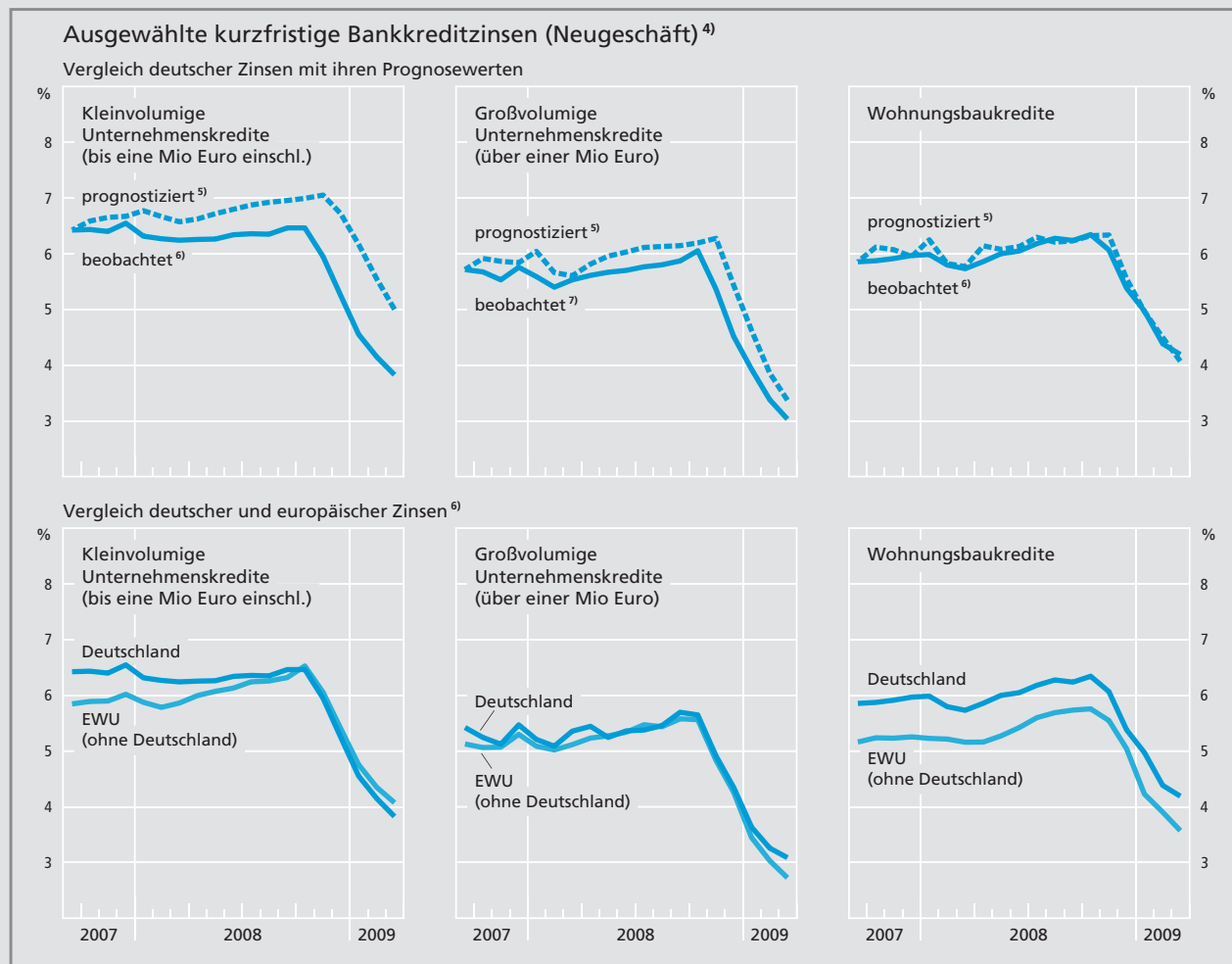
Mögliche Hinweise darauf, ob die seit Herbst 2008 beobachteten Margenausweitungen deutscher Banken verglichen mit ihrem Reaktionsmuster vor der Finanzkrise außergewöhnlich stark ausgefallen sind, vermag der Vergleich der (Veränderung der) Bankkreditzinsen mit den prognostizierten Werten eines ökonometrischen Modells zur Zinsweitergabe geben. Dazu wird mit einem bis Herbst 2007, also kurz nach dem Beginn der Finanzmarkturbulenzen, geschätzten Modell der Verlauf der hier betrachteten kurzfristigen Bankkreditzinsen auf Basis der Entwicklung des Dreimonatssatzes prognostiziert und der tatsächlich beobachteten Kreditzinsentwicklung gegenübergestellt (siehe Schaubild auf S. 39). Dabei zeigt sich, dass die tatsächlichen Rückgänge der kurzfristigen Bankkreditzinsen im Firmenkundengeschäft stärker ausfielen als die mit Hilfe des Modells vorhergesagten Rückgänge. Auch die Zinsen für kurzfristige Wohnungsbaukredite liegen nicht merklich über ihren prognostizierten Werten. Verglichen mit dem durch die Schätzgleichung ausgedrückten Zinsweitergabeverhalten aus der Zeit vor der Krise ist demnach die Zinswei-

http://www.bundesbank.de/volkswirtschaft/vo_veroeffentlichungen.php. — 3 Modellbasierte Prognosen zur Zinsweitergabe sind allerdings im gegenwärtigen Umfeld mit besonderer Vorsicht zu interpretieren. Die Verwerfungen an den Geld- und Kapitalmärkten dürften nicht ohne Einfluss auf das Refinanzierungsverhalten der Banken geblieben sein. Insoweit dies nicht nur die längeren Fristen, sondern auch das kurzfristige Refinanzierungsverhalten berührt, verliert eine Modell-

tergabe deutscher Banken in ihrem kurzfristigen Kreditgeschäft seit Beginn der geldpolitischen Lockerung nicht außergewöhnlich zögerlich gewesen.³⁾

Eine weitere Möglichkeit, der Frage nachzugehen, ob die Kreditzinsen deutscher Banken außergewöhnlich zögerlich gesenkt wurden, ist der Vergleich deutscher Zinsen für kurzfristige Unternehmens- und Wohnungsbaukre-

dite mit den jeweiligen EWU-Zinsen (ohne Deutschland). Aber auch hier zeigt sich, dass der Rückgang der Bankzinsen in den hier betrachteten Kategorien in beiden Berichtskreisen ähnlich stark ausgeprägt war (siehe unten stehendes Schaubild). Demnach liefern weder die modellbasierte Analyse noch der Vergleich mit der Entwicklung der EWU-Zinsen einen Hinweis auf eine zu zögerliche Zinsweitergabe der deutschen Banken.



analyse, die diese zeitnahen Änderungen nicht berücksichtigt, an Erklärungskraft. Schließlich kann ebenfalls nicht ausgeschlossen werden, dass die statistisch ausgewiesene Entwicklung der Bankzinsen die tatsächliche Zinsweitergabe überzeichnet, weil die Zinsstatistik volumengewichtete Durchschnitte der jeweils gültigen Bankzinsen ausweist. Sollte derzeit etwa eine stärkere als die übliche Nachfrageverschiebung hin zu Banken mit vergleichsweise günstigen Konditionen

stattfinden, so würden die mengengewichteten statistischen Angaben den reinen Preiseffekt und damit die tatsächliche Zinsweitergabe der Banken überzeichnen. — 4 Mit anfänglicher Zinsbindung variabel oder bis ein Jahr. — 5 Prognostizierte Werte gemäß Zinsweitergabemodell. Vgl.: J. von Borstel (2008), a.a.O. — 6 Gemäß harmonisierter EWU-Zinsstatistik. — 7 Ungewichteter Mittelwert.

Wie bereits seit Längerem enthielt auch die Umfragerunde zum ersten Vierteljahr 2009 eine Reihe von Zusatzfragen zum Einfluss der Finanzmarktkrise auf die Kreditvergabepolitik der beteiligten Institute. Nach Angaben der Interviewpartner haben die Refinanzierungsprobleme auf einigen Märkten sich etwas verringert und auch die Angebotskonditionen weniger stark beeinflusst als in den drei Monaten zuvor.

*Bankkredit-
zinsen weiter
nachgebend*

Neben den im BLS berichteten deutlichen Margenausweitungen gaben die deutschen Kreditinstitute auch im Berichtsquartal einen Teil ihrer im kurzfristigen Bereich kräftig gesunkenen Refinanzierungskosten an die inländischen privaten Kunden weiter.²⁾ So verbilligten sich laut Zinsstatistik insbesondere die kurzfristigen Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen im Gefolge der Zins-schritte des Eurosystems merklich auf zuletzt 3,8 % für kleinvolumige Kredite und auf 3,1 % für größere Kreditbeträge. Aber auch die langfristigen Bankausleihungen an inländische nichtfinanzielle Unternehmen waren Ende März günstiger als noch vor Drei-monatsfrist; ihre Konditionen lagen je nach Volumen bei 4,5 % beziehungsweise 4,7 %. Schließlich verlangten die deutschen Banken in der Wohnungsbaufinanzierung mit 4,2 % bei einer kurzen Zinsbindung ebenfalls spürbar weniger als ein Vierteljahr zuvor und auch die Ausleihungen mit einer Zinsbin-dungsfrist von über fünf Jahren bis zehn Jahre verbilligten sich etwas auf 4,4 %.

Auswirkungen der Finanzkrise auf die Ergebnisse der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung

Die weltweite Finanzkrise hat im vergange-nen Jahr zu gravierenden Verwerfungen an den Geld- und Kapitalmärkten geführt und die Bankbilanzen schwer belastet. Im Verlauf des Jahres 2008 war auch die Realwirtschaft zunehmend betroffen. Im Folgenden soll anhand der mittlerweile für das Jahr 2008 voll-ständig vorliegenden Ergebnisse der Gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung unter-sucht werden, inwieweit sich diese Entwick-lungen in den Finanzierungsströmen und in den Vermögenspositionen der einzelnen in-ländischen Sektoren niedergeschlagen haben und welche Schlüsse daraus zu ziehen sind.³⁾

*Entwicklung der
Finanzströme
2008*

Anstieg der Finanzströme durch staatliche Transaktionen

Nach den Daten der Finanzierungsrechnung haben im vergangenen Jahr die Finanzie-rungsströme der inländischen nichtfinanziel-len Sektoren insgesamt, das heißt der priva-ten Haushalte, der Unternehmen und des Staates, deutlich zugenommen. Dies ist im längerfristigen Vergleich eher ungewöhnlich, da die finanziellen Ströme in Phasen mit Finanzmarkturbulenzen tendenziell sinken. So ist die Geldvermögensbildung der nicht-finanziellen Sektoren 2008 um 25 Mrd € auf fast 310 Mrd € gestiegen, und die Mittelnach-

*Deutliche
Zunahme der
finanziellen
Ströme*

² Vgl. hierzu die Erläuterungen auf Seite 38 f.

³ Zu den neuesten Ergebnissen der Finanzierungsrechnung vgl. im Detail die Tabellen VIII im Statistischen Teil dieses Monatsberichts.

frage wurde sogar um rund 50 Mrd € auf 145 Mrd € ausgeweitet.

*Kapitalbedarf
und Finanzaktiva
des Staates stark
gestiegen*

Die sektorale Aufteilung zeigt, dass für diese Entwicklung in erster Linie die Dispositionen der öffentlichen Haushalte ausschlaggebend waren. In ihnen spiegeln sich jedoch in hohem Maße die Spuren der Finanzkrise. So betrug der Netto-Kapitalbedarf des Staatssektors im abgelaufenen Jahr 66 Mrd € und damit gut 50 Mrd € mehr als 2007. Dieser beträchtliche Zuwachs stand allerdings in einem unmittelbaren Zusammenhang mit der Aufstockung von Finanzaktiva aufseiten des Staates, die mit 63 Mrd € außerordentlich hoch ausfiel. Diese staatliche Geldvermögensbildung war insbesondere durch einen umfangreichen Erwerb von Wertpapieren und Beteiligungen im Zusammenhang mit den Regierungsmaßnahmen zur Stabilisierung des Finanzsystems geprägt. So ist der Anstieg in den Rentenwerten in Höhe von fast 40 Mrd €, der überwiegend im ersten Halbjahr 2008 stattfand, auf Stützungsmaßnahmen für Landesbanken zurückzuführen. Hierbei wurden Schuldverschreibungen von Banken auf Zweckgesellschaften übertragen, die dem Staatssektor zugerechnet werden. Darüber hinaus war die Aufstockung von Beteiligungen (13 ½ Mrd €) vor allem durch die Rekapitalisierung von Kreditinstituten insbesondere zum Jahresende bedingt. Auch wenn das staatliche Finanzierungsdefizit 2008 mit 3 Mrd € – verglichen mit früheren Jahren – relativ gering ausfiel, hinterließen die Rettungsmaßnahmen des Bankensektors im Zuge der Finanzkrise also durchaus deutliche Spuren in den Rechenwerken der öffentlichen Haushalte. In der Konsequenz ist die staatliche Schuldenquote (gemäß

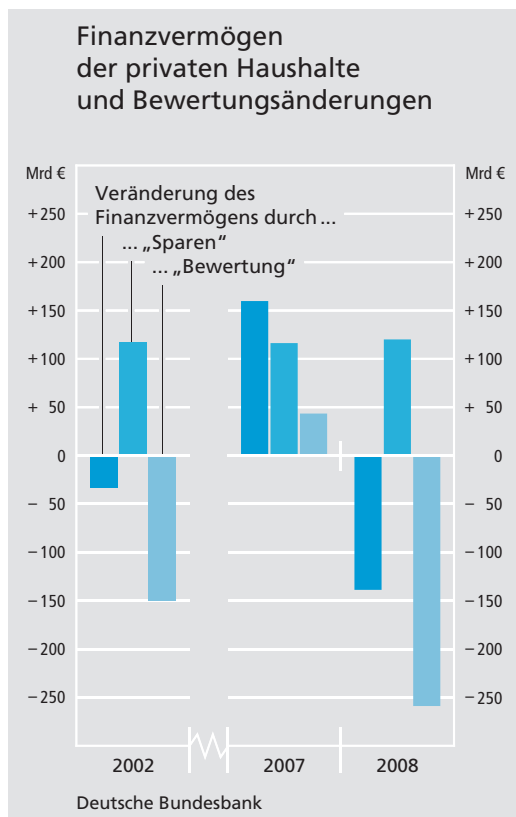
Maastricht-Abgrenzung) entgegen dem Trend der Vorjahre bis Ende 2008 auf fast 66 % des Bruttoinlandsprodukts gestiegen und dürfte auch in der näheren Zukunft weiter zunehmen.

Große Bewertungsverluste bei den privaten Haushalten

Auch die privaten Haushalte haben 2008 ihre Geldvermögensbildung – einhergehend mit einem Anstieg der Sparquote – ausgeweitet, allerdings nur leicht auf rund 120 Mrd €. Diesen Transaktionen standen große negative Bewertungseffekte vor allem bei direkten und indirekten Aktienanlagen gegenüber. Diese Effekte verteilten sich zwar über das gesamte Jahr 2008, waren aber im Schlussquartal besonders ausgeprägt, als sich die Finanzkrise signifikant verstärkte. In der Summe betrug diese Bewertungsverluste etwa 260 Mrd €, sodass im Ergebnis das Finanzvermögen Ende 2008 mit etwa 4,4 Billionen € um rund 140 Mrd € beziehungsweise gut 3 % niedriger war als noch ein Jahr zuvor. Die Dimension dieser „rechnerischen“ Wertberichtigung wird durch den Vergleich mit dem Jahr 2002 deutlich, welches in Deutschland das einzige Jahr seit 1950 war, in dem es einen bewertungsbedingten Rückgang des nominalen Geldvermögens der privaten Haushalte gab. Damals betrug der Rückgang der Finanzaktiva rund 35 Mrd € bei einer gleichzeitigen Geldvermögensbildung von knapp 120 Mrd €.

Es gab aber im Berichtsjahr auch beträchtliche Verschiebungen innerhalb der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte. So erreichten die Zuflüsse zur Position „Bargeld

*Umfangreiche
Portfolio-
umschichtungen*



und Bankeinlagen“, die im letzten Quartal 2008 besonders ausgeprägt waren, mit gut 120 Mrd € ihren höchsten Wert seit Beginn der Zeitreihe 1950. Dies kam über alle Quartale hinweg vor allem den kurzfristigen Termingeldern zugute, deren Verzinsung bis kurz vor Jahresfrist noch vergleichsweise attraktiv war. Hinzu kam, dass im Schlussquartal die privaten Haushalte angesichts der Verschärfung der Finanzkrise zusätzlich täglich fällige Gelder stark dotiert hatten.

Diesen Zuflüssen bei den Bankeinlagen stand ein Abbau bei Wertpapieranlagen auf breiter Front gegenüber, vor allem gegen Ende 2008. Betroffen davon war insbesondere der Aktienbesitz, der transaktionsbedingt (d.h. bereinigt um die Bewertungsverluste) um 45 Mrd € reduziert wurde. Auch Rentenwerte

wurden im vierten Quartal von den privaten Haushalten kräftig verkauft, nachdem sie solche Papiere in den ersten neun Monaten per saldo noch erworben hatten. Von dieser Entwicklung waren auch die von Banken emittierten Zertifikate betroffen, die statistisch unter den Schuldverschreibungen erfasst werden und je nach Ausgestaltung durch die Turbulenzen an den Finanzmärkten stark an Wert verloren hatten. Investmentfondsanteile wurden in den ersten drei Quartalen des letzten Jahres mit netto gut 20 Mrd € in beträchtlichem Umfang gekauft. Ende 2008 hingegen haben die privaten Haushalte solche Anteile per saldo in Höhe von fast 17 Mrd € abgegeben. Vor allem im Oktober mussten inländische Fondsgesellschaften Anteile zurücknehmen. Besonders betroffen davon waren Geldmarkt- und Immobilienfonds.

Bei den Krediten setzten die privaten Haushalte den schon seit einigen Jahren zu beobachtenden Trend zum Schuldenabbau weiter fort. Die Nettotilgungen betragen mit gut 15 Mrd € aber etwas weniger als 2007 und konzentrierten sich vor allem auf den Jahresbeginn und das Schlussquartal. Sie betrafen wie schon im Vorjahr Ausleihungen für gewerbliche Zwecke und Wohnungsbaukredite. Kredite zu Konsumzwecken, die rund 15 % der Gesamtverschuldung ausmachen, wurden dagegen leicht ausgeweitet. Im Ergebnis lag die Schuldenquote der privaten Haushalte Ende 2008 bei 97 % des verfügbaren Einkommens; das sind 16 Prozentpunkte weniger als zu Beginn dieser Dekade, als die Verschuldung ihren langjährigen Höchststand erreicht hatte. Diese Entwicklung ist vor allem Ausdruck der verhaltenen Wohnungsbau-

Fortgesetzter Rückgang der Verschuldung

tätigkeit der privaten Haushalte, die bereits längere Zeit besteht, und somit nicht Folge der Finanzkrise. Der Rückgang der Verbindlichkeiten dämpfte das Abschmelzen des Netto-Geldvermögens etwas, das 2008 um 125 Mrd € auf knapp 2,9 Billionen € gesunken ist. In Bezug auf das verfügbare Einkommen lag es bei gut 180 %, das waren 13 Prozentpunkte weniger als Ende 2007. Alles in allem hat sich damit durch die Finanzkrise die Vermögensposition der privaten Haushalte trotz Schuldenabbau erheblich verschlechtert.

Stabile Finanzierungsverhältnisse der Unternehmen

Während die Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Unternehmen im Jahr 2008 mit 125 Mrd € niedriger war als ein Jahr zuvor, stiegen gleichzeitig ihre Ausgaben für Sachinvestitionen. Insgesamt war die Vermögensbildung mit 400 Mrd € relativ hoch und zeigte damit keinen direkt dämpfenden Einfluss der Finanzkrise.

Die finanziellen Transaktionen waren im Wesentlichen durch einen sehr hohen Beteiligungserwerb (150 Mrd €) geprägt. Dies waren insbesondere Aktienkäufe im Zuge einiger großer Firmenübernahmen, die sich über alle Quartale des letzten Jahres erstreckten. Auch Bankeinlagen wurden aufgestockt; der Zufluss fiel aber mit gut 20 Mrd € nicht ungewöhnlich hoch aus. Dagegen haben die Unternehmen Geldmarktpapiere erneut in beträchtlichem Umfang abgestoßen. Dies dürfte mit verursacht sein durch die Unsicherheit im Gefolge der Ereignisse an den Finanzmärkten. Die Kreditvergabe insbesondere an das Aus-

land war mit gut 30 Mrd € recht beachtlich. Sie erfolgte überwiegend in den ersten drei Quartalen 2008.

Die Außenfinanzierung der Produktionsunternehmen ist 2008 gesunken, und zwar auf 94 Mrd € nach gut 100 Mrd € ein Jahr zuvor. Mit ausschlaggebend dafür war, dass die eigenen Mittel, also die einbehaltenen Gewinne und die „verdienten“ Abschreibungen, etwas höher ausfielen als 2007. Insgesamt konnten hierdurch zwei Drittel der Vermögensbildung selbst abgedeckt werden. Das ist im längerfristigen Vergleich eine relativ hohe Innenfinanzierungsquote. Innerhalb der externen Mittel stellten die Finanzkredite nach wie vor mit Abstand die wichtigste Quelle dar. Vor allem die Beanspruchung der Bankkredite fiel recht rege aus. So haben die Unternehmen bei in- und ausländischen Banken – und zwar überwiegend im zweiten Halbjahr 2008 – per saldo Kredite in Höhe von 44 Mrd € und damit fast genauso viel wie 2007 aufgenommen. Dabei wurden längerfristige Ausleihungen bevorzugt.

Im Gegensatz zu den Vorjahren spielten sonstige Finanzkredite aus dem Ausland, die vor allem im Konzernverbund vergeben werden, im Berichtsjahr eine geringere Rolle. Dies dürfte auch daraus resultieren, dass Anleiheemissionen ausländischer Finanzierungstöchter, die oft hinter solchen konzerninternen und steuerlich veranlassten Transaktionen stehen, durch die Finanzkrise schwieriger geworden sind. Auch am heimischen Kapitalmarkt war die Mittelbeschaffung insgesamt eher gering. Mit 3 ½ Mrd € war insbesondere der Aktienabsatz nur wenig ergiebig. Über die

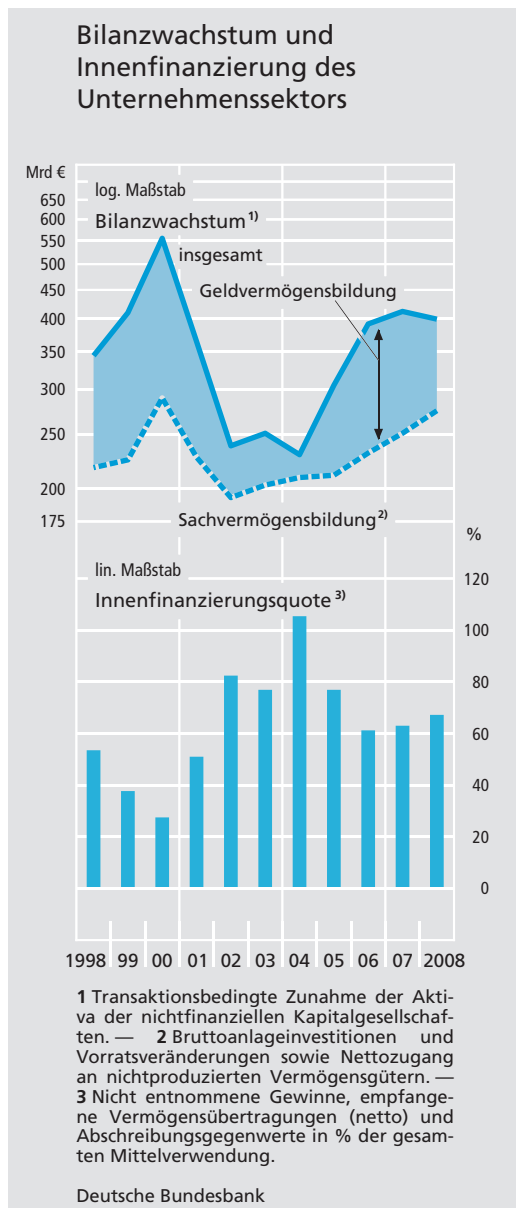
Erneut hoher Anteil der Innenfinanzierung...

... bei reger Nachfrage nach Bankkrediten

Mittelaufnahme am Kapitalmarkt relativ gering

Vermögensbildung unverändert auf hohem Niveau

Sehr umfangreicher Erwerb von Aktien



Emission von Schuldverschreibungen konnten sich die Produktionsunternehmen 2008 immerhin Mittel in Höhe von fast 10 Mrd € beschaffen und damit sogar etwas mehr als ein Jahr zuvor. Selbst im Schlussquartal, als die Unternehmen den Anlegern relativ attraktive Konditionen anbieten mussten, waren die Zuflüsse mit netto 5 ½ Mrd € recht hoch.

Durch die kräftige Nachfrage nach Fremdmitteln in Form von Bankkrediten und Schuldverschreibungen stiegen die Finanzschulden der Produktionsunternehmen bis Ende 2008 auf gut 1,6 Billionen € und waren damit um 6 ½ % höher als ein Jahr zuvor. Dies bewirkte eine Zunahme der Schuldenquote von 110 % auf 114 % der Bruttowertschöpfung. Darüber hinaus sorgten negative Bewertungseffekte beim Eigenkapital für eine gravierende Verschlechterung der auf Marktpreisen basierenden Bilanzrelationen.⁴⁾ So hat sich beispielsweise bis Ende 2008 die international häufig verwendete Schulden-Eigenkapital-Relation (sog. Leverage-Ratio) sprunghaft auf 100 % verschlechtert, nach 70 % ein Jahr zuvor. Allerdings ist zu beachten, dass die deutschen Unternehmen diese Kennziffer in den Vorjahren durch eine maßvolle Verschuldung und eine hohe Innenfinanzierung – bei gleichzeitigen Bewertungsgewinnen beim Eigenkapital – deutlich verbessern konnten und somit ein gewisses bilanzielles Polster aufgebaut hatten.

Leichter Anstieg der Verschuldungsquote

Portfolioumschichtungen der institutionellen Finanzinvestoren

Neben den privaten Haushalten und Produktionsunternehmen erhöhten auch die inländischen institutionellen Finanzinvestoren ihre Bankeinlagen 2008 vergleichsweise stark. So haben die Sonstigen Finanzinstitute, zu denen vor allem die Investmentfonds gehören, ihr Liquiditätspolster in Form von Bankeinlagen um gut 90 Mrd € und damit erheblich

Zuflüsse zu Bankeinlagen außergewöhnlich hoch

⁴ Gemäß internationalen Vorgaben werden in den Bestandsdaten der Finanzierungsrechnung, d.h. in den Bilanzen der Sektoren, die einzelnen Positionen möglichst zu Marktpreisen ausgewiesen.

mehr als sonst üblich aufgestockt. Dies erfolgte überwiegend am Anfang und gegen Ende des letzten Jahres. Dagegen haben die Finanzinstitute wie schon in den Vorjahren Aktientitel verkauft, und zwar in Höhe von 10 Mrd €. Auch Schuldverschreibungen wurden nicht zuletzt aufgrund einer veränderten Risikoeinschätzung solcher Papiere zum Jahresende hin per saldo zurückgegeben (38 Mrd €).

Anlageverhalten der Versicherungen stabil

Versicherungen und Pensionseinrichtungen setzten ihre Anlagepolitik des Vorjahres weitgehend fort. Bankguthaben wurden erneut aufgestockt, und zwar um fast 17 Mrd €. Dabei bevorzugten sie wie üblich längerfristige Termingelder. Diese sind oft von Banken gezeichnete Namensschuldverschreibungen beziehungsweise Pfandbriefe, die wegen ihrer eingeschränkten Handelbarkeit jedoch statistisch unter den Bankeinlagen ausgewiesen werden. Investmentzertifikate, die im Portfolio des Versicherungssektors nach den Bankeinlagen das zweithöchste Gewicht haben, wurden mit 22 Mrd € noch etwas mehr als 2007 erworben. Auch ihren Bestand an Rentenwerten haben die Versicherungen erneut aufgestockt. Die Aktienanlagen hingegen hat der Versicherungssektor per saldo um 12 Mrd € abgebaut und damit doppelt so stark wie 2007. Fast die Hälfte dieser Verkäufe erfolgte im Schlussquartal, als die Börsenkurse besonders kräftig nachließen.

Zusammenfassung

Finanzierung von Finanzkrise kaum betroffen, ...

Im Ergebnis spiegeln die Daten der Finanzierungsrechnung für das Jahr 2008 umfangreiche Anpassungen der verschiedenen inlän-

dischen Sektoren im Zuge der Finanzkrise wider, die vor allem die jeweilige Anlagestruktur, aber auch die Vermögensbildung betreffen. Die Mittelbeschaffung scheint hingegen nicht beeinträchtigt gewesen zu sein. Dies zeigt sich insbesondere in der starken Beanspruchung der Bankkredite seitens der Produktionsunternehmen, aber auch in der hohen Mittelaufnahme des Staates. Insofern gab es von dieser Seite 2008 kaum erkennbare Bremseffekte durch die Finanzkrise auf die Höhe der Anschaffung neuer Ausrüstungsgüter. Dies ist nicht zuletzt als Ausdruck der – trotz der Eintrübung der Wirtschaftslage im letzten Quartal 2008 – insgesamt guten Verfassung der deutschen Unternehmen zu werten, die in den Jahren vorher ihre Bilanzstrukturen deutlich verbessert haben und auch 2008 über hohe eigene Finanzierungsmittel verfügten.

Unverkennbar ist aber eine Verschlechterung der Vermögenspositionen der privaten Haushalte und der Unternehmen durch den starken Rückgang der Aktienkurse im Verlauf des Jahres 2008. Eine weitere Fortsetzung dieser Entwicklung lässt sich nur dadurch verhindern, dass sich die Verwerfungen an den Geld- und Kapitalmärkten auflösen und die Konjunkturperspektiven aufhellen. Erste leichte Hoffnungszeichen lassen sich am aktuellen Rand erkennen. Einen wichtigen Beitrag dazu leisten die weltweiten Anstrengungen der Notenbanken und Regierungen. Längerfristig kommt es aber entscheidend darauf an, dass zwischen den Finanzmarktakteuren wieder Vertrauen einkehrt und sich so die Finanzströme wieder normalisieren.

... aber Bilanzpositionen verschlechtert