

Geldpolitik und Bankgeschäft

Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

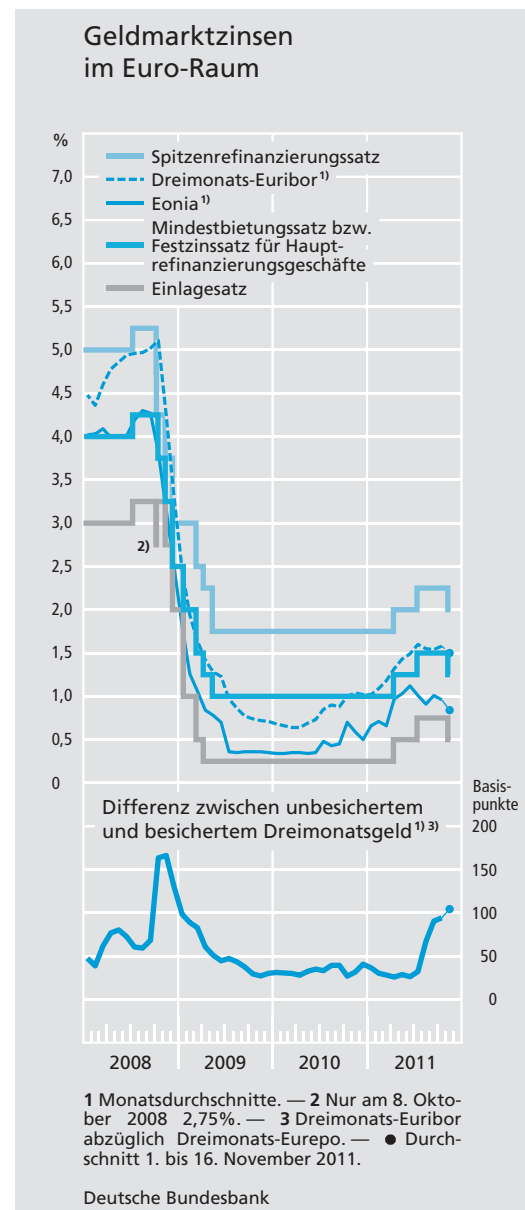
Das Wachstumstempo der wirtschaftlichen Aktivität im Euro-Raum hat sich im Verlauf des Jahres 2011 zunehmend abgeschwächt. Gleichzeitig haben sich die Konjunkturaussichten für das Winterhalbjahr und darüber hinaus seit Mitte des Jahres spürbar eingetrübt. Dies ist unter anderem auf die erneute Verschärfung der Staatsschuldenkrise und die damit einhergehende substanzielle Unsicherheit an den Finanzmärkten zurückzuführen. In der Summe zog diese Entwicklung eine spürbare Abwärtsrevision der Wachstumserwartungen für 2012 nach sich. Zudem wird erwartet, dass die am Harmonisierten Verbraucherpreisindex gemessene Teuerungsrate in den kommenden Monaten merklich sinkt und damit in den Stabilitätsbereich zurückkehrt. Die Eintrübung des gesamtwirtschaftlichen Ausblicks und deren Konsequenzen für die Inflationsaussichten veranlassten den EZB-Rat, Anfang November eine Zinssenkung in Höhe von 25 Basispunkten zu beschließen. Unter Beibehaltung der derzeitigen Korridorbreite von 150 Basispunkten beträgt der Hauptrefinanzierungssatz mit Wirkung vom 8. November 2011 damit 1¼%, der Zinssatz für die Inanspruchnahme der Spitzenrefinanzierungsfazilität beläuft sich auf 2%, und die Einlagefazilität wird mit ½% verzinst.

*EZB-Rat senkt
Leitzinsen um
25 Basispunkte*

Die vorübergehende Beruhigung der Situation an den Finanzmärkten Anfang des Jahres wurde seit dem Sommer durch eine deutliche Verschärfung des Finanzmarktumfelds abgelöst. Die wachsende Unsicherheit in Bezug auf die Finanzierungssituation der Banken infolge der Ausweitung der Krise auf

*Anstieg des
Tagesgeldsatzes
trotz hoher
Überschuss-
liquidität*

weitere Mitgliedsländer der Währungsunion ließ die Liquiditätsnachfrage der Banken beim Eurosystem massiv ansteigen. In Reaktion auf eine Beschleunigung dieser Entwicklung Mitte September beschloss der EZB-Rat am 6. Oktober die erneute Bereitstellung längerfristiger Liquidität über einen Zeitraum von rund 12 Monaten durch zwei zusätzliche Geschäfte im Oktober und Dezember 2011, sowie die Beibehaltung der Vollzuteilung in allen Refinanzierungsgeschäften so lange wie nötig, mindestens jedoch bis zum 10. Juli 2012. Die Überschussliquidität im Bankensystem erreichte in der Folge ein Volumen, das zuletzt im Sommer 2010 beobachtet worden war. Auf das Niveau von EONIA wirkten im Berichtszeitraum vor allem zwei entgegengesetzte Effekte: Zum einen hatte die durchweg reichliche Überschussliquidität im dritten Quartal eine Stabilisierung der Geldmarktsätze deutlich unter dem Hauptrefinanzierungssatz zur Folge. Zum anderen fand die erhöhte Unsicherheit seit Mitte September ihren Niederschlag in Form einer Risikoprämie, die dazu führte, dass sich der Abstand von EONIA zum Einlagesatz in den vergangenen vier Monaten annähernd verdoppelt hat (auf rd. 20 Basispunkte im Durchschnitt der letzten Reserveperiode). Der Tagesgeldsatz liegt somit aktuell geringfügig über dem gewichteten Durchschnittssatz der Absorptionsgeschäfte des Programms für die Wertpapiermärkte. Die Bedeutung dieser Geschäfte hat für die Geschäftspartner des Eurosystems stark zugenommen, da ihr Volumen mittlerweile auf über 180 Mrd € angestiegen ist. Damit entspricht es annähernd der durchschnittlichen Inanspruchnahme der Einlagefazilität in der letzten Reserveperiode.



Obwohl die Märkte vor dem Hintergrund der jüngsten Verschärfung der Staatsschuldenkrise eine Zinssenkung zum Jahresende antizipiert hatten, war der Zinsschritt im November für die Marktteilnehmer überraschend gekommen. So sanken die längerfristigen unbesicherten Geldmarktsätze unmittelbar nach der Ankündigung um bis zu neun Basispunkte und machten damit den Anstieg der letzten sechs Monate vollständig rückgängig.

*Längerfristige
Geldmarkt-
zinsen beenden
Aufwärtstrend*

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den drei Mindestreserveperioden vom 13. Juli bis 11. Oktober 2011 nahm der rechnerische Bedarf der Kreditinstitute im Euro-Raum an Zentralbankliquidität, der durch die autonomen Liquiditätsfaktoren bestimmt wird, per saldo um 29,4 Mrd € deutlich ab. Zwar erhöhte sich der Banknotenumlauf im Betrachtungszeitraum um 8,7 Mrd € und hatte damit – entgegen der Gesamtentwicklung – eine liquiditätsabsorbierende Wirkung, jedoch glich die Entwicklung der übrigen Faktoren diese mehr als aus. So nahmen zum einen die Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem um 23,4 Mrd € ab, was den Bedarf an Zentralbankliquidität entsprechend reduzierte. Zum anderen zeigt die gemeinsame Betrachtung der Netto-Währungsreserven und der sonstigen Faktoren, die liquiditätsneutrale Bewertungseffekte eliminiert, im Betrachtungszeitraum per saldo einen Anstieg um 14,7 Mrd €. Das Mindestreservesoll sank in den drei betrachteten Reserveperioden um insgesamt 1,5 Mrd € und verringerte zusätzlich den Liquiditätsbedarf.

Auch im Betrachtungszeitraum erfüllte das Eurosystem die Nachfrage der Kreditinstitute nach Zentralbankliquidität in vollem Umfang. Da die liquiditätszuführenden Offenmarktgeschäfte weiterhin als Mengentender mit vollständiger Zuteilung der eingereichten Gebote durchgeführt wurden (vgl. Tabelle auf S. 30), bestimmte sich die Höhe der durch Tendergeschäfte bereitgestellten Liquidität ausschließlich nach Maßgabe der Kreditinstitute im Eurosystem, sodass die Nachfrage oft deutlich über dem rechnerischen Bedarf aus autonomen Faktoren und Mindestreservesoll lag. Diese zusätzliche Liquidität ermöglichte es den Kreditinstituten auch im Betrachtungszeitraum, durch das Halten hoher Zentralbankguthaben zu Beginn einer Reserveperiode ihre Mindestreserveverpflichtungen frühzeitiger zu erfüllen (sog. Frontloading).

Vor dem Hintergrund erneuter Spannungen an einigen Finanzmärkten im Euro-Währungsgebiet beschloss der EZB-Rat in seiner Sitzung am 4. August 2011 zudem, noch im selben Monat einen zusätzlichen Sechsmontatender anzubieten. Seine Zuteilung erfolgte dabei – wie bei den Dreimonatstendern – zu dem Festzinssatz, der sich aus dem durchschnittlichen Satz der Haupttender berechnet, die während der Laufzeit dieses Geschäfts durchgeführt werden. Darüber hinaus hatte der EZB-Rat bereits in seiner Sitzung am 7. Juli 2011 entschieden, den Leitzins um 25 Basispunkte auf 1,50% anzuheben. Die Sätze für die Einlage- und Spitzenrefinanzierungsfazilität erhöhten sich in gleichem Maße auf 0,75% beziehungsweise 2,25%. Der Korridor um den Leitzins blieb damit symmetrisch bei 75 Basispunkten in beide Richtungen.

Trotz des gesunkenen Liquiditätsbedarfs aus den autonomen Faktoren nahm im Betrachtungszeitraum die Liquiditätsnachfrage in den Offenmarktgeschäften spürbar zu – sowohl in den Haupttendern als auch in den längerfristigen Refinanzierungsgeschäften. So erhöhte sich das Volumen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte über die drei Reserveperioden per saldo um 47 Mrd €, während das Gesamtvolumen der Langfristtender im ent-

sprechenden Periodenvergleich sogar um 62 Mrd € zunahm. Bei letzteren wirkte sich besonders die Durchführung des zusätzlich angebotenen Sechsmontatenders aus. Als Konsequenz dieser erhöhten Nachfrage nach Zentralbankliquidität, die deutlich über dem rechnerischen Liquiditätsbedarf lag, stieg die Nutzung der Einlagefazilität im Eurosystem sehr stark an und nahm über die drei betrachteten Reserveperioden im Vergleich der Periodendurchschnitte per saldo um 139 Mrd € zu. Trotz des vorhandenen Liquiditätsüberschusses wurde auch die Spitzenrefinanzierungsfazilität besonders gegen Ende des Betrachtungszeitraums in etwas stärkerem Maße genutzt. So lag die durchschnittliche Inanspruchnahme in der Reserveperiode August/September bei 1,5 Mrd €, nach 0,1 Mrd € beziehungsweise 0,3 Mrd € in den Vorperioden. Tagesgeld wiederum orientierte sich aufgrund der gestiegenen Überschussliquidität nun wieder stärker am Satz der Einlagefazilität. Die Tagesgeldsätze zeigten in den drei betrachteten Reserveperioden jeweils unterschiedliche Verlaufsmuster. Insgesamt gesehen war ihre Volatilität jedoch spürbar geringer als in den drei Vorperioden, betrachtet man zum Beispiel die Standardabweichung von EONIA.

Vor dem Hintergrund einer Verschärfung der europäischen Staatsschuldenkrise nahm das Eurosystem ab Mitte August 2011 die Ankäufe im Rahmen des Programms für die Wertpapiermärkte (SMP) wieder auf. In der Folge erhöhte sich der Bestand an diesen Wertpapieren im Betrachtungszeitraum – unter Berücksichtigung fälliger Wertpapiere – sehr deutlich um 89,8 Mrd € auf insgesamt 164,0 Mrd €. Um die aus den SMP-Ankäufen entstehende liquiditätszuführende Wirkung zu neutralisieren, führte das Eurosystem weiterhin wöchentliche, absorbierende Feinsteuerungsoperationen durch. Dabei konnte während der drei betrachteten Reserveperioden in all diesen SMP-Absorptionstendern das jeweils angestrebte Volumen problemlos abgeschöpft werden. Im gleichen Zeitraum reduzierte sich das Volumen der Wertpapiere, die im Zuge des Programms für gedeckte Schuldverschreibungen gekauft worden waren, durch Fälligkeiten und Neubewertungen um 0,9 Mrd € auf 59,2 Mrd €. Der Bestand lag damit noch nahe am bilanziellen Höchstwert von 61,1 Mrd €, der nach der planmäßigen Beendigung des Programms Anfang Juli 2010 erreicht worden war. Zudem absorbierte das Eurosystem auch während des Betrachtungszeitraums am jeweils letzten Tag der Reserveperiode mittels einer eintägigen Feinsteuerungsoperation einen Großteil der überschüssigen Zentralbankliquidität, die nicht mehr zur Erfüllung des Reservesolls benötigt wurde.

In der Reserveperiode Juli/August 2011 fand erstmals der neue Hauptrefinanzierungssatz von 1,50% Anwendung, den der EZB-Rat in seiner Sitzung am 7. Juli beschlossen hatte. Auf die Nachfrage in den Offenmarktgeschäften hatte diese Zinserhöhung keine restriktive Wirkung. Vielmehr stieg das insgesamt ausstehende Tendervolumen (ohne Berücksichtigung absorbierender Feinsteuerungsoperationen) bis zum Ende der Reserveperiode auf 505 Mrd € an und lag damit spürbare 72 Mrd € über dem entsprechenden Volumen, das zum vergleichbaren Zeitpunkt der

Vorperiode vorherrschte. Da gleichzeitig der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren im Periodendurchschnitt fast unverändert blieb (279 Mrd €, gegenüber 275 Mrd € in der Vorperiode), führte die höhere Liquiditätsnachfrage zu einem entsprechenden Anstieg der Überschussliquidität, das heißt der über dem rechnerischen Liquiditätsbedarf vorhandenen Zentralbankliquidität. In der Folge erhöhte sich auch die Nutzung der Einlagefazilität spürbar auf durchschnittlich 57 Mrd €, gegenüber 30 Mrd € in der Vorperiode. Auch beim Tagesgeld machte sich die gestiegene Überschussliquidität bemerkbar und führte im Periodenverlauf zu sukzessive fallenden Sätzen. Im Durchschnitt der Reserveperiode stand EONIA bei 1,09% und damit 41 Basispunkte unter dem Hauptrefinanzierungssatz. In der Vorperiode hatte dieser Abstand nur 27 Basispunkte betragen. Im besicherten Tagesgeldhandel bei GC Pooling der Eurex Repo zeigte sich eine vergleichbare Entwicklung: Der umsatzgewichtete Tagesgeldsatz lag mit durchschnittlich 1,02% deutliche 48 Basispunkte unter dem Leitzins (Vorperiode: – 34 Basispunkte). Die EONIA-Umsätze sowie die besicherten Tagesgeldumsätze bei GC Pooling erhöhten sich im Periodendurchschnitt mit 27,1 Mrd € beziehungsweise 12,9 Mrd € nur leicht gegenüber den durchschnittlichen Volumina der Vorperiode (26,0 Mrd € bzw. 11,6 Mrd €) und blieben damit auf einem eher niedrigen Niveau.

In der Reserveperiode August/September 2011 setzte sich die insgesamt höhere Liquiditätsnachfrage in den Offenmarktgeschäften fort. So stieg in dieser Periode die Nachfrage in den Tendergeschäften zunächst deutlich an, nahm danach allerdings wieder allmählich ab. Zu dieser Entwicklung trug besonders der zusätzliche Sechsmonatstender bei, der in der ersten Woche der Reserveperiode durchgeführt wurde und bei dem die Kreditinstitute im Eurosystem insgesamt rund 50 Mrd € nachfragten. Ein zudem sinkender Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren (262 Mrd € im Periodendurchschnitt) führte zu einem zusätzlichen Anstieg der Überschussliquidität, was die Kreditinstitute im Eurosystem zum ausgeprägten Frontloading nutzten. Darüber hinaus führte der höhere Liquiditätsüberschuss zu deutlich gestiegenen Inanspruchnahmen der Einlagefazilität (122 Mrd € im Periodendurchschnitt) und nochmals sinkenden Tagesgeldsätzen. EONIA war in dieser Periode recht konstant und wurde durchschnittlich bei 0,90% festgestellt, und auch der gewichtete Tagesgeldsatz bei GC Pooling sank spürbar auf 0,84% im Periodenschnitt bei nur geringen Schwankungen. Gleichzeitig zeigten sich die zugrunde liegenden Umsätze im Durchschnitt nur wenig verändert (26,9 Mrd € bei EONIA bzw. 14,6 Mrd € bei GC Pooling).

Die Reserveperiode September/Oktober 2011 war geprägt von einer weiter ansteigenden Nachfrage nach Zentralbankliquidität. Besonders in den Hauptrefinanzierungsgeschäften nahmen die Volumina deutlich zu und lagen in der Periode durchschnittlich bei 193 Mrd € (Vorperiode: 135 Mrd €). Insgesamt stieg das ausstehende Tendervolumen (ohne absorbierende Feinststeuerungsoperationen) im Periodendurchschnitt auf 567 Mrd € an, verglichen mit 493 Mrd € beziehungsweise 525 Mrd € in den Vorperioden. Da sich abermals auch der Liquiditätsbedarf aus auto-

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2011		
	13. Juli bis 9. Aug.	10. Aug. bis 13. Sept.	14. Sept. bis 11. Okt.
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (–) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren			
1. Banknotenumlauf (Zunahme: –)	– 8,0	+ 1,0	– 1,7
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: –)	+ 2,0	+ 19,1	+ 2,3
3. Netto-Währungsreserven ²⁾	+ 7,7	– 1,0	+ 30,7
4. Sonstige Faktoren ²⁾	– 6,7	– 1,5	– 14,5
Insgesamt	– 5,0	+ 17,6	+ 16,8
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems			
1. Offenmarktgeschäfte			
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 25,7	– 36,6	+ 57,9
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 9,9	+ 68,3	– 16,2
c) Sonstige Geschäfte	– 2,6	+ 13,5	– 13,7
2. Ständige Fazilitäten			
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	– 0,1	+ 0,2	+ 1,2
b) Einlagefazilität (Zunahme: –)	– 27,2	– 65,1	– 46,9
Insgesamt	+ 5,7	– 19,7	– 17,7
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 0,6	– 2,0	– 0,8
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: –)	– 1,1	+ 1,8	+ 0,8

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.

nomen Faktoren reduzierte (auf durchschnittlich 244 Mrd €), stand den Kreditinstituten im Eurosystem noch mehr Liquidität über dem rechnerischen Bedarf zur Verfügung. Dies spiegelte sich in der Nutzung der Einlagefazilität wider, die auf durchschnittlich 169 Mrd € anstieg. Die komfortableren Liquiditätsverhältnisse führten allerdings nicht zu weiter sinkenden Tagesgeldsätzen; hier dürfte die zugenommene Segmentierung des Bankenmarks eine Rolle gespielt haben. Vielmehr erhöhte sich EONIA im Periodendurchschnitt auf 1,05%, wobei er am Quartalsultimo Ende September mit 1,46% seinen Höchstwert erreichte. Trotz der höheren Überschussliquidität stiegen auch die EONIA-Umsätze auf 32,6 Mrd € an. Eine vergleichbare Entwicklung zeigte im Durchschnitt besichertes Tagesgeld bei GC Pooling: einen Anstieg des gewichteten Satzes (auf 0,96%) bei gleichzeitig höheren Umsätzen (15,2 Mrd €).

Offenmarktgeschäfte des Eurosystems *)

Valutatag	Geschäftsart 1)	Laufzeit (Tage)	Tatsächliche Zuteilung (Mrd €)	Abweichung zur Benchmark (Mrd €) 2)	Marginaler Satz/ Festsatz in %	Repartierungssatz in %	Gewichteter Satz in %	Cover Ratio 3)	Anzahl Bieter
13.07.11	HRG (MT)	7	153,6	- 24,9	1,50	100,00	-	1,00	230
13.07.11	S-LRG (MT)	28	67,7	-	1,50	100,00	-	1,00	57
13.07.11	FSO (-)	7	- 74,0	-	1,50	30,76	1,39	1,24	64
20.07.11	HRG (MT)	7	197,1	102,1	1,50	100,00	-	1,00	291
20.07.11	FSO (-)	7	- 74,0	-	1,40	21,33	1,31	1,16	63
27.07.11	HRG (MT)	7	164,2	53,2	1,50	100,00	-	1,00	193
27.07.11	FSO (-)	7	- 74,0	-	1,25	38,13	1,09	1,26	69
28.07.11	LRG (MT)	91	85,0	-	4) 1,50	100,00	-	1,00	165
03.08.11	HRG (MT)	7	172,0	157,5	1,50	100,00	-	1,00	168
03.08.11	FSO (-)	7	- 74,0	-	0,99	49,60	0,92	1,17	68
09.08.11	FSO (-)	1	- 145,1	-	1,30	100,00	1,27	1,00	121
10.08.11	HRG (MT)	7	157,1	8,1	1,50	100,00	-	1,00	153
10.08.11	S-LRG (MT)	35	75,8	-	1,50	100,00	-	1,00	39
10.08.11	FSO (-)	7	- 74,0	-	1,14	7,14	1,01	1,29	65
11.08.11	S-LRG (MT)	203	49,8	-	4) ...	100,00	-	1,00	114
17.08.11	HRG (MT)	7	147,7	216,2	1,50	100,00	-	1,00	139
17.08.11	FSO (-)	7	- 96,0	-	1,20	8,11	0,96	1,28	78
24.08.11	HRG (MT)	7	133,7	240,7	1,50	100,00	-	1,00	133
24.08.11	FSO (-)	7	- 110,5	-	1,15	16,15	1,03	1,20	91
31.08.11	HRG (MT)	7	121,7	184,7	1,50	100,00	-	1,00	135
31.08.11	FSO (-)	7	115,5	-	1,14	8,45	1,02	1,32	98
01.09.11	LRG (MT)	91	49,4	-	4) ...	100,00	-	1,00	128
07.09.11	HRG (MT)	7	115,4	205,9	1,50	100,00	-	1,00	126
07.09.11	FSO (-)	7	- 129,0	-	1,05	88,03	1,00	1,35	100
13.09.11	FSO (-)	1	- 167,0	-	1,30	100,00	1,27	1,00	130
14.09.11	HRG (MT)	7	163,8	76,3	1,50	100,00	-	1,00	142
14.09.11	S-LRG (MT)	28	54,2	-	1,50	100,00	-	1,00	37
14.09.11	FSO (-)	7	- 143,0	-	1,06	42,40	1,01	1,31	104
21.09.11	HRG (MT)	7	201,1	215,6	1,50	100,00	-	1,00	153
21.09.11	FSO (-)	7	152,5	-	1,05	20,29	0,99	1,33	109
28.09.11	HRG (MT)	7	208,3	145,8	1,50	100,00	-	1,00	159
28.09.11	FSO (-)	7	- 156,5	-	1,15	62,14	1,05	1,30	103
29.09.11	LRG (MT)	84	140,6	-	4) ...	100,00	-	1,00	214
05.10.11	HRG (MT)	7	198,9	275,4	1,50	100,00	-	1,00	166
05.10.11	FSO (-)	7	- 160,5	-	1,02	16,77	0,96	1,50	100
11.10.11	FSO (-)	1	- 273,8	-	1,30	100,00	1,27	1,00	153

* Für die Geschäfte des Eurosystems vom 13.04.2011 bis 12.07.2011 siehe: Deutsche Bundesbank, Monatsbericht, August 2011, S. 32. — 1 HRG: Hauptrefinanzierungsgeschäft, LRG: Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft, S-LRG: Sonder-Längerfristiges Refinanzierungsgeschäft, FSO: Feinststeuerungsoperation (+: Liquidität bereitstellend, -: Liquidität absorbierend), MT: Mengentender. —

2 Berechnung gemäß Veröffentlichung nach Zuteilung des HRG. — 3 Verhältnis des Volumens der Gesamtgebote zum Zuteilungsvolumen. — 4 Der Zinssatz entspricht dem durchschnittlichen Mindestbietungssatz bzw. Hauptrefinanzierungssatz der während der Laufzeit dieses Geschäfts durchgeführten HRGe.

Deutsche Bundesbank

Auch die besicherten Geldmarktsätze erfuhren einen unmittelbaren Rückgang von bis zu 11 Basispunkten, den Abwärtstrend des dritten Quartals wieder aufnehmend. Im Ergebnis verharrten die Depo-Repo-Spreads auch nach der Zinssenkung auf dem hohen Niveau, das sie im Laufe des dritten Quartals erreicht hatten. Die Risikoprämien haben sich damit unabhängig von der zugrunde liegenden Laufzeit im Vergleich zum durchschnittlichen

Niveau der letzten 2 ½ Jahre mehr als verdoppelt, da die Geldmarktsätze für besicherte Geschäfte im Verlauf des dritten Quartals drastisch gesunken sind und sich dem Einlagensatz deutlich angenähert haben.

Um der angespannten Finanzierungssituation der Banken im Euro-Raum entgegenzuwirken, beschloss der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung im Oktober 2011 neben

Ankündigung weiterer Sondermaßnahmen im Oktober 2011

der erneuten Ausdehnung der längerfristigen Liquiditätsbereitstellung außerdem eine zweite Auflage des Ankaufprogramms für gedeckte Schuldverschreibungen, deren Volumen mit 40 Mrd € um ein Drittel geringer ausfällt als im Mai 2009.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

*Beschleunigte
Fortsetzung
der monetären
Expansion*

Die seit dem Frühjahr 2010 zu beobachtende Expansion der Geldmenge M3 hat sich im dritten Vierteljahr 2011 beschleunigt fortgesetzt. Mit einer saisonbereinigten und auf das Jahr hochgerechneten Dreimonatsrate von gut 7 ½% war die Zunahme gegenüber dem Vorquartal so hoch wie seit Herbst 2008 nicht mehr. Hinter der starken Ausweitung der Geldmenge stand vor allem eine gestiegene Unsicherheit an den Finanzmärkten. Die Jahreswachstumsrate von M3 erhöhte sich aufgrund dieser Einflüsse von 2% zur Jahresmitte auf 3% zum Ende des Berichtsquartals. Dagegen liegt die Wachstumsrate der Buchkredite an den inländischen Privatsektor bereits seit Jahresbeginn annähernd konstant bei Werten um die 2 ½% gegenüber dem Vorjahr.

*Ausgeprägte
Nachfrage nach
marktfähigen
Instrumenten
und hoch
liquiden
Komponenten*

Während der Anstieg von M3 im ersten Halbjahr 2011 wesentlich durch das Wachstum der kurzfristigen Termin- und Spareinlagen (M2–M1) getragen wurde, war in den Sommermonaten der Anstieg bei den marktfähigen Instrumenten (M3–M2) und bei den hoch liquiden Teilkomponenten (M1) besonders ausgeprägt. So stieg die saisonbereinigte und auf das Jahr gerechnete Dreimonatsrate

Monetäre Entwicklung in der EWU *)

Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

Geldmenge im Bilanzzusammenhang	2011	
	2. Vj.	3. Vj.
Geldmenge M3 (=1+2–3–4–5)	54,9	181,5
davon Komponenten:		
Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	9,1	57,4
Übrige kürzerfristige Bankeinlagen (M2–M1)	31,9	36,7
Marktfähige Finanzinstrumente (M3–M2)	13,8	87,4
Bilanzgegenposten		
1. Kredite an Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	16,5	114,0
davon:		
Kredite an öffentliche Haushalte	– 26,7	63,8
Kredite an private Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	43,2	50,3
2. Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	46,1	64,5
3. Einlagen von Zentralstaaten	20,5	– 29,9
4. Längerfristige finanzielle Verbindlichkeiten gegenüber anderen Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	90,8	63,2
5. Andere Gegenposten von M3 (als Restgröße gerechnet)	103,6	36,3

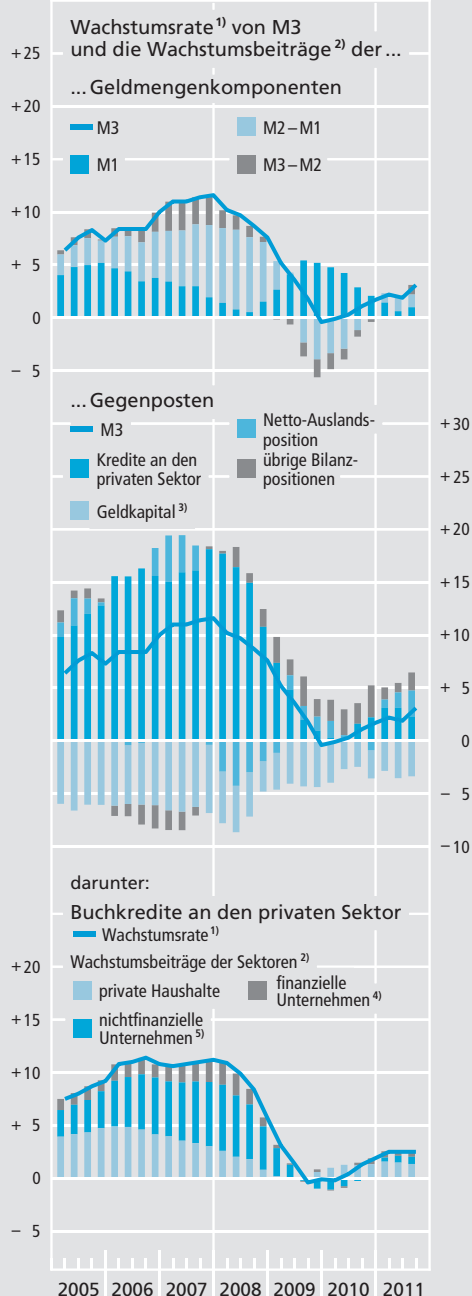
* Statistisch bedingte Veränderungen ausgeschaltet.

Deutsche Bundesbank

der Geldmenge M1 von (revidierten) 0,8% im Vorquartal auf 5%. Maßgeblich für diese Beschleunigung war vor allem der starke Anstieg der Sichteinlagen, insbesondere im August. Aber auch die Bargeldhaltung nahm erneut deutlich zu. Beides dürfte mit der Umschichtung von Portfolios zusammenhängen, im Zuge derer Marktteilnehmer ihre Mittel vorübergehend in hoch liquide Anlageformen, wie Bargeld und täglich fällige Einlagen, verlagerten. Bei den übrigen kürzerfristigen Bankeinlagen (M2–M1) setzte sich die positive Entwicklung der Vorquartale fort. Allerdings blieb ihr Beitrag zum Wachstum von M3 in den Sommermonaten deutlich hinter den Beiträgen der anderen Komponenten zurück.

Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euro-Raum

saisonbereinigt, Quartalsendstände



1 Veränderung gegenüber Vorjahr in %. — 2 In %-Punkten. — 3 Eine Zunahme dämpft, für sich betrachtet, das M3-Wachstum. — 4 Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften. — 5 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften.

Deutsche Bundesbank

Besonders dynamisch wuchsen im Berichtsquartal die marktfähigen Finanzinstrumente, deren saisonbereinigte und auf das Jahr gerechnete Dreimonatsrate von knapp 5% Ende Juni auf gut 33 ½% Ende September anstieg. Maßgeblich getrieben wurde diese Entwicklung von einem außergewöhnlichen Zuwachs bei den Repogeschäften, die bereits im Vorquartal kräftig zugelegt hatten. Zurückzuführen war dieser Anstieg vor allem auf die starke Zunahme besicherter Interbankengeschäfte, die über zentrale Gegenparteien abgewickelt werden. Insofern steht diese Entwicklung ebenfalls in direktem Zusammenhang mit der erhöhten Unsicherheit. Daneben legten die in (M3-M2) enthaltenen Bankschuldverschreibungen sowie die täglich verfügbaren Geldmarktfondsanteile ebenfalls erkennbar zu, wobei letztere zum ersten Mal seit über zwei Jahren einen Zuwachs verzeichneten.

Starker Anstieg der Repogeschäfte

Unter den Gegenposten von M3 wuchsen die Kredite an Nichtbanken nach einem schwächeren ersten Halbjahr im dritten Vierteljahr wieder spürbar, wobei sich der Zuwachs annähernd zu gleichen Teilen auf die Ausleihungen an öffentliche Haushalte und den Privatsektor im Euro-Raum verteilte. Innerhalb der Kredite an den inländischen Privatsektor legten die Buchkredite im Berichtsquartal mit einer saisonbereinigten und auf das Jahr gerechneten Dreimonatsrate von knapp 2 ½% etwas kräftiger zu als im vorangegangenen Vierteljahr. Dabei nahm der Beitrag der Ausleihungen an finanzielle Unternehmen zum Wachstum dieses Kreditaggregats im Sommerquartal merklich zu. Bei diesen Ausleihungen handelt es sich zum

Mäßige Ausweitung der Kredite an den inländischen Privatsektor

Großteil um die Gegenpositionen der in (M3–M2) enthaltenen Repogeschäfte.

Zunahme der Kredite an nicht-finanziellen Privatsektor erneut verlangsamt

Dagegen verlangsamte sich das Wachstum der Buchkredite an den nichtfinanziellen Privatsektor im Vergleich zum Vorquartal noch einmal erkennbar. Mit knapp 1% lag der saisonbereinigte und auf das Jahr hochgerechnete Anstieg der Ausleihungen an private Haushalte erneut unterhalb der Wachstumsrate des Vorquartals, die 2% betragen hatte. Zum einen schwächte sich das Wachstum der quantitativ bedeutsamen Wohnungsbaukredite nochmals ab, zum anderen kam es im Bereich der Konsumentenkredite wiederum zu einem Rückgang, wenn auch schwächer als im Vorquartal. Auch die Aufwärtsbewegung bei den Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen verlangsamte sich im Berichtsquartal erneut. Dabei konzentrierte sich die Kreditvergabe im Berichtsquartal sehr stark auf die langfristigen Laufzeiten, während die Kredite im mittelfristigen Laufzeitenbereich annähernd stagnierten und im Bereich kürzerer Laufzeiten sogar leicht abgebaut wurden. Hierbei ist aber zu berücksichtigen, dass hinter den Angaben zu den Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen für den gesamten Euro-Raum eine sehr heterogene Entwicklung in den verschiedenen Mitgliedsländern steht.

Deutliche Zunahme der Ausleihungen an öffentliche Haushalte

Im Gegensatz zum Vorquartal nahmen auch die Kredite an öffentliche Haushalte von Juli bis September deutlich zu. Dieser Zuwachs war allein auf Wertpapierkäufe des Eurosystems im Rahmen seines Programms für die Wertpapiermärkte zurückzuführen, während die monetären Finanzinstitute (ohne Eurosystem)

ihre Engagement in diesem Bereich reduzierten. Gleichzeitig wurden die (nicht zur Geldmenge M3 zählenden) Einlagen der Zentralregierungen spürbar abgebaut, was in der Summe den Anstieg der Geldmenge M3 im dritten Vierteljahr 2011 begünstigte.

Zum Geldmengenwachstum trug für sich genommen auch das seit Jahresbeginn anhaltende Wachstum der Nettoforderungen des Bankensektors im Euro-Raum gegenüber Gebietsfremden bei, das sich im Berichtsquartal wieder leicht beschleunigte. Dem lag ein erkennbarer Rückgang der Auslandsverbindlichkeiten bei annähernd unverändert gebliebenen Auslandsforderungen zugrunde. Diesem positiven Einfluss stand jedoch erneut eine spürbare Geldkapitalbildung entgegen, die vor allem durch eine starke Kapital- und Rücklagenbildung, aber auch durch einen deutlichen Anstieg bei langfristigen Termineinlagen (mit einer Laufzeit von mehr als zwei Jahren) getrieben wurde. Der dämpfende Einfluss der Geldkapitalbildung auf das Geldmengenwachstum war jedoch im dritten Vierteljahr spürbar geringer als zuvor.

Inflationsprognosen auf Basis verschiedener monetärer Indikatoren (Geldmengenaggregate, kurzfristige Einlagen, Buchkredite) signalisieren derzeit für die nächsten drei Jahre im Mittel balancierte Risiken für die Preisstabilität. Allerdings ist die Unsicherheit, die mit solchen Prognosen verbunden ist, seit Beginn der Finanzkrise nahezu stetig gestiegen und erreicht am aktuellen Rand einen neuen Höchststand. Dies liegt vor allem daran, dass von unterschiedlichen monetären Indikatoren zunehmend divergierende Signale ausgehen.

Erkennbarer Anstieg der Netto-Auslandsposition und deutliche Geldkapitalbildung

Monetär basierte Prognosen mit balancierten Inflationsrisiken

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

Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

Position	2011	
	2. Vj.	3. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾		
täglich fällig	7,7	28,0
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	19,3	27,2
über 2 Jahre	- 2,2	- 2,2
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	- 1,3	- 0,7
über 3 Monate	0,4	0,2
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 23,9	- 10,2
Wertpapierkredite	- 2,1	- 1,7
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite	13,9	23,9
darunter: an private Haushalte ²⁾	2,6	3,1
an nichtfinanzielle Unternehmen ³⁾	- 1,7	4,3
Wertpapierkredite	- 5,1	- 5,2

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

Deutsche Bundesbank

So zeigen beispielsweise die Prognosen auf der Grundlage der M3-Entwicklung erhöhte Inflationsrisiken an, während jene auf Basis der Entwicklung von M1 und der Buchkreditvergabe an private Haushalte deutlich unterhalb von 2% liegen.

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Kräftiger Anstieg kurzfristiger Einlagen

Mit einer saisonbereinigten und annualisierten Dreimonatsrate von 7 ½% ist das Einlagengeschäft deutscher Banken im Berichtsquartal deutlich kräftiger gewachsen als in den beiden Vorquartalen. Ausschlaggebend dafür war die dynamische Entwicklung der Termineinlagen mit einer Laufzeit von bis zu zwei Jahren sowie der täglich fälligen Einla-

gen, wobei eine stärkere Nutzung dieser Anlageformen durch alle privaten Sektoren zu beobachten war. Im Gegensatz zum gesamten Euro-Währungsgebiet legten die kurzfristigen Termineinlagen in Deutschland noch einmal kräftig zu. Ohne den deutschen Beitrag wäre der Bestand an kurzfristigen Termineinlagen im Euro-Raum saisonbereinigt sogar rückläufig gewesen. Eine wichtige Ursache für den im Vergleich zum Vorquartal verstärkten Aufbau kurzfristiger Einlagen dürfte die weiter gestiegene Unsicherheit an den Kapitalmärkten gewesen sein, die bereits im zweiten Quartal zu Portfolioumschichtungen hin zu kurzfristigen Einlagen geführt hatte. Daneben könnte die weiterhin günstige Entwicklung der Verzinsung dieser Einlagen relativ zu längerfristigen Anlageformen eine Rolle gespielt haben.

Wie bereits in den Vorquartalen gingen die längerfristigen Einlagen inländischer Kunden bei Kreditinstituten in Deutschland im dritten Vierteljahr per saldo weiter zurück. Der Rückgang war insbesondere auf Abflüsse bei Termineinlagen mit vereinbarter Laufzeit über zwei Jahren zurückzuführen, da der Bestand an längerfristigen Spareinlagen stagnierte. Bestimmt wurde der Abbau der längerfristigen Termineinlagen vom weiter fortgesetzten Rückgang der von finanziellen Unternehmen gehaltenen Einlagen. Dahingegen erhöhten die privaten Haushalte ihre längerfristigen Termineinlagen – wenn auch im Vergleich zum Vorquartal weniger stark.

Abbau längerfristiger Einlagen setzt sich fort

Die Kredite deutscher Banken an inländische Nichtbanken stiegen im dritten Quartal 2011 – nach Rückgängen in den beiden vorange-

*Ausleihungen
der Banken an
inländische
Nichtbanken
leicht gestiegen*

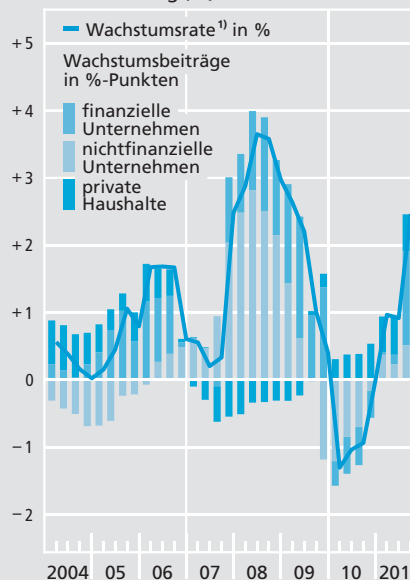
gangenen Vierteljahre – wieder leicht an und wuchsen mit einer Dreimonatsrate (saisonbereinigt und auf das Jahr gerechnet) von knapp 1%. Getragen wurde dieses Wachstum von den Ausleihungen an den inländischen privaten Sektor, während die Kredite an öffentliche Haushalte weiter rückläufig waren. Ausschlaggebend für den Anstieg der Kreditvergabe an den Privatsektor war die kräftige Ausweitung der Buchkredite, deren Dreimonatsrate sich auf 4% beschleunigte. Den größten Anteil daran hatten die Buchkredite an finanzielle Unternehmen. Ihre Zunahme war vor allem auf die Ausweitung von besicherten Interbankengeschäften über eine zentrale Gegenpartei im August zurückzuführen. Hinter solchen Krediten steht jedoch keine erhöhte Mittelbereitstellung für den privaten Nichtbankensektor.

*Ausweitung
der Kreditvergabe
an nichtfinanzielle
Unternehmen*

Neben den Krediten an finanzielle Unternehmen erweiterten deutsche Banken im Berichtsquartal auch ihre Buchkreditvergabe an inländische nichtfinanzielle Unternehmen sowie an private Haushalte spürbar. So erhöhte sich die saisonbereinigte und annualisierte Dreimonatsrate der Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen zum Ende des Berichtsquartals auf gut 2%. Damit setzte sich die im ersten Vierteljahr begonnene Erholung der Kreditvergabe an diesen Sektor fort, nachdem es im zweiten Quartal zu einem Rückgang gekommen war. Der Anstieg der Buchkreditvergabe an inländische nichtfinanzielle Unternehmen war vor allem geprägt von einer Zunahme der kurzfristigen Ausleihungen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr. Dem gegenüber stand ein Rückgang im mittleren Laufzeitsegment, der sich im Ver-

Buchkredite deutscher Banken nach ausgewählten Sektoren

saisonbereinigt, Quartalsendstände



1 Veränderungsrate gegenüber Vorjahr.

Deutsche Bundesbank

gleich zum vorangegangenen Vierteljahr jedoch spürbar verlangsamte. Längerfristige Buchkredite an inländische nichtfinanzielle Unternehmen nahmen nur noch schwach zu. Hier zeigte sich ein deutlicher Unterschied zur Entwicklung im Euro-Raum, wo die Ausweitung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen nahezu ausschließlich von längerfristigen Krediten getragen wurde. Die höhere Kreditvergabe an diesen Sektor erfolgte in Deutschland durch fast alle wichtigen Bankengruppen mit Ausnahme der Landesbanken, deren Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen leicht zurückgingen.

Die Buchkredite deutscher Banken an private Haushalte in Deutschland wuchsen im Berichtsquartal mit einer Rate (saisonbereinigt und annualisiert) von 1% etwas stärker als im

*Wohnungsbau-
und Konsumentenkredite
gestiegen*

Vorquartal. Damit bewegt sich das Wachstum dieses Kreditaggregats weiter auf dem seit Anfang 2010 zu beobachtenden Trend. Genossenschaftsbanken und Sparkassen trugen am stärksten zu dieser Ausweitung bei. Der Anstieg der Verschuldung der privaten Haushalte bei Banken vollzog sich sowohl durch eine merkliche Ausweitung der Konsumentenkredite als auch durch einen neuerlichen Zuwachs der Wohnungsbaukredite, deren Wachstum im Vergleich zum Vorquartal allerdings etwas schwächer ausfiel.

Kreditangebotspolitik in Deutschland tendenziell restriktiver

Den Angaben deutscher Banken im Bank Lending Survey (BLS) zufolge kam es im dritten Quartal zu einer uneinheitlichen Entwicklung der Kreditangebotspolitik, die aber tendenziell von restriktiveren Veränderungen geprägt war.¹⁾ So legten die Institute bei den Konsumentenkrediten erstmals seit drei Quartalen per saldo wieder etwas strengere Standards an, während die Kreditstandards weder für das Firmenkundengeschäft noch für den privaten Wohnungsbau wesentlich verändert wurden. Auch bei der Margenpolitik der Banken ließ sich eine heterogene Entwicklung beobachten: Einerseits wurden die Margen im Unternehmenskreditgeschäft zum Teil merklich ausgeweitet. Dies betraf hauptsächlich die risikoreicheren Engagements und dort vor allem die Kreditvergabe an Großunternehmen. Andererseits meldeten die teilnehmenden Institute für den Bereich der Ausleihungen an private Haushalte weitgehend unveränderte Margen. Für das vierte Quartal 2011 stehen nach Angaben der befragten Institute keine wesentlichen Anpassungen bezüglich der Kreditrichtlinien bevor, mit Ausnahme von geplanten leichten

Verschärfungen bei langfristigen Ausleihungen an Unternehmen.

Gleichzeitig stieg die Kreditnachfrage bei den teilnehmenden Banken sowohl im Unternehmenskreditgeschäft als auch im Privatkundengeschäft. Allerdings meldeten die Kreditinstitute insbesondere für das Firmenkundengeschäft und die Konsumentenkredite gegenüber dem Vorquartal eine spürbar nachlassende Dynamik der Mittelnachfrage.

Nachlassende Dynamik der Kreditnachfrage in Deutschland

Die Entwicklung der Kreditangebotsbedingungen im Euro-Raum war auch im dritten Vierteljahr von einer – allerdings nachlassenden – Heterogenität geprägt. Verglichen mit den Vorquartalen wurden zwischen Juli und September die Kreditvergabebedingungen in einer zunehmenden Zahl der Länder des Euro-Raums restriktiv angepasst. Dementsprechend ergaben sich in der Aggregatsbetrachtung merkliche Verschärfungen in allen drei erfragten Kreditsegmenten bei einer insgesamt rückläufigen Nachfrage.

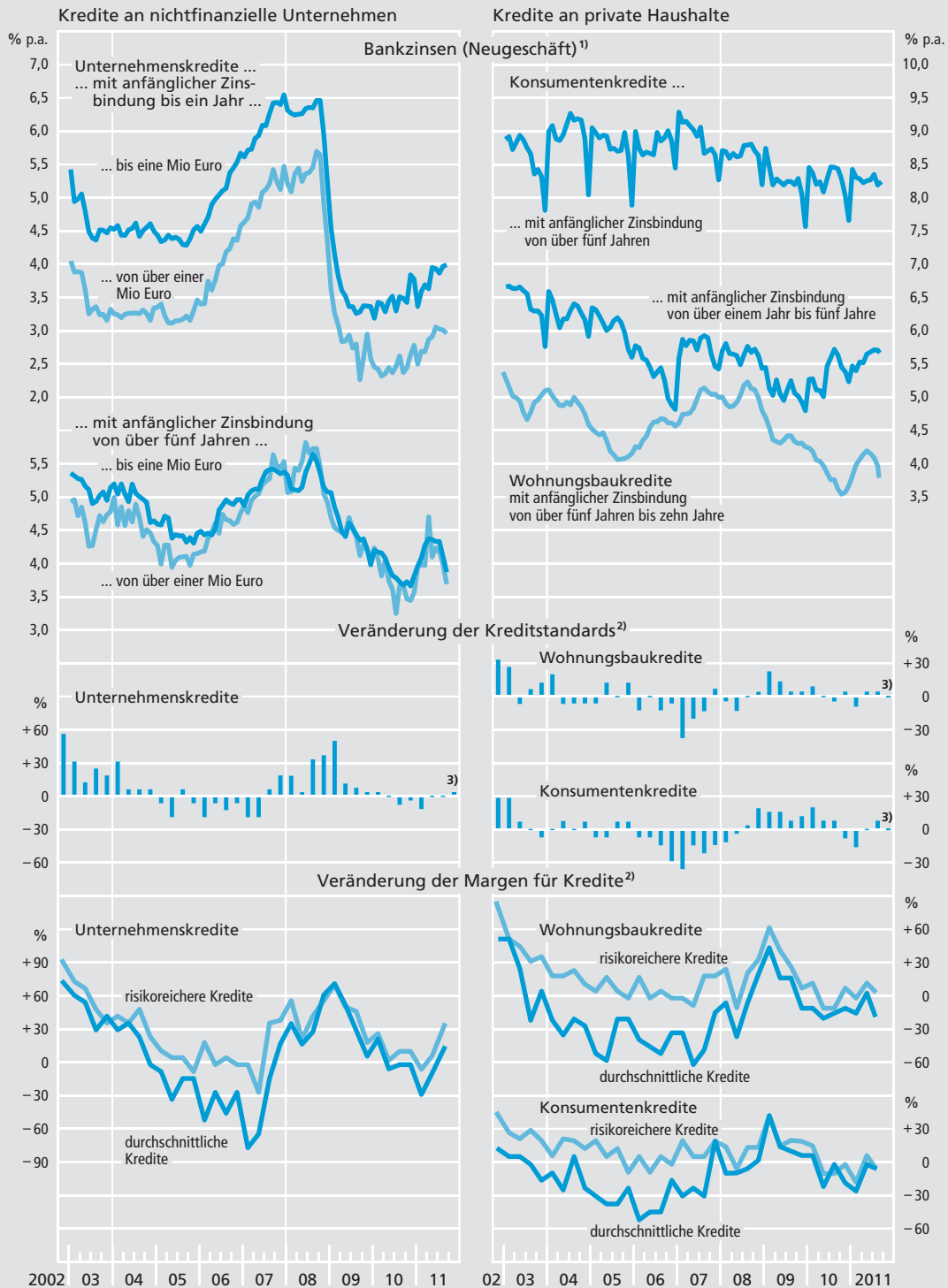
Nachlassende Heterogenität der Kreditangebotsbedingungen im Euro-Währungsraum

Die BLS-Umfrage zum dritten Vierteljahr beinhaltete erneut eine Zusatzfrage zu den Auswirkungen der Finanz- und Staatsschuldenkrise auf die Refinanzierungsbedingungen der Kreditinstitute. Nach Auskunft der befragten Kreditinstitute hat sich der Zugang zur großvolumigen Refinanzierung vor allem an den Geld- und Kapitalmärkten gegenüber dem Vorquartal sowohl für die deutsche Teilstichprobe als auch für das gesamte europäi-

Finanz- und Staatsschuldenkrise wirkt negativ auf die Refinanzierung der Banken

¹ Die aggregierten Umfrageergebnisse für Deutschland finden sich im Einzelnen unter www.bundesbank.de/volkswirtschaft/vo_veroeffentlichungen.php.

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 4. Vj. 2011.

Deutsche Bundesbank

sche Aggregat per saldo deutlich verschlechtert.

*Zinsen für
Bankkredite
insgesamt
rückläufig*

Im Vergleich zum Vorquartal sanken die Kreditzinsen nach Angaben der berichtspflichtigen Institute. Diese Beobachtung gilt insbesondere für lange Zinsbindungsfristen, während kurze Fristen nur von geringfügigen Änderungen und einer größeren Heterogenität geprägt waren. Bei den Unternehmenskrediten verbilligten sich die langfristigen Ausleihungen im Vergleich zum Vorquartal stark um ungefähr 50 Basispunkte. Damit lagen die Zinsen für großvolumige (kleinvolu-

mige) Kredite zuletzt bei 3,7% (3,9%). Im Quartalsvergleich war außerdem bei Ausleihungen an private Haushalte im Bereich der langfristigen Wohnungsbaukredite eine merkliche Senkung der Kreditzinsen um ebenfalls etwa 50 Basispunkte auf durchschnittlich 3,8% zu beobachten, während die Zinsen für längerfristige Konsumentenkredite nahezu unverändert blieben. Damit folgten die Bankkreditzinsen den sinkenden Renditen der deutschen Staatsanleihen nur in Teilen, was dem historischen Muster einer verzögerten Zinsweitergabe entspricht.