

Geldpolitik und Bankgeschäft

Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

Leitzinsen unverändert auf historischem Tiefstand

Der EZB-Rat beließ im Einklang mit seiner Forward Guidance im Berichtszeitraum die Leitzinsen im Euro-Währungsgebiet auf dem Niveau, das sie nach der Zinssenkung vom 4. September 2014 erreicht hatten und das aus Sicht des EZB-Rats die Untergrenze bildet. Der Hauptrefinanzierungssatz liegt damit weiterhin bei 0,05%, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität bei 0,30% und – 0,20%.

Beginn des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten im März 2015

Am 9. März 2015 hat das Eurosystem im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (Expanded Asset Purchase Programme: EAPP) mit dem zusätzlichen Ankauf von Anleihen begonnen, die von im Euro-Raum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen begeben werden. Diese zusätzlichen Ankäufe bilden das neue Public Sector Purchase Programme (PSPP). Gleichzeitig setzte das Eurosystem die bereits im September 2014 beschlossenen Programme für den Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme 3: CBPP3) und Asset Backed Securities (ABSPP) innerhalb des EAPP zu unveränderten Bedingungen fort. Das monatliche Ankaufvolumen, welches ABSPP und CBPP3 einschließt, soll unter dem EAPP 60 Mrd € betragen, und es ist beabsichtigt, die monatlichen Käufe in diesem Umfang bis Ende September 2016 durchzuführen – in jedem Fall aber solange, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die im Einklang steht mit dem Ziel, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2% zu erreichen. Der EZB-Rat stellte zudem auf seiner April-Sitzung klar, dass er sich gemäß seiner geldpolitischen Strategie auf Inflationstrends konzentriert und vorübergehende, unerwartete Ergebnisse der gemessenen Inflation nach oben und unten außer Acht lasse, sofern sie keine Auswir-

kungen auf die mittelfristigen Aussichten für die Preisstabilität haben.

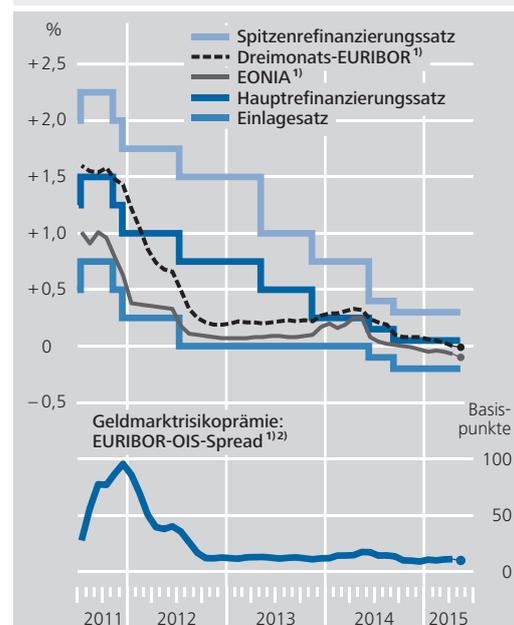
Bis zum 8. Mai lag das auf dem Sekundärmarkt erzielte Volumen im PSPP bei 108,7 Mrd €. Die bis dato auf dem Primär- und Sekundärmarkt angekauften Volumina in CBPP3 und ABSPP lagen insgesamt bei 78,0 Mrd € und 5,8 Mrd €. Die Ankäufe in diesen beiden Programmen hatten bereits im Herbst 2014 begonnen. Für die Monate März und April entspricht das Volumen der angekauften Wertpapiere im EAPP dem angekündigten monatlichen Umfang von rund 60 Mrd €.

Bisher angekaufte Volumina im Einklang mit angekündigtem Umfang

Am 19. März 2015 wurde das dritte von insgesamt acht gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG) zugeteilt. Dabei nahmen 143 Institute Kredite in einem Gesamtvolumen von 97,8 Mrd € beim Eurosystem auf,

143 Banken leihen sich 97,8 Mrd € im dritten GLRG

Geldmarktzinsen im Euro-Raum



Quelle: EZB. 1 Monatsdurchschnitte. 2 Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EONIA-Swapsatz. Der bislang verwendete Dreimonats-EUREPO wurde zum 1. Januar 2015 eingestellt. Siehe auch: Deutsche Bundesbank, Geldmarktrisikoprämien als Indikatoren für die Verfassung des Interbankenmarkts, Monatsbericht, August 2014, S. 31f. • Durchschnitt 1. bis 14. Mai 2015.

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den zwei Reserveperioden vom 28. Januar 2015 bis zum 21. April 2015 verringerte sich der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren im Euro-Raum spürbar. Dies galt speziell für die Reserveperiode März/April 2015, in der die autonomen Faktoren bei durchschnittlich 465,2 Mrd € lagen und damit um 40,0 Mrd € niedriger als in der Reserveperiode Dezember 2014/Januar 2015 waren. Dazu trug vor allem der aggregierte Rückgang der übrigen autonomen Faktoren (inkl. Netto-Währungsreserven) um insgesamt 54,2 Mrd € bei. Hier sind insbesondere niedrigere in Euro denominated Nettoaktiva zu nennen. Dagegen stiegen Banknotenumlauf und Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem um 10,4 Mrd € beziehungsweise 3,9 Mrd € per saldo an. Die Zunahme des Reserve-Solls erhöhte den rechnerischen Liquiditätsbedarf ebenfalls, und zwar mit 4,4 Mrd € spürbar stärker als in den drei vorausgegangenen Reserveperioden (+ 0,8 Mrd €); siehe unten stehende Tabelle.

Das ausstehende Tendervolumen bewegte sich insgesamt in einer weiten Spanne von 465 Mrd € bis 594 Mrd € (siehe Schaubild auf S. 32). Dabei fielen in den Betrachtungszeitraum zunächst die Endfälligkeiten der beiden Dreijahrestender an den Monatsenden Januar und Februar. Der entstehende Liquiditätseffekt wurde aber durch Substitution in die Haupt- und Dreimonatstender nahezu kompensiert, wodurch diese Geschäfte in der Folge deutlich anstiegen. Daneben stand im Mittelpunkt der Tenderrefinanzierung vor allem die Zuteilung des dritten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts (GLRG). Hier wurden per 25. März 2015 97,8 Mrd € gutgeschrieben, wobei sich das ausstehende Tendervolumen an diesem Tag aufgrund von Umschichtungen aus dem Haupttender und Dreimonatstender netto nur um 73 Mrd € erhöhte. Für den Haupttender war jeweils vor dem Monatsultimo weiterhin eine höhere Nachfrage bei einer gestiegenen Anzahl der Bieter typisch (mit Ausnahme des Monats-

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

| Position | 2015 | |
|---|-------------------------|------------------------|
| | 28. Januar bis 10. März | 11. März bis 21. April |
| I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren | | |
| 1. Banknotenumlauf (Zunahme: -) | + 0,1 | - 10,5 |
| 2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -) | + 4,2 | - 8,1 |
| 3. Netto-Währungsreserven ¹⁾ | + 12,8 | + 36,7 |
| 4. Sonstige Faktoren ¹⁾ | + 7,1 | - 2,4 |
| Insgesamt | + 24,2 | + 15,7 |
| II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems | | |
| 1. Offenmarktgeschäfte | | |
| a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte | + 23,6 | - 23,7 |
| b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte | - 79,4 | + 11,1 |
| c) Sonstige Geschäfte | + 12,9 | + 59,8 |
| 2. Ständige Fazilitäten | | |
| a) Spitzenrefinanzierungsfazilität | - 0,1 | - 0,2 |
| b) Einlagefazilität (Zunahme: -) | + 7,8 | - 26,2 |
| Insgesamt | - 35,2 | + 20,8 |
| III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.) | - 11,0 | + 36,5 |
| IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -) | - 1,4 | - 3,0 |

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

¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

Deutsche Bundesbank

ultimos März, der von der Zuteilung des dritten GLRG überlagert war). Im Betrachtungszeitraum blieb das Volumen in den Dreimonatstendern trotz dieser Umschichtungen vergleichsweise hoch, sodass am Ende der Periode März/April 2015 hierüber rund 20% der gesamten Tenderrefinanzierung in Höhe von 514,1 Mrd € zur Verfügung gestellt wurden. Die vierjährigen GLRG hatten einen Anteil von 60% und die Haupttender entsprechend von 20%.

Zusätzliche Liquidität floss den Banken aus den Anfang März 2015 begonnenen Ankäufen im Rahmen des Public Sector Purchase Programme (PSPP) sowie den bereits im Oktober und November 2014 aufgenommenen Covered Bond Purchase Programme 3 (CBPP3) und Asset Backed Securities Purchase Programme (ABSPP) zu. Bis zum 8. Mai 2015 hatten diese einen bilanziellen Bestand von 108,7 Mrd € (PSPP), 77,9 Mrd € (CBPP3) beziehungsweise 5,8 Mrd € (ABSPP) erreicht. Gleichzeitig reduzierten sich im Betrachtungszeitraum bei den bereits beendeten Ankaufprogrammen die bilanziellen Wertpapierbestände durch Fälligkeiten und unter Berücksichtigung der vierteljährlichen Neubewertungen weiter (CBPP1 und CBPP2: Rückgänge um 1,8 Mrd € auf 25,7 Mrd € bzw. um 1,3 Mrd € auf 11,4 Mrd €, SMP: Rückgang um 4,8 Mrd € auf 139,4 Mrd €).

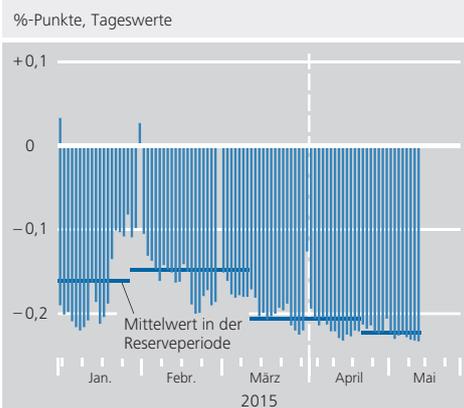
Die Überschussliquidität zeigt sich im Betrachtungszeitraum infolge der zwischen 444 Mrd € und 557 Mrd € schwankenden autonomen Faktoren sowie der Veränderungen bei der Tendernachfrage volatil (siehe oben stehendes Schaubild). Den niedrigsten Stand erreichte die Überschussliquidität am 9. März 2015 mit 139 Mrd €, den höchsten mit 274 Mrd € am 31. März 2015. Während die durchschnittliche Überschussliquidität in der Reserveperiode Januar/März 2015 mit 160 Mrd € niedriger war als die der Vorperiode (180 Mrd €), erhöhte sie sich in der vom dritten GLRG und vom PSPP geprägten Reserveperiode März/April 2015 deutlich auf 220 Mrd €. Der rasche Anstieg der Überschussliquidität ist unter anderem damit zu

Notenbankzinsen, Geldmarktsätze und Überschussliquidität



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

Zinsabstand von Stoxx GC Pooling ON zum Hauptrefinanzierungssatz

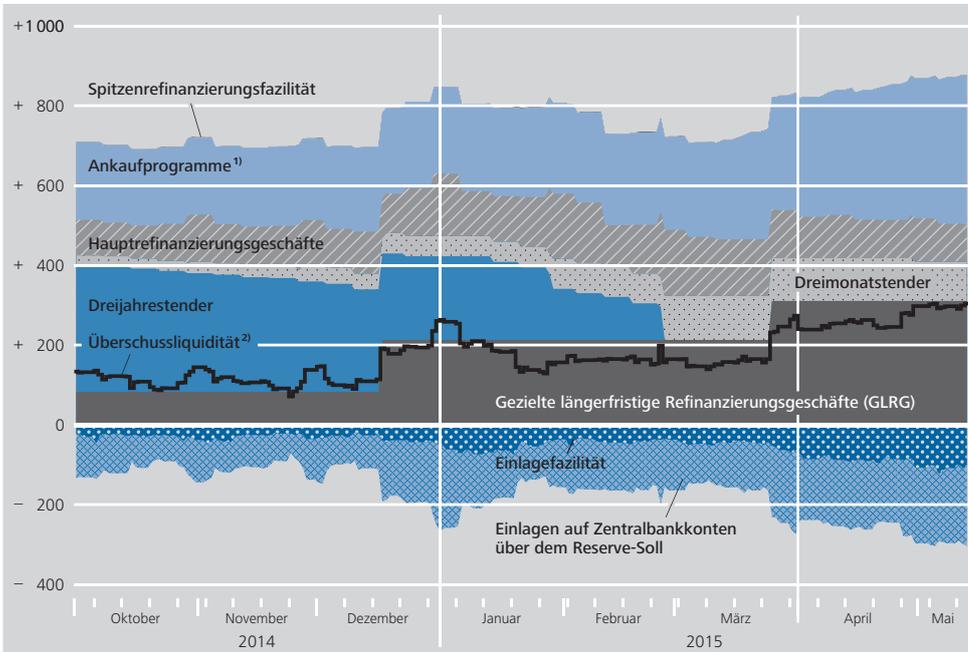


Quellen: EZB, Eurex Repo und eigene Berechnungen. Deutsche Bundesbank

begründen, dass die Tendernachfrage trotz erheblicher Liquiditätszuführung durch die Ankaufprogramme kaum rückläufig war. Darüber hinaus trugen auch die im Vergleich zur Reserveperiode Januar/März 2015 durchschnittlich um 16 Mrd € gesunkenen autonomen Faktoren zu dem Anstieg der Überschussliquidität bei.

Liquiditätsbereitstellung und Liquiditätsverwendung

Mrd €, Tageswerte



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. **1** Programm für die Wertpapiermärkte (SMP), Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP1, CBPP2, CBPP3), Programm zum Kauf von Asset Backed Securities (ABSPP) und Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP). **2** Zentralbankguthaben minus Mindestreservesoll plus Einlagefazilität.

Deutsche Bundesbank

Die Tagesgeldsätze bewegten sich in den betrachteten zwei Reserveperioden – mit Ausnahme der Monatsultimos – zwischen dem Hauptrefinanzierungssatz und dem Einlagesatz. Dabei lag besichertes Tagesgeld (GC Pooling Overnight, ECB Basket) durchgängig unter EONIA (durchschnittlich um 8 Basispunkte, siehe Schaubilder auf S. 31), wobei sich der Abstand zwischen den Sätzen im Verlauf der beiden Perioden ausweitete. Nachdem in der Reserveperiode Januar/März der Abstand zwischen Hauptrefinanzierungssatz und STOXX GC Pooling Overnight bei durchschnittlich –15 Basispunkten lag, sank dieser in der darauffolgenden Periode vor dem Hintergrund der gestiegenen Überschussliquidität deutlich auf durchschnittlich –21 Basispunkte. EONIA wurde in der Reserveperiode März/April 2015 im Durchschnitt bei –0,06% (Vorperiode: –0,04%) festgestellt, während besichertes Tagesgeld einen Durchschnitt von –0,16% (Vorperiode: –0,10%) erreichte. Die zugrunde liegenden Umsätze am Markt für Tagesgeld nahmen innerhalb

des Betrachtungszeitraums weiter ab. Während die entsprechenden Umsätze bei GC Pooling (ECB Basket) im Periodenvergleich um 3,7 Mrd € merklich bis auf durchschnittlich 13,9 Mrd € in der Periode März/April sanken, erwiesen sich die EONIA-Umsätze auf ihrem allerdings sehr niedrigen Niveau als etwas stabiler und gaben um 1,5 Mrd € auf rund 26,0 Mrd € nach. Eine Ursache für die schwächeren Overnight GC Pooling- und EONIA-Umsätze war möglicherweise die angestiegene Überschussliquidität, die in Verbindung mit der Forward Guidance zu einer immer flacher werdenden Zinsstrukturkurve am Geldmarkt geführt hat. Die Reserveperiode April/Juni 2015 war in den ersten zwei Wochen aufgrund des kontinuierlichen Liquiditätszuflusses vor allem des PSPP und CBPP3 von einer weiter steigenden Überschussliquidität geprägt (304 Mrd € am 5. Mai). Dies führte unter anderem dazu, dass der übliche stärkere Anstieg der Tageszinsen am Monatsultimo – obwohl dieser im April wegen des Maifeiertages sogar vier-tägig war – ausgeblieben war.

was oberhalb der Umfrageerwartungen lag. Insgesamt beträgt das Volumen der ersten drei Tender dieser Art damit 310,4 Mrd €. Bis Juni 2016 werden noch fünf weitere GLRG zugeteilt, bei denen sich die Geschäftspartner wie beim jüngsten, dritten GLRG Mittel in bis zu dreifacher Höhe ihrer über eine Referenzgröße hinausgehenden anrechenbaren Netto-Kreditvergabe leihen können. Bei den im vergangenen Jahr abgewickelten ersten beiden GLRG konnten teilnehmende Banken Notenbankkredite in Höhe von bis zu 7% ihres zum Stichtag 30. April 2014 ausstehenden Kreditvolumens an den nichtfinanziellen Privatsektor (ohne Wohnungsbaukredite an private Haushalte) aufnehmen.

Überschussliquidität weiterhin mit ansteigendem Trend

Zwischen Anfang Februar und Ende März stieg die Überschussliquidität trotz der fortgesetzten Käufe im Rahmen der Ankaufprogramme nicht merklich an, da die zugeführte Liquidität durch Rückgänge in den Refinanzierungsgeschäften nahezu kompensiert wurde. Der sprunghafte Anstieg um rund 70 Mrd € Ende März ist insbesondere auf die Zuteilung des dritten GLRG zurückzuführen. Am aktuellen Rand liegt die Überschussliquidität mit etwa 300 Mrd € deutlich über dem Durchschnitt des Jahres 2014. Für die nächsten Monate ist ein weiterer Anstieg der Überschussliquidität im Zuge der EAPP-Ankäufe zu erwarten, wobei der zu erwartende leichte Rückgang der Liquiditätsnachfrage bei den regulären Refinanzierungsgeschäften den Anstieg etwas dämpfen könnte.

Dreimonats-EURIBOR erstmals im negativen Bereich

Die kurzfristigen Geldmarktsätze waren im Betrachtungszeitraum insgesamt weiter rückläufig. Während die Übernachtsätze (EONIA, STOXX GC Pooling ON) im Februar und März vor dem Hintergrund der überwiegend konstanten Liquiditätslage zunächst nicht weiter zurückgingen und höher notierten als in der ersten Januarhälfte, erreichten sie im Kontext der ab Ende März deutlich angestiegenen Überschussliquidität erneut Tiefstände. Der unbesicherte Interbanken-Geldmarktsatz EONIA notierte zwischenzeitlich bei $-0,143\%$, der besicherte STOXX GC Pooling ON ging bis auf $-0,183\%$ zurück. Der Dreimonats-EURIBOR

setzte hingegen vor dem Hintergrund der zu erwartenden weiteren Zunahme der Überschussliquidität seinen negativen Trend der letzten Monate im gesamten Berichtszeitraum fort. Am aktuellen Rand notierte er auf einem Allzeittief von $-0,009\%$ und erreichte somit erstmals ebenfalls ein negatives Niveau.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Die seit Winter 2014 zu beobachtende Erholung des breiten Geldmengenaggregats M3 hat im Berichtsquartal noch einmal an Dynamik gewonnen. Mit einer (annualisierten) Vorquartalsrate von knapp 6% ist die Geldmenge in den Wintermonaten so kräftig gewachsen wie zuletzt vor drei Jahren. Ursächlich für die weitere Belebung war vor allem die nochmals gestiegene Präferenz des geldhaltenden Sektors für hochliquide Anlagen bei weiter sinkenden Zinsen. Vonseiten der Gegenposten wird das M3-Wachstum zunehmend auch durch die Buchkredite an den Privatsektor getragen. Die Erholung der Kreditvergabe umfasste sowohl die Ausleihungen an private Haushalte als auch an nichtfinanzielle Unternehmen. Gestützt wird die Nachfrage nach Krediten durch die außerordentlich günstigen Finanzierungsbedingungen und die positive Grundtendenz der realwirtschaftlichen Aktivität.

Geldmengenwachstum zunehmend durch Kreditvergabe getragen

Die Ausweitung der Geldmenge M3, die bereits in den beiden Vorquartalen deutliche Zuwächse verzeichnet hatte, verstärkte sich im Winterquartal noch einmal. Die Zuflüsse betrafen weiterhin in erster Linie die täglich fälligen Einlagen, die von den weiter rückläufigen Zinsen für übrige Einlagen profitierten und insbesondere von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen verstärkt aufgebaut wurden. Entsprechend sank die Nachfrage dieser Sektoren nach kurzfristigen Termineinlagen im Berichtsquartal noch einmal deutlich. Auch finanzielle Unternehmen erhöhten wie schon im Vorquartal merklich ihre Sichteinlagenbestände und bauten andere in M3 enthaltene

Deutliches M3-Wachstum weiterhin von Sichteinlagen getrieben

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors der EWU *)

Veränderung in Mrd €, saisonbereinigt

| Aktiva | 2015, 1. Vj. | 2014, 4. Vj. | Passiva | 2015, 1. Vj. | 2014, 4. Vj. |
|--|--------------|--------------|---|--------------|--------------|
| Kredite an private Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet | 38,8 | 2,0 | Einlagen von Zentralstaaten | 16,8 | 8,8 |
| Buchkredite | 46,4 | 19,7 | Geldmenge M3 | 148,4 | 119,4 |
| Buchkredite, bereinigt 1) | 55,4 | 30,1 | davon Komponenten: | | |
| Wertpapierkredite | - 7,7 | - 17,7 | Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1) | 213,0 | 144,2 |
| Kredite an öffentliche Haushalte im Euro-Währungsgebiet | 28,5 | 46,4 | Übrige kurzfristige Bankeinlagen (M2-M1) | - 55,5 | - 54,4 |
| Buchkredite | 21,5 | 12,7 | Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2) | - 9,0 | 29,6 |
| Wertpapierkredite | 7,0 | 33,6 | Geldkapital | - 67,7 | - 97,3 |
| Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets | - 14,4 | 36,9 | davon: | | |
| andere Gegenposten von M3 | 35,7 | - 64,8 | Kapital und Rücklagen | 22,2 | 3,1 |
| | | | Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten | - 89,9 | - 100,4 |

* Statistisch bedingte Veränderungen (z. B. statistische Brüche) und Umbewertungen ausgeschaltet. An den ausgewiesenen Daten wurden umfangreiche Revisionen vorgenommen, die in erster Linie mit der Umsetzung der neuen Verordnung über die Bilanz des Sektors der Monetären Finanzinstitute sowie mit Änderungen am statistischen Berichtsrahmen mehrerer nationaler Zentralbanken zusammenhängen. 1 Bereinigt um Kreditverkäufe und Kreditverbriefungen.

Deutsche Bundesbank

Einlagen ab, wenn auch in geringerem Maße als der nichtfinanzielle Privatsektor.

Aufwärtsbewegung von Geldmengen- und Kreditwachstum setzte sich fort

Vor diesem Hintergrund gewann der seit Anfang 2014 zu beobachtende Aufwärtstrend des Geldmengenwachstums im Berichtsquartal weiter an Schwung, und die Jahreswachstumsrate von M3 stieg merklich auf 4,6% zum Ende des Berichtsquartals. Bei den (um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigten) Buchkrediten an den Privatsektor im Euro-Raum führte die fortgesetzte Erholung ebenfalls zu einem Anstieg der Jahresrate, die mit 0,8% den höchsten Stand seit März 2012 erreichte. Trotz dieser erkennbaren Erholungstendenzen ist das Wachstum des Buchkreditgeschäfts und damit die monetäre Grunddynamik im Euro-Raum weiterhin als sehr moderat zu bezeichnen.

Fortgesetzte Erholung der Buchkredite nichtfinanzieller Unternehmen

Die breit angelegte Erholung der Buchkredite umfasste auch die Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen, die im Berichtsquartal erneut erkennbar zulegen, nachdem sie im Vorquartal den ersten Nettozuwachs seit Sommer 2011 verzeichnet hatten (siehe Schaubild auf S. 35). Ausgeweitet wurden insbesondere die Ausleihungen mittlerer Laufzeit, während die langfristigen Ausleihungen im Berichtsquartal nur geringfügig zunahm. Zudem setzte sich der Aufwärtstrend bei den kurzfristigen Buchkrediten fort, wengleich Ausleihungen mit kur-

zen Laufzeiten per saldo noch einmal leichte Abflüsse verzeichneten. Vor dem Hintergrund der ausgeprägten zyklischen Eigenschaften dieses Laufzeitsegments ist hier im Zuge der konjunkturellen Erholung eine weitere Aufwärtsbewegung zu erwarten. Die Jahresrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euro-Raum insgesamt erholte sich in der Folge weiter und lag am Ende des Berichtsquartals bei - 0,3%.

Anzeichen für eine fortgesetzte Aufwärtstendenz der Ausleihungen an den nichtfinanziellen Unternehmenssektor lieferte auch die im ersten Quartal durchgeführte Umfrage im Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS). So beobachteten die befragten Institute im Euro-Raum bei den nichtfinanziellen Unternehmen noch einmal eine leichte Zunahme der Nachfrage nach Bankkrediten, nach einem spürbaren Anstieg bereits im Vorquartal. Gestützt wurde die Kreditnachfrage laut Bankangaben vor allem durch das niedrige allgemeine Zinsniveau. Zudem gaben die im Rahmen des BLS befragten Banken an, ihre Standards für Unternehmenskredite weiter moderat gelockert zu haben, und stellten eine weitere Lockerung im Zuge des erweiterten Programms des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten in Aussicht. Damit setzte sich der seit Frühjahr 2014 beobachtete Trend zu einer expansiveren Ausgestaltung

Auch BLS deutet auf allmähliche Stabilisierung bei nichtfinanziellen Unternehmen hin

der Kreditvergaberichtlinien weiter fort. Als Gründe für die Lockerung führten die Banken neben ihrer guten Liquiditätsausstattung vor allem den hohen Wettbewerb im Firmenkundengeschäft an.

Heterogene Entwicklung bei Unternehmenskrediten in den vier großen Euro-Raum-Ländern

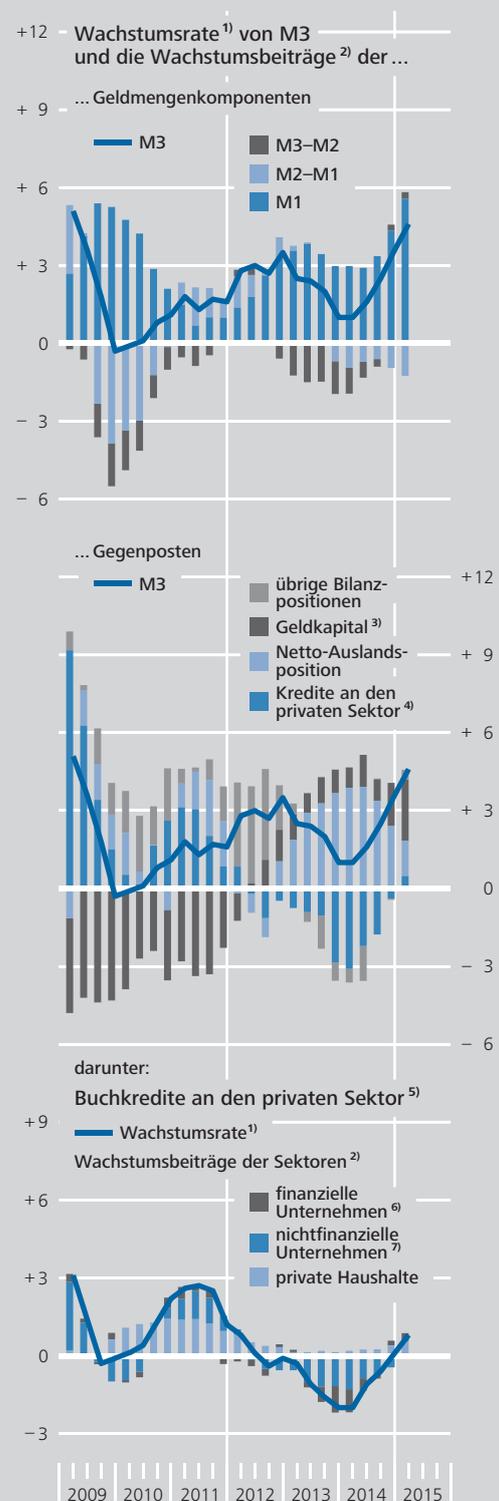
Wurde die Erholung der Buchkredite im Vorquartal noch von einer breiten Basis an Ländern getragen, war die Entwicklung im Berichtsquartal mit Blick auf die vier großen Länder des Euro-Raums heterogener (siehe Schaubild auf S. 36). Während in Frankreich die Quartalszuflüsse deutlich anstiegen und Spanien erkennbar rückläufige Nettotilgungen verzeichnete, verringerten sich die Zuflüsse bei den Ausleihungen der deutschen Banken an nichtfinanzielle Unternehmen im Euro-Raum, und in Italien waren sogar wieder verstärkte Nettotilgungen zu beobachten. Sowohl in Deutschland als auch in Italien dürfte die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten wie bereits in den Vorquartalen durch eine verstärkte Nutzung alternativer Finanzierungsquellen gedämpft worden sein. So war laut BLS-Angaben in Italien die gedämpfte Kreditnachfrage nichtfinanzieller Unternehmen unter anderem auf die verstärkte Begebung von Schuldverschreibungen größerer Unternehmen zurückzuführen, während insbesondere in Deutschland die Finanzierung aus Eigenmitteln im Vordergrund stand.

Buchkredite an private Haushalte merklich gestiegen

Auch bei den Buchkrediten an private Haushalte setzte sich die seit Sommer 2013 zu beobachtende Erholung fort. Mit einer Jahresrate von 1,1% zum Ende des Berichtsquartals ist das Wachstum dieses Aggregats aber nach wie vor als moderat zu bezeichnen. Wachstumsträger waren in einem Umfeld historisch niedriger Zinsen erneut die Wohnungsbaukredite, wengleich auch die Konsumentenkredite einen erkennbar positiven Beitrag leisteten. Ähnlich wie bei den Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen verbarg sich hinter dem Zuwachs im Euro-Raum-Aggregat eine relativ heterogene Entwicklung: Während die Wohnungsbaukredite insbesondere in Deutschland weiter deutlich zulegten, wurden in den Ländern der Peripherie nicht zuletzt vor dem Hintergrund

Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euro-Raum

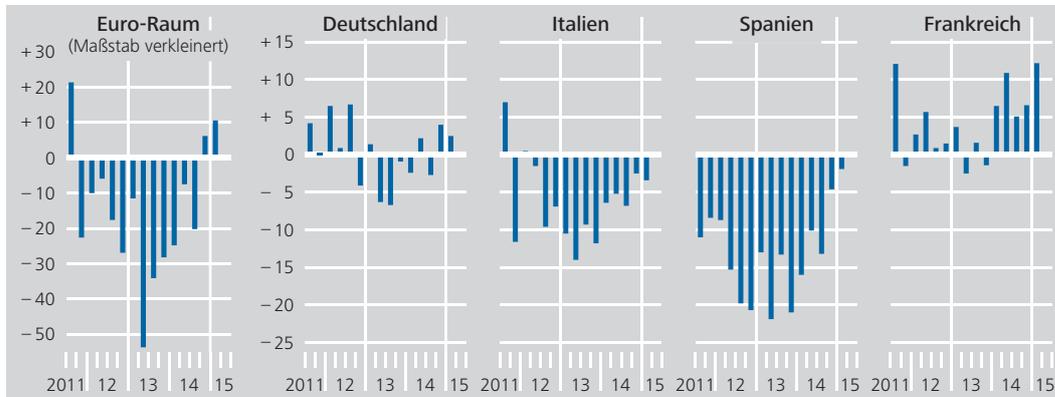
saisonbereinigt, Quartalsendstände



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

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen^{*)}

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



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Mit der Umsetzung des ESVG 2010 in der monatlichen Bilanzstatistik der Banken werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften, sondern dem Sektor der finanziellen Kapitalgesellschaften zugerechnet.

Deutsche Bundesbank

des weiterhin bestehenden Entschuldungsbedarfs der privaten Haushalte Wohnungsbaukredite abgebaut, wenngleich sich die Nettotilgungen erkennbar verlangsamen. Für den Euro-Raum als Ganzen berichteten auch die im BLS befragten Banken, dass die Nachfrage in diesem Kreditsegment erneut deutlich angestiegen sei, während die Standards für Wohnungsbaukredite an private Haushalte nahezu unverändert geblieben waren.

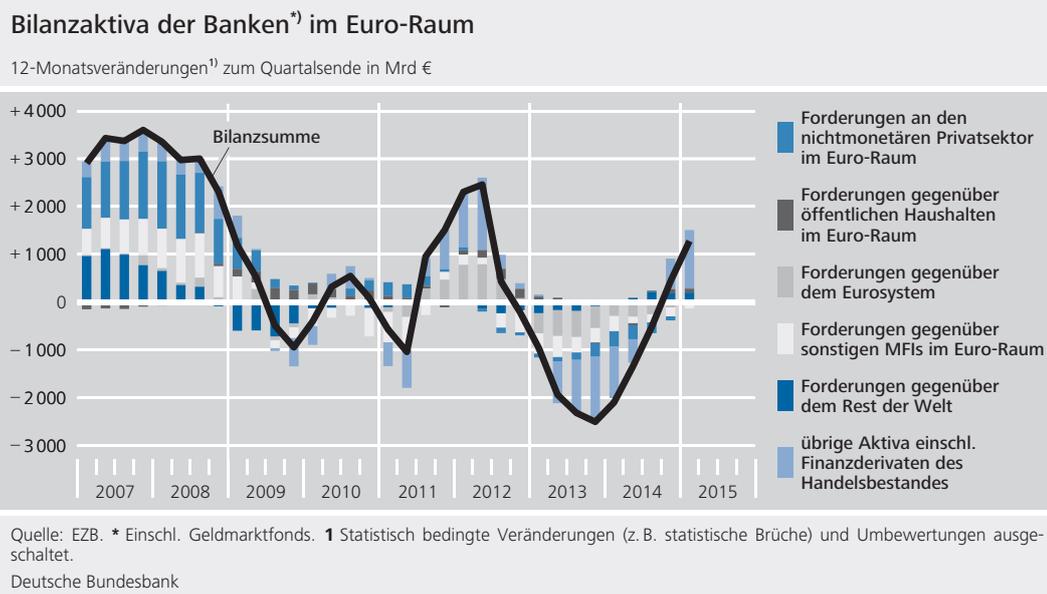
Bei den Konsumentenkrediten dürfte die in den letzten Quartalen zu beobachtende Aufwärtsbewegung die anhaltende Belebung des privaten Konsums im Euro-Raum widerspiegeln. Diese Einschätzung deckt sich mit den Meldungen der im BLS befragten Institute. Sie gaben an, dass im Konsumentenkreditgeschäft ein spürbar gesteigener Mittelbedarf mit einer geringfügigen Lockerung der Standards einhergegangen war. Begünstigt wurde die Nachfrage nach Konsumentenkrediten demnach durch ein gestiegenes Verbrauchervertrauen sowie das allgemein niedrige Zinsniveau.

Neben der Kreditvergabe an Nichtbanken wurde das Geldmengenwachstum im Berichtsquartal vor allem vom Abbau des Geldkapitals gestützt, welches nach Abflüssen in den Vorquartalen im Winterquartal erneut deutlich zurückging. Dies war in erster Linie auf fortgesetzt

deutliche Nettotilgungen bei den Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren sowie spürbaren Abzügen von Mitteln aus langfristigen Termineinlagen zurückzuführen, denen wiederum ein erkennbarer Aufbau von Kapital und Rücklagen gegenüberstand.

Der Abbau langfristiger Bankschuldverschreibungen in den Händen des geldhaltenden Sektors ist im Euro-Raum schon seit dem vierten Quartal 2011 zu beobachten. Während die Nettotilgungen zunächst vor allem auf eine schwache Nachfrage zurückgingen, hat sich die Refinanzierungssituation der Banken am Markt mittlerweile wieder deutlich verbessert. Darauf weisen auch die Angaben der am BLS teilnehmenden Banken hin, die im ersten Quartal wie schon in den Vorquartalen erneut Verbesserungen bei der Begebung von längerfristigen Bankschuldverschreibungen meldeten. Der fortgesetzte Abbau langfristiger Bankschuldverschreibungen trotz verbesserten Marktzugangs legt die Vermutung nahe, dass diese Refinanzierungsart für die Banken gegenüber alternativen Finanzierungsquellen an Attraktivität verloren hat. Zu denken ist hier insbesondere an den weiter wachsenden Einlagenbestand und die vom Eurosystem günstig zur Verfügung gestellte Liquidität. Hierzu passt, dass die am BLS beteiligten Banken – neben der Kreditvergabe

*Geldkapital
deutlich
gesunken,
bedingt durch
langfristige
Bankschuld-
verschreibungen*



an Unternehmen – vor allem auch die Substitution alternativer Finanzierungsquellen als Verwendungszweck für die Liquidität nannten, die sie im Zuge des erweiterten Programms des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten erhalten.

Netto-Auslandsposition erstmals seit 2012 mit Abflüssen

Die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors, in den vergangenen zwei Jahren der größte stützende Gegenposten zur Geldmenge M3, verzeichnete in den drei Monaten bis März trotz gesteigener Leistungsbilanzüberschüsse zum ersten Mal seit Mitte 2012 per saldo wieder Abflüsse. Dahinter dürften Netto-Kapitalexporte aus dem Wertpapierverkehr stehen, die vor allem aus der starken Nachfrage inländischer Anleger nach Wertpapieren resultierten, die außerhalb des Währungsraumes begeben wurden. Gleichzeitig setzten ausländische Investoren ihren seit Mitte 2014 anhaltenden Abbau von Schuldverschreibungen fort, die von im Euro-Raum ansässigen Nicht-MFIs begeben wurden. Dies dürfte auch im Zusammenhang mit den ausgeweiteten Wertpapierkäufen des Eurosystems stehen. Im Gegensatz hierzu weiteten gebietsfremde Anleger ihr Engagement am Aktienmarkt der EWU erneut spürbar aus.

Bilanzaktiva der Banken erneut gestiegen

Der Rückgang der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors ging allerdings nicht mit einer Verringerung der aggregierten Bilanzsumme ein-

her; vielmehr stiegen sowohl die Forderungen als auch die Verbindlichkeiten gegenüber dem Ausland recht deutlich. Der Mitte 2012 einsetzende Bilanzabbau im Bankensektor ist im vergangenen Jahr zum Stillstand gekommen und mittlerweile einer erkennbaren Bilanzausweitung gewichen: Die Bilanzaktiva der Banken im Euro-Raum nahmen im ersten Quartal 2015 erkennbar zu, wobei das Wachstum im Hinblick auf die einzelnen Bilanzpositionen breit angelegt war. Auf Jahressicht dominierte dabei die Ausweitung der Finanzderivate des Handelsbestandes (siehe oben stehendes Schaubild). Darüber hinaus waren auch Forderungen an das Ausland sowie an öffentliche Haushalte bedeutend. Betrachtet man nur das Winterquartal, erstreckte sich der Bilanzaufbau auf sämtliche Bilanzpositionen der Aktivseite. In den vier großen Ländern des Euro-Raums war die Entwicklung weiterhin zweigeteilt: Während Banken in Deutschland und Frankreich den im Euro-Raum-Aggregat beobachtbaren Bilanzaufbau maßgeblich stützten, setzte sich der Bilanzabbau bei Banken in Spanien und Italien in der 12-Monatsbetrachtung fort, wenngleich sein Tempo noch einmal deutlich abnahm und er fast zum Stillstand kam. In beiden Ländern wurden vor allem Finanzderivate sowie in Italien Anleihen von Euro-Raum-Staaten erworben; ferner verlangsamte sich der Rückgang der Forderungen an den Privatsektor spürbar.

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

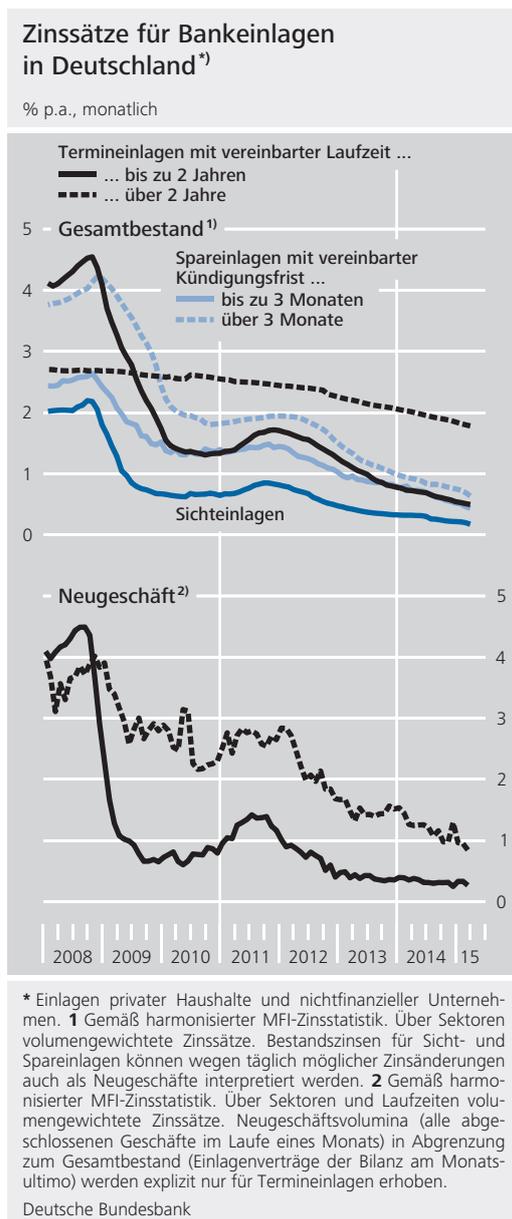
Einlagengeschäft weiterhin durch Umschichtungen geprägt

Das Einlagengeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden war auch im ersten Vierteljahr 2015 durch den Aufbau von Sichteinlagen geprägt. Während inländische Anleger ihre bei deutschen Banken gehaltenen täglich fälligen Einlagen noch deutlicher als in den Herbstmonaten erhöhten, bauten sie alle länger laufenden Bankeinlagen per saldo erneut spürbar ab. In dieser Entwicklung kommt die anhaltende Präferenz des geldhaltenden Sektors für hochliquide Anlageformen zum Ausdruck, die

durch das historisch niedrige Zinsniveau und die flache Zinsstruktur gefördert wird. Wie das unten stehende Schaubild zeigt, ist der Abstand zwischen den Zinssätzen für Einlagen mit längerer Laufzeit und Sichteinlagen in den letzten drei Jahren stetig gesunken. Bei den langfristigen Termineinlagen zeigt sich die rückläufige Zinsentwicklung im Neugeschäft, weil die Bestandszinsen wegen des hohen Anteils des Altgeschäfts nur träge reagieren.

Im Gegensatz zum Vorquartal wurde der aktuelle Zuwachs an Sichteinlagen im Berichtsquartal von allen geldhaltenden Sektoren getragen, wobei die größten Zuflüsse nach wie vor bei den privaten Haushalten zu verzeichnen waren. Da die privaten Haushalte gleichzeitig alle anderen Einlagearten (kurz- und langfristige Termin- und Spareinlagen) zum Teil merklich abbauten, gewann ihr Aufbau von Sichteinlagen im Berichtszeitraum nochmals spürbar an Schwung (siehe Schaubild auf S. 41).

Aktueller Zuwachs der Sichteinlagen von allen Sektoren getragen



Auch nichtfinanzielle Unternehmen zeigten im Berichtsquartal ein auffällig großes Interesse an täglich fälligen Bankeinlagen. Hintergrund für die spürbare Aufstockung der Sichteinlagen durch diesen Sektor dürfte neben der geringen Verzinsung längerfristiger Bankeinlagen die gegenwärtige Liquiditätsstärke der nichtfinanziellen Unternehmen sein, die durch ihre stabile Gewinnsituation bei weiterhin nur mäßigen, wenngleich leicht ansteigenden Investitionen bedingt ist. Ein Motiv für den Aufbau von Sichteinlagen könnte ferner darin liegen, dass die Unternehmen insgesamt beabsichtigen, anstehende Sachinvestitionen stärker aus eigenen Mitteln zu finanzieren.

Einlagengeschäft mit finanziellen Unternehmen uneinheitlich

Zugleich vermeldeten inländische Banken im Berichtsquartal erstmals seit vier Quartalen wieder ein per saldo positives Einlagengeschäft mit finanziellen Unternehmen. Dahinter standen jedoch unterschiedliche Entwicklungen bei den Versicherungen und Pensionseinrichtungen auf der einen sowie den sonstigen Finanzinstituten auf der anderen Seite. Während Letztere ihre Sichteinlagen im Berichtsquartal ebenfalls deut-

lich aufstockten, bauten Versicherungen und Pensionseinrichtungen, wie bereits seit mehreren Quartalen zu beobachten, Bankeinlagen über alle Laufzeiten (insbesondere aber die langfristigen Termineinlagen) unvermindert ab. Diese Gelder dürften zumindest teilweise auf der Suche nach höherer Rendite in risikoreichere Formen der Geldvermögensbildung investiert worden sein (siehe die Erläuterungen auf S. 40).

Kreditgeschäft mit Nichtbanken mit deutlichem Auftrieb

Auch das Kreditgeschäft der Banken mit dem heimischen Nichtbankensektor war im Berichtsquartal durch das historisch niedrige Zinsumfeld und die gute Einkommenssituation der Haushalte und Unternehmen in Deutschland geprägt. Anders als im Jahresendquartal 2014, in dem der Rückgang der Kredite an öffentliche Haushalte ein spürbares Gegengewicht zur insgesamt positiven Entwicklung der Kreditvergabe an private Nichtbanken dargestellt hatte, stieg im Berichtsquartal sowohl die Kreditvergabe an private als auch die an öffentliche Nichtbanken. Die MFIs in Deutschland erhöhten dabei einerseits ihre Bestände an Wertpapieren inländischer privater und öffentlicher Emittenten merklich und vergaben andererseits auch deutlich mehr Buchkredite an diese. Bei den in der nebenstehenden Tabelle ausgewiesenen Veränderungen der Buchkredite ist zu beachten, dass sich die bislang als vorläufig anzusehende Datenlage für die Monate Dezember bis Februar aufgrund der Neufassung der monatlichen Bilanzstatistik der Banken, insbesondere der Umsetzung des Europäischen Systems Volkswirtschaftlicher Gesamtrechnungen 2010 zum Meldetermin Dezember 2014, rückwirkend noch einmal deutlich verändert hat.¹⁾

Positives Kreditgeschäft mit privaten Haushalten durch rege Nachfrage nach privaten Wohnungsbaukrediten sowie ...

Der größte Teil der Buchkredite wurde dabei – wie schon in den Vorquartalen – an private Haushalte vergeben. Bestimmend hierfür war die nach wie vor rege Nachfrage nach privaten Wohnungsbaukrediten, die neben den nochmals leicht gesunkenen Finanzierungskosten auch durch die gute Einkommenssituation der Haushalte und die geringe Attraktivität alternativer Anlagemöglichkeiten bedingt sein dürfte. Auch die Ergebnisse des BLS sprechen dafür,

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

Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

| Position | 2014 | 2015 |
|--|--------|--------|
| | 4. Vj. | 1. Vj. |
| Einlagen von inländischen Nicht-MFIs¹⁾ | | |
| täglich fällig | 25,5 | 47,9 |
| mit vereinbarter Laufzeit | | |
| bis zu 2 Jahren | – 2,5 | 2,1 |
| über 2 Jahre | – 14,9 | – 9,7 |
| mit vereinbarter Kündigungsfrist | | |
| bis zu 3 Monaten | – 2,8 | – 2,1 |
| über 3 Monate | – 1,1 | – 2,7 |
| Kredite | | |
| Kredite an inländische öffentliche Haushalte | | |
| Buchkredite | – 3,6 | 11,4 |
| Wertpapierkredite | – 5,3 | 2,3 |
| Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen | | |
| Buchkredite ²⁾ | 9,4 | 14,1 |
| darunter: an private Haushalte ³⁾ | 6,3 | 9,0 |
| an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾ | 4,1 | 3,2 |
| Wertpapierkredite | 2,7 | 6,7 |

* Zu den Monetären Finanzinstituten (MFIs) zählen hier neben den Banken (einschl. Bausparkassen, ohne Bundesbank) auch die Geldmarktfonds. Quartalsendstände, statistisch bedingte Veränderungen (z. B. statistische Brüche) und Umbewertungen ausgeschaltet. **1** Unternehmen, Privatpersonen und öffentliche Haushalte ohne den Bund. **2** Bereinigt um Forderungsverkäufe und -verbriefungen. **3** Und Organisationen ohne Erwerbszweck. **4** Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften. Mit der Umsetzung des ESVG 2010 zum Meldetermin Dezember 2014 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen nicht mehr dem Sektor „Nichtfinanzielle Unternehmen“ sondern dem Sektor „Finanzielle Unternehmen“ zugerechnet.

Deutsche Bundesbank

dass die Nachfrage privater Haushalte nach Wohnungsbaukrediten im ersten Quartal 2015 kräftig zulegte und die im Vorquartal geäußert

¹ Mit der Umsetzung des ESVG 2010 in der Bankbilanzstatistik werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen (wie z. B. Management-Holdinggesellschaften mit überwiegend finanziellem Anteilsbesitz) nicht mehr dem Sektor „Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften“ sondern dem Sektor „Finanzielle Kapitalgesellschaften“, Unterposition „Sonstige Finanzinstitute“, zugerechnet. Ferner werden einige Einrichtungen und Unternehmen, bei denen es sich um „Nichtmarktproduzenten“ handelt (wie z. B. Stadtwerke), die bislang als nichtfinanzielle Unternehmen ausgewiesen wurden, dem Sektor „öffentliche Haushalte“ (als untergeordnete Position „Extrahaushalte“) zugewiesen. Vgl. hierzu auch: Deutsche Bundesbank, Methodische Änderungen in der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung – Motivation, Konzeption und ausgewählte Ergebnisse, Monatsbericht, Oktober 2014, S. 13 ff.

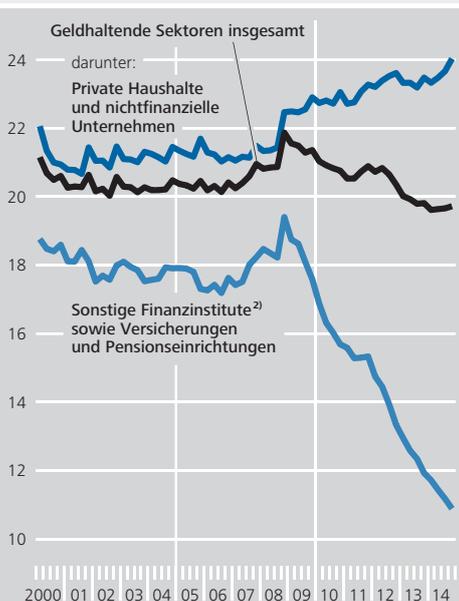
Zu Portfoliumschichtungen in renditestärkere Anlageformen in Deutschland

Der EZB-Rat hat den Hauptrefinanzierungssatz im Laufe der Krise sukzessive auf den historischen Tiefstand von 0,05% gesenkt. Dies hatte unter anderem zur Folge, dass die Zinsen für Bankeinlagen und – mit zunehmender Nähe zur Nullzinsgrenze – auch die Abstände zwischen den Zinssätzen für Einlagen unterschiedlicher Laufzeiten zurückgegangen sind (vgl. Schaubild auf S. 38). Für sich genommen resultiert daraus der Anreiz, Mittel aus Bankeinlagen in renditestärkere Anlageformen umzuschichten. Tatsächlich zeigt das unten stehende Schaubild, dass der Anteil der Einlagen am Gesamtvermögen der geldhaltenden Sektoren¹⁾ in den letzten Jahren gesunken ist; allerdings wurde diese Entwicklung nicht von allen Sektoren mitgetragen.

Ein vom Aggregat abweichendes Anlageverhalten ist anhand der Daten der Bankenstatistik und der Finanzierungsrechnung²⁾ vor allem für den nichtfinanziellen Privatsektor, also die privaten Haushalte und nichtfinanziellen Unternehmen, erkennbar. Deren Einlagenentwicklung ist seit dem Zusammenbruch von Lehman Brothers von einem anhaltenden und ungewöhnlich kräftigen Aufbau von Sichteinlagen geprägt (vgl. Schaubild auf S. 41). Parallel dazu wurden andere Anlageformen, insbesondere kurzfristige Termin- und längerfristige Spareinlagen, zeitweise spürbar abgebaut. Hinter dieser Präferenz des nichtfinanziellen Privatsektors für möglichst liquide Anlageformen standen neben einer allgemeinen, durch die Finanzkrise bedingten Unsicherheit des ohnehin eher risikoaversen Sektors zuletzt vor allem auch die weiter rückläufigen Opportunitätskosten der Sichteinlagenhaltung, sowohl relativ zu anderen Anlageformen als auch zu risikoärmeren Wertpapieren wie zum Beispiel Bundesanleihen. Bei den nichtfinanziellen Unternehmen kommt hinzu, dass sie den Anteil der liquiden Mittel an ihrem Geldvermögen möglicherweise erhöht haben, um potenziell anstehende Sachinvestitionen stärker aus eigenen Mitteln finanzieren zu können.³⁾

Anteil der Einlagen am gesamten sektoralen Geldvermögen in Deutschland

Um Transaktionen fortgeschriebene Bestände des Basisjahres 2000¹⁾, in %



¹ Statistisch bedingte Veränderungen (z. B. statistische Brüche) und Umbewertungen somit ausgeschaltet. ² Einschl. Investmentfonds.

Deutsche Bundesbank

¹ Der Begriff der geldhaltenden Sektoren umfasst die privaten Haushalte, nichtfinanzielle und finanzielle Unternehmen (außer Monetäre Finanzinstitute) sowie den Staat. Auf eine gesonderte Darstellung des staatlichen Sektors wird im Folgenden verzichtet, da dessen Geldvermögensbildung sehr volatil und hinsichtlich des Volumens im Vergleich zu den anderen Sektoren eher gering ist.

² Betrachtet werden vierteljährliche Transaktionen. Da die Daten der Finanzierungsrechnung aktuell nur bis zum vierten Quartal 2014 vorliegen, endet der Beobachtungszeitraum mit Ablauf des Jahres 2014.

³ Zur längerfristigen Bedeutung und Entwicklung der Innenfinanzierung von nichtfinanziellen Unternehmen in Deutschland vgl.: Deutsche Bundesbank, Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, Monatsbericht, Januar 2012, S. 13 ff.

Der Blick auf die übrige Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Privatsektors bestätigt, dass Umschichtungen aus Einlagen heraus zugunsten renditestärkerer Anlageformen wie Wertpapiere aufgrund der Risikoaversion und Liquiditätspräferenz des Sektors in den letzten Jahren weitgehend ausblieben. Private Haushalte stockten vor allem ihre Ansprüche gegenüber (Lebens-)Versicherungen weiter auf; auch Anteile an Investmentfonds, die bei kleineren Anlagebeträgen eine stärkere Risikodiversifizierung ermöglichen als die direkte Wertpapierhaltung, wurden in deutlichem Umfang aufgebaut, während direkte Wertpapierengagements insgesamt zurückgeführt wurden. Nichtfinanzielle Unternehmen engagierten sich zunehmend in der Mittelbereitstellung gegenüber anderen nichtfinanziellen Unternehmen, etwa in Form von Anteilsrechten und (Handels-)Krediten; insgesamt gesehen spielten Investitionen in Wertpapiere für sie in den vergangenen Jahren jedoch keine wesentliche Rolle.

Im Gegensatz zum nichtfinanziellen Privatsektor bauten die finanziellen Unternehmen, also Versicherungen und Pensionseinrichtungen sowie sonstige Finanzinstitute (SFI)⁴⁾, ihre Einlagen seit Ende 2009 per saldo spürbar ab (vgl. nebenstehendes Schaubild). Dies war zuvorderst auf den seit 2010 zunehmend kräftigen Abbau längerfristiger Termineinlagen durch Versicherungen zurückzuführen, dem kein entsprechender Aufbau anderer Einlagearten gegenüberstand. Auch die SFI verringerten seit Mitte 2012 per saldo ihre Einlagenbestände; anders als bei den Versicherungen wurden Sichteinlagen jedoch phasenweise zulasten länger laufender Einlagearten aufgestockt.

Stattdessen konzentrierten die durch professionelle Portfoliomanager geprägten finan-

⁴ Einschl. Investmentfonds, jedoch ohne Monetäre Finanzinstitute und damit auch ohne Geldmarktfonds.

Einlagen deutscher Banken¹⁾ nach ausgewählten Sektoren

saisonbereinigte 12-Monatsveränderungen¹⁾ zum Quartalsende
 in Mrd €



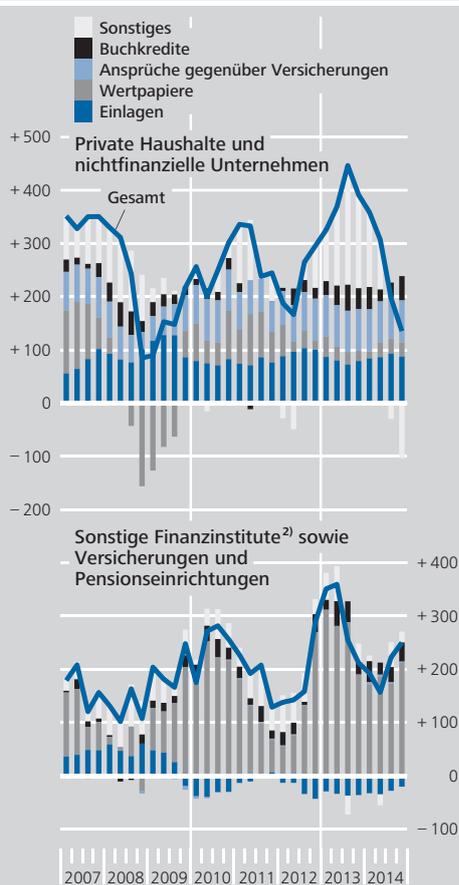
* Einschl. Geldmarktfonds. **1** Statistisch bedingte Veränderungen (z. B. statistische Brüche) und Umbewertungen ausgeschaltet. **2** Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften. **3** Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften. **4** Mit der Umsetzung des ESVG 2010 zum Meldetermin Dezember 2014 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen nicht mehr dem Sektor „Nichtfinanzielle Unternehmen“, sondern dem Sektor „Finanzielle Unternehmen“ zugerechnet.

ziellen Unternehmen ihre Anlagen auf Schuldverschreibungen und Investmentfondsanteile, auch im mitunter renditestärkeren Ausland. Darüber hinaus vergaben seit der Finanzkrise insbesondere die SFI verstärkt Buchkredite, vor allem an nichtfinanzielle Unternehmen. Die verstärkte Buch- und Wertpapierkreditvergabe der finanziellen Unternehmen an den nichtfinanziellen Privatsektor deutet auf eine steigende Bedeutung der Finanzintermediation durch Akteure außerhalb des regulären Bankensystems, also durch das Schattenbankensystem⁵⁾, hin. Insgesamt dürfte das Anlageverhalten des finanziellen Sektors stärker durch die Suche nach Rendite getrieben sein als das der anderen Sektoren. Die seit Anfang 2013 verfügbaren Angaben über Sektorzugehörigkeit und Sitzland der Schuldner deuten darauf hin, dass die mit dieser Suche verbundene Risikobereitschaft bei den Versicherungen in den letzten Jahren etwas geringer war als bei den SFI, was nicht zuletzt regulatorische Gründe haben dürfte.

Das unterschiedliche Anlageverhalten der finanziellen und nichtfinanziellen Sektoren ist unter anderem auch für die Interpretation der Einlagenentwicklung im Rahmen der monetären Analyse relevant. So deutet die Tatsache, dass das Geldmengenwachstum aktuell im Wesentlichen auf Zuflüsse der privaten Haushalte und nichtfinanziellen Unternehmen zurückzuführen ist, auf den ersten Blick auf einen entsprechenden Anstieg der monetären Grunddynamik hin. Denn die Geldhaltung des nichtfinanziellen Sektors steht grundsätzlich in enger Beziehung zu Konsum- und Investitionsausgaben und damit auch zur Entwicklung des Verbraucherpreisindex als die Geldhaltung des stärker an den Finanzmärkten orientierten finanziellen Sektors. Die genauere Analyse legt jedoch offen, dass ein entscheidender Teil des beobachteten Einlagenwachstums durch die hohe Liquiditätspräferenz und

Geldvermögensbildung und ihre Komponenten

Summe der Werte des jeweils laufenden und der drei vorangegangenen Quartale¹⁾, in Mrd €



¹ Statistisch bedingte Veränderungen (z. B. statistische Brüche) und Umbewertungen ausgeschaltet. ² Einschl. Investmentfonds.
 Deutsche Bundesbank

Risikoaversion des nichtfinanziellen Sektors vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds verursacht wurde. Soweit das Geldmengenwachstum auf diese Motive zurückzuführen ist, überzeichnet es die inflationswirksame monetäre Grunddynamik.

⁵ Vgl. zur Definition und den Aktivitäten des Schattenbankensystems: Deutsche Bundesbank, Das Schattenbankensystem im Euro-Raum: Darstellung und geldpolitische Implikationen, Monatsbericht, März 2014, S. 15–35.

ten Erwartungen der Bankmanager noch übertraf. Ihrer Meinung nach war dies in erster Linie durch das niedrige allgemeine Zinsniveau bedingt. Laut MFI-Zinsstatistik sank der Zins für langfristige Wohnungsbaukredite im ersten Quartal spürbar auf 1,9% und erreichte damit einen neuen historischen Tiefstand seit Einführung der harmonisierten MFI-Zinsstatistik im Jahr 2003. Den BLS-Angaben zufolge wurde die Kreditnachfrage in diesem Segment zudem dadurch gestützt, dass die privaten Haushalte die Aussichten auf dem Wohnungsmarkt und die Entwicklung der Preise für Wohneigentum weiterhin positiv einschätzen. Ferner gingen auch vom Mittelbedarf der privaten Haushalte für Umfinanzierungen, Umschuldungen und Neuverhandlungen positive Impulse für das Neugeschäft mit Wohnungsbaukrediten aus. Gleichzeitig wurde die höhere Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten im Berichtsquartal durch die Vergabepolitik der Banken begünstigt. So haben die am BLS teilnehmenden Banken ihre Standards für Wohnungsbaukredite im Schlussquartal zwar nicht angepasst, verringerten aber bei durchschnittlich riskanten Krediten ihre Margen leicht.

... durch gestiegene Anschaffungsneigung der Konsumenten getrieben

Darüber hinaus spiegelten sich in Deutschland die weiterhin guten Perspektiven für die Einkommens- und Geldvermögensentwicklung in einer deutlichen Zunahme der Konsumentenkredite wider. Entsprechend sahen sich die am BLS teilnehmenden Banken im ersten Quartal 2015 einer spürbar gestiegenen Nachfrage gegenüber. Nach Einschätzung der im Rahmen des BLS befragten Bankmanager beruhte dies auf einer gestiegenen Anschaffungsneigung der Konsumenten, einem robusten Verbrauchervertrauen sowie dem niedrigen allgemeinen Zinsniveau. Die Vergabepolitik im Konsumentenkreditgeschäft blieb laut BLS im Schlussquartal insgesamt unverändert. Die BLS-Banken verengten aber ihre Margen sowohl für durchschnittliche als auch für risikoreichere Kredite und begründeten dies mit dem derzeitigen erhöhten Wettbewerb zwischen den Banken. Insgesamt gesehen weist die Buchkreditvergabe an inländische private Haushalte in Deutschland aber

Buchkredite deutscher Banken nach ausgewählten Sektoren

saisonbereinigt sowie bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen, Quartalsendstände



1 Veränderungsrate gegenüber Vorjahr. 2 Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften. 3 Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften. 4 Mit der Umsetzung des ESVG 2010 zum Meldetermin Dezember 2014 werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen nicht mehr dem Sektor „Nichtfinanzielle Unternehmen“, sondern dem Sektor „Finanzielle Unternehmen“ zugeordnet.

Deutsche Bundesbank

weiterhin eine sehr moderate Dynamik auf: Die 12-Monatsrate der Buchkredite an private Haushalte erhöhte sich nur leicht auf 1,8% Ende März von 1,6% im Vorquartal.

Neben den Buchkrediten an inländische private Haushalte weiteten deutsche Banken im Berichtsquartal auch ihre Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen merklich aus. Dementsprechend trug die Kreditvergabe deutscher Banken zu der im gesamten Euro-Gebiet beobachteten Ausweitung des Kreditgeschäfts mit dem nichtfinanziellen Unternehmenssektor wie auch im Vorquartal positiv bei. Anders als im übrigen Euro-Gebiet mit der offenbar stärker ausgeprägten Präferenz der Unternehmen für mittelfristig laufende Kredite, erhöhten deutsche Unternehmen in jüngerer Zeit vorrangig ihre Nachfrage nach langfristigen Ausleihungen. Entscheidend hierfür waren, neben der gegenüber den kurz- und mittelfristigen Ausleihungen spürbar gesunkenen Verzinsung von langfristigen Buchkrediten, vermutlich auch die

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen erneut positiv, ...

Warum sind kleinvolumige Unternehmenskredite in Deutschland höher verzinst als großvolumige?

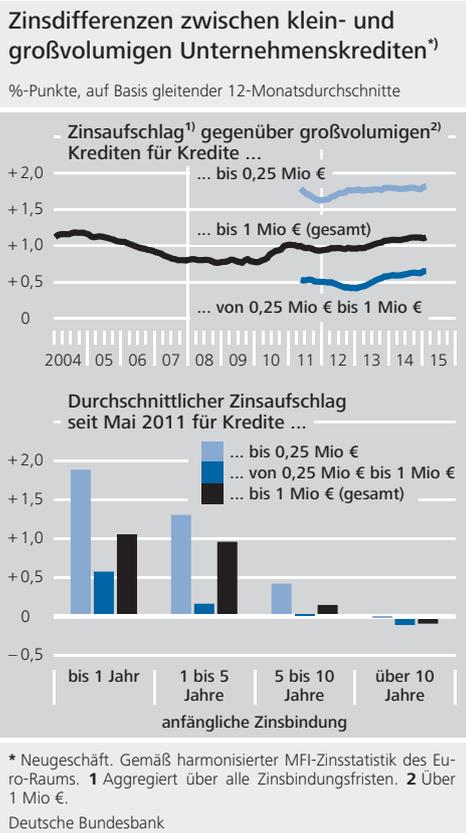
Bankkredite stellen für kleine und mittlere Unternehmen (KMU) eine der wichtigsten Quellen der Fremdfinanzierung dar.¹⁾ Die seitens der Bank festgelegten Konditionen, zu denen sich KMU diese Mittel ausleihen, spielen aus volkswirtschaftlicher und geldpolitischer Perspektive daher eine bedeutende Rolle. Vor diesem Hintergrund werden im Folgenden die Kreditzinsen für KMU mit denjenigen für große Unternehmen verglichen. Weiterhin wird untersucht, in welchem Umfang Kostenfaktoren der Bank, die eng mit den (Risiko-) Eigenschaften des Kreditnehmers verbunden sind, die beobachtete Zinsdifferenz erklären können.²⁾

Informationen über die Bepreisung von Bankkrediten liefert die harmonisierte MFI-Zinsstatistik des Euro-Raums. Im Neugeschäft mit Unternehmen unterscheidet sie jedoch nicht nach der Größe des kreditnehmenden Unternehmens. Aus diesem Grund

dienen nachfolgend die kleinvolumigen Unternehmenskredite (bis 1 Mio €)³⁾ als Approximation für Ausleihungen an KMU, während großvolumige Unternehmenskredite (über 1 Mio €) annahmegemäß eher von großen Unternehmen nachgefragt werden.⁴⁾

Die so approximierten Kreditzinsen für KMU liegen im Aggregat systematisch über denen für große Unternehmen (siehe unten stehendes Schaubild). Dieser Zinsaufschlag ist vor allem durch die Kreditkonditionen für Kleinstkredite getrieben und nimmt für alle betrachteten Größenklassen mit steigender Zinsbindungsfrist ab.

Die Determinanten dieser Differenz können prinzipiell in quantitative (z. B. Kreditrisiko) und qualitative (z. B. Verhandlungsmacht des Kreditnehmers) Faktoren unterteilt werden. Erstere lassen sich naturgemäß einfacher für eine empirische Betrachtung nutzen und umfassen die nach Kreditnehmergröße unterschiedlichen Aufwendungen



1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zur Bedeutung des Bankkredits als Finanzierungsinstrument für nichtfinanzielle Unternehmen im internationalen Vergleich, Monatsbericht, November 2014, S. 44–46.

2 Konkret wird untersucht, inwieweit die Zinsdifferenz durch Unterschiede im Kreditrisiko sowie beim Kapitalzuschlag erklärt werden kann. Der verbleibende Teil der Zinsdifferenz, der den Einfluss der übrigen Faktoren abbildet, wird als Residualgröße bezeichnet. Letzten Endes beruht die Analyse damit auf einer Zinszerlegung für Kredite an KMU sowie an große Unternehmen. Vgl. zur Methodik der Zinszerlegung: Bank von England, Understanding the price of new lending to households, Quarterly Bulletin Q3 2010.

3 Seit 2010 wird die kleinvolumige Kreditkategorie in Neugeschäftskreditvolumina bis 0,25 Mio € (kleinstvolumig) und 0,25 Mio € bis 1 Mio € (kleinvolumig) unterteilt.

4 Eigene Auswertungen auf Grundlage der Bach-Datenbank zeigen, dass diese Einteilung plausibel ist. Sie zeigen aber auch, dass ein wesentlicher Unterschied zwischen kleinen und mittleren Unternehmen hinsichtlich des durchschnittlich von ihnen aufgenommenen Kreditvolumens besteht. So dürfte speziell für kleine Unternehmen die Volumenklasse bis 0,25 Mio € relevanter sein. Vgl. auch: EZB, Zugang kleiner und mittlerer Unternehmen im Euro-Währungsgebiet zu Finanzmitteln – Hindernisse und mögliche Gegenmaßnahmen der Politik, Monatsbericht, Juli 2014.

seitens der Bank: Die Risikoprämie zur Deckung des erwarteten Kreditausfalls, den Kapitalzuschlag, der die Kosten für das regulatorisch vorzuhaltende Eigenkapital abbildet und die Fixkosten, die der Bank etwa für die Kreditwürdigkeitsprüfung des Kreditnehmers entstehen. Die Fixkosten tragen auch dann zur Zinsdifferenz bei, wenn ihre absolute Höhe für Kredite an KMU und an große Unternehmen identisch ist, da sie sich bei Ausleihungen an große Unternehmen auf einen höheren Kreditbetrag verteilen und somit pro Euro vergebener Kreditsumme geringer sind.

Die unternehmensgrößenabhängige Risikoprämie lässt sich als Produkt aus Ausfallwahrscheinlichkeit (Probability of Default: PD) und erwartetem Verlust bei einem Ausfall (Loss Given Default: LGD) approximieren.⁵⁾ Der Kapitalzuschlag, der sich ebenfalls getrennt für KMU und große Unternehmen berechnen lässt, ergibt sich näherungsweise als Produkt der folgenden drei Faktoren: des Risikogewichts des Kredites, der Mindest-

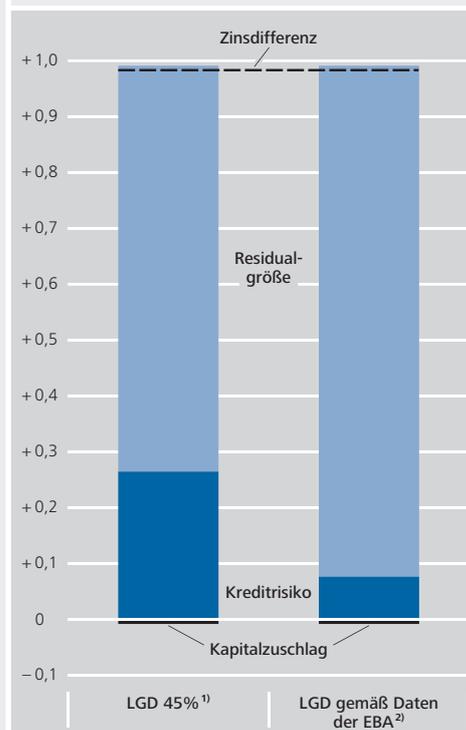
5 Daten bezüglich PD und LGD getrennt nach KMU und großen Unternehmen werden von der Europäischen Bankenaufsichtsbehörde EBA bereitgestellt. Vgl.: EBA Risk Dashboard, Aggregate Disclosure of EU Banks' Risk Parameters and Instructions, Annex Q3 2014; sowie Risk Parameters Disclosure of EU Banks, Annex Q1 2014. Im Hinblick auf diese Daten ist darauf hinzuweisen, dass sie auf Meldungen einer relativ geringen Anzahl von Banken beruhen und sich darüber hinaus nicht nur auf das Kreditneugeschäft, sondern auf das gesamte Kreditportfolio beziehen.

6 Für das Risikogewicht von KMU-Krediten wird der regulatorische Standardwert von 75% angenommen. Für große Unternehmen wird dasjenige Risikogewicht, welches sich im Standardansatz gemäß den durchschnittlichen Ratings von Standard & Poor's für nicht-finanzielle Unternehmen, die im Deutschen Aktienindex DAX gelistet sind, ergibt, herangezogen. Die Mindestkapitalquote entspricht mit 8% demjenigen Wert, der sich gemäß Basel II und Basel III unter Vernachlässigung etwaiger Kapitalpuffer ergibt. Für die Eigenkapitalkosten wird pauschal ein Wert von 10% angenommen (vgl. zur Höhe der Eigenkapitalkosten: EBA, Risk Assessment of the European Banking System, June 2014).

7 Der geringere Beitrag des Kreditrisikos zur Zinsdifferenz bei Verwendung der auf Meldungen von Banken beruhenden EBA-Daten zum LGD dürfte darauf hindeuten, dass die Besicherung von Krediten im Geschäft mit KMU relevanter ist als im Geschäft mit großen Unternehmen. Generell spielt die Besicherung im Unternehmensgeschäft in Deutschland eine bedeutende Rolle. So beträgt der Anteil des grundpfandrechtl. besicherten Kreditvolumens in diesem Segment etwa 20%.

Beiträge von Kreditrisiko (zwei Berechnungsmethoden) und Kapitalzuschlag zur Zinsdifferenz zwischen klein- und großvolumigen Unternehmenskrediten^{*)}

%-Punkte, Durchschnittswerte seit 2009



* Quellen: Harmonisierte MFI-Zinsstatistik des Euro-Raums, EBA Risk Dashboard und eigene Berechnungen. Berechnungen unter der Annahme, dass kleinvolumige Kredite an kleine und mittlere Unternehmen und großvolumige Kredite an große Unternehmen ausgereicht werden. **1** 45% ist der Standardwert der Capital Requirements Regulation für den Loss Given Default (LGD). **2** Auf Basis der von Banken an die EBA gemeldeten Werte.

Deutsche Bundesbank

kapitalquote und der kalkulatorisch für das regulatorisch vorzuhaltende Eigenkapital angesetzten Kosten.⁶⁾ Die Fixkosten sind aufgrund der fehlenden Datenverfügbarkeit ebenso wie die qualitativen Faktoren Teil der Residualgröße.

Unter den hier getroffenen Annahmen ist der Kapitalzuschlag für beide Kreditarten im Aggregat fast identisch. Dies liegt am geringen Unterschied zwischen den Risikogewichten beider Kreditnehmerkategorien. Das Kreditrisiko kann dagegen die Zinsdifferenz teilweise erklären (siehe oben stehendes Schaubild).⁷⁾ Sein Erklärungsbeitrag deutet trotz der geringen regulatorischen

Divergenz auf ein höheres Kreditrisiko im Kreditgeschäft mit KMU hin.

Allerdings spielen die in der Residualgröße zusammengefassten Faktoren die wichtigste Rolle. Deren große Bedeutung ist mit den Ergebnissen anderer Studien konsistent. Diese schreiben der größeren Verhandlungsmacht großer Unternehmen bei der Festsetzung der Kreditkonditionen seitens der Bank eine essenzielle Rolle zu.⁸⁾ Sie resultiert zum Beispiel aus der stärkeren Diversifikation ihrer Finanzierungsquellen und ihrer somit implizit geringeren Abhängigkeit von der Bankfinanzierung. Darüber hinaus finden sich in der Literatur Belege dafür, dass insbesondere größere Banken versuchen, mittels attraktiver Kreditkonditionen neue Kunden zu akquirieren, die neben dem ursprünglichen Kreditgeschäft weitere Dienstleistungen der Bank in Anspruch nehmen könnten.⁹⁾ Dazu zählen zum Beispiel die Begleitung bei der Begebung von Kapitalmarktinstrumenten oder Absicherungsgeschäfte, also Dienstleistungen, die ten-

denziell eher große Unternehmen nachfragen dürften. Neben dem möglichen zusätzlichen Einkommen fördern Erträge aus solchen Geschäften die Diversifikation der Einkommensquellen der Bank, da sie vor allem das Provisionseinkommen stärken.

⁸ Vgl.: R. Elsas und J. P. Krahen (1998), Is relationship lending special? Evidence from credit file data in Germany, *Journal of Banking and Finance* 22, S. 1283–1316; sowie F. Hanser (2001), Die Struktur von Kreditbeziehungen, S. 132.

⁹ Vgl.: L. Lepetit, E. Nys, P. Rous und A. Tarazi (2008), The expansion of services in European banking: Implications for loan pricing and interest margins, *Journal of Banking and Finance*, 32, S. 2325–2335.

in der Grundtendenz positiven Konjunktur- und Geschäftserwartungen, die das Interesse der Unternehmen an langfristigen Investitionsprojekten begünstigt haben dürften. Ihre kurz- und mittelfristigen Investitionen dürften die deutschen Unternehmen dagegen wie auch in den Quartalen zuvor stärker aus eigenen Mitteln und/oder alternativen Finanzierungsquellen – wie den Krediten im Konzernverbund, Handelskrediten sowie den zunehmend an Bedeutung gewinnenden Krediten über sogenannte Schattenbanken – finanziert haben.

Die Ergebnisse des BLS aus dem ersten Quartal 2015 stehen damit weitgehend im Einklang. Demnach zeigte sich die Kreditnachfrage der Unternehmen in den Wintermonaten per saldo unverändert gegenüber dem Vorquartal, in dem der Mittelbedarf nach Einschätzung der befragten Bankmanager insgesamt deutlich gestiegen war. Im Hinblick auf die Einflussfaktoren gaben die am BLS teilnehmenden Bankmanager an, dass vor allem die großen Innenfinanzierungs-

spielräume der Unternehmen, aber auch der rückläufige Mittelbedarf zur Finanzierung von Anlageinvestitionen, Lagerhaltung und Betriebsmitteln für sich genommen mindernd auf die Kreditnachfrage der Unternehmen gewirkt hätten. Gleichzeitig wurde die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten im Berichtsquartal laut BLS durch einen erhöhten Finanzierungsbedarf für Fusionen, Übernahmen und Unternehmensumstrukturierungen begünstigt. Ferner wurde sie durch die Kreditvergabepolitik der Banken gestützt: Zwar haben die befragten Institute im Unternehmenskreditgeschäft ihre Kreditstandards kaum verändert. Die Margen für durchschnittlich riskante Kredite verringerten sie dagegen per saldo leicht, und auch bei den Kreditnebenkosten und den Anforderungen an die Sicherheiten kamen sie ihren Kunden etwas entgegen.

Angesichts ihres sehr niedrigen Niveaus dürften auch von den Bankzinsen stützende Effekte auf die inländische Kreditvergabe an Unternehmen

Bankkonditionen in Deutschland

Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen



Kredite an private Haushalte



1 Neugeschäft. Gemäß harmonisierter EWU-Zinsstatistik. **2** Gemäß Bank Lending Survey; für Kreditstandards: Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich verschärfte“ und „leicht verschärfte“ und der Summe der Angaben „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ in % der gegebenen Antworten, für Margen: Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich ausgeweitet“ und „leicht ausgeweitet“ und der Summe der Angaben „etwas verengt“ und „deutlich verengt“ in % der gegebenen Antworten. **3** Erwartungen für das 2. Vj. 2015.

ausgegangen sein: Die Zinsen für kurzfristige Bankkredite sanken leicht und für langfristige spürbar. In der Niveaubetrachtung verlangten die meldenden Institute für kurzfristige Mittel an inländische nichtfinanzielle Unternehmen Ende März 2,7% für kleinvolumige beziehungsweise 1,5% für großvolumige Kredite. Die Zinsen für kleinvolumige und für großvolumige langfristige Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen lagen zuletzt bei 1,9% beziehungsweise 1,7% (zu den Gründen der unterschiedlichen Verzinsung der klein- und großvolumigen Kredite siehe Erläuterungen auf S. 44). Im historischen Vergleich, seit Einführung der harmonisierten MFI-Zinsstatistik im Jahr 2003, waren damit die Unternehmenskredite konkurrenzlos günstig.

*Kaum Verkäufe
marktfähiger
Aktiva im
Rahmen des
EAPP durch
deutsche Banken
beabsichtigt*

Der BLS enthielt im ersten Quartal zusätzlich Fragen zu den Refinanzierungsbedingungen der Banken, zu den Niveaus der Kreditstandards sowie zu den Auswirkungen des EAPP. Erneut berichteten die deutschen Banken vor dem Hin-

tergrund der Lage an den Finanzmärkten von einer im Vergleich zum Vorquartal leicht verbesserten Refinanzierungssituation. Gemessen am Mittelpunkt der Bandbreite, die durch die seit dem zweiten Quartal 2010 implementierten Richtlinien aufgespannt wird, sind die Standards sowohl im Firmenkundengeschäft als auch im Geschäft mit privaten Haushalten nach Einschätzung der befragten Banken derzeit vergleichsweise straff. Die Einschätzung der Niveaus, die vor einem Jahr abgegeben wurde, war allerdings insgesamt noch restriktiver. Das EAPP verbessert laut den Angaben der Banken zwar ihre Finanzierungsbedingungen, belastet aber auch stark ihre Ertragslage. Kaum eine deutsche Bank aus der Stichprobe beabsichtigt einen Verkauf marktfähiger Aktiva im Rahmen des Programms. Es wird aber mit höherer Liquidität aufgrund gestiegener Kundeneinlagen gerechnet, die unter anderem für die Kreditvergabe genutzt werden soll. Die Banken erwarten keinerlei Auswirkungen des Programms auf ihre Kreditstandards.