

Geldpolitik und Bankgeschäft

Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

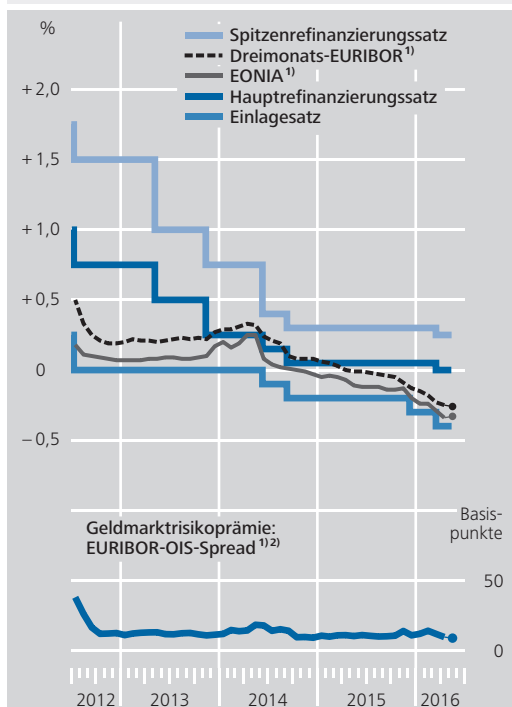
EZB-Rat beschließt Senkung der Leitzinssätze auf neuen Tiefstand

Am 10. März 2016 beschloss der EZB-Rat vor dem Hintergrund seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse sowie der jüngsten Projektionen der Experten des Eurosystems ein weiteres geldpolitisches Maßnahmenpaket. Darin war eine Absenkung des Zinssatzes der Einlagefazilität um 10 Basispunkte auf $-0,40\%$ enthalten. Der Hauptrefinanzierungssatz und der Zinssatz der Spitzenrefinanzierungsfazilität wurden um jeweils 5 Basispunkte auf 0% und $0,25\%$ gesenkt. Der EZB-Rat kommunizierte zudem, dass er unter Berücksichtigung der aktuellen Aussichten für die Preisstabilität davon ausgehe, dass die Leitzinsen der EZB für längere Zeit und weit über den Zeithorizont ihres Nettoerwerbs von Vermögens-

werten hinaus auf dem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden.

Nach der bereits im Januar angekündigten erneuten Überprüfung des geldpolitischen Kurses sah die Mehrheit des EZB-Rats die umfangreichen neuen Maßnahmen als notwendig an, um erhöhten Risiken für das Preisstabilitätsziel der EZB entgegenzuwirken und etwaige Zweit-rundeneffekte bei der Lohn- und Preisentwicklung zu vermeiden. Im Februar war ein Rückgang der jährlichen Teuerungsrate des Harmonisierten Verbraucherpreisindex (HVPI) auf $-0,2\%$ von $0,3\%$ im Januar 2016 zu beobachten, zu dem alle wichtigen Komponenten des HVPI beitrugen. Außerdem wurden die Inflationsaussichten in den von den Experten des Eurosystems erstellten gesamtwirtschaftlichen Projektionen im Vergleich zum Dezember nach unten revidiert, was in erster Linie auf die Ölpreisrückgänge der vergangenen Monate zurückzuführen war. Vor diesem Hintergrund soll das Maßnahmenpaket dazu beitragen, die Finanzierungsbedingungen weiter zu lockern, die Dynamik der wirtschaftlichen Erholung im Euro-Raum zu verstärken und eine Rückkehr der Inflationsraten auf ein Niveau von unter, aber nahe 2% zu beschleunigen. Gleichzeitig konstatierte der EZB-Rat aber auch, dass sehr niedrige oder negative Inflationsraten in den nächsten Monaten aufgrund der Schwankungen der Ölpreise unvermeidbar seien. Im späteren Jahresverlauf 2016 und darüber hinaus dürften die Inflationsraten aber wieder anziehen.

Geldmarktzinsen im Euro-Raum



Quelle: EZB. 1 Monatsdurchschnitte. 2 Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EONIA-Swapsatz. • = Durchschnitt 1. bis 12. Mai 2016.

Deutsche Bundesbank

Eine weitere Komponente des vom EZB-Rat beschlossenen Maßnahmenpakets war die Erhöhung des Volumens der monatlichen Ankäufe im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) ab April 2016 um 20 Mrd € auf 80 Mrd €. Die Ankäufe sollen bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis der EZB-Rat eine nach-

EZB-Rat erhöht monatliches Ankaufvolumen des APP und ...

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den zwei Reserveperioden vom 27. Januar 2016 bis zum 26. April 2016 nahm der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren im Euro-Raum spürbar zu (siehe unten stehende Tabelle). Er erhöhte sich gegenüber dem Durchschnitt der Reserveperiode Dezember 2015/Januar 2016 um 90,2 Mrd € auf durchschnittlich 687,1 Mrd € in der Periode März/April 2016, bewegte sich dabei aber im Betrachtungszeitraum in einer breiten Spanne von 611,8 Mrd € bis 726,8 Mrd €. Hauptursache für den Anstieg des durchschnittlichen Bedarfs war die deutliche Zunahme der Einlagen öffentlicher Haushalte um per saldo 64,9 Mrd €. Zudem verringerte sich die Summe aus den Netto-Währungsreserven und den Sonstigen Faktoren, die beide wegen liquiditätsneutraler Bewertungseffekte gemeinsam betrachtet werden, um insgesamt 28,8 Mrd €, was mit entsprechender liquiditätsabsorbierender Wirkung einherging. Im Gegensatz dazu wirkte die Abnahme des Banknotenumlaufs um per saldo

3,5 Mrd € liquiditätszuführend, da der saisonübliche Rückgang nach Weihnachten stärker war als der Anstieg in der Periode März/April. Das Mindestreservesoll nahm in beiden Perioden um insgesamt 1,2 Mrd € auf 114,3 Mrd € in der Periode März/April 2016 zu, was entsprechend absorbierend wirkte.

Die geldpolitischen Entscheidungen vom 10. März 2016 haben dazu geführt, dass durch die ab 1. April 2016 umgesetzte Erhöhung des monatlichen Ankaufvolumens im Rahmen des Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) die Liquiditätsversorgung zu einem noch größeren Anteil auf den Wertpapier-Ankaufprogrammen basierte: Ihr Anteil an allen Offenmarktgeschäften stieg von durchschnittlich 63% in der Reserveperiode Januar/März 2016 auf 66% in der Reserveperiode März/April 2016 (68% per 6. Mai 2016); siehe Schaubild auf Seite 28.

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2016	
	27. Januar bis 15. März	16. März bis 26. April
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren		
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	+ 9,4	- 5,9
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	- 33,1	- 31,8
3. Netto-Währungsreserven ¹⁾	- 3,8	+ 19,5
4. Sonstige Faktoren ¹⁾	- 20,7	- 23,8
Insgesamt	- 48,2	- 42,0
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 8,7	- 4,8
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 5,2	- 0,9
c) Sonstige Geschäfte	+ 95,8	+ 92,5
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,1	+ 0,1
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 33,9	- 31,5
Insgesamt	+ 47,9	+ 55,4
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 0,6	+ 13,5
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,5	- 0,7

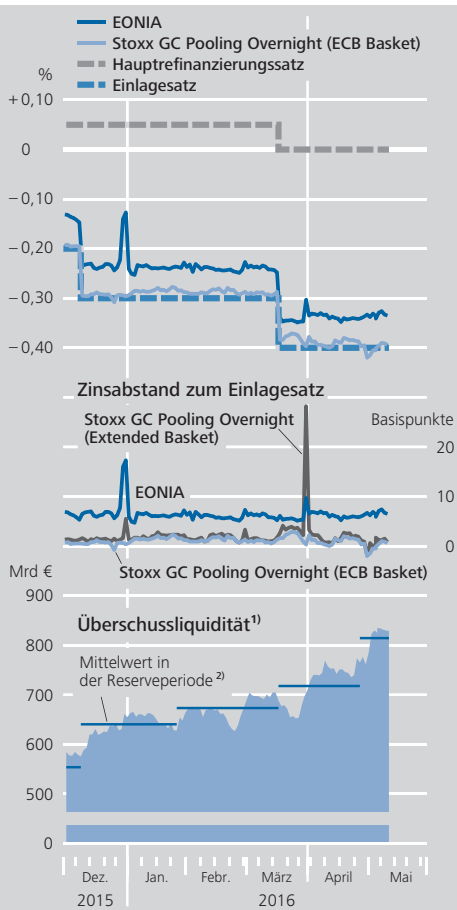
* Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14*/15* im Statistischen Teil dieses Berichts.

¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

Deutsche Bundesbank

Notenbankzinsen, Geldmarktsätze und Überschussliquidität

Tageswerte



Quellen: EZB, Eurex Repo und eigene Berechnungen. ¹ Zentralbankguthaben minus Mindestreservesoll plus Einlagefazilität. ² Die letzte dargestellte Periode ist noch nicht beendet.
 Deutsche Bundesbank

Der bilanzielle Wertpapierbestand erreichte in der Periode März/April 2016 insgesamt durchschnittlich 1 000,1 Mrd €; davon entfiel mit 666 Mrd € ein Großteil auf das seit März 2015 laufende Staatsanleiheprogramm PSPP. Im Verlauf der beiden betrachteten Reserveperioden erhöhten sich die bilanziellen Bestände der drei Unterprogramme des APP um 177,5 Mrd € im PSPP, 21,7 Mrd € im CBPP3 und 2,7 Mrd € im ABSPP. Zum 29. April 2016 betragen sie 726,5 Mrd € (PSPP), 172,3 Mrd € (CBPP3) und 19,0 Mrd € (ABSPP). Im Gegensatz dazu sanken die bilanziellen Wertpapierbestände der bereits beendeten Ankaufprogramme des Eurosystems weiter, bedingt durch Fälligkeiten und unter Berücksichtigung der vierteljährlichen Neubewertung. Sie lagen zum 29. April 2016

bei 19,1 Mrd € im CBPP1 (-1,0 Mrd € gegenüber dem 27. Januar 2016), 8,5 Mrd € im CBPP2 (-0,8 Mrd €) und 114,7 Mrd € im SMP (-8,3 Mrd €).

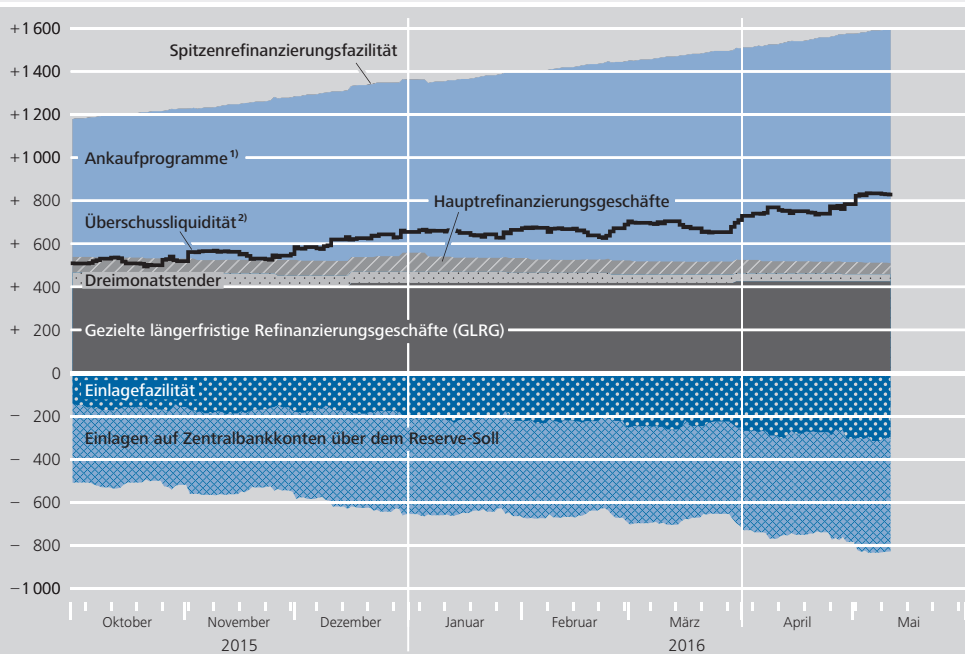
Demgegenüber veränderte sich das ausstehende Tendervolumen im Betrachtungszeitraum wenig (siehe Schaubild auf S. 27), woran auch die Senkung des Hauptrefinanzierungssatzes auf einen Tiefstwert von 0,00% nichts änderte. Es verringerte sich gegenüber der Periode Januar/März 2016 um rund 6 Mrd € auf durchschnittlich 519 Mrd € in der Reserveperiode März/April 2016. Hierzu trug die Nachfrage im siebten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft (GLRG) Ende März 2016 bei, die mit 7,3 Mrd € gering ausfiel. Das Gesamtvolumen der GLRG erhöhte sich dadurch nur auf rund 425 Mrd €. Dagegen reduzierte sich die Refinanzierung über die Dreimonatstender weiter um 14 Mrd € auf 38 Mrd € gegenüber dem Periodendurchschnitt Dezember 2015/Januar 2016. Die Nachfrage in den Hauptrefinanzierungsgeschäften bewegte sich in den beiden betrachteten Reserveperioden zwischen 54,0 Mrd € und 69,0 Mrd € und damit auf niedrigerem Niveau als im vorausgegangenen Betrachtungszeitraum (zwischen 60,5 Mrd € und 89,0 Mrd €).

Im Ergebnis erhöhte sich die Überschussliquidität gegenüber dem Periodendurchschnitt der Reserveperiode Dezember 2015/Januar 2016 um 78 Mrd € auf durchschnittlich 718 Mrd € in der Periode März/April 2016. Dabei war sie zum Teil stärkeren Schwankungen innerhalb weniger Tage unterworfen, was vor allem aus der Volatilität der autonomen Faktoren – insbesondere der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem – resultierte.

Aufgrund der sehr großzügigen Liquiditätsausstattung orientierten sich die Tagesgeldsätze im Betrachtungszeitraum weiterhin am Satz der Einlagefazilität, sodass sich seine Senkung auf -0,40% zum 16. März 2016 unmittelbar am Markt auswirkte (siehe oben stehendes Schaubild). EONIA wurde in der Reserveperiode März/April 2016 im Durch-

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

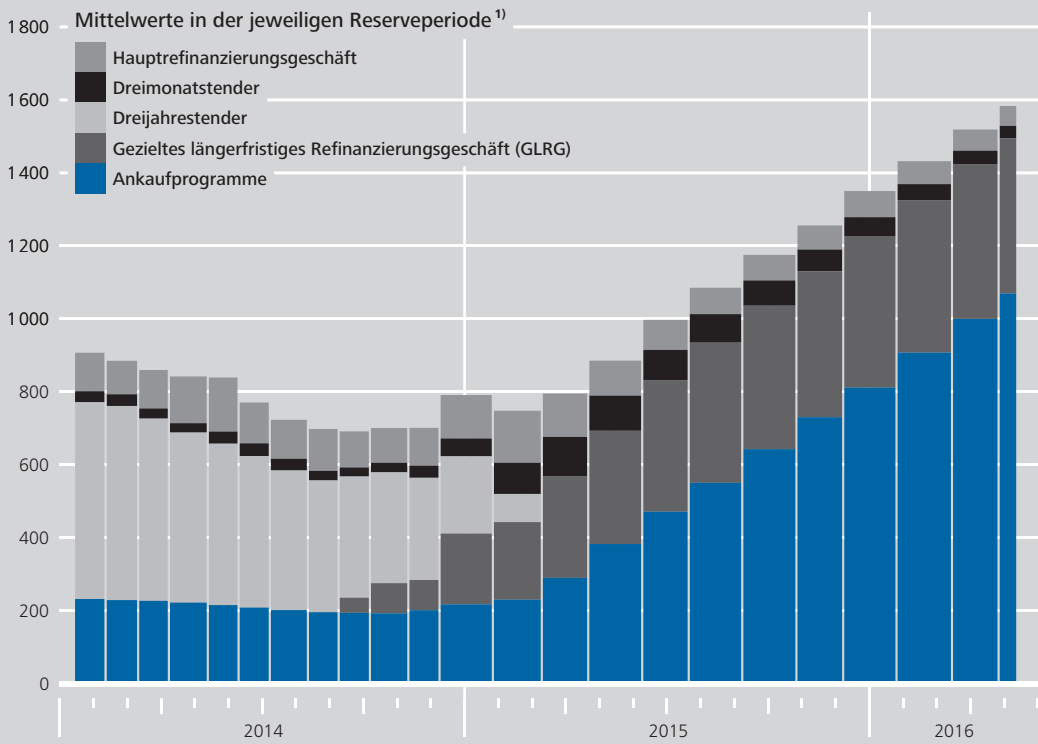
schnitt bei $-0,34\%$ und damit 6 Basispunkte über dem Einlagesatz festgestellt (wie in der Vorperiode). Als ein Referenzzinssatz für besichertes Tagesgeld lag GC Pooling Overnight (ECB Basket) in der Reserveperiode März/April 2016 bei durchschnittlich $-0,39\%$ und damit wie in der Vorperiode 1 Basispunkt über dem Einlagesatz. Am Quartalsultimo März zeigte sich ein gemischtes Bild: Während besichertes Tagesgeld im ECB-Basket so gut wie gar nicht reagierte, gab es – bei vergleichsweise hohen Umsätzen an diesen in der Regel handelsschwachen Tagen – sowohl im Extended Basket (enthält auch Staatsanleihen von Italien und Spanien) als auch beim unbesicherten EONIA Anstiege zum Vortag. Dies könnte auch daran liegen, dass einige Banken ihre Liquidität im Vorgriff auf eine Teilnahme am ersten neuen GLRG II am 23. Juni 2016 zu einem größeren Teil als sonst kurzfristiger steuern. Hierauf deuteten die EONIA-Umsätze hin, die in der Periode März/April um durchschnittlich 4,1 Mrd € auf 16,1 Mrd € zur Vorperiode gestiegen waren – ein in längerfristigem Vergleich jedoch noch immer niedriges Niveau. Bei

den besicherten GC-Pooling-Umsätzen stiegen die Umsätze mit Laufzeit von einem Tag – neben Overnight auch Tomorrow Next (TN) und Spot Next (SN) – in der Periode März/April insgesamt ebenfalls an, wobei Rückgänge im ECB Basket durch höhere Tagesgeldumsätze im Extended Basket sowie in den TN- und SN-Laufzeiten kompensiert wurden. Darüber hinaus erhöhten sich auch die durchschnittlichen GC-Pooling-Umsätze in der Laufzeit von einer Woche.

In der neuen Reserveperiode April/Juni 2016 baute sich zu Anfang eine hohe Überschussliquidität auf, die dazu beigetragen haben dürfte, dass besichertes Tagesgeld bei GC Pooling erstmals merklich unter dem Einlagesatz lag ($-0,42\%$). Dass dies gerade am Monatsultimo erfolgte, könnte unter anderem an dem bilanz- beziehungsweise kennzahlenbezogenen Investitionsbedarf an diesem besonderen Datum, der wegen des Wochenendes dreitägigen Ultimolaufzeit und dem aufgrund eines Bankfeiertags in Großbritannien höheren Bedarf an Swapgeschäften gelegen haben.

Ausstehende Liquidität nach Offenmarktoperationen in der EWU

Mrd €



¹ Die Breite der Säulen entspricht der Länge der Reserveperioden. Die letzte dargestellte Periode ist noch nicht beendet.
 Deutsche Bundesbank

haltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Ziel im Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2% zu erreichen. Dabei wird die emittenten- oder emissionsbezogene Ankaufobergrenze für Anleihen europäischer Institutionen von 33% auf 50% erhöht, um weiterhin eine reibungslose Umsetzung der Ankäufe zu gewährleisten. Zudem wird der Anteil von Anleihen europäischer Institutionen am Programm für den Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPP) von 12% auf 10% gesenkt. Durch die Erhöhung des Anteils der EZB an den PSPP-Käufen von 8% auf 10% wird die Risikoteilung für 20% des Programmvolumens beibehalten.

Zudem wird das APP um ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP) erweitert, in dessen Rahmen in Euro denominierte Investment-Grade-Anleihen von Nichtbanken mit Sitz im Euro-Währungsgebiet

erworben werden. Die Ankäufe im Rahmen des CSPP, die Teil des monatlichen Ankaufvolumens von 80 Mrd € sein werden, sollen im Juni 2016 beginnen und dazu beitragen, die Wirkungen der Ankäufe von Vermögenswerten auf die Finanzierungsbedingungen der Realwirtschaft zu verstärken. Die Wertpapiere müssen unter anderem den Anforderungen des Sicherheitenrahmens des Eurosystems für geldpolitische Refinanzierungsgeschäfte genügen.¹⁾ Ihre Restlaufzeit muss zwischen sechs Monaten und 30 Jahren liegen und das Eurosystem wird eine emissionsbezogene Obergrenze von 70% anwenden. Die Ankäufe werden von sechs nationalen Zentralbanken – darunter die Bundesbank – abgewickelt und von der EZB koordiniert. Ankäufe können sowohl am Primär- als auch am Sekundärmarkt stattfinden. Besondere Regeln gelten für von öffentlichen Unterneh-

... erweitert es um ein Programm zum Ankauf von Wertpapieren des Unternehmenssektors

¹ Details zum CSPP wurden vom EZB-Rat am 21. April 2016 bekannt gegeben und in einer EZB-Pressemitteilung veröffentlicht.

men emittierte Wertpapiere: Diese dürfen nicht am Primärmarkt angekauft werden, und die emissionsbezogene Obergrenze wird im Einklang mit den Regeln des PSPP niedriger festgesetzt.

EZB-Rat beschließt eine neue Reihe von GLRG

Des Weiteren beschloss der EZB-Rat eine neue Reihe von insgesamt vier gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG II), um den Akkommodierungsgrad seiner Geldpolitik zu stärken und weitere Anreize für die Kreditvergabe an die Realwirtschaft zu schaffen. Die Geschäfte werden quartalsweise durchgeführt und sollen im Juni 2016 beginnen. Teilnehmende Banken sind berechtigt, insgesamt bis zu 30% ihres zum Stichtag 31. Januar 2016 ausstehenden Kreditvolumens an den nichtfinanziellen Privatsektor (ohne Wohnungsbaukredite an private Haushalte) abzüglich noch ausstehender Volumina aus den ersten beiden GLRG I aufzunehmen. Dabei wird jedes Geschäft eine Laufzeit von vier Jahren haben. Banken haben die Möglichkeit, im Juni 2016 alle aktuell ausstehenden GLRG I im Rahmen einer zusätzlich beschlossenen freiwilligen Rückzahlungsmöglichkeit zurückzuzahlen und zeitgleich am ersten GLRG II teilzunehmen. Der Zinssatz ist über die gesamte Laufzeit des jeweiligen Geschäfts fixiert und entspricht dem Hauptrefinanzierungssatz zum Zeitpunkt der Zuteilung des Geschäfts.

Der Zins der GLRG II wird rückwirkend für die Gesamtlaufzeit des jeweiligen Geschäfts reduziert, wenn die Netto-Kreditvergabe einer Bank über eine bankindividuelle Referenzgröße hinausgeht. Wie bei den GLRG I wird die Referenzgröße dabei unterschiedlich festgesetzt, je nachdem ob eine Bank in den 12 Monaten vor dem 31. Januar 2016 eine positive oder negative Netto-Kreditvergabe aufwies. Die maximale Reduktion entspricht der Differenz zwischen dem Hauptrefinanzierungs- und dem Einlagesatz zum Zeitpunkt der Zuteilung und wird erreicht, wenn die Netto-Kreditvergabe im Zeitraum vom 1. Februar 2016 bis zum 31. Januar 2018 relativ zur Referenzgröße um 2,5% erhöht wurde. Bei Erhöhungen zwischen

0% und 2,5% erfolgt eine linear gestaffelte Reduktion des Zinses. Im Rahmen der GLRG II ist darüber hinaus keine erzwungene Rückzahlung vorgesehen. Banken haben jedoch quartalsweise eine freiwillige Rückzahlungsoption zwei Jahre nach Abwicklung des jeweiligen Geschäfts.

Vor dem Hintergrund der derzeitigen gedämpften Aussichten für die Inflationsentwicklung und der Verpflichtung des Eurosystems zur Erfüllung seines Mandats der Preisstabilität in der mittleren Frist ist eine insgesamt expansive Ausrichtung der Geldpolitik gerechtfertigt. Die volkswirtschaftlichen Wirkungen der Geldpolitik sind in ihrer Gesamtschau zu betrachten und sollten nicht auf Einzelaspekte wie die Auswirkungen auf die Erträge von Sparguthaben reduziert werden. Daher ist auch künftig eine angemessene Diskussion erforderlich, in deren Rahmen sowohl der potenzielle Nutzen der geldpolitischen Maßnahmen im Hinblick auf ihren Beitrag zu einer mittelfristigen Rückkehr der Inflationsrate auf unter, aber nahe 2% als auch die mit den Maßnahmen einhergehenden potenziellen Risiken in Bezug auf das Mandat der Notenbank berücksichtigt werden.

Expansive Geldpolitik derzeit gerechtfertigt, aber Maßnahmen nicht ohne Risiken

Am 6. Mai 2016 hielt das Eurosystem im Rahmen des PSPP Aktiva in Höhe von 746,3 Mrd €. Die durchschnittliche Restlaufzeit des PSPP-Portfolios beträgt dabei am aktuellen Rand acht Jahre. Die bis dato angekauften Bestände im Rahmen der Programme für den Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme 3: CBPP3) und Asset Backed Securities (ABSPP) beliefen sich auf 174 Mrd € und 18,9 Mrd €. Insgesamt entspricht das Volumen der angekauften Wertpapiere im APP damit dem angekündigten monatlichen Umfang von durchschnittlich 60 Mrd € beziehungsweise (seit April 2016) 80 Mrd €.

Angekaufte Volumina weiterhin im Einklang mit angekündigtem Umfang

Am 24. März 2016 wurde das siebte der insgesamt acht GLRG I zugeteilt. Dabei wurde von 19 Instituten ein Gesamtvolumen von 7,3 Mrd € aufgenommen. Das vergleichsweise geringe Bietungsvolumen dürfte unter anderem darauf

19 Banken leihen sich 7,3 Mrd € im siebten GLRG I

zurückzuführen sein, dass viele Geschäftspartner auf die mit attraktiveren Konditionen ausgestatteten GLRGII warten. Auch die sehr hohe und weiter steigende Überschussliquidität sowie die niedrigen Finanzierungskosten am Markt könnten einen Beitrag zur geringen Zuteilung geleistet haben. Die Nachfrage der Institute in den regulären Refinanzierungsgeschäften war im Betrachtungszeitraum ebenfalls leicht rückläufig. Seit Anfang Februar war ein Rückgang von circa 21 Mrd € auf 512 Mrd € bis Mitte April zu verzeichnen.

Überschussliquidität weiter mit steigendem Trend

Getrieben durch die Ankäufe im Rahmen des APP stieg die Überschussliquidität trotz der rückläufigen Nachfrage bei den geldpolitischen Operationen im Betrachtungszeitraum um rund 164 Mrd € an und folgte damit ihrem Trend seit Beginn des APP. Am aktuellen Rand steht die Überschussliquidität bei rund 834 Mrd €. Aufgrund der Ausweitung der monatlichen Käufe im Rahmen des APP ist im weiteren Jahresverlauf mit einem fortgesetzten und beschleunigten Anstieg zu rechnen.

Kurzfristige Geldmarktsätze vollziehen Zinssenkung nach

Nach der neuerlichen Absenkung des Einlagesatzes um 10 Basispunkte fiel bei den kurzfristigen Geldmarktsätzen der EONIA-Satz im Berichtszeitraum zwischenzeitlich auf einen neuen Tiefstand von $-0,349\%$. Der besicherte Übernachtssatz (STOXX GC Pooling) notiert am aktuellen Rand in einer engen Spanne zwischen $-0,38\%$ und $-0,40\%$, wobei er unter anderem aufgrund von Monatsendeffekten Ende April erstmals deutlich unter den Einlagesatz fiel. Die Senkung des Einlagesatzes wurde somit am kurzfristigen Geldmarkt nahezu vollständig nachvollzogen. Auch der Abwärtstrend des unbesicherten Dreimonats-EURIBOR hielt weiter an, sodass er am aktuellen Rand ein neues Allzeittief von $-0,256\%$ erreichte. Der Abstand zu den Übernachtszinsen, welcher aufgrund der erwarteten Absenkung des Einlagesatzes zwischenzeitlich wieder im Bereich von einem Basispunkt lag, vergrößerte sich nach der Absenkung wieder auf rund 10 Basispunkte.

Nach der EZB-Ratssitzung am 10. März 2016 war zunächst ein merklicher Anstieg der Geldmarkt-Terminsätze zu beobachten, da teilweise eingepreiste Markterwartungen einer weiteren Senkung des Zinssatzes der Einlagefazilität im Jahresverlauf im Rahmen der EZB-Pressekonferenz revidiert wurden. Zuletzt war jedoch erneut ein moderater Rückgang der längerfristigen EONIA-Swap- und EONIA-Terminsätze zu verzeichnen, welcher möglicherweise auf wieder zunehmende Erwartungen einer weiteren Einlagesatzsenkung gegen Ende des Jahres 2016 oder im ersten Quartal 2017 hindeutet.

Marktteilnehmer revidieren Erwartungen bezüglich weiterer Absenkung des Einlagesatzes

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Das breite Geldmengenaggregat M3 wuchs im Winterquartal 2016 erneut kräftig. Ausschlaggebend für die robuste Dynamik war der fortgesetzte Aufbau von Sichteinlagen durch den geldhaltenden Sektor bei weiter gesunkenen Zinsen. Vonseiten der Gegenposten wird das M3-Wachstum zunehmend auch durch die Buchkredite an den Privatsektor getragen. Vor dem Hintergrund der fortgesetzten wirtschaftlichen Erholung sowie der außerordentlich niedrigen Zinsen nahmen insbesondere die Buchkredite an die nichtfinanziellen Unternehmen auffallend deutlich zu. Spürbaren Einfluss auf die Geldmengenentwicklung übten daneben – wie bereits in den vorangegangenen Quartalen – die Anleihekäufe des Eurosystems aus. So stützten die Wertpapierkredite des MFI-Sektors an öffentliche Haushalte das Geldmengenwachstum für sich genommen erneut kräftig. Allerdings wurde ein Teil dieses positiven Effekts dadurch kompensiert, dass Mittel aus dem Euro-Raum abflossen, weil ausländische Investoren sich per saldo von Staatsanleihen aus dem Euro-Raum trennten.

Monetäre Entwicklung durch APP und Zinskonstellation geprägt

Der Zuwachs der Geldmenge M3 im Winterquartal betraf weiterhin in erster Linie die täglich fälligen Einlagen, die von den vergleichsweise geringen und weiter rückläufigen Zinsabständen zu den übrigen Einlagenarten profi-

Deutliches M3-Wachstum weiterhin von Sichteinlagen getrieben

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors der EWU ^{*)}

Veränderung gegenüber Vorquartal in Mrd €, saisonbereinigt

Aktiva	2016, 1. Vj.	2015, 4. Vj.	Passiva	2016, 1. Vj.	2015, 4. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	67,5	7,7	Einlagen von Zentralstaaten	40,3	- 11,9
Buchkredite	83,4	23,5	Geldmenge M3	174,2	125,1
Buchkredite, bereinigt ¹⁾	74,7	18,1	davon Komponenten:		
Wertpapierkredite	- 15,9	- 15,8	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	172,3	135,4
Kredite an öffentliche Haushalte im Euro-Währungsgebiet	124,3	73,5	Übrige kürzerfristige Bankeinlagen (M2-M1)	- 13,7	- 7,5
Buchkredite	2,6	- 16,4	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	15,6	- 2,8
Wertpapierkredite	121,7	89,8	Geldkapital	- 63,8	- 55,2
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	- 72,5	- 36,6	davon:		
andere Gegenposten von M3	31,4	13,5	Kapital und Rücklagen	- 11,6	38,4
			Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	- 52,1	- 93,7

* Statistisch bedingte Veränderungen (z. B. statistische Brüche) und Umbewertungen ausgeschaltet. 1 Bereinigt um Kreditverkäufe und Kreditverbriefungen.

Deutsche Bundesbank

tierten und insbesondere von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen aufgebaut wurden. Daneben baute der nichtfinanzielle Privatsektor seine Bestände an kurzfristigen Termin- und Spareinlagen zum ersten Mal seit mehreren Quartalen wieder leicht auf. Allerdings wurde dieser Aufbau durch merkliche Abflüsse bei den finanziellen Unternehmen überkompensiert. Insgesamt gesehen setzte die Jahreswachstumsrate von M3 ihre schon im Jahr 2015 zu beobachtende Seitwärtsbewegung fort und blieb mit 5,0% auf robustem Niveau.

den letzten Quartalen unterzeichnet wurde, dürfte sie im Berichtsquartal somit überzeichnet sein.

Zu dem Anstieg der Kreditvergabe passen die Ergebnisse der im ersten Quartal durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS): Nach Einschätzung der teilnehmenden Bankmanager aus dem Euro-Raum nahm die Nachfrage nichtfinanzieller Unternehmen nach Bankkrediten im ersten Quartal 2016 spürbar zu, wobei der Anstieg etwas gedämpfter ausfiel als im Vorquartal. Laut Bankangaben stützten vor allem der Finanzierungsbedarf für Lagerhaltung und Betriebsmittel sowie das niedrige allgemeine Zinsniveau die Kreditnachfrage. Zudem gaben die befragten Banken an, ihre Standards für Unternehmenskredite per saldo leicht gelockert zu haben.

Kreditnachfrage nichtfinanzieller Unternehmen weiter erholt

Die Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen gewann insbesondere in den beiden großen Mitgliedstaaten, Frankreich und Deutschland, nochmals deutlich an Schwung. Der fortgesetzte konjunkturelle Aufschwung dürfte hier ein wesentlicher treibender Faktor gewesen sein. In Italien blieb die über die letz-

Erkennbare länderspezifische Unterschiede in der Kreditdynamik

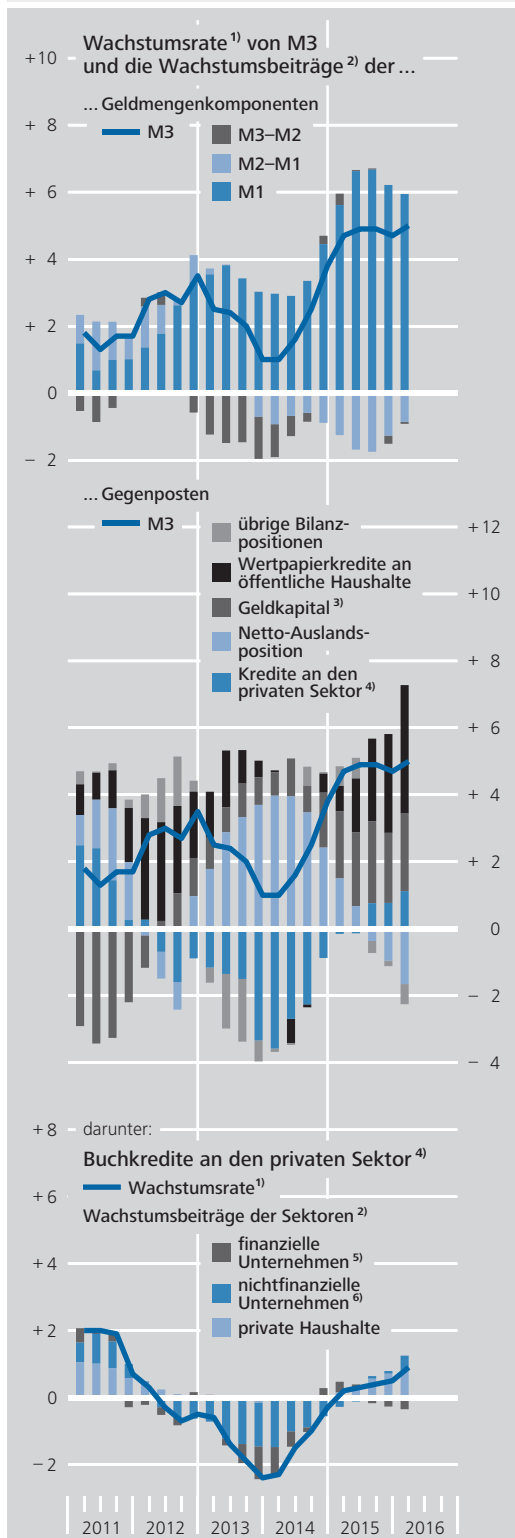
Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen mit deutlichem Zuwachs

Das Geldmengenwachstum wurde im Berichtsquartal wesentlich durch die Nettozunahme der Buchkredite an den Privatsektor im Euro-Raum gestützt. Ursächlich hierfür waren vor allem die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen, die in den Wintermonaten einen ungewöhnlich deutlichen und sich über alle Laufzeitbereiche erstreckenden Anstieg erfuhren (vgl. Schaubild auf S. 33). Dabei ist allerdings zu beachten, dass das Kreditwachstum im Berichtsquartal durch statistische Sondereffekte in den Niederlanden begünstigt wurde. Anders als in den Vorquartalen fiel der dort auftretende und im Zusammenhang mit fiktiven Cash-Pooling-Aktivitäten stehende statistisch bedingte Sondereffekt in den Wintermonaten spürbar positiv aus.²⁾ Während die Kreditdynamik im Euro-Raum insgesamt in

²⁾ Wegen Details zu den Cash-Pooling-Aktivitäten vgl.: Deutsche Bundesbank, Geldpolitik und Bankgeschäft, Monatsbericht, Februar 2016, Fußnote 1, S. 30.

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** Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften. **6** Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften.

Deutsche Bundesbank

ten Quartale sichtbare Aufwärtsbewegung der Kredite auf sehr niedrigem Niveau intakt, während sie in Spanien im Berichtsquartal per saldo stockte. Auch für den Euro-Raum als Ganzen gilt, dass die länderspezifischen Differenzen insgesamt nicht mehr weiter abgenommen haben; die Streuung der nationalen Wachstumsbeiträge zur Buchkreditentwicklung an nichtfinanzielle Unternehmen ist zuletzt sogar wieder leicht gestiegen. In längerfristiger Betrachtung ist das Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen mit einer Jahreswachstumsrate von gut 1% weiterhin als gedämpft zu bezeichnen.

Die Nettozuflüsse zu den Buchkrediten an private Haushalte im Euro-Raum bewegen sich seit etwa einem Jahr auf moderatem Niveau seitwärts. Ihre Jahreswachstumsrate nahm allerdings aufgrund von Basiseffekten noch einmal auf 1,6% am Ende des Berichtsquartals zu. Wachstumsträger waren abermals die Wohnungsbaukredite. Hinter ihrem Zuwachs verbirgt sich eine heterogene Entwicklung nach Ländern: Während die Kredite insbesondere in Deutschland, Frankreich und den Niederlanden weiter deutlich zulegten, setzte sich der Abbau in vielen Ländern der Peripherie fort. Dahinter stand nicht zuletzt der in einigen dieser Länder weiterhin bestehende Entschuldungsbedarf der privaten Haushalte. Für den Euro-Raum als Ganzen berichteten die im BLS befragten Banken, dass die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten an private Haushalte zum wiederholten Mal deutlich angestiegen sei. Die befragten Bankmanager führten dies in erster Linie auf das niedrige allgemeine Zinsniveau und in geringerem Maße auch auf die Aussichten auf dem Wohnimmobilienmarkt und die voraussichtliche Preisentwicklung für Wohneigentum zurück. Die Kreditvergabestandards wurden nach Angaben der Bankmanager geringfügig gestrafft.

Buchkredite an private Haushalte im Euro-Raum bewegen sich seit etwa einem Jahr auf moderatem Niveau seitwärts. Ihre Jahreswachstumsrate nahm allerdings aufgrund von Basiseffekten noch einmal auf 1,6% am Ende des Berichtsquartals zu.

Auch die Konsumentenkredite leisteten abermals einen merklichen Beitrag zum Wachstum der Buchkredite. Im Vergleich zu den Wohnungsbaukrediten verteilten sich die in den letzten Quartalen zu beobachtenden Zuwächse bei

Konsumentenkredite leisteten abermals einen merklichen Beitrag zum Wachstum der Buchkredite.

der Vergabe von Konsumentenkrediten deutlich breiter über die Mitgliedsländer. Sie dürften die anhaltende Belebung des privaten Konsums im Euro-Raum widerspiegeln. Hierzu passt, dass laut BLS der Mittelbedarf im Konsumentenkreditgeschäft spürbar gestiegen ist. Als Gründe hierfür vermuteten die befragten Banken weiterhin vor allem die hohe Anschaffungsneigung der Konsumenten, aber auch das weiterhin robuste Verbrauchervertrauen und das niedrige allgemeine Zinsniveau. Die Kreditstandards wurden marginal gelockert.

Wertpapierkäufe des Eurosystems stützten per se Geldmengenwachstum, ...

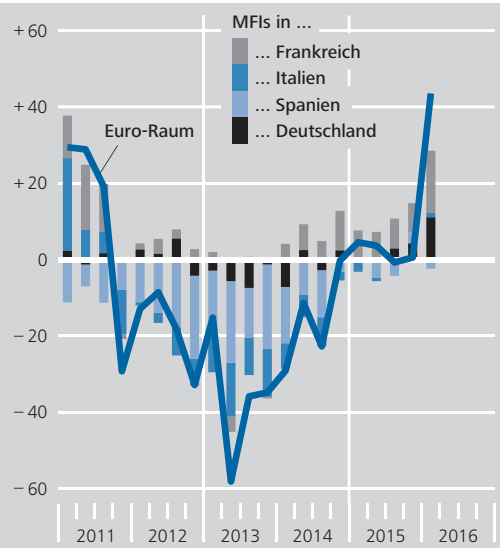
Neben den Buchkrediten an den Privatsektor wurde das Geldmengenwachstum im Berichtsquartal vor allem durch die kräftige Ausweitung der Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte gestützt, die durch Käufe des Eurosystems im Rahmen des APP getrieben wurden und wie bereits in den beiden Vorquartalen für sich genommen den größten Gegenposten zur Geldmenge M3 darstellten (vgl. Tabelle auf S. 31). Da Käufe des Eurosystems aus dem Wertpapierbestand der Geschäftsbanken des Euro-Raums die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors unberührt lassen, deutet der beobachtete Anstieg dieses Gegenpostens darauf hin, dass ein Gutteil der geldpolitisch bedingten Wertpapierkäufe weiterhin von Haltern außerhalb des inländischen Bankensektors stammte.

... zogen aber auch Kapitalexporte im Wertpapierverkehr nach sich

Per saldo ist der Einfluss des Ankaufprogramms des Eurosystems auf die Geldmenge jedoch nicht so groß, wie es der Anstieg der Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte suggeriert. Denn das Ankaufprogramm führte gleichzeitig zu Mittelabflüssen aus dem Euro-Raum ins Ausland, die ihrerseits die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors verringerten und damit die Entwicklung der Geldmenge M3 dämpften (vgl. Schaubild auf S. 32). So trennten sich gebietsfremde Investoren im Berichtsquartal erneut in größerem Umfang von Staatsanleihen aus dem Euro-Raum sowie auch in geringerem Maße von Anleihen des privaten Nichtbankensektors. Darüber hinaus führte die anhaltende Nachfrage inländischer Nichtbanken nach ausländischen Schuldverschreibungen zu Mittel-

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euro-Raum^{*)}

Mrd €, Veränderung gegenüber Vorquartal, saisonbereinigt sowie bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen

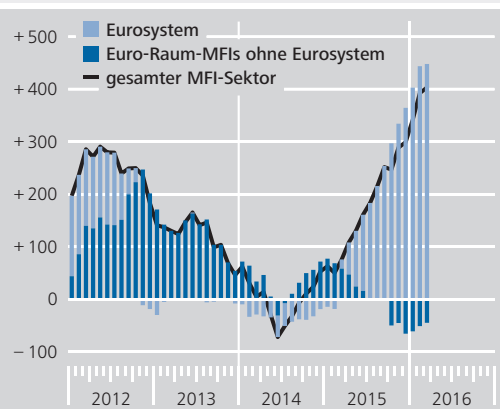


Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Mit der Umsetzung des ESVG 2010 in der monatlichen Bilanzstatistik der Banken werden Holdinggesellschaften nichtfinanzieller Unternehmensgruppen seit Dezember 2014 nicht mehr dem Sektor der nichtfinanziellen Kapitalgesellschaften,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

Deutsche Bundesbank

Wertpapierkredite von MFIs an öffentliche Haushalte im Euro-Raum

Mrd €, Veränderung gegenüber Vorjahr



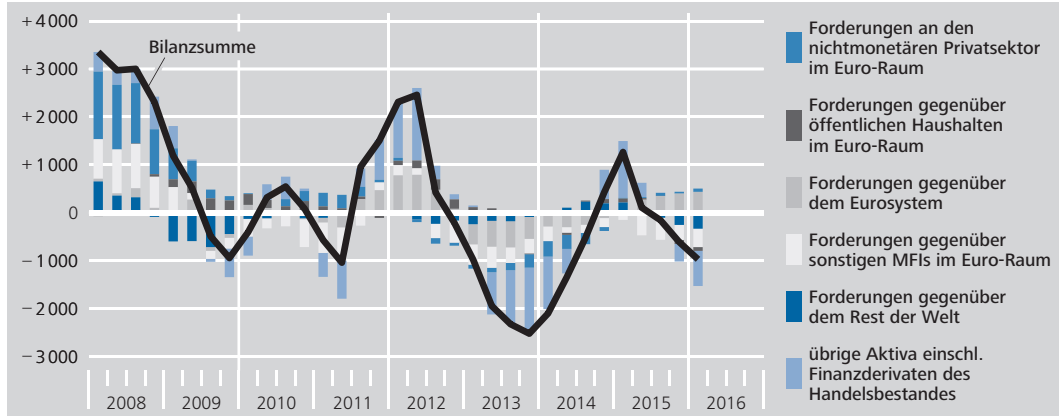
Quelle: EZB und eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

abflüssen aus dem Wertpapierverkehr. Hierbei dürfte auch die Substitution von inländischen Wertpapieren zugunsten ausländischer Wertpapiere eine Rolle gespielt haben, zum Beispiel auch als Folge von Verkäufen im Zuge des APP (vgl. für Deutschland auch die Erläuterungen auf S. 36 ff.).

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

Mrd €, Veränderung gegenüber Vorjahr¹⁾



Quelle: EZB. * Einschl. Geldmarktfonds. 1 Statistisch bedingte Veränderungen (z. B. statistische Brüche) und Umbewertungen ausgeschaltet.

Deutsche Bundesbank

*Geldkapital
 abermals
 abgebaut*

Das seit Ende 2011 rückläufige Geldkapital war auch im Berichtsquartal wieder ein wesentlicher stützender Gegenposten der Geldmenge M3. Es wurde in den Wintermonaten erneut vom anhaltend kräftigen Rückgang der langfristigen Bankschuldverschreibungen in den Händen des geldhaltenden Sektors geprägt. Dieser Abbau dürfte wesentlich durch die derzeit vom Eurosystem günstig zur Verfügung gestellte Liquidität in Form gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte begünstigt worden sein, die eine marktbasierende Finanzierung für die Geschäftsbanken vergleichsweise unattraktiv macht.

*Bilanzaktiva der
 Banken weiter
 rückläufig*

Die Bilanzsumme der Geschäftsbanken im Euro-Raum – gemessen an der Veränderung gegenüber dem Vorjahr – nahm im ersten Vierteljahr 2016 erneut erkennbar ab (vgl. oben stehendes Schaubild). Klammert man die merklichen Abflüsse bei den Finanzderivaten aus, die beide Bilanzseiten gleichermaßen berührten, wurde die Entwicklung auf der Aktivseite zum einen vom Abbau der Forderungen gegenüber dem Ausland geprägt, die insbesondere Kreditinstitute aus Deutschland und Frankreich auswiesen. Zum anderen setzte sich der anhaltende Rückgang der Interbankenforderungen im Währungsgebiet fort. Er dürfte auf die komfortable Liquiditätsposition der Kreditinstitute zurückzuführen sein, die sich unter anderem in den

abermals erkennbar gestiegenen Forderungen an das Eurosystem zeigte. Auch das APP schlug sich auf der Aktivseite der Bankbilanzen nieder: Vor allem Banken aus Italien und Spanien reduzierten ihre Bestände heimischer Staatsanleihen.

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Die Einlagen bei Banken in Deutschland erfuhr im ersten Quartal 2016 eine deutliche Ausweitung, die wie schon im Vorquartal allein von Zuwächsen bei kurzfristigen Bankeinlagen getragen wurde. Dabei war der kräftige Anstieg der Sichteinlagen für die Gesamtposition bestimmend. Zwar verzeichneten auch die kurzfristigen Termin- und Spareinlagen leichte Zuflüsse, ihre Zunahme fiel jedoch für die Gesamtposition kaum ins Gewicht. Ähnlich moderat war der Rückgang ihrer langfristigen Pendanten. Zum einen zogen sich die Anleger weiterhin langsam aber stetig aus langfristigen Spareinlagen zurück, zum anderen verzeichneten auch langfristige Termineinlagen im Berichtsquartal einen leichten Abbau. Somit blieb das Einlagengeschäft weiterhin vom Sichteinlagenaufbau dominiert, wofür neben der Liquiditätspräferenz im aktuellen Niedrigzinsumfeld auch die zu Jahresbeginn vorherrschende erhöhte Unsicher-

*Auch zu Beginn
 des Jahres dominiert der Sichteinlagenaufbau die Einlagen bei Banken in Deutschland ...*

heit an den Kapitalmärkten verantwortlich gewesen sein dürfte.

... und erneut ist der nicht-finanzielle Privatsektor die Triebfeder

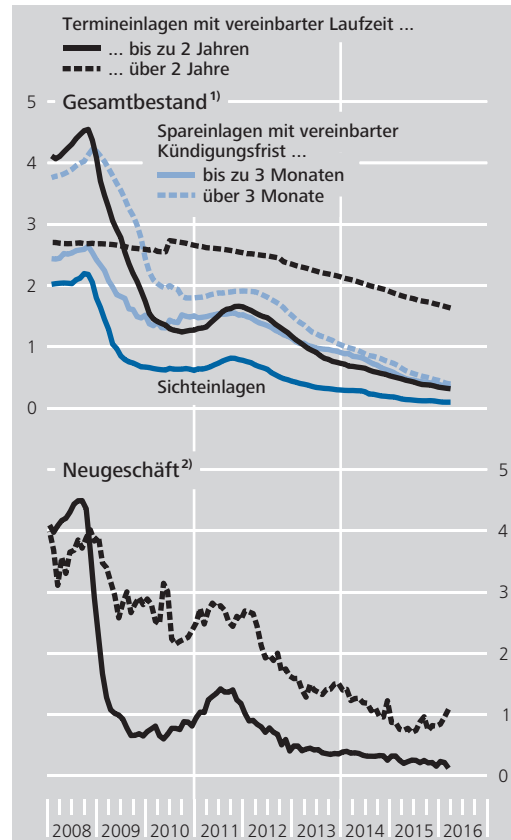
In sektoraler Betrachtung leisteten abermals die privaten Haushalte den größten Beitrag zum anhaltenden Aufbau der Sichteinlagen, wobei sich hier eine merkliche Abschwächung der Dynamik abzeichnete. Dabei deutet die Entwicklung der anderen Komponenten des Geldvermögens der privaten Haushalte darauf hin, dass die Suche nach Rendite im vergangenen Jahr erstmals auch für diesen Sektor eine gewisse Rolle gespielt hat (siehe Erläuterungen auf S. 36 ff.). Dafür bauten die nichtfinanziellen Unternehmen ihre Sichtguthaben im Berichtsquartal deutlicher aus als zuvor, sodass sich per saldo vorerst keine generelle Verlangsamung des kurzfristigen Einlagenaufbaus abzeichnete. Die nichtfinanziellen Unternehmen stockten darüber hinaus – wie schon im Vorquartal – ihre kurzfristigen Termineinlagen spürbar auf, was vermutlich neben der erhöhten Unsicherheit an den Kapitalmärkten auch mit ihrer Kapitalstärke zusammenhing. Die Banken reagierten auf die neuerlichen Zuflüsse bei den kurzfristigen Einlagen zum Teil mit einer Absenkung der Zinssätze, teilweise sogar in den negativen Bereich. Zwar wiesen Ende März die aggregierten Effektivzinsen für Einlagen der privaten Haushalte über alle Laufzeiten weiterhin positive Werte auf. Der aggregierte Effektivzins für Einlagen nichtfinanzieller Unternehmen mit einer Laufzeit von bis zu einem Jahr war jedoch erstmals leicht negativ.³⁾ Gemäß Angaben der meldenden Banken waren hiervon überwiegend großvolumige kurzfristige Unternehmenseinlagen betroffen.

Einlagen-geschäft mit finanziellen Unternehmen weiterhin durch Renditesuche bestimmt

Im Gegensatz zum nichtfinanziellen Privatsektor bauten die finanziellen Unternehmen ihre Bank-einlagen in den Wintermonaten per saldo weiter ab. Wie der Blick auf das nicht in Einlagen gehaltene Geldvermögen dieses Sektors zeigt, war die Risikobereitschaft dieses Sektors in den letzten Jahren größer, als dies bei den privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen der Fall war (siehe Erläuterungen auf S. 36 ff.). Vor diesem Hintergrund ist zu vermuten, dass

Zinssätze für Bankeinlagen in Deutschland^{*)}

% p.a., monatlich



* Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Unternehmen. **1** Gemäß harmonisierter MFI-Zinsstatistik. Über Sektoren volumengewichtete Zinssätze. Bestandszinsen für Sicht- und Spareinlagen können wegen täglich möglicher Zinsänderungen auch als Neugeschäfte interpretiert werden. **2** Gemäß harmonisierter MFI-Zinsstatistik. Über Sektoren und Laufzeiten volumengewichtete Zinssätze. Neugeschäftsvolumina (alle abgeschlossenen Geschäfte im Laufe eines Monats) in Abgrenzung zum Gesamtbestand (Einlagenverträge der Bilanz am Monats-ultimo) werden explizit nur für Termineinlagen erhoben.
 Deutsche Bundesbank

die Einlagenentwicklung im Berichtsquartal weiterhin durch die Suche nach renditeträchtigeren Anlageformen gedämpft wurde.

Das Kreditgeschäft der Banken mit dem heimischen Nichtbankensektor zog Anfang 2016 moderat an. Zwar reduzierten Banken ihre Bestände an Wertpapieren staatlicher und privater Emittenten weiterhin, doch weiteten sie im Ge-

Kreditgeschäft mit heimischen Nichtbanken zog wieder an ...

³ Der mit der Ex-post-HVPI-Jahresinflationsrate berechnete Realzins für Unternehmenseinlagen mit vereinbarter Laufzeit bis einem Jahr ist ebenfalls leicht negativ. Dies stellt jedoch keine neue Entwicklung dar: In der Vergangenheit lag die reale Verzinsung dieser Einlagen schon häufiger im negativen Bereich.

Anzeichen für Portfolioumschichtungen in renditestärkere Anlageformen in Deutschland

Angesichts der gedämpften Inflationsaus-sichten hat das Eurosystem in den letzten Jahren zahlreiche geldpolitische Maßnah-men ergriffen. Sie haben dazu beigetragen, dass die nominalen Zinssätze für Bankein-lagen und Schuldverschreibungen in Deutschland auf teils historisch niedrige Niveaus gesunken sind. Zudem haben sich die Abstände zwischen den Zinssätzen für verschiedene Laufzeiten zunehmend verrin-gert. Der fallende Trend gilt jedoch nicht für die Renditen aller Anlageformen; so stieg etwa der deutsche Aktienindex im Jahr 2015 auf Rekordwerte.

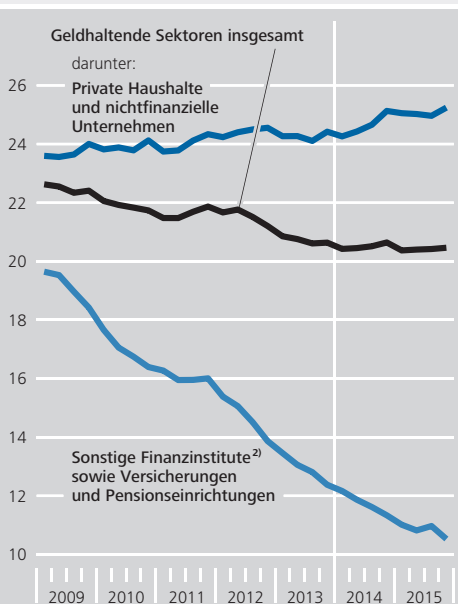
Ein solches Umfeld setzt für sich genommen Anreize, bei der Vermögensanlage bereitwil-liger Risiken einzugehen. Wie im Monats-bericht Mai 2015 gezeigt wurde,¹⁾ war ein solches Verhalten im Zeitraum 2009 bis 2014 in Deutschland per saldo jedoch nur

für den Sektor der finanziellen Unterneh-men, also der Versicherungen und Pensions-einrichtungen sowie der sonstigen Finanz-institute (SFI)²⁾, zu beobachten.³⁾ Dagegen blieben Portfolioumschichtungen zugunsten renditestärkerer Anlageformen beim nicht-finanziellen Privatsektor – also den privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unterneh-men – weitgehend aus; deren Anlageverhal-ten wurde vielmehr von einer anhaltend hohen Risikoaversion und Liquiditätspräfe-renz dominiert. Im Folgenden wird unter-sucht, inwieweit sich diese Entwicklungen im Jahr 2015 fortgesetzt haben.

Wie das unten stehende Schaubild zeigt, hat sich der Anteil der Bankeinlagen am Geld-vermögen des nichtfinanziellen Sektors im Jahr 2015 nur noch geringfügig erhöht, während die finanziellen Unternehmen den Anteil von Bankeinlagen an ihrem Geldver-mögen erneut deutlich verringerten.

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

Innerhalb des Sektors der finanziellen Unter-nahmen weist die Entwicklung der Bankein-lagen für das Jahr 2015 vor allem bei Ver-sicherungen und Pensionseinrichtungen auf ein stärkeres Renditebewusstsein hin (siehe Schaubild auf S. 37). Diese Unternehmen setzten auf der einen Seite insbesondere den bereits zuvor deutlichen Abbau länger-fristiger Einlagen in beschleunigtem Tempo fort und bauten auf der anderen Seite in weitaus größerem Maß ihren Bestand an inländischen Investmentfondsanteilen aus (siehe Schaubild auf S. 38). Gleichzeitig erwarben sie weiterhin Schuldverschreibun-

1 Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu Portfolioumschichtungen in renditestärkere Anlageformen in Deutschland, Monatsbericht, Mai 2015, S. 40–42.

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

3 Finanzielle Unternehmen hier ohne Monetäre Finanzinstitute, da sich die Analyse auf die geldhaltenden Sektoren bezieht. Zudem wird in der folgenden sektoralen Analyse der Sektor Staat ausgeklammert, da dessen Geldvermögensbildung vergleichsweise gering und volatil ist.

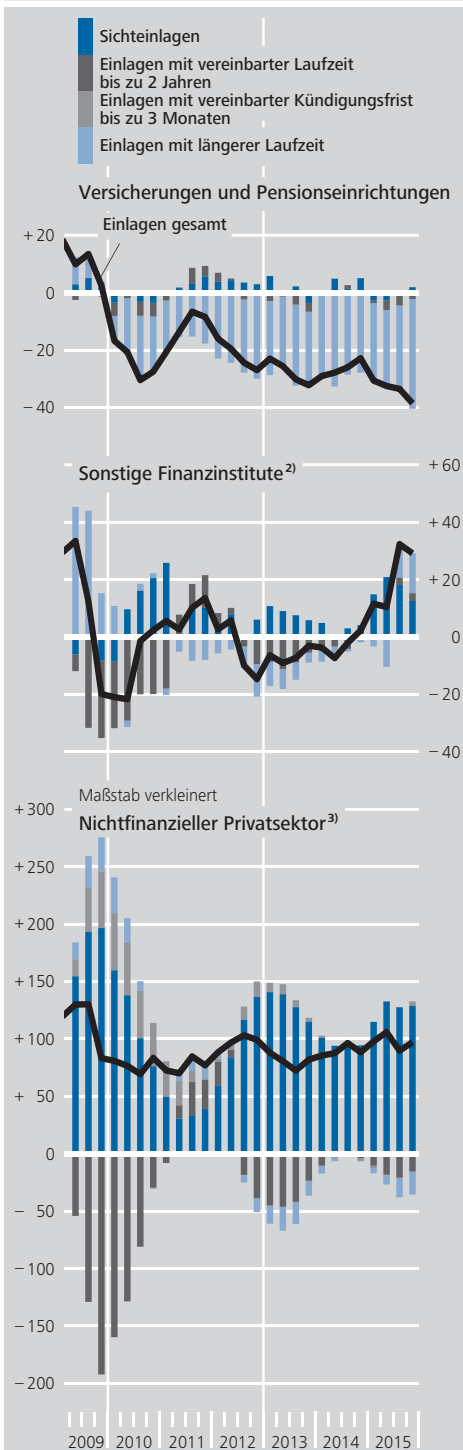
gen, wobei sich ihre Käufe stärker als noch im Jahr 2014 auf ausländische Papiere konzentrierten, die insbesondere von MFI und Staaten im Euro-Raum emittiert wurden. Dieses Verhalten bestätigt den Eindruck einer gewissen Renditesuche aufseiten der Versicherungen.

Die SFI erhöhten im Gegensatz zum Vorjahr ihren Einlagenbestand. Dieser Anstieg war größtenteils auf umfangreiche Verbriefungstransaktionen im Bankensektor im dritten Quartal 2015 zurückzuführen, die aus buchungstechnischen Gründen mit einem kräftigen Anstieg der langfristigen Termineinlagen der zum Sektor der SFI zählenden Verbriefungszweckgesellschaften einhergingen.⁴⁾ Hinzu kam, dass die Investmentfonds ihre Sichteinlagen im ersten Halbjahr 2015 merklich aufstockten; diese Entwicklung hielt in den folgenden Quartalen jedoch nicht an. Die SFI weiteten im Jahr 2015 ihre Käufe von Anteilsrechten aus, darunter ebenfalls verstärkt Investmentfondsanteile aus dem Ausland. Dagegen fiel ihr Engagement in Schuldverschreibungen spürbar schwächer aus als in den Jahren zuvor; es betraf fast ausschließlich ausländische Emittenten. Die Buchkreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen in Deutschland spielte – anders als noch im Jahr 2014 – per saldo keine Rolle mehr. Insgesamt lassen sich bei den finanziellen Unternehmen in Deutschland somit wie schon im Zeitraum 2009 bis 2014 Umschichtungen aus Bank-einlagen in tendenziell riskantere Anteilsrechte erkennen, wobei wohl nicht zuletzt aus Renditegründen teils verstärkt Engagements im Ausland gewählt wurden.

Dagegen war die Liquiditätspräferenz des nichtfinanziellen Privatsektors in Deutschland im Jahr 2015 unverändert hoch; das Einlagenwachstum nahm in diesem Jahr ge-

Einlagen deutscher Banken¹⁾ nach ausgewählten Sektoren

Mrd €, saisonbereinigte Veränderung gegenüber Vorjahr¹⁾

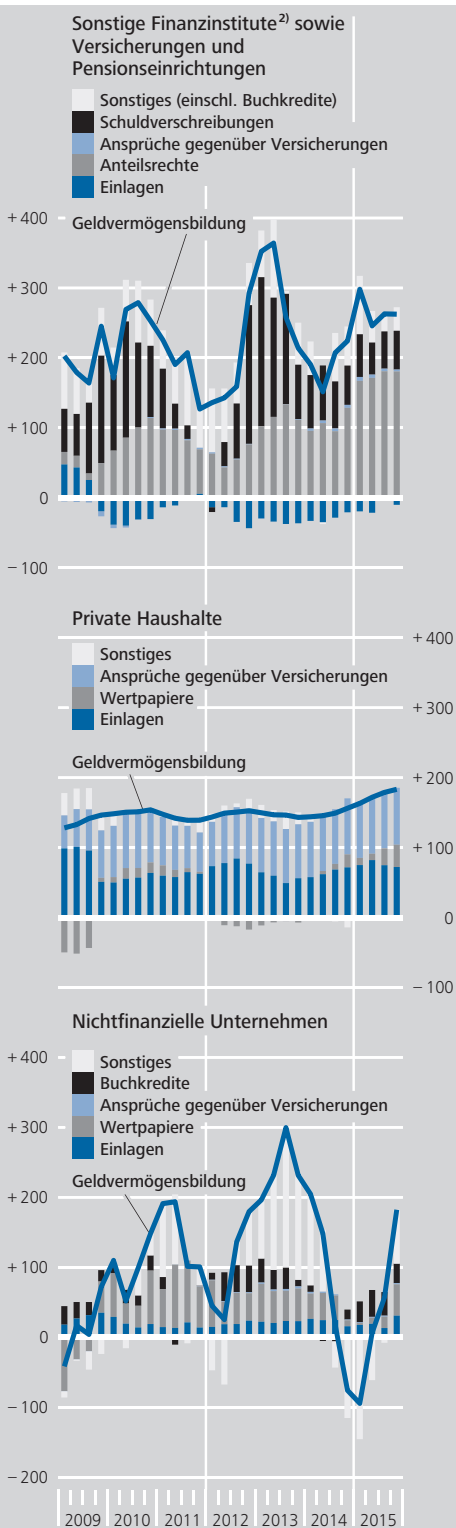


* Einschl. Geldmarktfonds. **1** Statistisch bedingte Veränderungen und Umbewertungen ausgeschaltet. **2** Einschließlich Investmentfonds, jedoch ohne Monetäre Finanzinstitute und damit auch ohne Geldmarktfonds. **3** Private Haushalte sowie nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften.

⁴ Verbrieft eine Bank Buchkredite, ohne dass diese die Bankbilanz verlassen, erfolgt die Gegenbuchung zum Gegenwert der verbrieften Kredite, den die Bank von der Verbriefungszweckgesellschaft erhält, typischerweise als langfristige Verbindlichkeit der Bank gegenüber der Verbriefungszweckgesellschaft.

Geldvermögensbildung und ihre Komponenten

in Mrd €, Vierquartalstransaktionen¹⁾



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

genüber dem Vorjahr nochmals leicht zu. Die Geldhaltung wurde vom ungewöhnlich kräftigen Aufbau von Sichteinlagen dominiert (siehe Schaubild auf S. 37). Spiegelbildlich hierzu wurden sowohl von privaten Haushalten als auch von nichtfinanziellen Unternehmen kurzfristige Termineinlagen per saldo abgebaut, und der Abbau längerfristiger Einlagen durch private Haushalte beschleunigte sich sogar wieder. Ein wesentlicher Erklärungsfaktor für die Prominenz der Sichteinlagenhaltung dürfte der weiter gesunkene Zinsabstand sein, sowohl zu anderen Einlageformen als auch zu tendenziell risikoarmen Wertpapieren. Bei den nichtfinanziellen Unternehmen kommt als Motiv hinzu, dass die Vorhaltung liquider Mittel, die ihnen aufgrund ihrer aktuell hohen Ertragskraft zugeflossen sind, ihnen ermöglicht, geplante Sachinvestitionen aus eigenen Mitteln zu finanzieren.

Mit Blick auf die übrigen Anlageformen fiel die Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Unternehmen im Jahr 2015 sehr verhalten aus und ließ keine auffälligen Muster erkennen. Bei den privaten Haushalten deutet die Entwicklung der anderen Komponenten des Geldvermögens stärker als bei den nichtfinanziellen Unternehmen darauf hin, dass die Suche nach Rendite im Jahr 2015 eine gewisse Rolle gespielt hat. Zwar verzeichneten (Lebens-)Versicherungen weiterhin bedeutende Mittelzuflüsse, was für sich genommen auf eine anhaltende Risikoaversion der privaten Haushalte hindeutet; zudem reduzierten die privaten Haushalte weiterhin ihre Bestände an Schuldverschreibungen, darunter vor allem von Banken begebene Papiere (siehe nebenstehendes Schaubild). Dies dürfte aber auch im Zusammenhang mit der in Deutschland und dem Euro-Raum weiter rückläufigen Nettoemission von Bankschuldverschreibungen stehen, die der Neuanlage in derartigen Papieren Grenzen setzt.⁵⁾ Deutlich zugenommen hat jedoch das Engagement in Investmentfondsanteilen, deren Ren-

⁵ Vgl. hierzu auch die Erläuterungen zum Geldkapital auf S. 34.

dite im Mittel typischerweise höher ausfällt als die von Bankeinlagen, aber gleichzeitig weniger volatil ist als die von Aktien.⁶⁾ Hierin zeigt sich eine auf makroökonomischer Ebene erstmals seit Beginn der Finanzkrise sichtbare aktive Renditesuche und damit eine Akzeptanz gewisser Risiken in der Geldanlage seitens der privaten Haushalte.

Auch wenn die Entwicklung der Einlagen somit ein gegensätzliches Anlageverhalten des finanziellen und nichtfinanziellen Sektors in Deutschland widerspiegelt, deutet der Blick auf das nicht in Einlagen gehaltene Geldvermögen der deutschen Nichtbanken darauf hin, dass die Suche nach Rendite im Jahr 2015 in gewissem Umfang zugenommen hat. Erwartungsgemäß ist dabei die Risikobereitschaft im durch professionelle Portfoliomanager geprägten finanziellen Sektor größer. Zwar können nennenswerte Portfolioumschichtungen der geldhaltenden Sektoren in Deutschland als direkte Folge des Anfang 2015 erweiterten Wertpapier-

ankaufprogramms des Eurosystems in den hier betrachteten Daten bislang nicht beobachtet werden.⁷⁾ Dennoch passt die nun bei den meisten Sektoren zu beobachtende zunehmende Suche nach Rendite zur Zielsetzung der expansiven Geldpolitik, den risikolosen Zins im Euro-Raum über das gesamte Fälligkeitenspektrum entlang der Zinsstrukturkurve zu senken und somit Anreize für Portfolioumschichtungen in risikoreichere Anlageformen zu setzen.

⁶ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds, Monatsbericht, Oktober 2015, S. 26 ff.

⁷ Bspw. fallen die Staatsanleiheverkäufe der hier betrachteten Sektoren seit März 2015 nicht höher aus als in den Vorjahren; zudem waren ihre Volumina im Vergleich zu anderen Wertpapiertransaktionen eher gering. Die Vorstellung eher moderater direkter Effekte des erweiterten Wertpapierankaufprogramms auf die inländischen geldhaltenden Sektoren harmonisiert mit dem aus den Daten der monetären Analyse gewonnenen Bild. Danach kaufte das Eurosystem einen Großteil der Anleihen bislang letztlich von inländischen Geschäftsbanken und dem Ausland an.

gensatz zum Vorquartal die Buchkreditvergabe insbesondere an den Privatsektor deutlich aus. Ausschlaggebend für den Zuwachs im Kreditgeschäft mit dem Privatsektor dürften nachfragegesitige Faktoren, und hier insbesondere die günstige Lageeinschätzung der privaten Haushalte wie auch der Unternehmen, gewesen sein.

Getragen wurde das Wachstum des Kreditgeschäfts von den Ausleihungen an den nichtfinanziellen Privatsektor. Sie lagen im Berichtsquartal noch einmal erkennbar höher als in den Vorquartalen. Neben einem deutlichen Anstieg der Buchkredite an private Haushalte – nach wie vor getragen von den Wohnungsbaukrediten – erfuhr im ersten Quartal 2016 auch die Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen eine kräftige Ausweitung. Infolgedessen ist die Wachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen gegenüber dem Vorjahr, die Ende 2015 noch 0,5% betrug, recht deutlich auf 1,4% zum Ende des Berichtsquartals gestiegen. Dagegen hat sich die Jahresrate der Aus-

leihungen an private Haushalte nur noch leicht von 2,8% Ende 2015 auf 2,9% zum Ende des Berichtsquartals erhöht und liegt damit weiterhin unterhalb ihres langjährigen Durchschnitts.

Die Belebung der Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen erstreckte sich sowohl über Ausleihungen mit kurzen als auch langen Laufzeiten und war den Ergebnissen des BLS zufolge auf eine verstärkte Nachfrage zurückzuführen. Den Anstieg der Nachfrage führten die befragten Banken auf eine Reihe unterschiedlicher Faktoren zurück: So stieg einerseits der Mittelbedarf der Unternehmen etwa für Investitionen und betriebliche Zwecke sowie für Umfinanzierungen. Andererseits stützte auch das niedrige allgemeine Zinsniveau für sich genommen die Nachfrage. Inländische Unternehmen zahlten Ende März im kurzfristigen Laufzeitbereich Zinsen in Höhe von 2,7% für kleinvolumige und 1,4% für großvolumige Kredite, während die Zinsen für langfristige Ausleihungen zuletzt bei 1,9% beziehungsweise 1,7% lagen. Unterstüt-

Verschiedene Faktoren lassen Nachfrage nichtfinanzieller Unternehmen nach Buchkrediten steigen

... insbesondere durch Zuflüsse bei Buchkreditvergabe an den nichtfinanziellen Privatsektor

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

Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

Position	2015	2016
	4. Vj.	1. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾		
täglich fällig	25,5	37,8
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	8,7	1,9
über 2 Jahre	- 15,1	- 2,5
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	1,2	2,2
über 3 Monate	- 4,1	- 3,6
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 5,5	2,1
Wertpapierkredite	- 2,0	- 4,4
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	12,6	20,8
darunter: an private Haushalte ³⁾	10,6	11,5
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾⁵⁾	2,1	8,1
Wertpapierkredite	- 1,6	- 8,7

* 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. **5** Mit der Umsetzung der ESVG 2010 in der Bankbilanzstatistik wurden die Holdinggesellschaften des nichtfinanziellen Unternehmenssektors (wie z. B. Management-Holdinggesellschaften mit überwiegend finanziellem Anteilsbesitz) vom Sektor „Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften“ zum Sektor „Finanzielle Kapitalgesellschaften“ (Unterposition „Sonstige Finanzinstitute“) umgruppiert. Ferner wurden die 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.

Deutsche Bundesbank

zend wirkte wahrscheinlich auch die Vergabepolitik der befragten Banken: So wurden die Vergabestandards per saldo etwas gelockert und die Margen verringert.

Wohnungsbaukredite weiterhin mit deutlichem Zuwachs

Bei den Wohnungsbaukrediten an private Haushalte zeigten sich die am BLS beteiligten Banken hingegen restriktiver. Sie meldeten eine per saldo deutliche Straffung der Vergabestandards, die sie mit dem Inkrafttreten des Gesetzes zur Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie und zur Änderung handelsrechtlicher Vorschriften⁴⁾ per 21. März 2016 in Verbindung brachten. Die Margen blieben dagegen weitgehend konstant. Die dennoch erneut deutliche Aus-

weitung der Ausleihungen für private Wohnzwecke führten die im BLS befragten Bankmanager auf eine beschleunigt ansteigende Nachfrage privater Haushalte nach Wohnungsbaukrediten zurück, die neben dem niedrigen allgemeinen Zinsniveau auch vom robusten Verbrauchervertrauen und vom Bedarf an Umfinanzierungen getragen wurde. Zudem waren die Bankmanager der Ansicht, dass die privaten Haushalte die Aussichten auf dem Wohnungsmarkt und die Entwicklung der Preise für Wohneigentum weiterhin positiv einschätzten. Laut MFI-Zinsstatistik lag der Zins für langfristige Wohnungsbaukredite am Ende des ersten Quartals bei 1,9% und damit nur leicht über seinem im Mai 2015 erreichten historischen Tiefstand seit Einführung der harmonisierten MFI-Zinsstatistik im Jahr 2003.

Auch die Konsumentenkredite verzeichneten im ersten Quartal 2016 erneut einen erkennbaren Anstieg, der den Ergebnissen des BLS zufolge ebenfalls auf einen spürbaren Nachfrageanstieg zurückzuführen war. Als Gründe wurden auch hier das niedrige allgemeine Zinsniveau, das Verbrauchervertrauen sowie die Anschaffungsneigung der Konsumenten genannt, während die Eigenfinanzierung aus Ersparnissen der Konsumenten sowie die Kreditvergabe anderer Banken für sich genommen einen dämpfenden Einfluss auf den Mittelbedarf hatten. Ihre Kreditstandards beließen die am BLS beteiligten Banken im Bereich der Konsumentenkredite nahezu unverändert. Gleichzeitig kam es in diesem Geschäftsfeld zu einer Ausweitung der Margen bei Ausleihungen an durchschnittliche Bonitäten.

Auch Konsumentenkredite mit erkennbaren Zuflüssen

Der BLS enthielt im ersten Quartal zusätzliche Fragen zu den Refinanzierungsbedingungen der

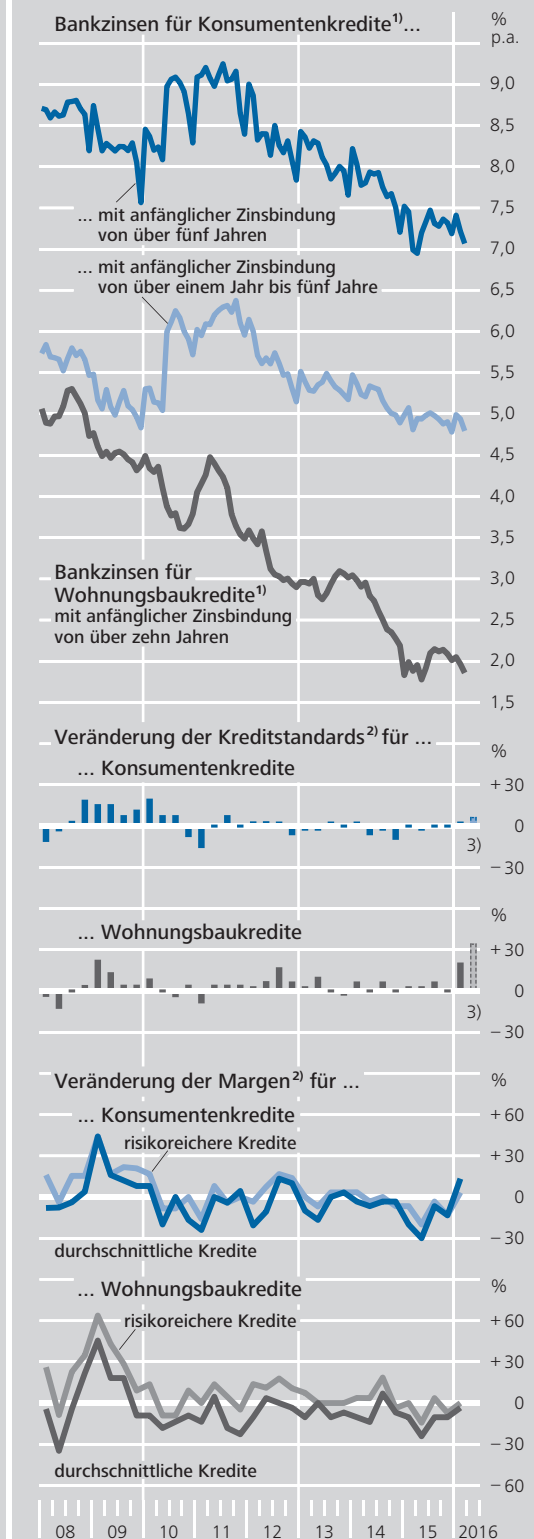
⁴ Die Vorschriften des Gesetzes betreffen u. a. Verbraucherschutzinformationen, prinzipielle Regeln und Anforderungen zur Durchführung von Dienstleistungen (bspw. bezüglich des Geschäftsgebarens und der Kenntnisse und Fähigkeiten des Personals), eine aufsichtsrechtlich und zivilrechtlich ausgestaltete Verpflichtung zu einer Kreditwürdigkeitsprüfung, Regeln zur vorzeitigen Rückzahlung, Regeln bezüglich Fremdwährungskrediten sowie Regeln bezüglich Koppelungs- und Bündelungsgeschäften.

Bankkonditionen in Deutschland

Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen



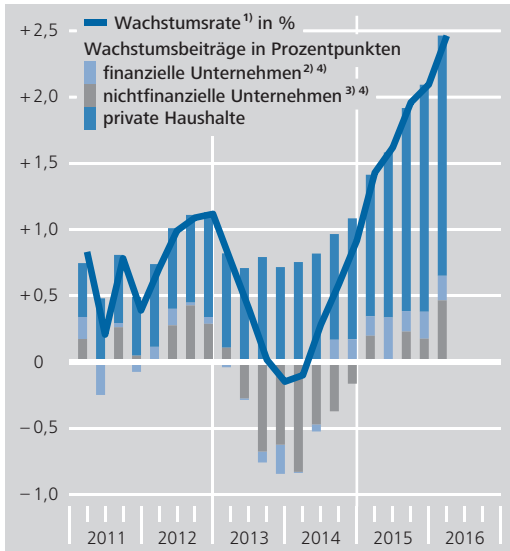
Kredite an private Haushalte



1 Neugeschäft. Gemäß harmonisierter EWU-Zinsstatistik. Bis Mai 2010 wurde der Aggregatzinssatz als mit den gemeldeten Neugeschäftsvolumina gewichteter Durchschnittssatz berechnet. Ab Juni 2010 wird zunächst ein mit dem gemeldeten Neugeschäftsvolumen gewichteter Zinssatz pro Schicht berechnet. Der Aggregatzinssatz wird ermittelt, indem die Schichtzinssätze mit den hochgerechneten Volumina gewichtet werden. **2** Gemäß Bank Lending Survey; für Kreditstandards: Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich verschärft“ und „leicht verschärft“ und der Summe der Angaben „etwas gelockert“ und „deutlich gelockert“ in % der gegebenen Antworten, für Margen: Saldo aus der Summe der Angaben „deutlich ausgeweitet“ und „leicht ausgeweitet“ und der Summe der Angaben „etwas verengt“ und „deutlich verengt“ in % der gegebenen Antworten. **3** Erwartungen für das 2. Vj. 2016.

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

Ertragslage der Banken durch APP und negativen Zinssatz der Einlagefazilität belastet

Banken, zu den Niveaus der Kreditstandards, zu den Auswirkungen des erweiterten Programms des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten sowie zu den Folgen des negativen Zinssatzes der Einlagefazilität des Eurosystems für das Kreditgeschäft. Wie bereits im Vorquartal berichteten die deutschen Banken, dass sich

ihre Refinanzierungssituation vor dem Hintergrund der Lage an den Finanzmärkten noch einmal leicht verbessert habe. Gemessen am Mittelpunkt der Bandbreite der seit dem zweiten Quartal 2010 implementierten Richtlinien befinden sich die Standards im Firmenkunden- und Konsumentenkreditgeschäft derzeit auf durchschnittlichem Niveau, während sie im Bereich der Wohnungsbaukredite etwas straffer sind als der Referenzwert. Das erweiterte Ankaufprogramm des Eurosystems verbesserte laut Bankangaben einerseits ihre Liquiditätsposition sowie ihre Finanzierungsbedingungen. Die Liquiditätserhöhung, die unter anderem für die Kreditvergabe genutzt wurde, resultierte dabei fast ausschließlich daraus, dass Bankkunden Portfolioumschichtungen zugunsten von Bank-einlagen vornahmen, und nicht aus bankeigenen Verkäufen von Wertpapieren. Andererseits berichteten die befragten deutschen Banken in der Breite, dass das Ankaufprogramm Druck auf ihre Netto-Zinsspannen ausübe und dadurch ihre Ertragslage belastete. Auch der negative Zinssatz der Einlagefazilität habe in den letzten sechs Monaten erheblich zu einem Rückgang der Netto-Zinserträge der Banken beigetragen. Infolge des negativen Einlagesatzes sanken sowohl die Kreditzinsen als auch die Margen in allen erfragten Geschäftsbereichen, während das Kreditvolumen an private Haushalte leicht zunahm.