

Geldpolitik und Bankgeschäft

Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

EZB-Rat belässt Leitzinsen weiterhin unverändert

Auf der Grundlage seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse beließ der EZB-Rat die Leitzinsen im Berichtszeitraum unverändert. Der Hauptrefinanzierungssatz liegt damit weiterhin bei 0%, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität liegen bei 0,25% und – 0,40%. Das Eurosystem setzte außerdem seine Ankäufe im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) fort. Die Ankäufe sollen bis Ende März 2017 oder erforderlichenfalls darüber hinaus und in jedem Fall so lange fortgeführt werden, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Ziel in Einklang steht, mittelfristig Inflationsraten von unter, aber nahe 2% zu erreichen.

Basisszenario für die Teuerungsrate des HVPI weitgehend unverändert

Gemäß den neuen Projektionen des EZB-Stabs, die der EZB-Rat Anfang September diskutierte, bleibt das Basisszenario für das BIP-Wachstum und die Inflation im Euro-Raum weitgehend unverändert. Demnach wird erwartet, dass die Jahresrate des HVPI im kommenden Jahr auf durchschnittlich 1,2% steigt, wobei der Anstieg vor allem durch aufwärtsgerichtete Basiseffekte bei der Energiekomponente getrieben wird. Im Zuge der fortgesetzten Erholung der wirtschaftlichen Aktivität erwartet der EZB-Stab für das Jahr 2018 einen weiteren Anstieg der Inflationsrate auf 1,6%. Im Dezember wird das Eurosystem erstmalig Prognosen veröffentlichen, die den Zeitraum bis 2019 abdecken.

EZB-Rat erwartet weiterhin moderate Wirtschaftserholung mit einem Anstieg der Inflationsrate

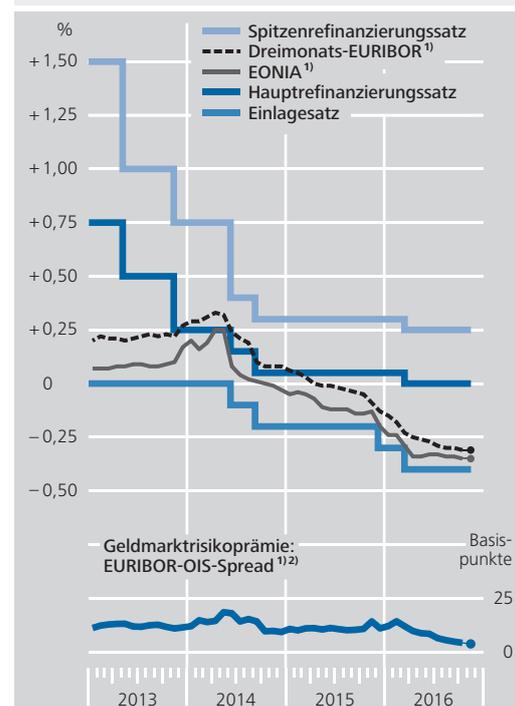
Auf der geldpolitischen Sitzung im Oktober 2016 betonte der EZB-Rat, dass seine Erwartung einer weiterhin moderaten, aber stetigen Erholung der Wirtschaft des Euro-Währungsgebiets und einer allmählichen Steigerung der Inflationsrate durch die seit September verfügbar gewordenen Informationen bestätigt wurde. Gleichwohl bleibt dieses Basisszenario nach Auffas-

sung des EZB-Rats mit Unsicherheiten behaftet. Der Rat äußerte sich daher weiterhin entschlossen, den erheblichen Grad an geldpolitischer Akkommodierung beizubehalten, der zur Sicherstellung einer nachhaltigen Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2% auf mittlere Sicht erforderlich ist. Derzeit prüfen die entsprechenden Ausschüsse des Eurosystems Optionen, die auch in Zukunft eine reibungslose Umsetzung der Ankaufprogramme sicherstellen. Die Ergebnisse dieser Prüfung – wie auch die bereits erwähnten neuen Prognosen – wird der EZB-Rat auf seiner geldpolitischen Sitzung Anfang Dezember diskutieren.

Am 28. September wurde das zweite von insgesamt vier gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften der im März 2016 beschlossenen zweiten Serie (GLRG II) abgewickelt. Dabei nahmen 249 Institute ein Gesamtvolumen von

249 Banken leihen sich 45,3 Mrd € im zweiten GLRG II

Geldmarktzinsen im Euro-Raum



Quellen: EZB und Bloomberg. 1 Monatsdurchschnitte. 2 Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EONIA-Swapsatz. ● = Durchschnitt 1. bis 16. November 2016.

Deutsche Bundesbank

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den zwei Reserveperioden vom 27. Juli 2016 bis zum 25. Oktober 2016 erhöhte sich der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren im Euro-Raum deutlich (siehe unten stehende Tabelle). Er stieg gegenüber dem Durchschnitt der Reserveperiode Juni/Juli 2016, das heißt der letzten Periode vor dem Betrachtungszeitraum, um 57,3 Mrd € auf durchschnittlich 823,3 Mrd € in der Periode September/Oktober 2016 an (entsprechende Periode im Vorjahr: 557,5 Mrd €). Die Summe der autonomen Faktoren bewegte sich dabei in einer breiten Spanne von 735,3 Mrd € bis 863,4 Mrd €. Der Anstieg des durchschnittlichen Liquiditätsbedarfs resultierte vor allem aus der rückläufigen Summe der Netto-Währungsreserven und der Sonstigen Faktoren, die wegen liquiditätsneutraler Bewertungseffekte gemeinsam betrachtet werden. Die Summe reduzierte sich um insgesamt 56,9 Mrd €, was entsprechend Liquidität absorbierte. Der Anstieg des Banknotenumlaufs, der sich im Betrachtungszeitraum im Durchschnittsver-

gleich um 7,6 Mrd € erhöhte, vergrößerte ebenfalls den Liquiditätsbedarf. Liquiditätszuführend wirkte hingegen der Rückgang der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem, diese reduzierten sich per saldo um 7,2 Mrd €. Mit durchschnittlich 168 Mrd € in der Reserveperiode September/Oktober 2016 wiesen sie allerdings erneut einen hohen Stand auf. Das Mindestreservesoll stieg in den beiden Reserveperioden um insgesamt 1,9 Mrd € auf 117,8 Mrd € in der Periode September/Oktober 2016 an, was den rechnerischen Liquiditätsbedarf zusätzlich erhöhte.

Das ausstehende Tendervolumen betrug in der Reserveperiode September/Oktober 2016 im Durchschnitt 541 Mrd € und lag damit knapp 22 Mrd € über dem entsprechenden Wert der Periode Juni/Juli 2016. Maßgeblich für diesen Anstieg war die Zuteilung des zweiten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfts der neuen Serie (GLRG II), bei dem insgesamt

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2016	
	27. Juli bis 13. September	14. September bis 25. Oktober
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren		
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 9,1	+ 1,5
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 37,7	- 30,5
3. Netto-Währungsreserven ¹⁾	+ 18,9	+ 2,8
4. Sonstige Faktoren ¹⁾	- 44,6	- 34,0
Insgesamt	+ 2,9	- 60,2
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 4,1	- 6,1
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 12,1	+ 19,8
c) Sonstige Geschäfte	+ 112,6	+ 107,3
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	- 0,1	+ 0,1
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 32,0	- 32,2
Insgesamt	+ 88,5	+ 88,9
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 91,3	+ 28,6
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,8	- 1,1

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

¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

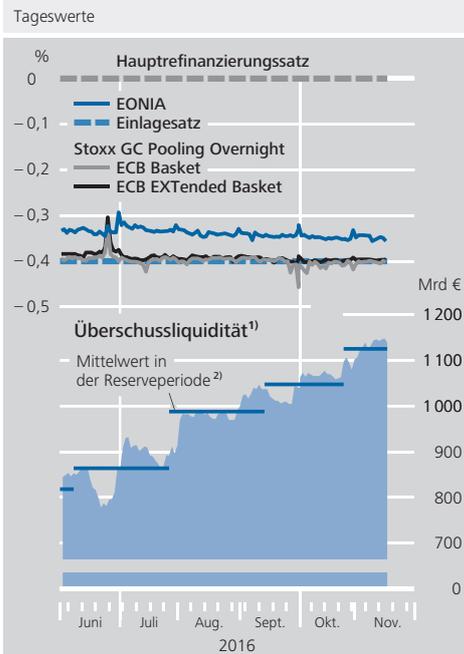
Deutsche Bundesbank

45,3 Mrd € nachgefragt wurden (siehe Schaubild auf S. 24). Am Tag seiner Gutsschrift, dem 28. September 2016, valutierten zudem die vorzeitigen Pflichtrückzahlungen aus den acht Geschäften der ersten Serie (GLRGI) in Höhe von insgesamt 1,7 Mrd € sowie vorzeitige freiwillige Rückzahlungen des ersten GLRGI in Höhe von insgesamt 9,4 Mrd €. Die Netto-Liquiditätszufuhr aus dem zweiten GLRGI und der vorzeitigen Rückzahlung belief sich somit am Valutierungstag auf 34,2 Mrd € (entsprechender Effekt beim ersten GLRGI: 38,2 Mrd €). Bei den GLRGI und II stehen nun insgesamt 497,2 Mrd € aus. Vor dem Hintergrund der hohen Refinanzierung über diese Sonderlangfristtender (bis zu vier Jahren Laufzeit) nahm die Nachfrage bei den regulären Refinanzierungsgeschäften weiter ab (siehe Schaubild auf S. 25). So sank das Volumen des Hauptrefinanzierungsgeschäfts gegenüber der Reserveperiode Juni/Juli 2016 um 10,2 Mrd € auf durchschnittlich 37,4 Mrd € in der Reserveperiode September/Oktober 2016, das ausstehende Volumen der Dreimonatstender reduzierte sich im entsprechenden Periodenvergleich um 6,8 Mrd € auf durchschnittlich 17,7 Mrd €.

Die durch die Ankaufprogramme des Eurosystems bereitgestellte Liquidität stieg im Betrachtungszeitraum weiter deutlich an (siehe nebenstehende Tabelle). Die Ankaufprogramme wiesen in der Periode September/Oktober 2016 einen durchschnittlichen bilanziellen Wertpapierbestand von 1 447 Mrd € auf, was einem Anteil von 73% an der insgesamt in dieser Periode durchschnittlich über Offenmarktgeschäfte bereitgestellten Zentralbankliquidität entsprach. 1 319 Mrd € der Ankaufprogramme entfielen dabei auf das erweiterte Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP). In der Reserveperiode Juni/Juli 2016 hatte das durchschnittliche bilanzielle Volumen aller Ankaufprogramme bei 1 227 Mrd € gelegen.

Die Überschussliquidität erhöhte sich infolge dieser zusätzlichen Liquiditätsbereitstellung durch das Eurosystem weiter, wenn auch teilweise gebremst durch den gestiegenen

Notenbankzinsen, Geldmarktsätze und Überschussliquidität



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

Ankaufprogramme des Eurosystems

Mrd €

Position	Veränderung in den beiden Reserveperioden	Bilanzieller Bestand am 11. Nov. 2016
Aktive Programme		
CSPP	+ 24,3	42,2
PSPP	+ 185,3	1 165,1
ABSPP	+ 0,9	21,5
CBPP3	+ 10,5	199,5
Beendete Programme		
CBPP2	- 0,4	7,0
SMP	- 6,1	102,0
CBPP1	- 3,4	13,8

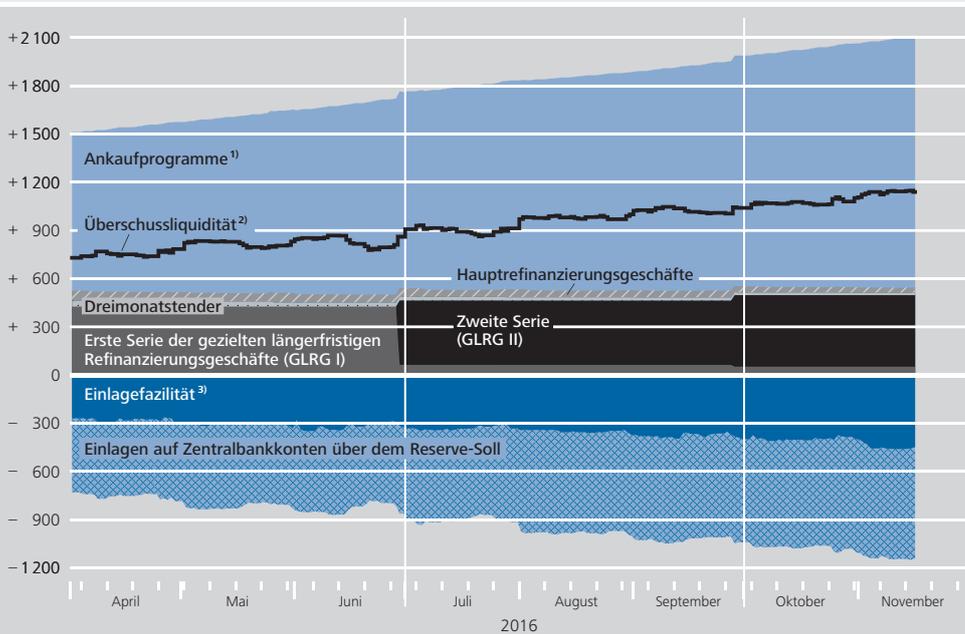
Deutsche Bundesbank

Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren. Im Durchschnitt der Reserveperiode September/Oktober 2016 betrug sie 1 047 Mrd € und lag damit 182 Mrd € über dem Durchschnitt der Periode Juni/Juli 2016. Fast zwei Drittel dieser Überschussliquidität wurden von den Kreditinstituten als Überschussreserven auf ihren Zentralbankkonten gehalten und gut ein Drittel in der Einlagefazilität.

Vor dem Hintergrund dieses sehr hohen und weiter ansteigenden Liquiditätsüberschusses

Liquiditätsbereitstellung und Liquiditätsverwendung

Mrd €, Tageswerte

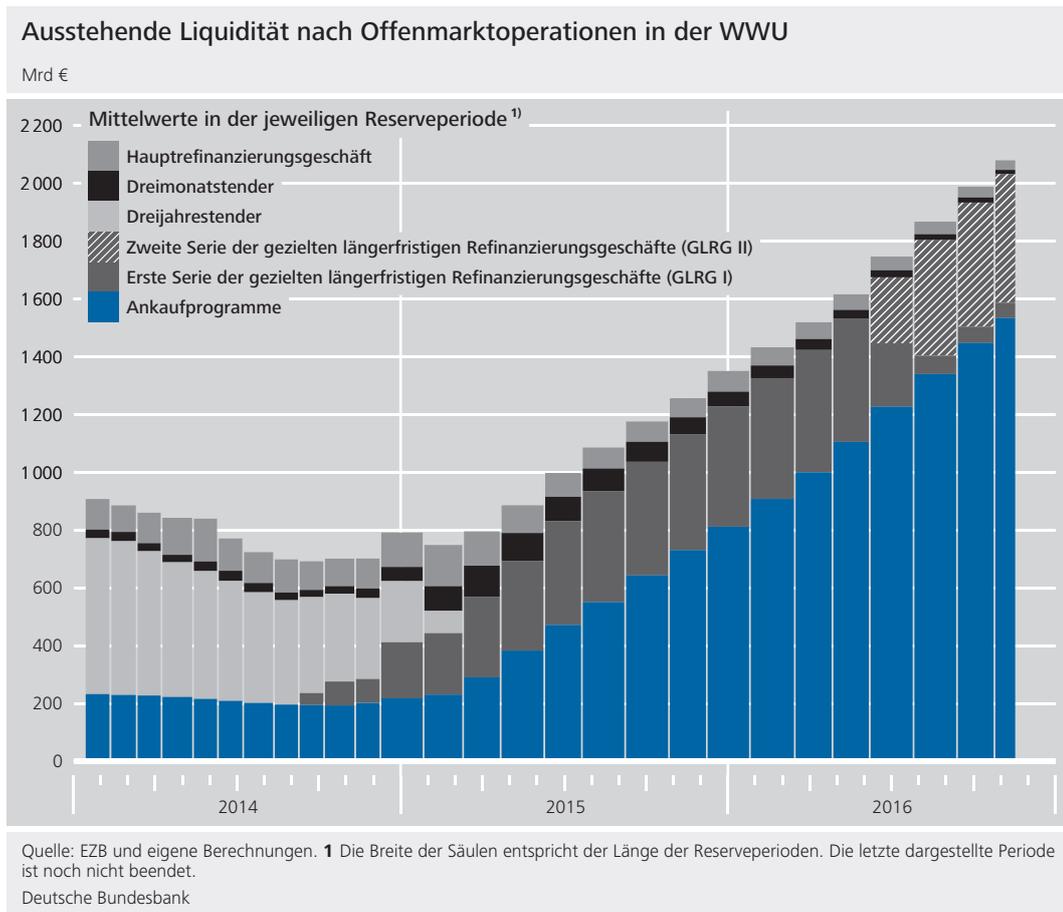


Quelle: EZB und eigene Berechnungen. **1** Programm für die Wertpapiermärkte (SMP), Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP1, CBPP2, CBPP3), von Asset Backed Securities (ABSPP), von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) und von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP). **2** Zentralbankguthaben minus Mindestreservesoll plus Einlagefazilität. **3** Die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurde wegen zu geringen Volumens in der Grafik nicht dargestellt.

Deutsche Bundesbank

orientierten sich die Tagesgeldsätze auch im Betrachtungszeitraum am Satz der Einlagefazilität (siehe Schaubild auf S. 23). EONIA lag zwar weiterhin einige Basispunkte oberhalb des Einlagesatzes, war aber leicht rückläufig (von durchschnittlich $-0,33\%$ in der Periode Juni/Juli 2016 auf knapp $-0,35\%$ in der Periode September/Oktober 2016). Besichertes Tagesgeld (GC Pooling Overnight, ECB Basket) lag hingegen in der Periode Juli/September 2016 im Durchschnitt mit gerundet $-0,40\%$ nur noch geringfügig über dem Satz der Einlagefazilität, in der Periode September/Oktober 2016 sank der durchschnittliche Satz sogar darunter auf $-0,41\%$. Eine Besonderheit war hier mit einem Satz von $-0,46\%$ der Quartalsultimo September, der zum einen mit dem Halbjahresultimo japanischer Banken zusammenfiel, zum anderen durch Wochenende und Feiertag in Deutschland vier Tage lang war. Die von ICAP BrokerTec ermittelte Repo Funds Rate (Durchschnittssatz für sog. Generalcollateral-Sicherheiten und Specials) für deutsche Staatsanleihen signalisierte mit einem Satz von $-0,96\%$ die Präferenz von

Banken, an diesem Tag solche Papiere in der Bilanz zu halten. Auch für GC Pooling wurde als Grund für die unter dem Einlagesatz liegenden Zinsen unter anderem die Fokussierung auf die als Sicherheit unterlegten Wertpapiere genannt. Die zugrunde liegenden Umsätze für GC Pooling Overnight waren im ECB Basket sehr niedrig: Das durchschnittliche Volumen über beide betrachteten Reserveperioden betrug nur 2,1 Mrd € gegenüber 8,3 Mrd € in den vergleichbaren Perioden im Vorjahr. Im ECB EXTENDED Basket, der einen breiteren Sicherheitenkreis enthält, waren die entsprechenden Tagesgeldumsätze mit durchschnittlich 3,9 Mrd € zwar etwas höher ausgefallen, aber ebenfalls rückläufig (Vorjahresvergleich: 6,6 Mrd €). Tagesgeld wurde in diesem Basket im Betrachtungszeitraum im Durchschnitt knapp 1 Basispunkt über dem Satz des ECB Basket gehandelt. Auch die EONIA-Umsätze waren mit durchschnittlich 9,8 Mrd € in den beiden betrachteten Perioden niedrig, wenn man sie mit den beiden entsprechenden Vorjahresperioden vergleicht (damals im Durchschnitt 15,5 Mrd €).



45,3 Mrd € auf, was tendenziell am oberen Rand der Markterwartungen lag. Gleichzeitig kam es zu diesem Zeitpunkt zu Rückzahlungen aus der ersten Serie von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG I) in Höhe von insgesamt 11 Mrd €. Darunter befanden sich freiwillige Rückzahlungen in einem Umfang von 9,4 Mrd € sowie erzwungene Rückzahlungen in Höhe von 1,6 Mrd € von denjenigen Instituten, welche ihre zu übertreffende Referenzgröße im Bereich der Netto-Neukreditvergabe nicht erreicht hatten. Der Netto-Liquiditätseffekt lag somit bei 34,3 Mrd €. Das dritte der insgesamt vier GLRG II wird im Dezember dieses Jahres durchgeführt.

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 199,5 Mrd € und 21,5 Mrd €. Beim Programm zum Ankauf von Anleihen des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP) beliefen sich die angekauften Volumina bis zum 11. November auf 42,2 Mrd €. Insgesamt entspricht das Volumen der angekauften Wertpapiere im APP damit dem angekündigten monatlichen Umfang von durchschnittlich 80 Mrd €.

Angekaufte Volumina weiterhin im Einklang mit angekündigtem Umfang

Am 11. November 2016 hielt das Eurosystem im Rahmen des Programms für den Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPP) Aktiva in Höhe von 1 165,1 Mrd €. Die durchschnittliche Restlaufzeit des PSPP-Portfolios ist dabei weiter angestiegen und beträgt am aktuellen Rand 8,4

Die Überschussliquidität stieg im Betrachtungszeitraum um rund 170 Mrd € an und setzte damit den Aufwärtstrend seit Beginn des APP fort. Haupttreiber des Anstiegs waren in erster Linie die fortgesetzten Wertpapierankäufe und zusätzlich der positive Netto-Liquiditätseffekt aus den GLRG, der einen Rückgang bei den regulären Tendergeschäften überkompensierte. Am

Überschussliquidität weiter mit positivem Trend

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors der WWU *)

Veränderung gegenüber Vorquartal in Mrd €, saisonbereinigt

Aktiva	2016, 3. Vj.	2016, 2. Vj.	Passiva	2016, 3. Vj.	2016, 2. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet	115,8	60,0	Einlagen von Zentralstaaten	- 21,5	4,3
Buchkredite	67,1	22,1	Geldmenge M3	125,4	109,2
Buchkredite, bereinigt ¹⁾	70,1	57,4	davon Komponenten:		
Wertpapierkredite	48,7	37,9	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	145,3	94,7
Kredite an öffentliche Haushalte im Euro-Währungsgebiet	66,8	121,0	Übrige kürzerfristige Bankeinlagen (M2-M1)	- 21,9	- 2,2
Buchkredite	- 7,1	- 10,6	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	2,0	16,8
Wertpapierkredite	73,6	131,6	Geldkapital	- 57,1	- 9,4
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets	- 115,9	- 60,4	davon:		
andere Gegenposten von M3	- 19,5	- 16,5	Kapital und Rücklagen	12,6	26,8
			Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	- 69,7	- 36,2

* Statistisch bedingte Veränderungen (z. B. statistische Brüche) und Umbewertungen ausgeschaltet. ¹ Bereinigt um Kreditverkäufe, Kreditverbriefungen und um Positionen im Zusammenhang mit durch MFIs erbrachten fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen.

Deutsche Bundesbank

aktuellen Rand belief sich die Überschussliquidität auf rund 1 148 Mrd €. Aufgrund der monatlichen Käufe im Rahmen des APP ist im weiteren Jahresverlauf mit einem fortgesetzten Anstieg zu rechnen.

Zinssenkungserwartungen im Markt rückläufig

Nachdem der EZB-Rat im Berichtszeitraum die Zinsen unverändert belassen hatte, notierte der unbesicherte Übernachtsatz am Geldmarkt (EONIA) weiterhin in einer engen Spanne zwischen - 0,32% und - 0,36% und somit nahe dem Einlagesatz. Der besicherte Übernachtsatz (Stoxx GC Pooling) notierte weiterhin niedriger als EONIA und erreichte zum Quartalsende einen neuen Tiefstand bei - 0,457%, orientierte sich ansonsten aber weiterhin in der Nähe der Einlagefazilität. Der Rückgang beim Dreimonats-EURIBOR verlangsamte sich merklich und der Satz notierte am aktuellen Rand bei - 0,311%, womit er nur rund 1 Basispunkt niedriger lag als am Ende des letzten Berichtszeitraums. Die Geldmarktttermsätze sind zuletzt in allen Fristigkeiten merklich angestiegen, insbesondere am längeren Ende. Diese Aufwärtsbewegung spiegelt wider, dass die Marktteilnehmer eine weitere Absenkung des Einlagesatzes inzwischen mit einer deutlich geringeren Wahrscheinlichkeit erwarten als in den Monaten zuvor.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Im Sommerquartal 2016 setzte sich der deutliche Anstieg des breit gefassten Geldmengenaggregats M3 fort. Bestimmt wurde die Geldmengenausweitung weiter durch den Anstieg der Sichteinlagen im Umfeld niedriger Opportunitätskosten. Aufseiten der Gegenposten wurde die monetäre Entwicklung insbesondere auch durch die fortgesetzte Erholung der Buchkredite an den nichtfinanziellen Privatsektor gestützt. Zugleich stockte der MFI-Sektor seine Wertpapierkredite an den Privatsektor weiter auf. Einen wichtigen Beitrag zur Geldmengenausweitung leistete außerdem die fortgesetzte Ausweitung der Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte, die maßgeblich durch die Anleihekäufe des Eurosystems bestimmt wird. Teilweise aufgehoben wurden diese positiven Einflüsse jedoch durch kräftige Mittelabflüsse aus dem Euro-Raum, die ihrerseits in engem Zusammenhang mit den geldpolitischen Maßnahmen des Eurosystems stehen dürften. Die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 blieb im Vergleich zum Vorquartal unverändert bei 5,0% und bewegte sich damit weiter auf dem seit Mitte 2015 zu beobachtenden Niveau.

Monetäre Dynamik erneut stark durch Geldpolitik geprägt

Die Ausweitung der Geldmenge M3 war in den Monaten Juli bis September erneut von deut-

Wachstum von M3 weiter von Dynamik der Sichteinlagen dominiert

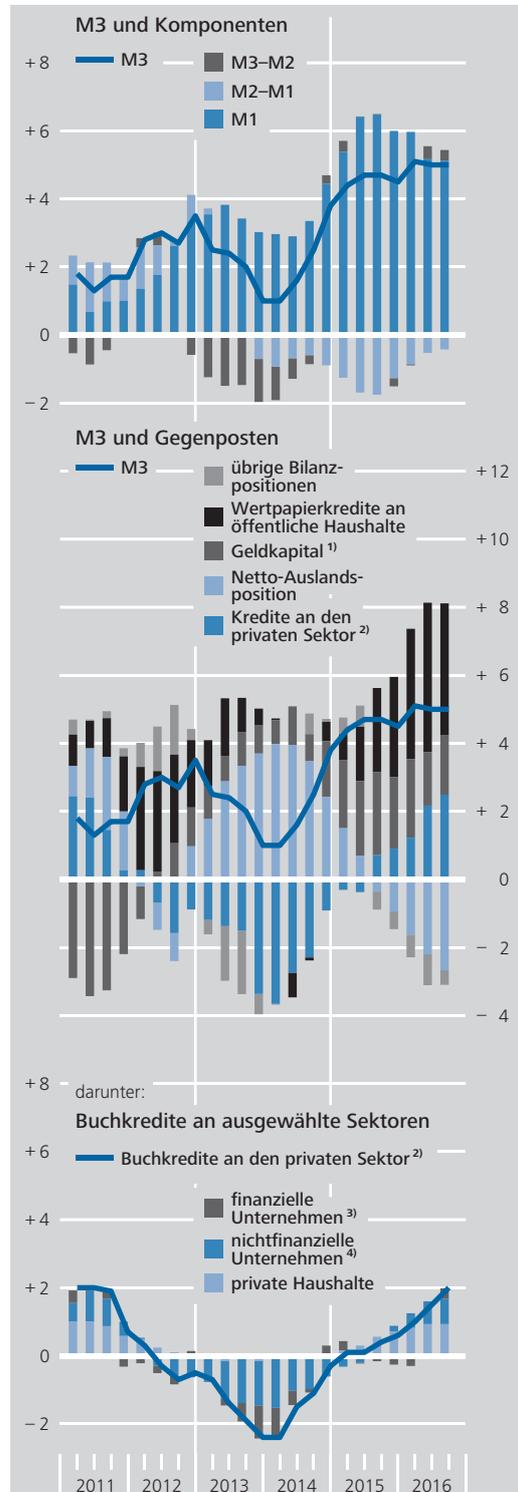
lichen Zuflüssen bei den Sichteinlagen geprägt, deren Bestände von privaten Haushalten und nichtfinanziellen Unternehmen weiter ausgebaut wurden. Dagegen waren wieder leichte Abflüsse bei den vom nichtfinanziellen Privatsektor gehaltenen anderen kurzfristigen Einlagen, die kurzfristige Termin- und Spareinlagen umfassen, zu beobachten. Damit setzte sich die seit etwa vier Jahren anhaltende Entwicklung fort, bei der das Geldmengenwachstum vom Anstieg der Sichtguthaben dominiert wird. Bestimmend für diese Entwicklung dürfte in erster Linie die Zinskonstellation sein. Diese ist durch eine sehr niedrige Renditedifferenz zwischen langfristigen Staatsanleihen und der Verzinsung der Geldmengenkomponenten gekennzeichnet, was die Geldhaltung per se attraktiv macht. Außerdem hat sich die Verzinsung anderer kurzfristiger Einlagen im Vergleich zur Verzinsung der Sichteinlagen ungünstiger entwickelt, was Umschichtungen innerhalb der Geldmenge M3 hin zu der hochliquiden Geldmengenkomponente begünstigt.

Anstieg der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen blieb hinter Vorquartalen zurück

Die wesentliche Stütze des Geldmengenwachstums vonseiten der Gegenposten war im Berichtsquartal die Kreditvergabe an den privaten Sektor im Euro-Raum. Hierzu zählten insbesondere auch die um Verbriefungen und andere Sondereffekte bereinigten Buchkredite an private Nicht-MFIs. Vor dem Hintergrund des historischen Niedrigzinsumfelds und der anhaltenden konjunkturellen Aufwärtsbewegung im Euro-Raum setzte sich ihr Anstieg im Berichtsquartal fort. Allerdings fiel die Ausweitung der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Berichtsquartal deutlich schwächer aus als in den beiden Vorquartalen. Dies war darauf zurückzuführen, dass der fortgesetzten Erholung der mittel- und langfristigen Ausleihungen vergleichsweise hohe Nettotilgungen im kurzfristigen – üblicherweise sehr volatilen – Laufzeitsegment gegenüberstanden (siehe Schaubild auf S. 28). Insgesamt gesehen setzte sich der seit Sommer 2014 zu beobachtende Anstieg der Jahreswachstumsrate der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen fort; die Rate lag Ende September bei 1,9%.

Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euro-Raum

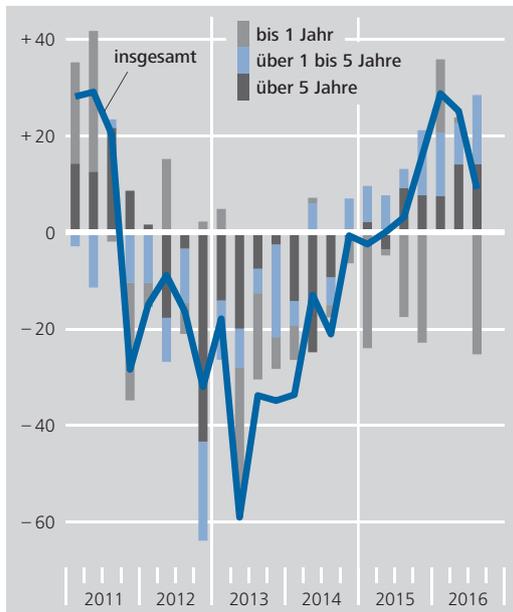
Wachstumsraten gegenüber Vorjahr in %; Wachstumsbeiträge in Prozentpunkten; Quartalsendstände; saisonbereinigt



Quelle: EZB. **1** Mit negativem Vorzeichen abgetragen, da eine Zunahme für sich betrachtet das M3-Wachstum dämpft. **2** Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um Positionen im Zusammenhang mit fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen, die von MFIs erbracht wurden. **3** Nichtmonetäre finanzielle Kapitalgesellschaften. **4** Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften.

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

Mrd €, Quartalssummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Das Aggregat ist bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen sowie um Positionen im Zusammenhang mit fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen, die von MFLs erbracht wurden.

Deutsche Bundesbank

Kreditstandards im Firmenkundengeschäft nicht weiter gelockert

Laut den Ergebnissen der im dritten Quartal durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) stieg die Nachfrage nichtfinanzieller Unternehmen nach Bankkrediten im Euro-Raum im dritten Quartal moderat, aber schwächer als in den Quartalen zuvor. Maßgebliche Gründe für den Anstieg waren den Umfrageteilnehmern zufolge neben dem niedrigen allgemeinen Zinsniveau auch der Finanzierungsbedarf für Anpassungen der Unternehmensstruktur sowie für Umschuldungen und Umfinanzierungen. Dämpfende Effekte gingen dagegen von der Inanspruchnahme alternativer Finanzierungsquellen, vor allem der Innenfinanzierung und der Begebung von Schuldverschreibungen, aus. Ihre Standards im Firmenkundengeschäft ließen die Institute in den Sommermonaten unverändert.

Erkennbare länderspezifische Unterschiede in der Kreditdynamik

Auf Länderebene betrachtet erkennt man, dass der Anstieg der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen in den letzten Quartalen im Wesentlichen von Kreditinstituten aus den bei-

den größten Mitgliedstaaten getragen wurde (siehe Schaubild auf S. 29). Im Berichtsquartal dehnten Kreditinstitute in Deutschland ihre Buchkreditvergabe nach einem schwächeren zweiten Vierteljahr weiter aus. Auch die Buchkreditvergabe der Banken in Frankreich nahm vor dem Hintergrund der relativ kräftigen Investitionen und der persistent schwachen Innenfinanzierung der dortigen nichtfinanziellen Unternehmen nochmals zu, wenngleich mit verlangsamtem Tempo. Von den Unternehmenskrediten italienischer und spanischer Banken ging kein positiver Wachstumsimpuls auf das Euro-Raum-Aggregat aus; in beiden Ländern scheint die ohnehin schwache Aufwärtsbewegung der Kredite zu stocken. Für Italien kann angenommen werden, dass die nichtfinanziellen Unternehmen aufgrund der relativ schwachen Investitionstätigkeit nur begrenzt Buchkredite nachfragten. In Spanien wiederum fielen die Unternehmensinvestitionen in den letzten Quartalen im historischen Vergleich zwar durchaus kräftig aus. Zugleich flossen den nichtfinanziellen Unternehmen aber reichlich Mittel aus der Innenfinanzierung und der Emission von Eigenkapitalinstrumenten zu, was ihre Buchkreditnachfrage auch in den Sommermonaten gedämpft haben dürfte.

Die Buchkredite an private Haushalte im Euro-Raum setzten ihren Aufwärtstrend im dritten Vierteljahr 2016 fort; mit einer Jahresrate von 1,8% am Ende des Berichtsquartals blieb ihr Wachstum aber unverändert moderat. Wachstumsträger waren abermals die Wohnungsbaukredite, insbesondere in Deutschland und Frankreich. Für den Euro-Raum als Ganzen setzte sich die positive Entwicklung der Nachfrage privater Haushalte nach Wohnungsbaukrediten laut BLS-Angaben auch im dritten Quartal fort. Nach Meinung der befragten Bankmanager wurde die Nachfrage dabei im Wesentlichen durch das niedrige allgemeine Zinsniveau sowie die Aussichten auf dem Wohnimmobilienmarkt und die voraussichtliche Preisentwicklung gestützt. Die Maßstäbe für die Kreditvergabe wurden per saldo etwas gelockert.

Buchkredite an private Haushalte mit moderatem Zuwachs, getrieben durch Wohnungsbaukredite

*Wachstum der
 Konsumenten-
 kredite etwas
 verlangsamt*

Trotz anhaltend expansiver Grundtendenz des privaten Konsums im Euro-Raum fiel der Zuwachs bei den Konsumentenkrediten im Berichtsquartal erneut verhaltener aus als noch im Winterhalbjahr 2015/2016. Aus Sicht der im BLS befragten Banken legte die Nachfrage im Konsumentenkreditgeschäft zum wiederholten Male zu. Den Angaben der Umfrageteilnehmer zufolge war dies vor allem auf das niedrige allgemeine Zinsniveau und die hohe Anschaffungsneigung zurückzuführen. Die Standards wurden etwas gelockert.

*Wertpapier-
 kredite an den
 Privatsektor
 deutlich erhöht*

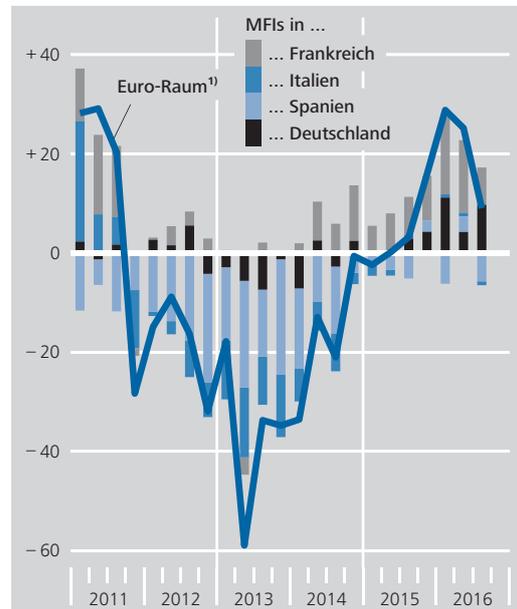
In den Monaten Juli bis September erhöhte der MFI-Sektor neben der Buchkreditvergabe auch seine Wertpapierkredite an den Privatsektor noch einmal deutlich. Aufgestockt wurden sowohl die Bestände an Anleihen als auch an Anteilsrechten. Die Zuflüsse bei den Anleihen waren auf den Anstieg der vom Eurosystem gehaltenen Bestände zurückzuführen, hinter denen vor allem auch Käufe im Rahmen des seit Juni 2016 umgesetzten CSPP gestanden haben dürften. Dagegen reduzierten die Kreditinstitute per saldo ihre Bestände, nachdem sie diese während des Sommerquartals aufgebaut hatten. Dies könnte darauf hindeuten, dass die MFIs im Vorgriff auf das CSPP bereits in den Monaten April und Mai Unternehmensanleihen erworben und diese nach Aktivierung des Programms an das Eurosystem weiterverkauft haben.

*Effekte der
 Staatsanleihe-
 käufe des Euro-
 systems auf
 Wertpapier-
 kredite an
 öffentliche
 Haushalte
 abgeschwächt*

Ein wichtiger Beitrag zum Geldmengenwachstum ging außerdem erneut von den Wertpapierkrediten an öffentliche Haushalte aus, deren Anstieg vor allem durch die Käufe des Eurosystems im Rahmen des PSPP bestimmt wurde. Allerdings war ihr Beitrag zur monetären Dynamik weniger stark ausgeprägt als in den Vorquartalen, da die Nettokäufe des Eurosystems durch steigende Nettoverkäufe der anderen MFIs teilweise kompensiert wurden (zu den Auswirkungen der Staatsanleihekäufe auf die konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors siehe die Erläuterungen auf S. 30 ff.).

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euro-Raum¹⁾

Mrd €, Quartalssummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Buchkredite bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. ¹⁾ Zusätzlich bereinigt um Positionen im Zusammenhang mit fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen, die von MFIs erbracht wurden.

Deutsche Bundesbank

Positive Wirkung auf die Geldmenge M3 hatten auch deutliche Abflüsse beim Geldkapital, die sowohl langfristige Termin- und Spareinlagen als auch Bankschuldverschreibungen mit einer Laufzeit von über zwei Jahren betrafen. Damit setzte sich der bereits seit Herbst 2011 zu beobachtende deutliche Rückgang der Bankenfinanzierung über langfristige Schuldinstrumente, der sich im Frühjahr etwas abgeschwächt hatte, im Berichtsquartal wieder fort.

*Abflüsse beim
 Geldkapital
 setzten sich fort*

Eine kräftige Dämpfung erfuhr die Geldmengenentwicklung für sich genommen durch den Rückgang der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors. Dies ist auch vor dem Hintergrund der Anleiheankaufprogramme des Eurosystems zu sehen. Zum einen dürfte das Eurosystem auch im Berichtsquartal einen größeren Teil der Anleihen letztendlich von gebietsfremden Investoren erworben haben, was mit Mittelabflüssen aus dem Euro-Raum ins Ausland verbunden war (vgl. die Erläuterungen auf S. 30 ff.). So deuten die bislang verfügbaren Zahlungsbilanzdaten

*Netto-Auslands-
 position des
 MFI-Sektors
 dämpfte M3-
 Wachstum für
 sich genommen
 kräftig*

Wie sich Ankaufprogramme in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors zeigen

Die monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet wird seit dem Jahr 2015 in erheblichem Umfang von den Effekten des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) geprägt. Dies lässt sich anhand der konsolidierten Bilanzdarstellung des MFI-Sektors verdeutlichen.¹⁾ Der Vergleich dieser Bilanz zu zwei Zeitpunkten spiegelt sämtliche Transaktionen der MFIs einschließlich des Eurosystems mit heimischen Nichtbanken sowie mit Ansässigen außerhalb des Währungsgebiets wider (siehe Tabelle auf S. 26).

Dabei muss grundsätzlich unterschieden werden zwischen direkten Effekten, also der Erhöhung der Geldmenge als unmittelbare Folge des Ankaufs von Wertpapieren durch die Zentralbank, und indirekten Effekten, die durch Anpassungsreaktionen verursacht werden. Ob ein Wertpapierkauf durch das Eurosystem direkte Auswirkungen auf die Geldmenge M3 hat und welche Positionen in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors betroffen sind, hängt davon ab, ob der Verkäufer dem MFI-Sektor, dem inländischen geldhaltenden Sektor oder den Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets zuzuordnen ist.²⁾ Dies soll im Folgenden am Beispiel des Ankaufs von Anleihen, die von Staaten im Euro-Währungsgebiet begeben wurden, verdeutlicht werden. Im Fall des Ankaufs von inländischen Unternehmensanleihen gelten die nachfolgenden Überlegungen entsprechend; in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors ist dann jedoch nicht die Position „Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte im Euro-Währungsgebiet“ betroffen, sondern die Position „Wertpapierkredite an private Nicht-MFIs im Euro-Währungsgebiet“.

Eine direkte Wirkung auf die Geldmenge M3 haben Käufe von Staatsanleihen nur dann, wenn die Zentralbank die Wertpapiere letztlich aus den Beständen des inländischen geldhaltenden Sektors (im Wesentlichen private Unternehmen oder Haushalte) ankauft. In diesem Fall führen die Transaktionen auf der Aktivseite der konsolidierten Bilanz zu einem Anstieg der Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte, während auf der Passivseite der Bezahlvorgang, zum Beispiel in Form von täglich fälligen Einlagen, die Geldmenge M3 erhöht.³⁾

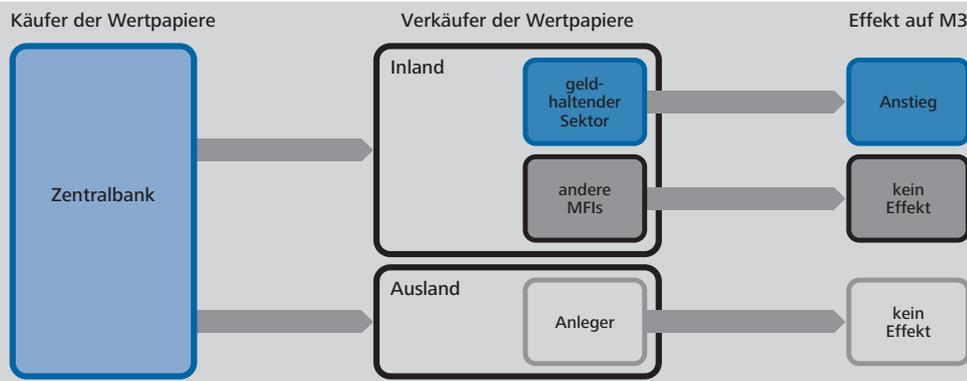
Ist der Verkäufer der Staatsanleihen dagegen außerhalb des Euro-Währungsgebiets ansässig, so steigen aufseiten der Gegenposten von M3 ebenfalls die Wertpapierkredite des MFI-Sektors an öffentliche Haushalte. Der Bezahlvorgang führt aber zu einem Anstieg der Verbindlichkeiten der Zentralbank oder eines inländischen Kreditinstituts gegenüber dem ausländischen Ver-

1 Zur konsolidierten Bilanzdarstellung des MFI-Sektors vgl.: Deutsche Bundesbank, Die Bedeutung der konsolidierten Bilanzdarstellung des MFI-Sektors für die Monetäre Analyse, Monatsbericht, Juli 2013, S. 58 f. Der MFI-Sektor umfasst in erster Linie im Euro-Währungsgebiet ansässige Zentralbanken, Kreditinstitute und Geldmarktfonds. Da Geldmarktfonds nur sehr begrenzt in längerfristige Wertpapiere investieren dürfen, werden sie im Folgenden nicht gesondert betrachtet.

2 Der vierte, quantitativ wohl weniger bedeutende Fall des Verkaufs von Anleihen durch die Zentralstaaten im Euro-Raum wird hier nicht erörtert.

3 Da der Verkäufer im Allgemeinen keine direkte Kontobeziehung zur Zentralbank unterhält, muss die Bezahlung des Kaufpreises über seine kontoführende Bank abgewickelt werden. Dies führt zu einem Anstieg des Zentralbankguthabens der Bank um den entsprechenden Betrag, während diese den Kaufpreis dem Guthaben ihres Kunden gutschreibt. Für die Bank handelt es sich bei dieser Transaktion um eine Bilanzverlängerung. Der Anstieg des Zentralbankguthabens der Bank zeigt sich aber nicht in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors insgesamt, da er, für sich genommen, nicht zu einer Veränderung der Forderungen und Verbindlichkeiten gegenüber dem Nicht-MFI-Sektor führt und bei der Konsolidierung entfällt.

Direkte Effekte eines geldpolitischen Ankaufprogramms auf M3
 Verdeutlichung anhand der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors



Deutsche Bundesbank

käufer, der sich in einem Rückgang der Nettoforderungen des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets niederschlägt.⁴⁾ Die Geldmenge M3 bleibt unverändert, weil sich die Geldhaltung der inländischen Nichtbanken nicht geändert hat.

Kauft die Zentralbank Staatsanleihen aus den Beständen eines inländischen Kreditinstituts, so hat diese Transaktion ebenfalls keine direkte Wirkung auf die Geldmenge M3. Das Wertpapier wechselt nur innerhalb des MFI-Sektors den Besitzer, sodass der insgesamt dem MFI-Sektor zuzurechnende Bestand an Wertpapierkrediten an öffentliche Haushalte durch diese Transaktion unverändert bleibt. Zugleich erhöhen sich im Rahmen des Bezahlvorgangs die Zentralbankguthaben des verkaufenden Kreditinstituts. Dies schlägt sich jedoch ebenfalls nicht in der konsolidierten Bilanz nieder, da dem Anstieg der Forderungen aufseiten der Kreditinstitute ein entsprechender Anstieg der Verbindlichkeiten des Eurosystems gegenübersteht.

Neben den direkten Geldmengeneffekten der Wertpapierankäufe kommt es aufgrund verschiedener Anpassungsreaktionen von

MFIs und Nichtbanken auch zu indirekten Veränderungen der Geldmenge. Sie treten zum Beispiel im Zusammenhang mit dem Portfolio-Rebalancing-Kanal auf, also dadurch, dass der Ankauf von Staatsanleihen durch die Zentralbank Portfolioumschichtungen aufseiten der Anleger auslöst. Auch weitere Übertragungswege sind denkbar, etwa über den Einfluss der Geldpolitik auf die Erwartungsbildung der Marktteilnehmer, auf die finanzielle Situation der Kreditinstitute und Kreditnehmer oder über den Wechselkurs.⁵⁾

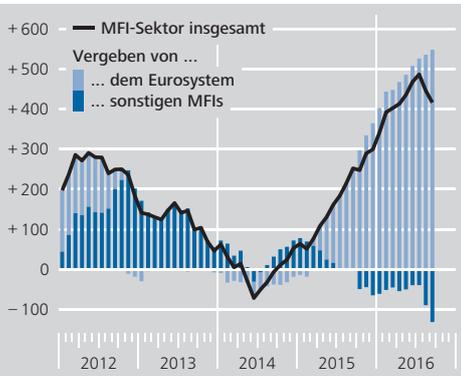
Derartige indirekte Effekte können sowohl positiv als auch negativ auf die Geldmenge wirken. Indirekte positive Effekte können sich beispielsweise aus einer Ausweitung der Kreditvergabe der MFIs an den inländischen geldhaltenden Sektor in Form von Buch- oder Wertpapierkrediten und der damit verbundenen Entstehung von der Geld-

⁴ Da der Verkäufer im Regelfall nicht über ein Konto beim Eurosystem verfügt, muss die Bezahlung des Kaufpreises über seine kontoführende Bank erfolgen. Handelt es sich dabei um ein Euro-Raum-MFI, kann dieser Vorgang wie in Fußnote 3 auf S. 30 betrachtet werden.

⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Zu den gesamtwirtschaftlichen Auswirkungen der quantitativen Lockerung im Euro-Raum, Monatsbericht, Juni 2016, S. 29–54.

Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte im Euro-Raum

Mrd €, Veränderung innerhalb der letzten 12 Monate



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

menge zuzurechnenden Einlagen ergeben. Ein indirekter, die Geldmengeneffekte des Ankaufprogramms abschwächender Effekt tritt dagegen auf, wenn zum Beispiel der inländische geldhaltende Sektor die ihm zugeflossenen Einlagen zum Kauf von Auslandsaktiva verwendet, wodurch – für sich genommen – die Nettoforderungen des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets und gleichzeitig die Geldmenge M3 reduziert werden. Andere Anpassungsreaktionen, die ebenfalls geldmengenvermindernd wirken, können in der Verwendung der dem inländischen geldhaltenden Sektor zugeflossenen Einlagen zur Tilgung ausstehender MFI-Kredite, in einer Substitution von Bank- durch Kapitalmarktfinanzierung durch Unternehmen oder in der Umschichtung kurzfristiger, in M3 enthaltener Einlagen in längerfristige, nicht in M3 enthaltenen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors bestehen.⁶⁾ Im weiteren Zeitverlauf kann es schließlich zu Rückwirkungseffekten der realwirtschaftlichen Auswirkungen des Ankaufprogramms auf die Posten der konsolidierten Bilanzdarstellung kommen.

Wie stark sich diese Effekte aktuell in der Geldmengenentwicklung im Euro-Wäh-

rungsgebiet niederschlagen, ist schwer zu beurteilen. So fehlen für die Ermittlung der direkten Effekte der Anleiheaufkäufe statistische Angaben über die hinter den Transaktionen stehenden eigentlichen Verkäufer; zudem lässt sich die Entwicklung der betroffenen Bilanzpositionen, wie sie ohne die Anleihekäufe des Eurosystems eingetreten wäre, nicht ohne Weiteres abschätzen. Trotzdem macht der Blick auf die Daten der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors einige Grundtendenzen sichtbar.⁷⁾

Unterscheidet man – wie im nebenstehenden Schaubild dargestellt – bei den Wertpapierkrediten an öffentliche Haushalte im Euro-Währungsgebiet zwischen Eurosystem und MFIs ohne Eurosystem, erkennt man, dass hinter dem starken Wachstum der letzten anderthalb Jahre die Käufe des Eurosystems im Rahmen des seit März 2015 laufenden Ankaufprogramms standen. Im Euro-Raum ansässige Kreditinstitute haben dagegen seit Anfang 2015 ihre Bestände an WWU-Staatsanleihen deutlich verringert. Dies deutet darauf hin, dass sie als Verkäufer auftraten, was dazu geführt haben dürfte, dass ein erkennbarer Anteil der vom Eurosystem bereitgestellten Mittel im MFI-Sektor verblieb.

⁶ Für eine ausführliche Diskussion dieser „Leakage“-Effekte vgl.: N. Butt, S. Domit, M. McLeay und R. Thomas, What can the money data tell us about the impact of QE?, Bank of England Quarterly Bulletin 2012 Q4, S. 321–331.

⁷ Die folgenden Beispiele beziehen sich alle auf den Ankauf von Staatsanleihen. Vergleichbare Aussagen zum im Juni dieses Jahres gestarteten Ankaufprogramm für Unternehmensanleihen fallen schwerer, da die Datenhistorie noch kurz ist und die zum Kauf zugelassenen Anleihen in den hier verwendeten Datenquellen schlechter abgrenzbar sind. So darf das Eurosystem nur Anleihen mit erstklassiger Bonität erwerben. Zudem enthalten die Datenreihen zu den vom Eurosystem gehaltenen Anleihen des privaten Nichtbankensektors im Euro-Währungsgebiet auch die im Rahmen des APP angekauften Asset Backed Securities sowie Anleihen staatsnaher Unternehmen, die bis Mai 2016 noch für das PSPP zugelassen waren.

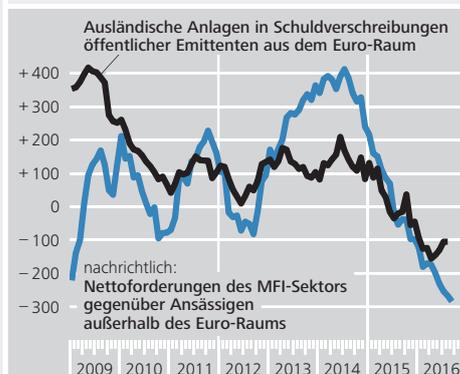
Auch Investoren außerhalb des Euro-Währungsgebiets dürften in größerem Umfang Staatsanleihen an das Eurosystem verkauft haben. Hinweise hierfür erhält man, wenn man die Daten der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors mit denen der Zahlungsbilanzstatistik verknüpft. Das nebenstehende Schaubild zeigt, dass der seit Ende 2014 anhaltende Rückgang der Netto-Auslandsposition zeitgleich mit Mittelabflüssen aus dem Euro-Raum erfolgte, die im Zusammenhang mit dem Nettoverkauf heimischer Staatsanleihen durch das Ausland standen. Sofern es sich dabei um Verkäufe an das Eurosystem handelte, führten diese in der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors nicht zu einem unmittelbaren Anstieg der Geldmenge, sondern zu Verschiebungen zwischen zwei Gegenposten von M3: Einerseits stiegen die Wertpapierkredite des MFI-Sektors an öffentliche Haushalte, andererseits gingen die Nettoforderungen des MFI-Sektors gegenüber Ansässigen außerhalb des Euro-Währungsgebiets zurück.

Insgesamt legt der Blick auf die Daten die Vermutung nahe, dass die direkten Effekte der Staatsanleihekäufe des Eurosystems auf die Geldmenge M3 wesentlich geringer waren als die von ihm ausgewiesenen Kaufvolumina.

Bei der Bewertung der Geldmengeneffekte des APP ist zu beachten, dass direkte Effekte der Wertpapierkäufe auf die Geldmenge für die Wirksamkeit des Programms nicht zwingend erforderlich sind. In den zur Analyse von Ankaufprogrammen verwendeten Modellen reflektiert ein Anstieg der Geldmenge beziehungsweise der Bankeinlagen die Transmission des Ankaufprogramms, ist aber nicht ursächlich für seine Wirkung.⁸⁾ Die Geldmengenentwicklung ist für die Beurteilung der Effekte eines Ankaufprogramms im Rahmen der monetären Analyse aus diesem Grund auch nur eine unter meh-

Nettokäufe von WWU-Staatsanleihen durch Ausländer

Mrd €, Veränderung innerhalb der letzten 12 Monate



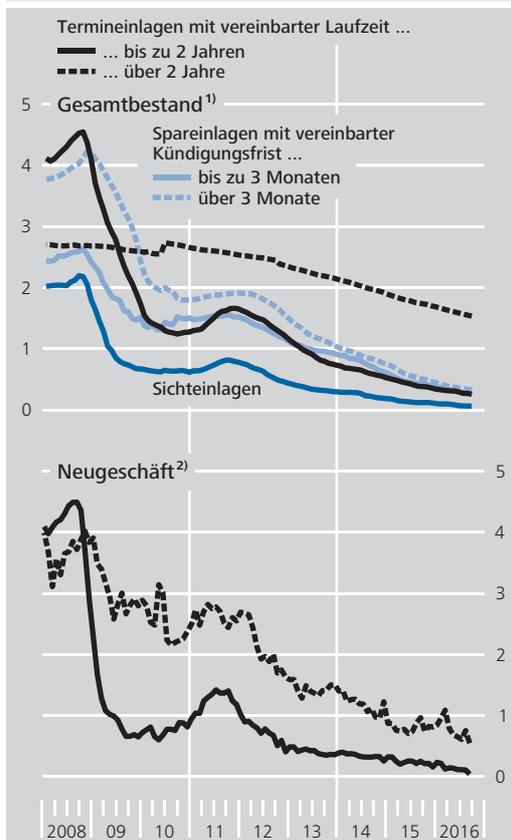
Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

renen relevanten Größen und muss im Gesamtzusammenhang der konsolidierten Bilanz des MFI-Sektors und der Entwicklung an den Finanz- und Kreditmärkten bewertet werden.

⁸ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2016), a. a. O.

Zinssätze für Bankeinlagen in Deutschland¹⁾

% p.a., monatlich



* Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Unternehmen. **1** Gemäß harmonisierter MFI-Zinsstatistik. Über Sektoren volumengewichtete Zinssätze. Bestandszinssätze 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 Monatsultimo) werden explizit nur für Termineinlagen erhoben.

Deutsche Bundesbank

für die Monate Juli und August mit Blick auf das PSPP darauf hin, dass sich gebietsfremde Investoren im Berichtsquartal erneut in erkennbarem Umfang von Staatsanleihen aus dem Euro-Raum trennten. Zum anderen – und wohl betragsmäßig bedeutsamer – lassen die Daten der Zahlungsbilanz vermuten, dass sowohl gebietsfremde Investoren als auch inländische Nichtbanken weiterhin in großem Umfang inländische Wertpapiere durch ausländische Papiere substituierten; dies dürfte nicht zuletzt auf die indirekten Effekte des Ankaufprogramms, wie zum Beispiel Portfolioumschichtungen oder die veränderten Erwartungen der Marktteilnehmer, zurückzuführen sein.

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Die Einlagen bei Banken in Deutschland setzten ihre positive Entwicklung der vergangenen Quartale auch in den Sommermonaten fort. Getrieben wurde das Wachstum erneut von kräftigen Zuwächsen der Sichteinlagen. Daneben verzeichneten auch die sonstigen kurzfristigen Einlagen leichte Zuflüsse. Zudem setzte sich der Abbau langfristiger Einlagearten fort, blieb aber vergleichsweise moderat. Ursächlich für den anhaltenden Aufbau von Sichteinlagen dürften vor allem die geringen und nochmals verringerten Renditevorteile sein, die alternative Bankeinlagearten – bei geringerer Flexibilität – bieten (siehe nebenstehendes Schaubild).

Die Entwicklung nach Sektoren unterschied sich im Berichtszeitraum kaum von den Vorquartalen. So leisteten die privaten Haushalte mit einem kräftigen Aufbau ihrer Sichtguthaben im Berichtsquartal nach wie vor den größten Beitrag zum Zuwachs der kurzfristigen Bankeinlagen. Auch die nichtfinanziellen Unternehmen verzeichneten erneut einen Zuwachs ihrer täglich fälligen Einlagen, wenngleich schwächer als in den Vorperioden. Dagegen fiel ihr Aufbau kurzfristiger Termineinlagen in diesem Quartal etwas deutlicher aus. Die Nachfrage nach hochliquiden Bankeinlagen durch den nichtfinanziellen Privatsektor dürfte auch in diesem Berichtsquartal von der guten Ertragslage der nichtfinanziellen Unternehmen und den hohen verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte gestützt worden sein. Finanzielle Unternehmen, deren Anlageverhalten stärker durch Renditegesichtspunkte geprägt ist, bauten ihre Einlagen in diesem Segment per saldo weiter ab.

Bei den langfristigen Einlagen setzte sich der seit dem Jahr 2010 beobachtbare Abbau fort. Dominiert wurde der Rückgang wie in den Vorperioden durch den fortgesetzten Nettoabbau von Termineinlagen der Versicherungsunternehmen mit einer vereinbarten Laufzeit von mehr als zwei Jahren. Daneben bauten die privaten

*Sichteinlagen-
aufbau dominiert
weiterhin
Einlagen-
wachstum*

*Aufbau im
kürzerfristigen
Einlagenbereich
vom nicht-
finanziellen
Privatsektor
getrieben*

*Rückgang im
langfristigen
Bereich haupt-
sächlich auf Ver-
sicherungsunter-
nehmen zurück-
zuführen*

Haushalte weiter netto langfristige Spareinlagen ab. Mittlerweile haben die Haushalte ihre Spareinlagen mit vereinbarter Kündigungsfrist von mehr als drei Monaten derart anhaltend abgebaut, dass sich ihr Bestand auf weniger als die Hälfte der Summe zu Beginn der Wirtschafts- und Währungsunion reduziert hat. Auch bei langfristigen Termineinlagen von Versicherungsunternehmen kommt es seit der Krise anhaltend zu einem Nettoabbau. Dennoch ist das Niveau aktuell ähnlich hoch wie zu Beginn der Währungsunion, da bis zur Krise noch deutliche Zuwächse verzeichnet wurden, die erst jetzt abgebaut sind.

Kreditgeschäft mit heimischen Nichtbanken noch einmal deutlich zugenommen

Das Kreditgeschäft der Banken mit dem heimischen Nichtbankensektor nahm in den Sommermonaten noch einmal deutlich zu. Wie schon in den Vorquartalen waren allein die Kredite an öffentliche Haushalte von diesem Anstieg ausgenommen, worin sich nicht zuletzt der geringe Finanzierungsbedarf angesichts der günstigen Lage der öffentlichen Haushalte widerspiegeln dürfte. Dagegen wurde insbesondere die Buchkreditvergabe an den heimischen Privatsektor per saldo deutlich ausgeweitet. Zudem erhöhten die Banken in Deutschland – anders als im Euro-Raum insgesamt – auch ihre Bestände an Wertpapieren privater Emittenten im dritten Quartal noch einmal leicht.

Buchkreditvergabe an den Privatsektor erneut von Wohnungsbaukrediten getrieben

Die größten Nettozuflüsse bei den Buchkrediten an den Privatsektor verzeichneten die Ausleihungen an private Haushalte, die wie in den Vorquartalen vor allem von den Wohnungsbaukrediten getrieben wurden. Dabei bewegte sich das Wachstum der Wohnungsbaukredite im Berichtsquartal auf dem im Sommer 2015 erreichten Niveau. Im Ergebnis verharrte die Wachstumsrate gegenüber dem Vorjahr bei 3¾% (siehe die Erläuterungen auf S. 36 ff.). Gestützt wurde die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten weiterhin durch das ausgesprochen niedrige Zinsniveau. Laut MFI-Zinsstatistik sank der Zins für langfristige Wohnungsbaukredite im Verlauf des dritten Quartals erneut und erreichte

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

Quartalsummen der monatlichen Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

Position	2016	
	2. Vj.	3. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾		
täglich fällig	26,6	26,8
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	-2,1	7,9
über 2 Jahre	-2,9	-3,9
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	0,8	0,5
über 3 Monate	-2,1	-2,4
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	-3,2	-0,9
Wertpapierkredite	-7,9	-5,7
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	15,2	23,1
darunter: an private Haushalte ³⁾	11,3	11,0
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾	0,3	8,1
Wertpapierkredite	4,9	4,9

* 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.

Deutsche Bundesbank

mit 1,7% zum Quartalsende einen neuen historischen Tiefstand.

Hierzu passt, dass sich gemäß BLS-Angaben das niedrige allgemeine Zinsniveau nachfragesteigernd auswirkte, ebenso wie die positive Einschätzung der Aussichten auf dem Wohnungsmarkt und der Entwicklung der Preise für Wohneigentum sowie das stabile Verbrauchervertrauen. Dass die im BLS befragten Bankmanager dennoch den Bedarf an Wohnungsbaukrediten per saldo moderat rückläufig einschätzten, war dadurch bedingt, dass einige Umfrageteilnehmer hierfür unter anderem den Verlust von Marktanteilen ihres Instituts an andere Banken

Die Umsetzung der EU-Wohnimmobilienkreditrichtlinie in Deutschland im Spiegel von Bank Lending Survey, Bilanz- und Zinsstatistik

Zum 21. März 2016 wurde die Wohnimmobilienkreditrichtlinie (WIKR) der Europäischen Union¹⁾ in deutsches Recht umgesetzt, in erster Linie durch Änderungen und Ergänzungen im Bürgerlichen Gesetzbuch (BGB), im Einführungsgesetz zum BGB und im Kreditwesengesetz (KWG). Die Richtlinie zielt primär darauf ab, den Verbraucherschutz zu verbessern, einen transparenten und effizienten europäischen Binnenmarkt für Wohnimmobilienkredite zu schaffen und zu einer nachhaltigen Kreditvergabe und -aufnahme beizutragen.

Zu diesem Zweck harmonisiert sie unter anderem die Kreditwürdigkeitsprüfung sowie die Bestimmungen zu Beratungsleistungen bei der Kreditvergabe und -vermittlung und erlegt in diesem Zusammenhang den Kreditinstituten umfassendere Informations- und Dokumentationspflichten auf. Konkret werden die Banken verpflichtet, sich bei der Kreditwürdigkeitsprüfung nicht hauptsächlich auf eine voraussichtliche Wertzunahme der Wohnimmobilie zu stützen, sondern die Kreditwürdigkeit eingehend auf der Grundlage von Informationen zu Einkommen, Ausgaben sowie anderen finanziellen und wirtschaftlichen Umständen des Darlehensnehmers zu prüfen. Der Darlehensgeber darf den Kreditvertrag nur abschließen, wenn aus dieser Prüfung hervorgeht, dass der Darlehensnehmer seinen Vertragsverpflichtungen voraussichtlich nachkommen kann.²⁾ Verstößt der Darlehensgeber gegen diese Auflagen, kann der Kreditnehmer den Vertrag jederzeit fristlos kündigen – ohne dass die Bank eine Vorfälligkeitsentschädigung verlangen kann –, oder er kann auf eine Senkung des Kreditzinses auf den marktüblichen Zinssatz bestehen.³⁾ Damit

führen Verstöße nicht mehr nur zu aufsichtsrechtlichen Konsequenzen, sondern haben nunmehr auch zivilrechtliche Folgen, die unmittelbar von den betroffenen Kreditnehmern geltend gemacht werden können.

Vor diesem Hintergrund fand in Deutschland in den letzten Monaten eine öffentliche Diskussion darüber statt, ob die Kreditvergabe der deutschen Banken durch die WIKR belastet werde. Tatsächlich schlugen sich im zweiten Quartal 2016 die genannten Änderungen der gesetzlichen Grundlagen in den Antworten der Banken aus der deutschen Stichprobe des Bank Lending Survey (BLS) nieder: Zwar ließ die Mehrheit der befragten Banken ihre Vergabestandards für Wohnungsbaukredite unverändert, ein beachtlicher Anteil berichtete jedoch von leicht verschärften Vergaberichtlinien sowie einige Banken von strengeren Kreditvertragskonditionen oder einem gestiegenen Anteil abgelehnter Kreditanträge. Im dritten Quartal 2016 wurden die Standards aber nur in wenigen Einzelfällen noch leicht verschärft.

Die monatliche Bilanzstatistik zeigt bei der aggregierten Kreditentwicklung keine Auffälligkeiten. Die Nettozuflüsse zu den Wohnungsbaukrediten bewegten sich in den letzten Quartalen per saldo auf dem im Sommer 2015 erreichten Niveau seitwärts (siehe oberes Schaubild auf S. 37), und die Wachs-

¹ Richtlinie 2014/17/EU des Europäischen Parlaments und des Rates vom 4. Februar 2014 über Wohnimmobilienkreditverträge für Verbraucher und zur Änderung der Richtlinien 2008/48/EG und 2013/36/EU und der Verordnung (EU) Nr. 1093/2010, ABl. L 60/34 vom 28. Februar 2014.

² Die Regelungen finden sich in §§ 505a bis 505c BGB und § 18a KWG.

³ Vgl. § 505d BGB.

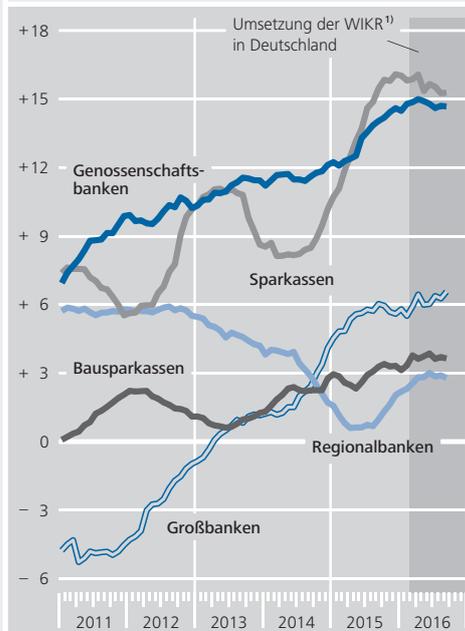
tumsrate gegenüber dem Vorjahr, die im Verlauf des Jahres 2015 auf 3,5% gestiegen war, beschleunigte sich in den Frühjahrsmonaten sogar leicht und liegt seitdem bei Werten um 3¾%. Allerdings deutet die disaggregierte Betrachtung auf Verschiebungen in der Wachstumsdynamik zwischen den Bankengruppen hin. So schwächte sich bei Sparkassen und Genossenschaftsbanken, die traditionell die größten Marktanteile in diesem Kreditsegment besitzen, die zuvor hohe Wachstumsdynamik leicht ab. Im Aggregat wurde dies jedoch durch eine erhöhte Kreditvergabe vor allem seitens der Groß- und Regionalbanken kompensiert (siehe nebenstehendes oberes Schaubild). Trotz der insgesamt verlangsamten Dynamik bleibt das Wachstum der von den Sparkassen und Genossenschaftsbanken ausgegebenen Wohnungsbaukredite mit 4,4% beziehungsweise 5,8% gegenüber dem Vorjahr am aktuellen Rand vergleichsweise hoch.

Die hier betrachteten transaktionsbedingten Veränderungen aus der monatlichen Bilanzstatistik setzen sich aus Neukreditvergabe und Tilgungen zusammen. Sie sind zwar ein geeignetes Maß für die (Netto-)Mittelbereitstellung der Banken, nicht jedoch für ihre (Brutto-)Neukreditvergabe. Letztere lässt sich aus den Zahlen der Bilanzstatistik nicht berechnen, da keine Informationen über

4 Im Gegensatz zur Bilanzstatistik handelt es sich bei der Zinsstatistik nicht um eine Vollerhebung, sondern um eine repräsentative Stichprobe, die auf das gesamte Bankensystem hochgerechnet wird. Zum Stichprobenverfahren siehe: Deutsche Bundesbank, Die erweiterte MFI-Zinsstatistik: Methodik und erste Ergebnisse, Monatsbericht, Juni 2011, S. 49–62. Beide Statistiken können wertvolle Einblicke in die Dynamik des Marktes für Wohnungsbaukredite geben. Dabei ist zu beachten, dass bei der Zinsstatistik nur die im nebenstehenden unteren Schaubild dargestellten absoluten monatlichen Neugeschäftsvolumina interpretiert werden sollten. Denn erstens stehen – im Gegensatz zur Bilanzstatistik – keine Indexreihen für die Berechnung von Wachstumsraten zur Verfügung. Zweitens ist die Einschätzung des längerfristigen Trends mithilfe kumulierter 12-Monatsflows derzeit problematisch, weil deren Entwicklung in den letzten Monaten stark durch Basiseffekte getrieben wurde.

Wohnungsbaukredite an private Haushalte nach ausgewählten Bankengruppen (Bilanzstatistik)

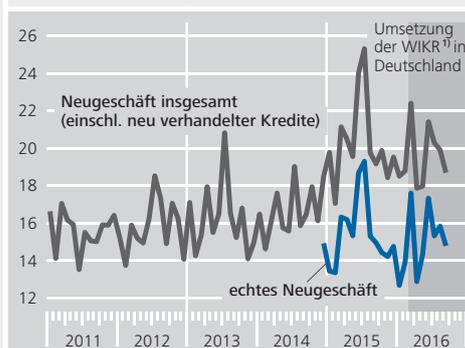
Mrd €, Veränderung innerhalb der letzten 12 Monate



1 Wohnimmobilienkreditrichtlinie der Europäischen Union. Deutsche Bundesbank

Wohnungsbaukredite an private Haushalte: Neugeschäftsvolumina (Zinsstatistik)

Monatliche Veränderungen in Mrd €



1 Wohnimmobilienkreditrichtlinie der Europäischen Union. Deutsche Bundesbank

Tilgungen vorliegen. Jedoch werden im Rahmen der MFI-Zinsstatistik Angaben zu Neukreditvolumina erhoben, die zur Berechnung gewichteter Zinssätze verwendet werden.⁴⁾ Zwar enthalten diese Angaben auch Prolongationen bestehender Kredite, weil diese grundsätzlich auch mit Zinsanpassungen einhergehen können. Aber seit

Dezember 2014 weist die Zinsstatistik neu verhandelte Kredite gesondert aus, sodass sich „echte“ Neugeschäftsvolumina – im Sinne von erstmaligen Neuzusagen – berechnen lassen. Für die Einschätzung der Neukreditvergabe nach Einführung der WIKR liegen somit Daten zum „echten“ Neugeschäft vor, auch wenn diese aufgrund der wenigen Datenpunkte seit Dezember 2014 derzeit noch schwierig einzuordnen sind.

Auch diese Daten liefern keine Hinweise auf eine Abschwächung der Wohnungsbaukreditvergabe im Zuge der Umsetzung der WIKR (siehe unteres Schaubild auf S. 37). Die aktuellen Neugeschäftsvolumina befinden sich auf dem Niveau der durchschnittlichen monatlichen Kreditströme der jüngeren Vergangenheit; dies gilt sowohl für die um Prolongationen bereinigten Neugeschäftsvolumina – das „echte“ Neu-

geschäft – als auch für diejenigen Neugeschäftszahlen, die neu verhandelte Kredite mit einschließen.

innerhalb oder außerhalb der Stichprobe verantwortlich machten. Seine Standards für Wohnungsbaukredite veränderte der Großteil der befragten BLS-Banken nicht. Vor dem Hintergrund des im März 2016 in Kraft getretenen Gesetzes zur Umsetzung der Wohnimmobilienkreditrichtlinie und zur Änderung handelsrechtlicher Vorschriften wurden sie nur noch in wenigen Einzelfällen leicht verschärft. Die Straffungen in diesem Zusammenhang blieben deutlich hinter denjenigen im Vorquartal zurück (siehe die Erläuterungen auf S. 36 ff.).

*Konsumenten-
kredite mit
leichten
Zuflüssen*

Die Konsumentenkredite an private Haushalte verzeichneten im Berichtsquartal leichte Zuflüsse. Auch die am BLS teilnehmenden Banken berichteten von einer per saldo merklich gestiegenen Nachfrage. Als Haupttreiber der höheren Nachfrage identifizierten die befragten Institute die gestiegene Anschaffungsneigung der Konsumenten, das niedrige allgemeine Zinsniveau und das hohe Verbrauchervertrauen. Nachfragedämpfende Effekte gingen hingegen von der

stärkeren Verwendung eigener Mittel aus. Die Standards für Konsumentenkredite blieben weitgehend unverändert.

Nach einem eher schwachen Frühjahrsquartal konnten die Banken ihr Kreditgeschäft mit inländischen nichtfinanziellen Unternehmen in den Sommermonaten – wie bereits im ersten Quartal – per saldo spürbar ausweiten. Besonders deutlich legten die langfristigen Ausleihungen zu.

*Kreditvergabe
an nicht-
finanzielle
Unternehmen
spürbar aus-
geweitet ...*

Dies entspricht den Umfrageergebnissen des BLS, nach denen die Nachfrage vonseiten nichtfinanzieller Unternehmen nach Bankkrediten im dritten Quartal im Ergebnis leicht zunahm. Gemäß der Einschätzung der Interviewpartner gingen stützende Einflüsse vor allem vom Finanzierungsbedarf für Umschuldungen, Umfinanzierungen und Neuverhandlungen und vom niedrigen allgemeinen Zinsniveau aus. So zahlten inländische Unternehmen Ende September im kurzfristigen Laufzeitbereich Zinsen in Höhe von 2,5% für kleinvolumige beziehungsweise 1,2%

*... bei nahezu
unveränderten
Standards*

Bankkonditionen in Deutschland

Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen



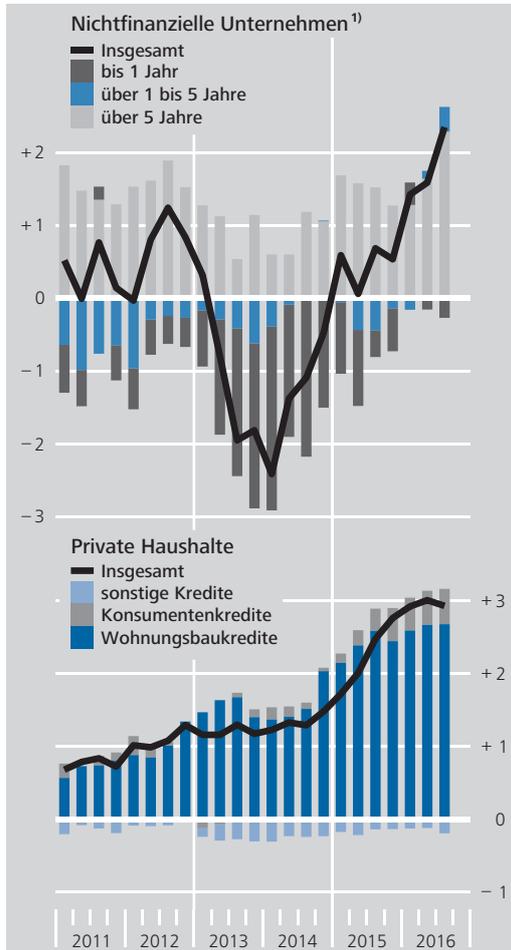
Kredite an private Haushalte



1 Neugeschäft. Gemäß harmonisierter MFI-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 4. Vj. 2016.

Buchkredite^{*)} deutscher Banken an den inländischen nichtfinanziellen Privatsektor

Wachstumsraten gegenüber Vorjahr in %; Wachstumsbeiträge in %-Punkten; Quartalsendstände; saisonbereinigt



* Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. ¹ Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften. Deutsche Bundesbank

für großvolumige Kredite, während die Zinsen für langfristige Ausleihungen zuletzt jeweils bei

1,7% lagen. Für sich genommen nachfrage-dämpfend wirkte dagegen der Rückgriff der Unternehmen auf alternative Finanzierungsquellen, etwa indem großzügige Innenfinanzierungsspielräume genutzt oder Schuldverschreibungen begeben wurden. Die Kreditvergabe-maßstäbe im Unternehmensgeschäft blieben nahezu unverändert.

Die Oktober-Umfrage enthielt zusätzliche Fragen zu den Auswirkungen der Anleihekäufe des Eurosystems sowie zu den Folgen des negativen Zinssatzes der Einlagefazilität des Eurosystems für das Kreditgeschäft. Erneut berichteten die deutschen Banken, dass das Ankaufprogramm ihre Liquiditätsposition und ihre Finanzierungsbedingungen verbessert habe. Die Liquiditätserhöhung, die unter anderem für die Kreditvergabe genutzt wurde, resultierte in den vergangenen sechs Monaten hauptsächlich daraus, dass die Bankkunden Portfolioumschichtungen zugunsten von Bankeinlagen vornahmen, und weniger aus bankeigenen Verkäufen von Wertpapieren. Andererseits berichteten die befragten deutschen Banken in der Breite, dass das Ankaufprogramm Druck auf ihre Netto-Zinsmargen ausübe und dadurch ihre Ertragslage belastete. Auch der negative Zinssatz der Einlagefazilität hat in den letzten sechs Monaten beträchtlich 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 sich die Auswirkungen auf das Kreditvolumen in Grenzen hielten.

Ertragslage der Banken durch APP und negativen Zinssatz der Einlagefazilität belastet