

Geldpolitik und Bankgeschäft

Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

EZB-Rat beschließt Fortführung des APP bis Ende September 2018 mit reduziertem monatlichen Volumen ...

Am 26. Oktober 2017 beschloss der EZB-Rat vor dem Hintergrund seiner regelmäßigen wirtschaftlichen und monetären Analyse eine Verlängerung und Rekalibrierung des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP). Die Käufe sollen bis Jahresende 2017 weiterhin zu einem monatlichen Volumen von 60 Mrd € fortgeführt werden. Ab Januar 2018 beabsichtigt das Eurosystem, monatliche Nettokäufe in Höhe von 30 Mrd € bis Ende September 2018 oder darüber hinaus und in jedem Fall so lange durchzuführen, bis der EZB-Rat eine nachhaltige Korrektur der Inflationsentwicklung erkennt, die mit seinem Inflationsziel im Einklang steht. Tilgungsbeträge werden dabei parallel zu den Nettokäufen wieder angelegt. Das Eurosystem

wird die Reinvestition der Tilgungsbeträge nach Abschluss des Nettoerwerbs von Vermögenswerten für längere Zeit und in jedem Fall so lange wie erforderlich fortsetzen.

Der EZB-Rat beschloss zudem, die regulären Refinanzierungsgeschäfte des Eurosystems so lange wie erforderlich, mindestens jedoch bis zum Ende der letzten Mindestreserve-Erfüllungsperiode des Jahres 2019 weiterhin als Mengentender mit Vollzuteilung durchzuführen. Gleichzeitig beließ er 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%. Der EZB-Rat geht weiterhin davon aus, dass die Leitzinsen für längere Zeit und weit über den Zeithorizont seines Nettoerwerbs von Vermögenswerten hinaus auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden.

... und verlängert Vollzuteilung in Refinanzierungsgeschäften, während Leitzinsen unverändert bleiben

Geldmarktzinsen im Euroraum



Quellen: EZB und Bloomberg. 1 Monatsdurchschnitte. 2 Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EONIA-Swapsatz. ● = Durchschnitt 1. bis 16. November 2017.

Deutsche Bundesbank

Die Reduzierung der monatlichen Ankäufe im Rahmen des APP ab 2018 begründete der EZB-Rat damit, dass das Vertrauen in die allmähliche Annäherung der Inflationsraten an das Inflationsziel angesichts des zunehmend robusten und breit angelegten Konjunkturaufschwungs, des erkennbaren Anstiegs der Kerninflation und der anhaltenden effektiven Transmission der geldpolitischen Maßnahmen auf die Finanzierungsbedingungen und die Realwirtschaft gewachsen ist.

Wachsendes Vertrauen in die allmähliche Annäherung der Inflationsraten an Inflationsziel

Eine Mehrheit im EZB-Rat war gleichwohl der Ansicht, dass die beschlossene deutliche Verlängerung der Nettoankäufe über das Ende dieses Jahres hinaus in Verbindung mit einem weiterhin offenen Endzeitpunkt notwendig sei, um die äußerst günstigen Finanzierungsbedingungen aufrechtzuerhalten, die für eine nachhaltige Rückkehr der Inflationsraten zu einem Niveau von unter, aber nahe 2% erforderlich sind.

Mehrheit im EZB-Rat trotzdem für Verlängerung der Nettoankäufe mit offenem Ende

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den zwei Reserveperioden vom 26. Juli 2017 bis 31. Oktober 2017 nahm der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren im Euroraum erneut zu (siehe unten stehende Tabelle). Er erhöhte sich auf durchschnittlich 1 110,0 Mrd € in der Reserveperiode September/Oktober 2017 und lag damit 21,4 Mrd € über dem Durchschnitt der vor dem Betrachtungszeitraum liegenden Reserveperiode Juni/Juli 2017. Die Summe der autonomen Faktoren bewegte sich dabei in der Spanne von 1 030,5 Mrd € bis zum neuen historischen Höchstwert von 1 165,6 Mrd €, der am Quartalsultimo September 2017 erreicht wurde. Der Anstieg dieses Liquiditätsbedarfs wurde hauptsächlich vom aggregierten Rückgang der Netto-Währungsreserven und der Sonstigen Faktoren verursacht, die wegen liquiditätsneutraler Bewertungseffekte gemeinsam betrachtet werden und sich in der Summe per saldo um 26,4 Mrd € liquiditätsabsorbierend redu-

zierten. Zudem entzog auch der Anstieg des Banknotenumlaufs um insgesamt 6,5 Mrd € im entsprechenden Periodenvergleich zusätzlich Zentralbankliquidität. Eine liquiditätsbereitstellende Wirkung hatten hingegen die Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem, deren Periodendurchschnitt sich für die Reserveperiode September/Oktober 2017 gegenüber der Reserveperiode Juni/Juli 2017 um 11,5 Mrd € auf 218,3 Mrd € reduzierte. Das Mindestreservesoll sank über die beiden Reserveperioden leicht um insgesamt 0,2 Mrd € auf 122,3 Mrd € in der Periode September/Oktober 2017, was den rechnerischen Liquiditätsbedarf im Betrachtungszeitraum entsprechend reduzierte.

Das insgesamt ausstehende Tendervolumen änderte sich im Vergleich der Periodendurchschnitte kaum (siehe Schaubild auf S. 26). So betrug das Gesamtvolumen in der

Liquiditätsbestimmende Faktoren ¹⁾

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

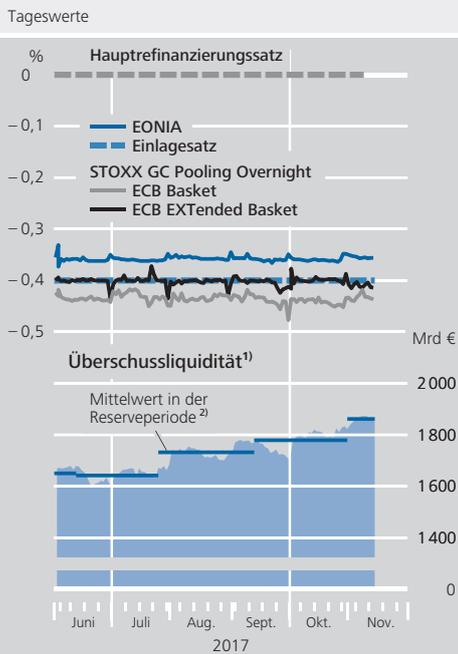
Position	2017	
	26. Juli bis 12. September	13. September bis 31. Oktober
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren		
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 6,2	- 0,3
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 48,0	- 36,5
3. Netto-Währungsreserven ¹⁾	- 17,9	- 4,0
4. Sonstige Faktoren ¹⁾	- 5,7	+ 1,2
Insgesamt	+ 18,2	- 39,6
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 3,9	+ 1,2
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 1,2	- 3,3
c) Sonstige Geschäfte	+ 74,1	+ 89,0
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,1	- 0,1
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 16,1	- 36,7
Insgesamt	+ 55,4	+ 50,1
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 73,5	+ 10,6
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	+ 0,4	- 0,2

* 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



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 10. Nov. 2017
Aktive Programme		
PSPP	+ 147,4	1 817,2
CBPP3	+ 11,2	237,4
CSPP	+ 20,1	124,0
ABSPP	+ 0,4	24,8
Beendete Programme		
SMP	- 7,3	88,9
CBPP1	- 1,3	6,1
CBPP2	- 0,2	4,8

Deutsche Bundesbank

Reserveperiode September/Oktober 2017 durchschnittlich 772 Mrd € und lag damit rund 5 Mrd € unter dem Durchschnitt der Periode Juni/Juli 2017. Bei den Langfristendern gab es einerseits einen Nachfrageanstieg bei den Dreimonatsoperationen; hier erhöhte sich das Volumen im entsprechenden Periodenvergleich um 1,6 Mrd € auf 8,3 Mrd €, blieb aber weiterhin niedrig. Andererseits ging das Volumen der längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte insgesamt zu-

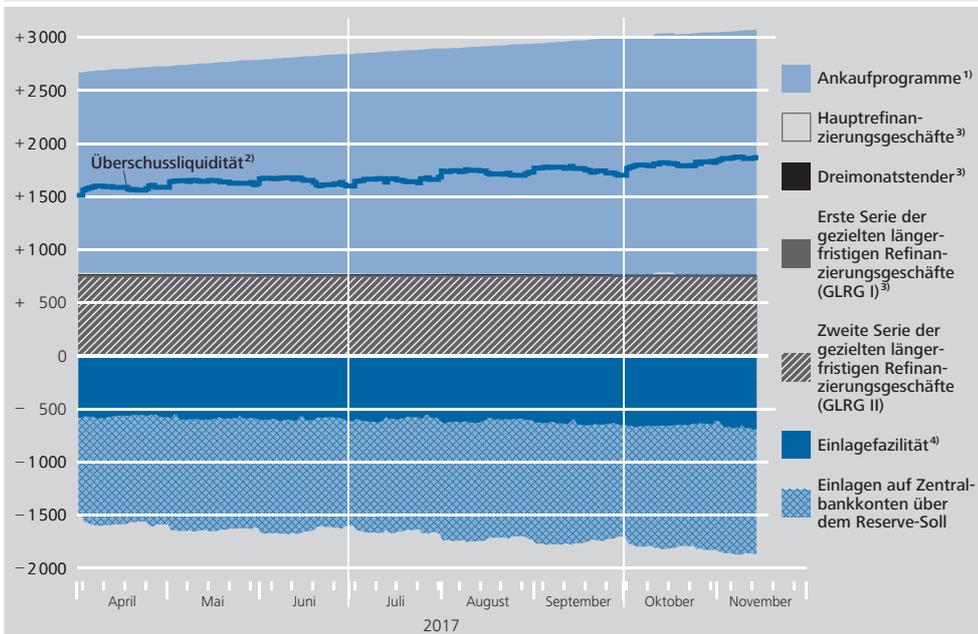
rück; dazu trugen die vorzeitigen freiwilligen Rückzahlungen des dritten und fünften GLRGI bei, die sich auf insgesamt 3,8 Mrd € beliefen und am 27. September 2017 valutierten. Die gleichzeitig bestehende Rückzahlungsmöglichkeit für das erste GLRGI wurde nicht wahrgenommen. Das Gesamtvolumen der GLRGI reduzierte sich durch die Rückzahlungen auf rund 16 Mrd € und verlor damit gegenüber den rund 740 Mrd €, die insgesamt in den GLRGI ausstehen, weiter an Bedeutung (siehe Schaubild auf S. 25). Freiwillige vorzeitige Rückzahlungsmöglichkeiten bei den GLRGI werden erstmals im Juni 2018 angeboten. Insgesamt weiter rückläufig war im Betrachtungszeitraum zudem das Volumen der Hauptrefinanzierungsgeschäfte: Es reduzierte sich im Durchschnitt gegenüber der Periode Juni/Juli 2017 um 2,7 Mrd € auf 6,7 Mrd € in der Periode September/Oktober 2017.

Der größte Teil der Liquiditätsbereitstellung durch das Eurosystem erfolgte weiterhin über die geldpolitischen Wertpapierankaufprogramme (siehe nebenstehende Tabelle), deren bilanzieller Durchschnittsbestand in der Periode September/Oktober 2017 bei 2 239 Mrd € lag und damit 163 Mrd € über dem durchschnittlichen Bestand in der Periode Juni/Juli 2017. Dabei belief sich der Nettoerwerb im Rahmen des APP weiterhin auf monatlich 60 Mrd €.

Infolge der geldpolitischen Wertpapierankäufe nahm die Überschussliquidität weiter zu. Allerdings fiel der Anstieg in den beiden betrachteten Perioden unterschiedlich stark aus. Während sich die Überschussliquidität in der Periode Juli/September 2017 zur Vorperiode im Durchschnitt um 90 Mrd € erhöhte, war die entsprechende Zunahme in der Periode September/Oktober 2017 mit 47 Mrd € nur noch fast halb so groß, vor allem, weil ein höherer Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren kompensierend wirkte. Mit einer Gesamtzunahme von 137 Mrd € stieg die Überschussliquidität in der 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), von Asset Backed Securities (ABSPP), von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSP) und von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP). **2** Zentralbankguthaben minus Mindestreservesoll plus Einlagefazilität. **3** Wegen geringen Volumens kaum sichtbar. **4** Die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurde wegen zu geringen Volumens in der Grafik nicht dargestellt. Deutsche Bundesbank

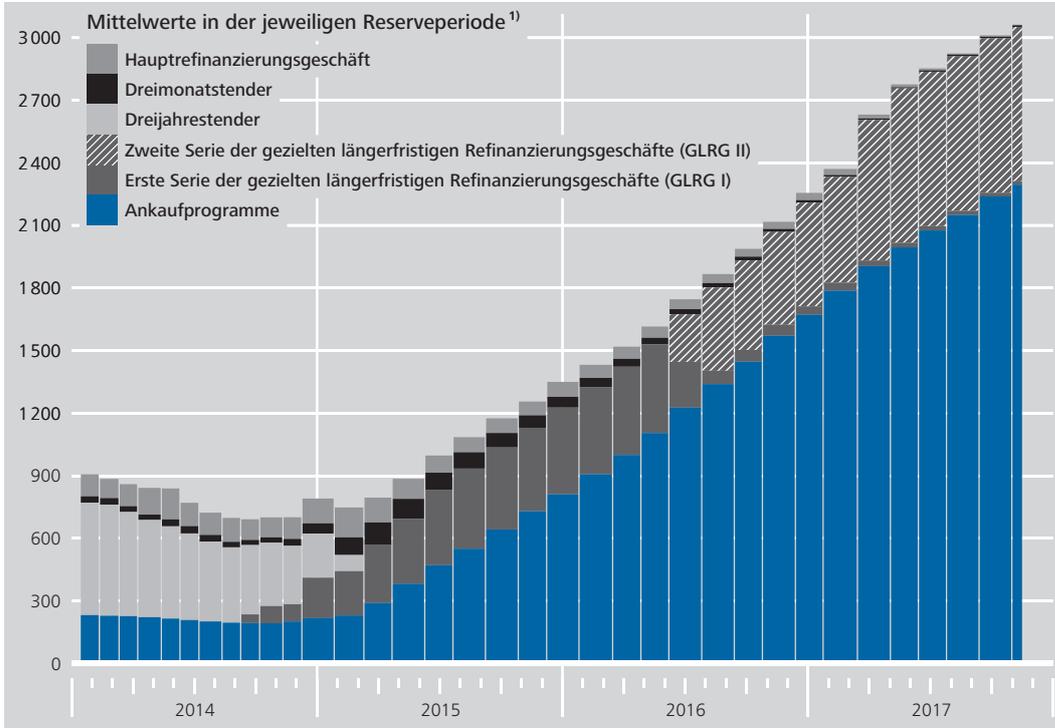
schnittsbetrachtung im Betrachtungszeitraum allerdings ähnlich stark an wie in den beiden Vorperioden (insgesamt 132 Mrd €).

Angesichts des sehr hohen und weiter steigenden Liquiditätsüberschusses orientierten sich die Tagesgeldsätze auch im Betrachtungszeitraum am Satz der Einlagefazilität (siehe Schaubild auf S. 24): EONIA wurde dabei in der Reserveperiode September/Oktober 2017 durchschnittlich bei $-0,36\%$ festgestellt und lag damit wie in der Vorperiode Juli/September 2017 vier Basispunkte oberhalb des Einlagesatzes. Umsätze von 7,2 Mrd € und in der Vorperiode 6,6 Mrd € bedeuteten spürbar niedrigere Volumina gegenüber dem vergleichbaren Vorjahresbetrachtungszeitraum mit durchschnittlich 9,8 Mrd € Umsatz. Besichertes Tagesgeld bei GC Pooling wurde in der Periode September/Oktober 2017 im ECB Basket mit durchschnittlich $-0,44\%$ vier Basispunkte unterhalb des Einlagesatzes gehandelt. In der Vorperiode hatte der Abstand

noch drei Basispunkte betragen. Tagesgeld im ECB EXTENDED Basket (enthält einen größeren Sicherheitenkreis) notierte bei unverändertem Niveau im Durchschnitt bei $-0,40\%$. In den beiden betrachteten Perioden fielen die dazugehörigen Overnight-Umsätze im ECB und EXT Basket im Vergleich zum vorherigen Betrachtungszeitraum wegen geringerer Umsätze im ECB Basket in der Summe mit 3,9 Mrd € um 2,2 Mrd € niedriger aus. Am Quartalsultimo Ende September 2017 stieg EONIA bei niedrigeren Umsätzen gegenüber dem Vortag um einen Basispunkt auf $-0,35\%$ an (Quartalsultimo Juni 2017: ebenfalls $-0,35\%$). Besichertes Tagesgeld im ECB Basket verbilligte sich an diesem Tag vorübergehend um gut vier Basispunkte auf $-0,48\%$, zum Halbjahresultimo im Juni war dieser Effekt noch für den EXT Basket beobachtet worden.

Ausstehende Liquidität nach Offenmarktoperationen im Euroraum

Mrd €



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. ¹ Die Breite der Säulen entspricht der Länge der Reserveperioden. Die letzte dargestellte Periode ist noch nicht beendet.

Deutsche Bundesbank

Reinvestitionen gewährleisteten hohen Expansionsgrad auch nach Ende der Nettokäufe

Allerdings ist aufgrund des hohen Niveaus der vom Eurosystem gehaltenen Wertpapierbestände sowie der fortgesetzten Reinvestitionspolitik auch über das Ende der Nettokäufe hinaus gewährleistet, dass die im Rahmen des APP gekauften Vermögenswerte weiterhin eine starke expansive Wirkung entfalten. Vor diesem Hintergrund wäre aus Sicht der Bundesbank in Verbindung mit der Rekalibrierung des APP auch die Ankündigung eines intendierten Endzeitpunkts der Nettokäufe vertretbar gewesen.

Angekaufte Volumina weiterhin im Einklang mit angekündigtem Umfang

Am 10. November 2017 hielt das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPP) Aktiva in Höhe von 1 817,2 Mrd €. Die durchschnittliche Restlaufzeit des PSPP-Portfolios reduzierte sich abermals leicht auf aktuell 7,8 Jahre von zuvor 7,9 Jahren. 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 237,4 Mrd € und 24,8 Mrd €. Beim Programm zum Ankauf von Anleihen des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP) beliefen sich die angekauften Volumina bis zum 10. November auf 124,0 Mrd €.

Die Überschussliquidität folgte im Betrachtungszeitraum weiter dem seit Beginn des APP zu beobachtenden Aufwärtstrend und stieg um 117 Mrd € auf 1 859 Mrd € an. Haupttreiber des Anstiegs waren abermals die fortgesetzten Wertpapierankäufe, während die Volumina in den regulären Tendergeschäften erneut leicht zurückgingen. Aufgrund der bis September nächsten Jahres vorgesehenen Käufe im Rahmen des APP ist mit einem weiteren Anstieg der Überschussliquidität zu rechnen, welcher sich mit der Reduzierung der monatlichen Ankaufvolumina ab Januar 2018 jedoch verlangsamen sollte.

Überschussliquidität weiter mit steigendem Trend

Der unbesicherte Übernachtssatz am Geldmarkt (EONIA) notierte im Berichtszeitraum in einer

Marktteilnehmer erwarten erste Leitzins-erhöhungen im Jahr 2019

engen Spanne zwischen $-0,35\%$ und $-0,37\%$ knapp oberhalb des Satzes für die Einlagefazilität von $-0,40\%$, während sich der besicherte Übernachtssatz (STOXX GC Pooling) leicht unterhalb dieses Satzes bewegte. Der Dreimonats-EURIBOR zeigte sich im Berichtszeitraum weitgehend unverändert und lag zuletzt bei $-0,33\%$. Insgesamt bewegen sich die Geldmarktsätze somit bereits seit mehreren Monaten auf einem annähernd gleichbleibenden Niveau. Bei den Terminalsätzen waren im Berichtszeitraum wie bereits über den gesamten Jahresverlauf größere Schwankungen zu beobachten. Diese wurden von einer anhaltenden Marktunsicherheit am Geldmarkt über den Fortgang der Geldpolitik getrieben, welche sich insbesondere auf den Pfad der geldpolitischen Leitzinsen bezieht. Auf die jüngsten Beschlüsse im Oktober reagierten die Terminalsätze lediglich mit einem leichten Rückgang, was darauf hindeutet, dass die Entscheidung des EZB-Rats von einer Mehrheit am Markt erwartet wurde. Aktuell preisen die Märkte eine erste Zinserhöhung um 10 Basispunkte für Mitte 2019 ein.

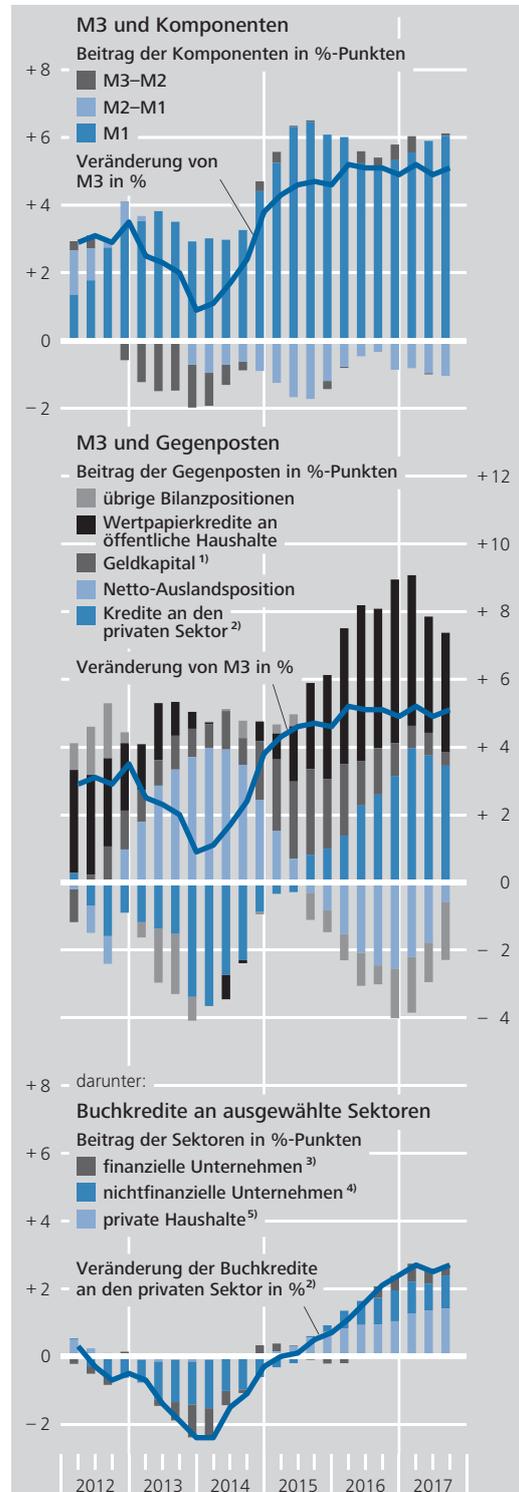
Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Expansive Geldpolitik prägt monetäre Dynamik

Im dritten Quartal 2017 setzte sich der deutliche Anstieg des breit gefassten Geldmengenaggregats M3 fort; die Jahreswachstumsrate betrug zum Quartalsende 5,1% und verharrte damit auf dem seit zweieinhalb Jahren zu beobachtenden Niveau. Die anhaltende Geldmengenausweitung wurde durch die weiterhin hohe Präferenz des geldhaltenden Sektors für Sichteinlagen in einem Umfeld niedriger Opportunitätskosten bestimmt. Mit Blick auf die Gegenposten blieb die Kreditvergabe des MFI-Sektors – der das Eurosystem einschließt – an Nichtbanken im Euroraum im Berichtsquartal erneut der wichtigste Treiber des Geldmengenwachstums. Zum einen setzten die Buchkredite der Banken an private Nichtbanken vor dem Hintergrund des weiterhin sehr niedrigen Zinsniveaus und des breit angelegten Wirtschaftswachstums ihren anhaltenden Aufwärtstrend fort. Zum ande-

Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euroraum

Veränderung gegenüber Vorjahr, 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. **5** Sowie private Organisationen ohne Erwerbszweck.
 Deutsche Bundesbank

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors im Euroraum ^{*)}

Veränderung gegenüber Vorquartal in Mrd €, saisonbereinigt

Aktiva	2017, 3. Vj.	2017, 2. Vj.	Passiva	2017, 3. Vj.	2017, 2. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euroraum	80,7	55,7	Einlagen von Zentralstaaten	87,8	- 7,6
Buchkredite	87,3	18,8	Geldmenge M3	158,9	89,0
Buchkredite, bereinigt ¹⁾	93,0	42,0	davon Komponenten:		
Wertpapierkredite	- 6,6	36,9	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	164,5	154,4
Kredite an öffentliche Haushalte im Euroraum	90,9	23,5	Übrige kurzfristige Bankeinlagen (M2-M1)	- 23,8	- 22,5
Buchkredite	- 10,0	- 3,2	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	18,2	- 43,0
Wertpapierkredite	101,0	26,6	Geldkapital	- 14,4	- 6,1
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums	35,9	- 18,9	davon:		
andere Gegenposten von M3	24,7	15,1	Kapital und Rücklagen	43,3	14,8
			Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	- 57,7	- 20,9

* 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

ren stützten die Anleihekäufe des Eurosystems erneut maßgeblich die Wertpapierkredite des MFI-Sektors an öffentliche Haushalte und private Nichtbanken.

M3-Wachstum weiter von Dynamik der Sichteinlagen dominiert

Das Geldmengenwachstum war in den Monaten Juli bis September erneut von hohen Zuflüssen bei den Sichteinlagen geprägt, die insbesondere bei privaten Haushalten, aber auch bei finanziellen und nichtfinanziellen Unternehmen zu verzeichnen waren. Aufgrund der anhaltend geringen Renditedifferenz zwischen langfristigen Staatsanleihen und Geldmengenkomponenten blieb die Geldhaltung insbesondere für risikoaverse Sektoren auch im Berichtszeitraum attraktiv. Innerhalb der Geldmenge M3 setzten sich die Umschichtungen von kurzfristigen Termineinlagen zu kurzfristigen Spar- und insbesondere Sichteinlagen fort. Sie waren auf die weiterhin nur geringen Zinsdifferenzen zwischen diesen Einlageformen zurückzuführen, die hoch liquide Geldmengenkomponenten begünstigten.

Kreditvergabe an inländische Nichtbanken abermals größter Gegenposten

Das Geldmengenwachstum wurde auch im Berichtsquartal vor allem durch die Kreditvergabe des MFI-Sektors an Nichtbanken im Euroraum gestützt. Ein wesentlicher Wachstumsträger waren die um Verbriefungen und andere Sondereffekte bereinigten Buchkredite an private Nichtbanken, die nach einem schwächeren

zweiten Quartal wieder an Fahrt gewannen. Ihre Jahreswachstumsrate stieg von Ende Juni bis Ende September leicht auf 2,7%. Damit ist der Abstand zwischen dem Geldmengen- und dem Buchkreditwachstum zwar deutlich geringer als noch Mitte 2015, er nahm in den Sommermonaten aber nicht weiter ab.

Die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum knüpften im Sommer nach einem – auch aufgrund von Sonderfaktoren – ungewöhnlich schwachen Vorquartal wieder an ihre vorangegangene Aufwärtsdynamik an. Dabei konzentrierte sich der Zuwachs auch im Berichtsquartal per saldo auf mittel- und langfristige Ausleihungen. Die Jahreswachstumsrate der Kredite stieg infolgedessen von 2,0% Ende Juni auf 2,5% Ende September. In der fortgesetzten Erholung der Unternehmenskredite kommen die anhaltend günstigen Rahmenbedingungen im Euroraum zum Ausdruck: Die Erholung der wirtschaftlichen Aktivität ist mittlerweile nicht nur über die Mitgliedsländer, sondern auch nach Verwendungskomponenten breit angelegt. Die Kreditzinsen befinden sich im gesamten Währungsgebiet nach wie vor nahe den historischen Tiefständen, und der Wettbewerb um Unternehmenskunden im Kreditgeschäft ist hoch. Zu diesem Umfeld passt, dass die Nachfrage nichtfinanzieller Unternehmen nach Bankkrediten laut den Ergebnissen

Anstieg der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen fortgesetzt

der im dritten Quartal durchgeführten Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) erneut spürbar anstieg. Maßgebliche Gründe dafür waren den Umfrageteilnehmern zufolge das niedrige allgemeine Zinsniveau sowie der gestiegene Mittelbedarf sowohl für Anlageinvestitionen wie auch für Fusionen, Übernahmen und Umstrukturierungen. Gleichzeitig ließen die befragten Institute ihre Standards im Firmenkundenkreditgeschäft im Wesentlichen unverändert.

Länder-spezifische Unterschiede in der Kreditdynamik

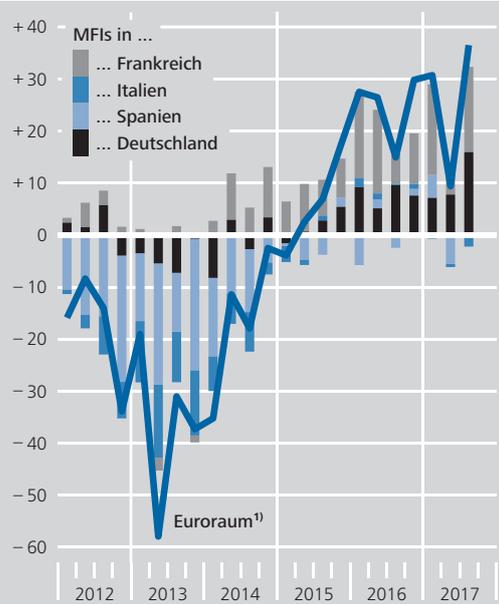
Das Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum wurde wie in den Vorquartalen vor allem durch Beiträge der Banken in Deutschland und Frankreich getrieben (siehe nebenstehendes Schaubild). Aus Italien und Spanien kamen dagegen erneut nur sehr schwache Impulse. In beiden Ländern sind es vor allem die Buchkredite an den Immobiliensektor, die noch deutlich negative, aber sich allmählich erholende Jahreswachstumsraten aufweisen. Dass die Kreditnachfrage nichtfinanzieller Unternehmen im gesamten Euroraum trotz der an Fahrt gewinnenden Investitionstätigkeit nicht stärker anzieht, dürfte darauf zurückzuführen zu sein, dass den Unternehmen aktuell ausreichend alternative Finanzierungsmittel zur Verfügung stehen. So ist davon auszugehen, dass insbesondere den Unternehmen in Deutschland und Spanien im Berichtsquartal erneut reichlich Mittel im Rahmen der Innenfinanzierung zufließen. Zudem hat die Emission von Schuldverschreibungen für nichtfinanzielle Unternehmen im gesamten Euroraum, vor allem aber in Frankreich, an Bedeutung gewonnen; ein wichtiger Faktor hierfür sind die günstigen Finanzierungsbedingungen an den Kapitalmärkten, die unter anderem auch auf die Ankaufprogramme des Eurosystems zurückzuführen sind.

Buchkredite an private Haushalte mit deutlichem Zuwachs, getrieben durch Wohnungsbaukredite, ...

Die zweite wesentliche Stütze der Kreditvergabe an den Privatsektor stellten im Berichtsquartal die Buchkredite an die privaten Haushalte dar, obwohl sich deren Nettozuwachs gegenüber den beiden Vorquartalen moderat verringerte. Die betragsmäßig größten Beiträge stammten erneut von Banken in Deutschland

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum¹⁾

Mrd €, Quartalssummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt



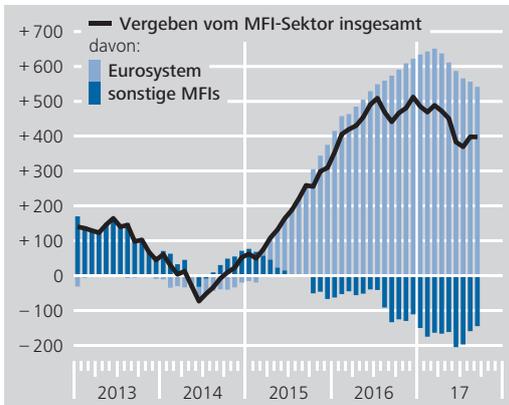
Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften. Buchkredite bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. ¹⁾ Zusätzlich bereinigt um Positionen im Zusammenhang mit fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen, die von MFIs erbracht wurden.

Deutsche Bundesbank

und Frankreich. Auch in Italien hielt der Aufwärtstrend in diesem Kreditsegment an, und die Jahreswachstumsrate erreichte den Euroraum-Durchschnitt. Wachstumstreiber im gesamten Euroraum waren abermals die Wohnungsbaukredite, deren Jahreswachstumsrate von 3,3% Ende Juni auf 3,4% Ende September zunahm. Laut den im Rahmen des BLS befragten Bankmanagern stieg die Nachfrage privater Haushalte nach Wohnungsbaukrediten auch im dritten Quartal an; allerdings schwächte sich die Dynamik des Anstiegs im Vergleich zu den Vorquartalen weiter ab. Die Banken im Währungsgebiet führten als erklärende Faktoren für den gestiegenen Mittelbedarf sowohl das niedrige allgemeine Zinsniveau als auch die weiterhin positive Beurteilung der Aussichten für den Wohnimmobilienmarkt durch die privaten Haushalte und das stabile Verbrauchervertrauen an. Die Maßstäbe für die Kreditvergabe wurden spürbar gelockert, in erster Linie infolge des hohen Wettbewerbs zwischen den Banken.

Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte im Euroraum

Mrd €, Veränderung innerhalb der letzten 12 Monate



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

... aber auch anhaltend kräftiges Wachstum der Konsumentenkredite

Die Konsumentenkredite setzten ihr kräftiges Wachstum im Berichtsquartal ebenfalls fort; ihre Jahreswachstumsrate stieg Ende September auf 6,7%. Die Aufwärtsdynamik umfasste insbesondere auch die großen Länder des Euroraums, was in engem Zusammenhang mit der anhaltend expansiven Grundtendenz des privaten Konsums stehen dürfte. Dazu passt, dass nach Einschätzung der im BLS befragten Banken die Nachfrage im Konsumentenkreditgeschäft zum wiederholten Male merklich zulegte. Den Angaben der Umfrageteilnehmer zufolge war dies vor allem auf das stabile Verbrauchervertrauen, das niedrige allgemeine Zinsniveau und die hohe Anschaffungsneigung zurückzuführen. Die Kreditvergabestandards wurden geringfügig gelockert.

Wertpapierkredite durch Wertpapierkäufe des Eurosystems gestützt

Die Wertpapierkäufe des Eurosystems stützten das Geldmengenwachstum auch in den Sommermonaten maßgeblich. Sichtbar war dies insbesondere bei den Wertpapierkrediten an öffentliche Haushalte, die auch im Berichtsquartal stark von den Käufen des Eurosystems im Rahmen des PSPP geprägt waren. Bei den sonstigen MFIs fielen die Bewegungen in diesem Kreditsegment deutlich geringer aus (siehe oben stehendes Schaubild). Die Wertpapierkredite an den Privatsektor gingen – anders als in den Vorquartalen – trotz der Käufe des Eurosystems im Rahmen des CSPP und ABSPP von Juli bis Sep-

tember per saldo leicht zurück, was auf umfangreiche Nettoabflüsse von Schuldverschreibungen und Aktien bei den Banken zurückzuführen war.

Die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors verzeichnete im Berichtsquartal erstmals seit Anfang 2015 per saldo wieder Zuflüsse und stützte somit ebenfalls die Geldmengenausweitung. Dieser Umschwung war insbesondere darauf zurückzuführen, dass gebietsfremde Investoren seit Jahresbeginn – nicht zuletzt vor dem Hintergrund des wirtschaftlichen Aufschwungs im Euroraum und der Suche nach Alternativen zu US-Aktien – per saldo zunehmend hiesige Wertpapiere kauften. Diese Käufe betrafen vor allem Aktien und Investmentfondsanteile. Dagegen schienen die ausländischen Investoren – so die bislang für die Monate Juli und August 2017 verfügbaren Zahlungsbilanzdaten – den Abbau von Anleihen des Sektors der öffentlichen Haushalte und des privaten Nicht-MFI-Sektors aus dem Euroraum fortzusetzen. Insgesamt haben sich die Mittelabflüsse aus dem Wertpapierverkehr mit dem Ausland in den letzten Quartalen jedoch verringert, sodass die Entwicklung der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors im Berichtsquartal erstmals wieder durch die mit den anhaltend hohen Leistungsbilanzüberschüssen des Euroraums verbundenen Mittelzuflüsse dominiert wurde.

Beitrag der Netto-Auslandsposition erstmals seit Anfang 2015 wieder positiv

Im Berichtsquartal setzte sich auch der stützende Einfluss des Geldkapitals auf die Geldmenge fort, der seit Ende 2011 zu beobachten ist. Sowohl längerfristige Termin- und Spareinlagen als auch längerfristige Bankschuldverschreibungen in den Händen des geldhaltenden Sektors wurden spürbar abgebaut. Dies dürfte wesentlich durch die Zinskonstellation und die nach wie vor hohen Zuflüsse an kurzfristigen Einlagen begünstigt worden sein.

Geldkapital weiter abgebaut

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Beim Einlagengeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden setzte sich der schon seit

Einlagenwachstum weiterhin vom Sichteinlagenaufbau dominiert

Anfang 2010 anhaltende Aufbau kurzfristiger Einlagen bei gleichzeitigem Abbau langfristiger Einlagen im Berichtsquartal fort. Abermals waren es vor allem die Sichteinlagen, die Zuflüsse verzeichneten. Das Wachstum dieser hoch liquiden Einlageform wird weiterhin durch das historisch niedrige Zinsniveau und die flache Zinsstruktur gefördert (siehe nebenstehendes Schaubild).

Erneut private Haushalte mit dem größten Beitrag

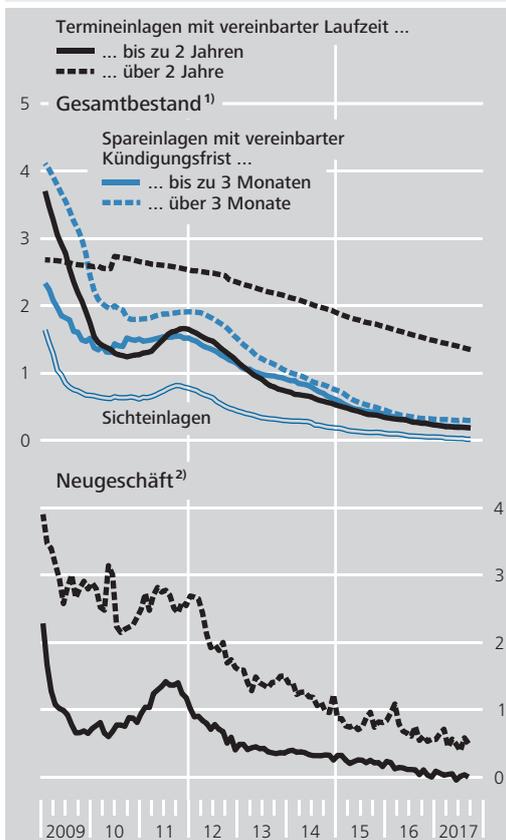
In sektoraler Betrachtung war diese Entwicklung erneut vor allem auf die privaten Haushalte zurückzuführen. Der Zuwachs ihrer Sichteinlagen fiel im Berichtsquartal ähnlich hoch aus wie in den beiden Quartalen zuvor, was auf eine anhaltende Präferenz dieses Sektors für besonders liquide und als risikoarm wahrgenommene Anlageformen hindeutet. Allerdings spricht die Tatsache, dass die privaten Haushalte in den vergangenen Quartalen parallel zum Aufbau von Bankeinlagen in größerem Umfang Fondsanteile und Aktien erworben haben, dafür, dass die Suche nach Rendite mittlerweile auch für diesen Sektor eine gewisse Rolle spielt.¹⁾ Der Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen verzeichnete im Berichtsquartal dagegen beträchtliche Abflüsse bei den täglich fälligen Bankeinlagen. Dabei handelte es sich jedoch primär um eine Gegenbewegung zu einem starken Anstieg im Frühjahrsquartal. Rechnet man diesen Effekt heraus, hat sich die positive Entwicklung der Sichteinlagen dieses Sektors im Frühjahr und Sommer dieses Jahres – im Einklang mit der anhaltend guten Ertragslage der Unternehmen – fortgesetzt.

Rückgang der Einlagen im finanziellen Sektor von Versicherungen und Pensionsfondsgesellschaften getrieben

Die finanziellen Unternehmen, die traditionell ein deutlich ausgeprägtes Renditebewusstsein aufweisen, bauten im Berichtsquartal ihre Bankeinlagen per saldo ab. Innerhalb des finanziellen Sektors waren es wiederum die Versicherungen und Pensionsfondsgesellschaften, die vor allem ihre langfristigen Termineinlagen erneut reduzierten. Dieser Abbau ist ein Teil der fortwährenden Portfolioumschichtungen, die nicht nur auf die Suche nach renditestärkeren Anlageformen, sondern auch auf regulatorische Vorgaben zurückzuführen sind.²⁾

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 im Laufe eines Monats abgeschlossenen Geschäfte) in Abgrenzung zum Gesamtbestand (Einlagenverträge der Bilanz am Monatsultimo) werden explizit nur für Termineinlagen erhoben.
 Deutsche Bundesbank

Neben dem Einlagengeschäft verzeichnete auch das Kreditgeschäft der Banken mit dem heimischen Nichtbankensektor im Berichtsquartal erneut eine Ausweitung. Wie schon in den Quartalen zuvor war sie allein auf den Anstieg der Kredite an private Nichtbanken zurückzuführen. Ausleihungen an öffentliche Haushalte wurden im Berichtsquartal dagegen erneut abgebaut, was angesichts der insgesamt

Kreditgeschäft mit heimischen Nichtbanken erneut ausgeweitet

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Geldvermögensbildung und Außenfinanzierung in Deutschland im zweiten Quartal 2017, Pressenotiz, 13. Oktober 2017.

² Vgl.: Deutsche Bundesbank, Fortgesetzte Portfolioumschichtungen in renditestärkere Anlageformen in Deutschland, Monatsbericht, Mai 2017, S. 33 ff.

Entwicklung der Kredite und Einlagen der Monetären Finanzinstitute in Deutschland¹⁾

Quartalssummen der monatlichen Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

Position	2017	
	2. Vj.	3. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾		
täglich fällig	47,7	21,0
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	- 6,2	- 6,3
über 2 Jahre	- 7,0	- 2,2
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	1,7	0,3
über 3 Monate	- 0,7	- 2,2
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 6,9	- 8,1
Wertpapierkredite	- 5,9	- 4,8
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	22,0	28,2
darunter:		
an private Haushalte ³⁾	13,4	12,0
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾	7,4	12,6
Wertpapierkredite	8,2	0,8

* 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

sehr günstigen Haushaltslage mit dem weiter gesunkenen Finanzierungsbedarf des staatlichen Sektors zusammenhängen dürfte.

Buchkreditvergabe an den Privatsektor durch nicht-finanzielle Sektoren getrieben

Verantwortlich für die spürbare Ausweitung der Kredite an die privaten Nichtbanken war abermals der nichtfinanzielle Sektor. Dabei leisteten die Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen in den Sommermonaten den größten Beitrag zum Wachstum des Kreditgeschäfts, dicht gefolgt von den Buchkrediten an private Haushalte. Bestimmend für das Wachstum des Kreditgeschäfts mit privaten Haushalten waren abermals die Wohnungsbaukredite. Ihr vierteljährlicher Nettozuwachs ist allerdings bereits

seit mehreren Quartalen relativ konstant, sodass ihre Jahreswachstumsrate im Ergebnis mit 3,9% gegenüber dem Vorjahr unverändert blieb. Gestützt wurde die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten nicht nur von der anhaltend günstigen Einkommens- und Vermögenssituation der privaten Haushalte, sondern auch durch die weiterhin ausgesprochen niedrigen Finanzierungskosten: Laut MFI-Zinsstatistik stieg der Zins für langfristige Wohnungsbaukredite im Verlauf des dritten Quartals zwar leicht auf 2,0%. Er lag damit aber immer noch nahe seinem im September 2016 erreichten historischen Tiefstand seit Einführung der harmonisierten MFI-Zinsstatistik im Jahr 2003 (siehe Schaubild auf S. 33).

Hinweise auf weitere Einflussfaktoren liefern die aktuellen Ergebnisse des BLS. Demnach wurde die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten neben dem niedrigen allgemeinen Zinsniveau auch durch die guten Aussichten für den Wohnungsmarkt sowie durch das robuste Verbrauchervertrauen gestützt. Diese Wirkung wurde aber durch nachfragedämpfende Faktoren wie die stärkere Verwendung eigener Ersparnisse und den Verlust von Marktanteilen an Konkurrenzinstituten ausgeglichen, sodass die im BLS gemeldete Nachfrage insgesamt unverändert blieb. Gleichzeitig wurde die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten im Berichtsquartal laut dem BLS durch die Vergabepolitik der Banken begünstigt: Nachdem die Banken im Anfangsquartal dieses Jahres erstmals seit 2011 ihre Standards per saldo wieder expansiv angepasst hatten, kam es im abgelaufenen Quartal zum zweiten Mal in diesem Jahr zu einer Lockerung, die allerdings bisher nicht den Bankensektor in der Breite betrifft. Für das kommende Quartal rechnen die Banken per saldo mit einer weiteren leichten Lockerung der Standards.

Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten zusätzlich durch die Vergabepolitik der Banken begünstigt

Im Einklang mit der anhaltend expansiven Grundtendenz des privaten Konsums in Deutschland verzeichneten auch die Konsumentenkredite erneut merkliche Zuflüsse. Passend dazu gaben die im BLS befragten Banken an, dass die Nachfrage nach Konsumentenkrediten ihre dy-

Konsumentenkredite erneut mit Zuflüssen

Bankkonditionen in Deutschland

Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



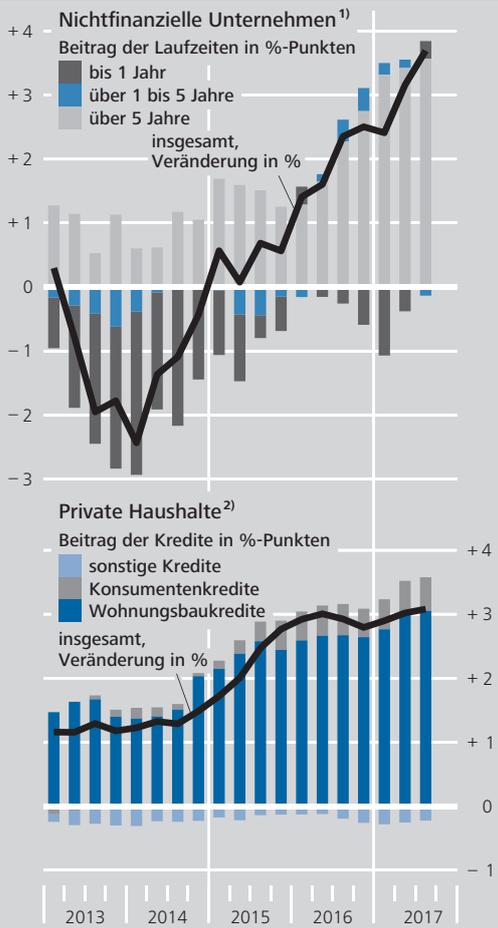
Kredite an private Haushalte¹⁾



1 Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck. **2** 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. **3** 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. **4** Erwartungen für das 4. Vj. 2017.

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

Veränderung gegenüber Vorjahr, Quartalsendstände, saisonbereinigt



* Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. **1** Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften. **2** Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
 Deutsche Bundesbank

namische Entwicklung der Vorjahre auch im dritten Quartal 2017 fortsetzte. Verantwortlich dafür waren die stabile Anschaffungsneigung der privaten Haushalte, das weiterhin robuste Verbrauchervertrauen und das niedrige allgemeine Zinsniveau. Nachfragedämpfende Effekte nannten die BLS-Banken dagegen kaum. Auch in diesem Kreditsegment lockerten die befragten Banken ihre Vergabestandards per saldo leicht.

Ein positiveres Bild zeichneten die am BLS teilnehmenden deutschen Banken auch im Bereich der Unternehmenskredite. Nach Ansicht der befragten Bankmanager wurde der beobachtete merkbare Anstieg der Nachfrage in diesem Kre-

ditsegment neben dem niedrigen allgemeinen Zinsniveau maßgeblich durch den Finanzierungsbedarf der Unternehmen für Anlageinvestitionen sowie für Fusionen, Übernahmen und Umstrukturierungen getrieben. Nachfragestützende Effekte gingen zusätzlich auch von der Kreditvergabepolitik der befragten Banken aus, die erstmalig seit Frühjahr 2013 per saldo wieder eine Lockerung ihrer Kreditvergabemaßstäbe vermeldeten.

Im Aggregat über alle Banken in Deutschland schlugen sich die günstigen Finanzierungsbedingungen in Verbindung mit den überaus positiven Geschäftserwartungen der Unternehmen in einer beschleunigten Zunahme der Buchkredite an inländische Unternehmen nieder. Mit einer Jahreswachstumsrate von 3,7% Ende September ist die Wachstumsdynamik in diesem Kreditsegment inzwischen sogar erkennbar stärker als bei Krediten an die privaten Haushalte, deren Jahresrate am Ende des Berichtsquartals bei 3,1% lag.

Die Oktober-Umfrage des BLS enthielt einige zusätzliche Fragen. Die deutschen Banken berichteten in ihren Antworten von einer im Vergleich zum Vorquartal kaum veränderten Refinanzierungssituation vor dem Hintergrund der Lage an den Finanzmärkten. Das erweiterte Ankaufprogramm des Eurosystems verbesserte auch in den vergangenen sechs Monaten die Liquiditätsposition sowie die Finanzierungsbedingungen der Banken. Die Liquiditätserhöhung, die in erster Linie für die Kreditvergabe genutzt wurde, resultierte dabei sowohl aus gestiegenen Kundeneinlagen infolge des Verkaufs marktfähiger Aktiva als auch aus bankeigenen Verkäufen. Belastend wirkte das Programm aber auf die Ertragslage der Banken. Auch der negative Zinssatz der Einlagefazilität trug in den letzten sechs Monaten erheblich zu einem Rückgang der Netto-Zinserträge der Banken bei. 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.

Kreditvergabe an nicht-finanzielle Unternehmen bei leicht gelockerten Standards erneut ausgeweitet

Ertragslage der Banken durch APP und negativen Zinssatz der Einlagefazilität belastet