

Geldpolitik und Bankgeschäft

Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

*EZB-Rat belässt
 Leitzinsen
 unverändert*

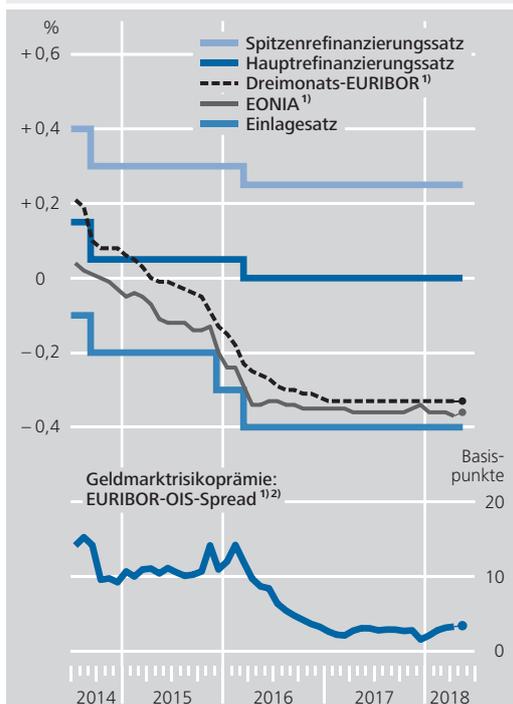
Vor dem Hintergrund seiner wirtschaftlichen und monetären Analyse beließ der EZB-Rat die Leitzinsen im Berichtszeitraum unverändert. Der Hauptrefinanzierungssatz liegt damit weiterhin bei 0%, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität liegen bei 0,25% und – 0,40%. Der EZB-Rat 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. Die Käufe im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) sollen weiter mit einem monatlichen Nettovolumen von 30 Mrd € bis Ende September 2018 oder darüber hinaus und in jedem Fall so lange durchgeführt werden, 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 solange wie erforderlich fortsetzen.

Auf seiner Sitzung im März 2018 beschloss der EZB-Rat, den bisherigen expliziten Hinweis auf eine mögliche Erhöhung oder Verlängerung der monatlichen APP-Käufe aus seiner Kommunikation zu entfernen. Dieser Hinweis war im Dezember 2016 eingeführt worden und nannte als Bedingungen hierfür eine Eintrübung des wirtschaftlichen Ausblicks oder der Finanzierungsbedingungen, die dann nicht mehr im Einklang mit einem weiteren Fortschritt hin zu einer nachhaltigen Korrektur der Inflationsentwicklung ständen. Damit passte der EZB-Rat seine Kommunikation an die deutlich verbesserte wirtschaftliche Lage und sein gestiegenes Vertrauen in die Inflationsentwicklung an.

*EZB-Rat passt
 geldpolitische
 Kommunikation
 an*

Geldmarktzinsen im Euroraum



Quellen: EZB und Bloomberg. 1 Monatsdurchschnitte. 2 Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EONIA-Swapsatz. ● = Durchschnitt 1. bis 17. Mai 2018.
 Deutsche Bundesbank

Nach mehreren Quartalen, in denen das Wirtschaftswachstum höher ausfiel als erwartet, deuten die seit der Märzsession eingegangenen Informationen auf eine leichte Abschwächung des Wirtschaftswachstums seit Beginn dieses Jahres hin. Dabei dürfte es sich zumindest teilweise um eine Normalisierung der konjunkturellen Grundtendenz handeln. Nach Einschätzung des EZB-Rats ist die Entwicklung insgesamt weiterhin konsistent mit einer kräftigen und breit angelegten Wachstumsdynamik im Euroraum. Diese Wachstumsaussichten stützen das Vertrauen des EZB-Rats, dass sich die Inflation seinem Inflationsziel von unter, aber nahe 2% annähern wird. Allerdings bleibt der binnenwirtschaftliche Preisdruck gedämpft, und nach Ansicht des EZB-Rats sind noch keine überzeugenden Anzeichen für einen dauerhaften, selbsttragenden Aufwärtstrend zu erkennen.

*Weiterhin
 kräftige und
 breit angelegte
 Wirtschaftsdynamik*

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den zwei Reserveperioden vom 31. Januar 2018 bis 2. Mai 2018 stieg der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren im Euro-Raum deutlich an (siehe unten stehende Tabelle). Er betrug in der Reserveperiode März/Mai 2018 durchschnittlich 1 275,1 Mrd € und lag damit auf hohem Niveau. Gegenüber der Reserveperiode Dezember 2017/Januar 2018, der letzten Periode vor dem Betrachtungszeitraum, bedeutet dies einen Anstieg um 87,6 Mrd €, gegenüber der vergleichbaren Periode im Vorjahr eine Erhöhung um rund 275 Mrd €. Insgesamt entwickelte sich die Summe der autonomen Faktoren in den beiden Perioden in einer breiten Spanne von 1 152,3 Mrd € bis 1 343,2 Mrd €. Besonders der aggregierte Rückgang der Netto-Währungsreserven und der Sonstigen Faktoren, die wegen liquiditätsneutraler Bewertungseffekte gemeinsam betrachtet werden, trug mit per saldo 70,9 Mrd € maßgeblich zum durchschnittlichen Anstieg des Liquiditätsbedarfs aus autonomen Faktoren gegenüber der Reserveperiode Dezember 2017/Januar 2018 bei.

Zusätzlich erhöhten auch die Zunahme der Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem sowie der Banknotenumlauf den rechnerischen Bedarf an Zentralbankliquidität im Durchschnittsvergleich um 15,1 Mrd € beziehungsweise 1,6 Mrd €. In der Reserveperiode März/Mai 2018 wiesen die Einlagen öffentlicher Haushalte einen hohen Durchschnittsbestand von 247,5 Mrd € auf; der durchschnittliche Banknotenumlauf des Eurosystems lag bei 1 159,0 Mrd €. Das Mindestreservesoll betrug in der Periode März/Mai 2018 124,4 Mrd € (Vorjahr: 120,6 Mrd €), was einem liquiditätsabsorbierenden Anstieg in den beiden Reserveperioden um insgesamt 1,0 Mrd € entsprach.

Bei der Liquiditätszufuhr durch Refinanzierungsgeschäfte gab es insgesamt wenig Veränderung. In den Betrachtungszeitraum fiel die Möglichkeit der freiwilligen, vorzeitigen Rückzahlung von vier gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften der ersten Serie (GLRGI). Die teilnehmenden Institute konnten dadurch die ursprünglichen

Liquiditätsbestimmende Faktoren *)

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2018	
	31. Januar bis 13. März	14. März bis 2. Mai
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren		
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 11,6	+ 10,0
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 0,4	- 15,5
3. Netto-Währungsreserven ¹⁾	+ 1,2	- 4,8
4. Sonstige Faktoren ¹⁾	- 79,4	+ 12,1
Insgesamt	- 89,4	+ 1,8
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 0,1	- 1,4
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 3,1	- 0,1
c) Sonstige Geschäfte	+ 64,7	+ 37,3
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,0	- 0,2
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 6,7	+ 2,9
Insgesamt	+ 54,8	+ 38,5
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	- 34,5	+ 40,4
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,9	- 0,1

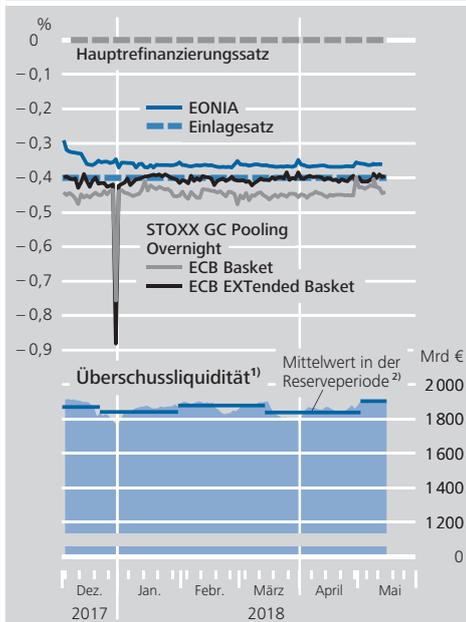
* Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14*/15* im Statistischen Teil dieses Berichts.

¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

Deutsche Bundesbank

Notenbankzinsen, Geldmarktsätze und Überschussliquidität

Tageswerte



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

Ankaufprogramme des Eurosystems

Mrd €

Programm	Veränderung in den beiden Reserveperioden	Bilanzieller Bestand am 11. Mai 2018
Aktive Programme		
PSPP	+ 60,2	1 980,7
CBPP3	+ 8,2	253,3
CSPP	+ 15,3	153,6
ABSPP	+ 1,7	27,1
Beendete Programme		
SMP	- 4,5	84,7
CBPP1	- 0,8	5,2
CBPP2	- 0,4	4,3

Deutsche Bundesbank

Laufzeiten der Geschäfte um ein halbes Jahr verkürzen. Dabei nahmen insgesamt neun Institute teil, die in der Summe 0,9 Mrd € boten, wobei der größte Teil mit 0,6 Mrd € auf das fünfte, am 30. September 2015 zugeteilte GLRG I entfiel. Die Netto-Liquiditätszufuhr aus den GLRG I betrug per 2. Mai 2018 noch 13,4 Mrd €. Viel bedeutsamer sind die GLRG II im Gesamtvolumen von 739,2 Mrd €; ihr Anteil betrug zu diesem Zeitpunkt 97% des ausstehenden Tender-

volumens, und ihre maximale Laufzeit erstreckt sich – im Falle des vierten GLRG II – noch bis März 2021 (siehe Schaubild auf S. 23).

Angesichts des starken Einflusses der GLRG und der sehr akkommodierenden Liquiditätssituation gab es weiterhin kaum noch Nachfrage in den Hauptrefinanzierungsgeschäften; das Volumen verringerte sich weiter um 1,0 Mrd € auf 1,9 Mrd € im Durchschnitt der Reserveperiode März/Mai 2018 im Vergleich zur Periode Dezember 2017/Januar 2018; das Gesamtvolumen der Dreimonatstender blieb im entsprechenden Periodenvergleich nahezu unverändert bei 7,7 Mrd €. In der Summe veränderte sich das ausstehende Tendervolumen kaum, und es betrug in der Periode März/Mai 2018 durchschnittlich 761,5 Mrd € (siehe Schaubild auf S. 24).

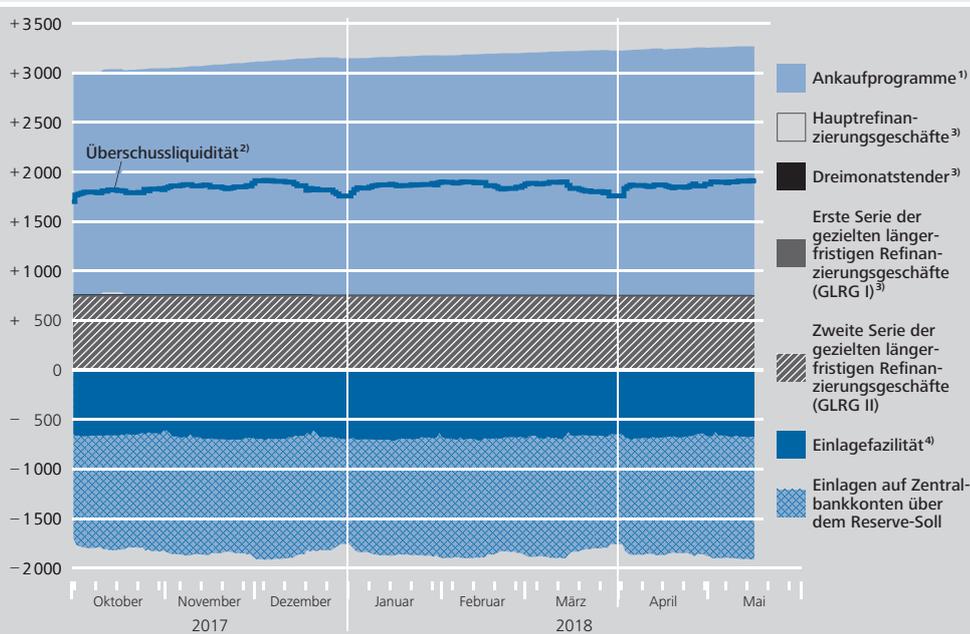
Der Großteil der durch das Eurosystem bereitgestellten Liquidität entfiel auch im Betrachtungszeitraum auf die geldpolitischen Wertpapierankaufprogramme. Sie wiesen in der Periode März/Mai 2018 einen durchschnittlichen bilanziellen Bestand von 2 477 Mrd € auf, was einem Anstieg um 79 Mrd € gegenüber dem bilanziellen Durchschnittsbestand aller Ankaufprogramme in der Reserveperiode Dezember 2017/Januar 2018 entsprach (siehe nebenstehende Tabelle).

Im Ergebnis nahm die Überschussliquidität im Eurosystem wegen des deutlichen Anstiegs der autonomen Faktoren im Betrachtungszeitraum per saldo leicht ab, das heißt, die Liquiditätszufuhr aus den Ankaufprogrammen zeigte sich nicht direkt in der Überschussliquidität. In der Reserveperiode März/Mai 2018 lag diese durchschnittlich bei 1 838 Mrd € und damit 3 Mrd € unter dem Durchschnitt der Periode Dezember 2017/Januar 2018.

Vor dem Hintergrund dieser sehr komfortablen Liquiditätsverhältnisse diente auch im Betrachtungszeitraum der Satz der Einlagefazilität als Orientierungsgröße für die Tagesgeldsätze (siehe oben stehendes Schau-

Liquiditätsbereitstellung und Liquiditätsverwendung

Mrd €, Tageswerte



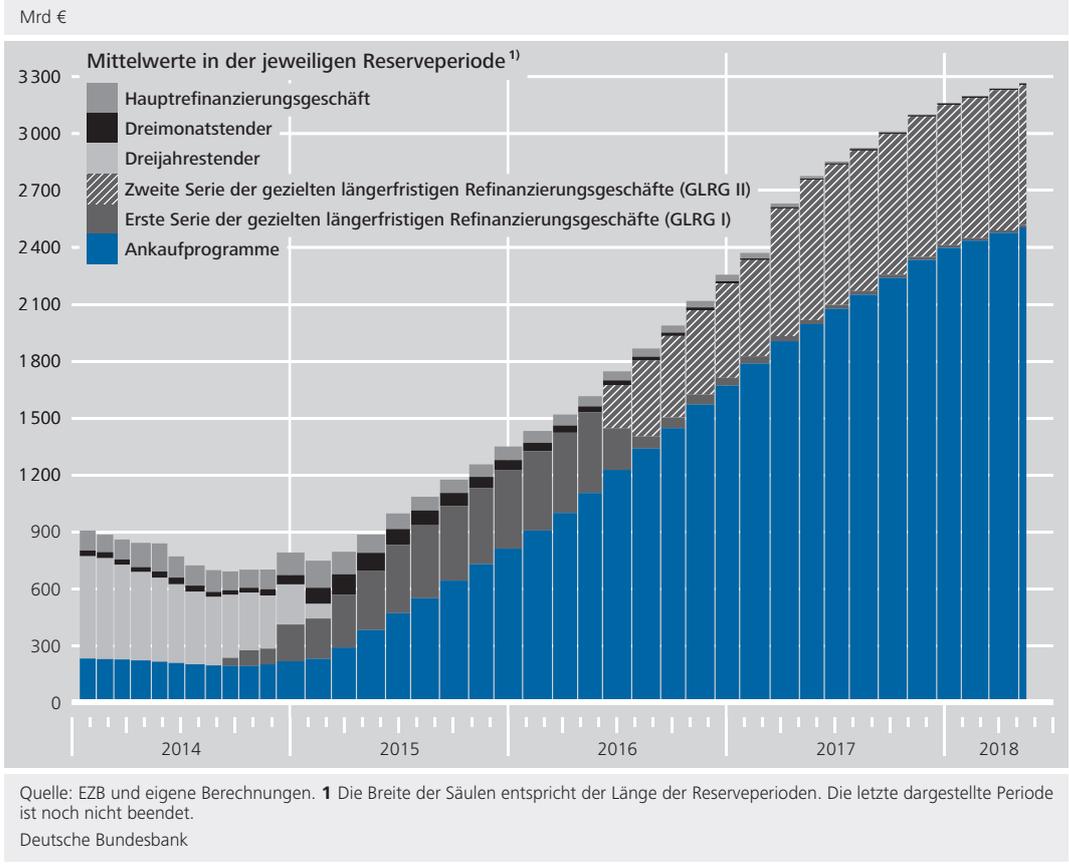
Quelle: EZB und eigene Berechnungen. **1** Programm für die Wertpapiermärkte (SMP), Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP1, CBPP2, CBPP3), von Asset Backed Securities (ABSPP), von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSP) und von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP). **2** 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

bild). Dabei bewegte sich EONIA weiterhin etwas oberhalb des Einlagesatzes, auch wenn sich der Abstand leicht verringerte. In den beiden betrachteten Perioden lag EONIA durchschnittlich bei $-0,36\%$ und damit 1 Basispunkt unterhalb des Durchschnitts der beiden Vorperioden. Die zugrunde liegenden Umsätze sanken im entsprechenden Vergleich im Durchschnitt um 0,2 Mrd € auf 5,1 Mrd €. Besichertes Tagesgeld bei GC Pooling wurde hingegen weiterhin meist unterhalb des Einlagesatzes gehandelt; der Durchschnittszinssatz lag im Betrachtungszeitraum im ECB Basket bei $-0,45\%$ (wie im Durchschnitt der beiden Vorperioden) und im mit einem größeren Sicherheitenkreis versehenen ECB EXTended Basket bei $-0,40\%$ (in den beiden Vorperioden durchschnittlich $-0,41\%$). Die dazugehörigen, über beide Baskets aggregierten Umsätze betragen im Durchschnitt der beiden Reserveperioden 5,4 Mrd € (wie insgesamt in den beiden Vorperioden) und befanden sich damit ungefähr auf dem Niveau der EONIA-Umsätze. Allerdings wiesen die

Volumina im ECB Basket etwas größere Schwankungen auf und erhöhten sich von durchschnittlich 1,9 Mrd € pro Handelstag in der Periode Januar/März 2018 auf 3,1 Mrd € in der Periode März/Mai 2018.

An den Monatsultimos gab es bei den Tagesgeldsätzen in den beiden Reserveperioden kaum größere Auswirkungen: EONIA stieg bei niedrigeren Umsätzen meist um rund 1 Basispunkt an. Die Overnight-Sätze in den beiden Baskets bei GC Pooling reagierten hingegen uneinheitlich und lagen an diesen Berichtstagen teils oberhalb und teils unterhalb der jeweiligen Vortagesätze. Die deutlichste Abweichung gab es im Betrachtungszeitraum dabei am Monatsultimo April 2018, als der entsprechende Satz im ECB Basket um 5 Basispunkte auf $-0,40\%$ anstieg, allerdings bei sehr niedrigen Umsätzen. Im Vergleich dazu war dieser Satz am Jahresultimo 2017 noch um 32 Basispunkte auf $-0,76\%$ gesunken.

Ausstehende Liquidität nach Offenmarktoperationen im Euroraum



Insgesamt kam der EZB-Rat daher zu dem Schluss, dass weiterhin ein hoher Grad an geldpolitischer Akkommodierung geboten ist, um eine nachhaltige Rückkehr der Inflationsrate auf ein Niveau von unter, aber nahe 2% sicherzustellen.

Angekaufte Volumina weiterhin im Einklang mit angekündigtem Umfang

Am 16. Mai hielt das Eurosystem im Rahmen des Programms zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPP) Aktiva in Höhe von 1981,5 Mrd €. Die durchschnittliche Restlaufzeit des PSPP-Portfolios reduzierte sich abermals leicht auf aktuell 7,6 Jahre von zuvor 7,7 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 253,5 Mrd € und 27,4 Mrd €. Beim Programm zum Ankauf von Anleihen des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP) be-

liefen sich die angekauften Volumina bis zum 16. Mai auf 154,5 Mrd €.

Die Überschussliquidität nahm im Betrachtungszeitraum lediglich leicht zu. Insgesamt stieg sie um 13 Mrd € auf 1913 Mrd €. Der nur gedämpfte Anstieg spiegelt das im Betrachtungszeitraum deutlich gestiegene Niveau der autonomen Faktoren wider, welches die Liquiditätszufuhr durch das seit Januar 2018 auf 30 Mrd € reduzierte monatliche Ankaufvolumen im Rahmen des APP kompensierte. Die Volumina in den regulären Tendergeschäften stiegen in derselben Zeit leicht an, verblieben aber auf sehr niedrigem Niveau. Ob die Überschussliquidität aufgrund der bis September dieses Jahres vorgesehenen Käufe im Rahmen des APP im weiteren Jahresverlauf erneut kräftiger ansteigen wird, dürfte unter anderem davon abhängen, inwiefern das starke Wachstum der autonomen Faktoren lediglich temporärer Natur war und wie hoch die freiwilligen Rückzahlungen der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte

Überschussliquidität mit leichtem Rückgang

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

Veränderung gegenüber Vorquartal in Mrd €, saisonbereinigt

Aktiva	2018, 1. Vj.	2017, 4. Vj.	Passiva	2018, 1. Vj.	2017, 4. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euroraum	111,5	87,8	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	- 16,6	- 9,2
Buchkredite	99,8	75,3	Geldmenge M3	80,4	84,9
Buchkredite, bereinigt ¹⁾	96,6	92,8	davon Komponenten:		
Wertpapierkredite	11,7	12,4	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	102,6	116,9
Kredite an öffentliche Haushalte im Euroraum	- 39,2	89,4	Übrige kurzfristige Einlagen (M2-M1)	- 13,4	- 11,4
Buchkredite	- 10,4	- 16,3	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	- 8,8	- 20,6
Wertpapierkredite	- 28,7	105,5	Geldkapital	8,2	- 36,1
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums	57,0	- 77,1	davon:		
andere Gegenposten von M3	- 57,4	- 60,2	Kapital und Rücklagen	15,6	- 5,2
			Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	- 7,4	- 30,9

* 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. **2** Einschl. Einlagen der Zentralstaaten beim MFI-Sektor sowie der von Zentralstaaten gehaltenen Wertpapiere, die vom MFI-Sektor begeben wurden.

Deutsche Bundesbank

der zweiten Serie (GLRG II) ausfallen werden, die erstmals ab Ende Juni 2018 möglich sind.

Der unbesicherte Übernachtsatz am Geldmarkt (EONIA) notierte im Berichtszeitraum in einer engen Spanne zwischen - 0,36% und - 0,37% oberhalb des Satzes für die Einlagefazilität von - 0,40%, während sich der besicherte Übernachtsatz (STOXX GC Pooling) im Berichtszeitraum weiter leicht unterhalb des Satzes der Einlagefazilität bewegte. Der Dreimonats-EURIBOR zeigte sich über den gesamten Berichtszeitraum weitgehend unverändert und lag zuletzt bei - 0,33%.

Die Geldmarktterminalsätze bewegten sich im Berichtszeitraum ebenfalls in einer engen Spanne, wobei insgesamt ein leichter Rückgang zu beobachten war. Die am Markt eingepreisten Erwartungen über den künftigen Zinspfad blieben dabei weitgehend unverändert. Aktuell preisen die Märkte somit eine erste Zinserhöhung um 15 Basispunkte zum Beginn des dritten Quartals 2019 ein.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Wie bereits in den Herbstmonaten wurde das Wachstum der breit gefassten Geldmenge M3

im Berichtsquartal mit Blick auf die Gegenposten in erster Linie durch die fortgesetzte Erholung der Buchkreditvergabe an den nichtfinanziellen Privatsektor getragen: Vor dem Hintergrund des breit angelegten Wachstumskurses der Wirtschaft verzeichneten sowohl die Kredite an nichtfinanzielle Unternehmen als auch die Ausleihungen an private Haushalte erneut kräftige Zuflüsse. Gestützt wurde die anhaltend lebhaftere Kreditnachfrage auch durch das weiterhin sehr niedrige Zinsniveau. Zudem gaben die im Rahmen der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) befragten Banken an, ihre Kreditangebotspolitik im Berichtsquartal in allen erfragten Kreditsegmenten weiter gelockert zu haben.

Trotz des fortgesetzten Aufwärtstrends der Buchkreditvergabe sank die Jahreswachstumsrate der Geldmenge M3 im Verlauf des Berichtsquartals allerdings von 4,6% Ende Dezember auf 3,7% Ende März. Für sich genommen dämpfend auf das Geldmengenwachstum wirkte vor allem der Rückgang der Wertpapierkredite des MFI-Sektors an öffentliche Haushalte, der in Zusammenhang mit den seit Januar nochmals verringerten monatlichen Ankaufvolumina des Eurosystems im Rahmen des APP stand. Zudem verzeichnete das Geldkapital im Berichtsquartal erstmals seit 2011 wieder Nettozuflüsse. In der Summe führte die abnehmende

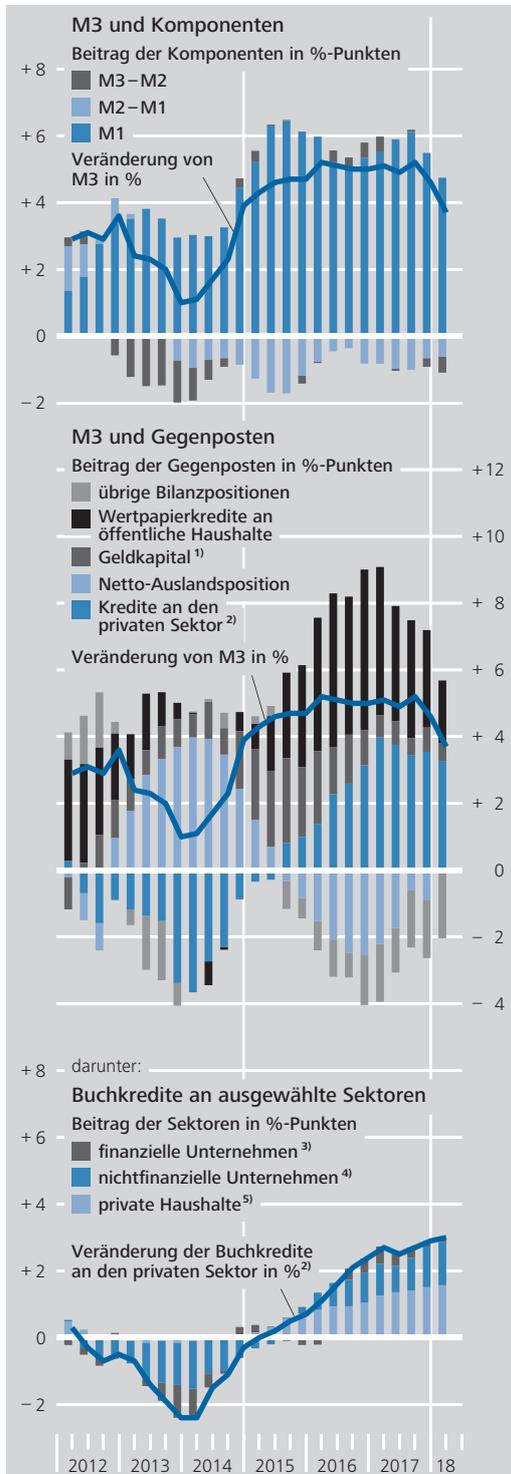
Monetäre Dynamik zunehmend von Buchkreditwachstum geprägt

Geldmarktsätze insgesamt kaum verändert

Erwartung über Leitzinspfad weitgehend unverändert

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 MFI erbracht wurden. **3** Nichtmonetäre finanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. **4** Nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. **5** Sowie private Organisationen ohne Erwerbzzweck.

Deutsche Bundesbank

Bedeutung insbesondere dieser Gegenposten von M3 auf Jahressicht dazu, dass sich der Abstand zwischen dem Geldmengenwachstum und dem Wachstum der Buchkredite an den Privatsektor, der im Gefolge der Staatsschuldenkrise und der geldpolitischen Sondermaßnahmen auf bis zu 5 Prozentpunkte angestiegen war, auf weniger als 1 Prozentpunkt reduzierte.

Das Geldmengenwachstum wurde auch im Berichtsquartal durch den Zuwachs bei den Sichteinlagen dominiert. Allerdings nahm das Wachstum der Sichteinlagen gegenüber dem bereits schwachen Vorquartal noch einmal erkennbar ab. In sektoraler Perspektive kam es bei nichtmonetären finanziellen Unternehmen sogar zu deutlichen Abflüssen bei den Sichteinlagen, die auch in Zusammenhang mit den verringerten Verkäufen von Anleihen durch diesen Sektor an das Eurosystem stehen dürften. Demgegenüber blieb die Geldhaltung für risikoaverse Anleger attraktiv: Sowohl private Haushalte als auch nichtfinanzielle Unternehmen verzeichneten weiter kräftige Zuflüsse zu den Sichteinlagen. Angesichts der anhaltend geringen Zinsdifferenzen zwischen den Einlageformen setzten sich zudem die bereits seit Längerem zu beobachtenden Umschichtungen von Termineinlagen zu liquideren kurzfristigen Spar- und Sichteinlagen fort.

M3-Wachstum weiter vom Zuwachs der Sichteinlagen dominiert

Vonseiten der Gegenposten wurde das Geldmengenwachstum im ersten Quartal 2018 vor allem durch die nochmals erhöhte Buchkreditvergabe des MFI-Sektors an den nichtfinanziellen Privatsektor gestützt. Der größte Beitrag stammte in diesem Quartal von den Krediten an private Haushalte. Sie setzten ihren stabilen Wachstumskurs fort, wozu vor allem Banken in Deutschland und Frankreich, aber auch in Italien beitrugen. Wesentlich getragen wurde das Wachstum dieses Kreditaggregats abermals von den Wohnungsbaukrediten. Nach Einschätzung der im Rahmen des BLS befragten Banken nahm die Kreditnachfrage privater Haushalte nach Wohnungsbaukrediten im ersten Quartal 2018 noch einmal leicht zu. Die Banken im Währungsgebiet führten als erklärende Faktoren für

Fortgesetzter Wachstumskurs der Buchkredite an private Haushalte, abermals von Wohnungsbaukrediten getrieben

den gestiegenen Mittelbedarf sowohl das niedrige allgemeine Zinsniveau als auch das stabile Verbrauchervertrauen und die weiterhin positive Beurteilung der Aussichten für den Wohnungsmarkt durch die privaten Haushalte an. Nachfragesenkende Effekte resultierten im Wesentlichen aus der Kreditvergabe durch Konkurrenzinstitute und aus der Verwendung eigener Mittel der privaten Haushalte bei der Baufinanzierung. Die Standards für die Kreditvergabe wurden per saldo spürbar gelockert. Gemäß den Angaben der Banken erfolgte die Lockerung im Wesentlichen vor dem Hintergrund der hohen Wettbewerbsintensität im Banken- und Nichtbankensektor, der positiveren Beurteilung der Wirtschaftslage und der Konjunkturaussichten sowie einer verbesserten Risikoeinschätzung der Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer.

Zudem anhaltend dynamisches Wachstum der Konsumentenkredite

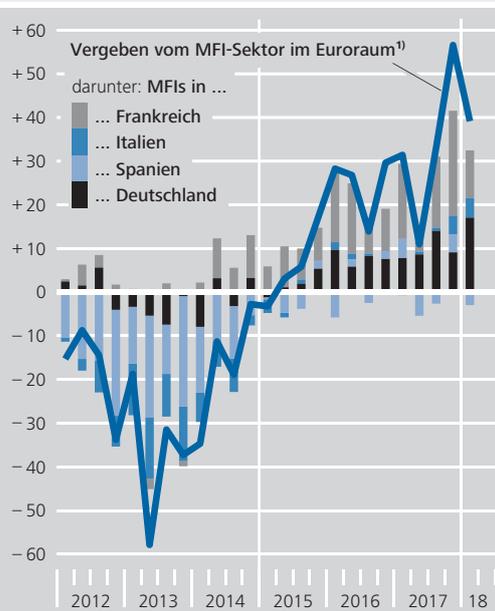
Die Konsumentenkredite setzten ihr kräftiges Wachstum im Berichtsquartal fort und blieben damit die am dynamischsten wachsende Komponente der Kredite an private Haushalte. Die anhaltend hohen Zuflüsse dürften die weiterhin expansive Grundtendenz des privaten Konsums widerspiegeln. Dazu passt, dass der Bedarf der privaten Haushalte an Konsumentenkrediten laut den Ergebnissen des BLS im Anfangsquartal 2018 weiter spürbar zulegte. Ausschlaggebend für den Nachfrageanstieg waren den Angaben der Umfrageteilnehmer zufolge das stabile Verbrauchervertrauen, das niedrige allgemeine Zinsniveau und die hohe Anschaffungsneigung. Die Maßstäbe für die Kreditvergabe wurden im Ergebnis geringfügig gelockert.

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen ebenfalls mit spürbarem Zuwachs

Spürbare Zuwächse verzeichneten im Berichtsquartal auch die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum. Die Wachstumsimpulse kamen weiterhin vor allem von Banken in Deutschland und Frankreich sowie – in geringerem Umfang – auch aus Italien sowie einigen kleineren Kernländern (siehe oben stehendes Schaubild). Für das Euroraum-Aggregat stieg die um Verbriefungen und andere Sondereffekte bereinigte Jahreswachstumsrate auf

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum¹⁾

Mrd €, Quartalsummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt



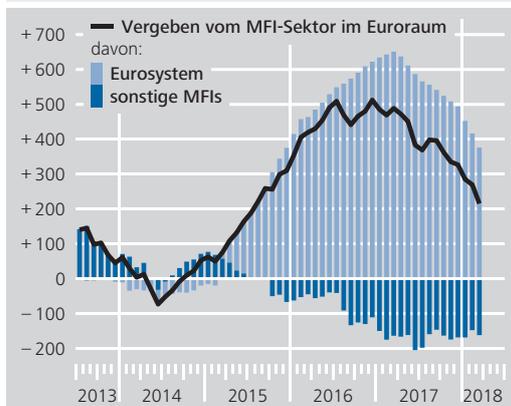
Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte Buchkredite an nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. ¹ Zusätzlich bereinigt um Positionen im Zusammenhang mit fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen, die von MFIs erbracht wurden.
 Deutsche Bundesbank

3,3% Ende März und lag damit fast 1 Prozentpunkt höher als ein Jahr zuvor. Getragen wurde der fortgesetzte Anstieg der Unternehmenskredite von dem in den letzten Quartalen kräftigen und über die Mitgliedsländer und Sektoren breit angelegten Wirtschaftswachstum im Euroraum. Weitere stützende Faktoren waren die im gesamten Währungsgebiet nach wie vor nahe den historischen Tiefständen liegenden Kreditzinsen sowie der hohe Wettbewerb zwischen den Banken.

Hierzu passt, dass die im BLS befragten Banken für den Euroraum als Ganzes von einer spürbaren Zunahme der Kreditnachfrage nichtfinanzieller Unternehmen berichteten. Zwar fiel der Anstieg im Vergleich mit dem deutlichen Zuwachs im Schlussquartal 2017 etwas geringer aus, insgesamt setzte sich die dynamische Entwicklung der letzten Umfragerunden aber fort. Die Zuwächse führten die Bankmanager neben dem niedrigen allgemeinen Zinsniveau in erster Linie auf einen gestiegenen Mittelbedarf für Fu-

Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte im Euroraum

Mrd €, Veränderung innerhalb der letzten 12 Monate



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

sionen, Übernahmen und Umstrukturierungen wie auch für Anlageinvestitionen zurück. Wie in den Befragungen zuvor wirkten die Innenfinanzierungsspielräume der Unternehmen demgegenüber in der isolierten Betrachtung nachfragedämpfend. Die Kreditrichtlinien im Firmenkundengeschäft wurden moderat gelockert.

Neben den Buchkrediten stellte der im Berichtsquartal zu beobachtende Anstieg der Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors die zweite Stütze des Geldmengenwachstums dar. Sie setzte damit ihren bereits seit Anfang 2017 zu beobachtenden Aufwärtstrend fort. Ein Grund für die positive Entwicklung dieses Gegenpostens lag in der gestiegenen Nachfrage ausländischer Investoren nach Wertpapieren aus dem Euroraum. Sie verringerten in den letzten Quartalen zum einen ihre Verkäufe von EWU-Staatsanleihen und erhöhten zum anderen ihre Käufe von Aktien und Investmentfondsanteilen aus dem Euroraum zum Teil kräftig. Die nochmalige Reduzierung der monatlichen Wertpapierkäufe des Eurosystems ab Anfang dieses Jahres dürfte dazu geführt haben, dass sich die Nachfrage gebietsfremder Investoren nach Wertpapieren aus dem Euroraum per saldo weiter erhöhte.

Die Reduzierung der Nettoankäufe im Rahmen des APP war darüber hinaus ein wesentlicher Grund dafür, dass die vom MFI-Sektor vergebene

nen Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte im Euroraum im Berichtsquartal weiter an Bedeutung verloren (siehe nebenstehendes Schaubild). Dieser Effekt wurde noch dadurch verstärkt, dass die Notenbanken des Eurosystems ihre Käufe von Staatsanleihen überproportional reduzierten. Hinzu kam, dass die Geschäftsbanken im Berichtsquartal (in saisonbereinigter Betrachtung) erneut in nennenswertem Umfang Staatsanleihen abbauten, sodass die Wertpapierkredite des MFI-Sektors an öffentliche Haushalte insgesamt sogar sanken.

Eine das Geldmengenwachstum für sich genommen dämpfende Wirkung ging auch vom Geldkapital aus, das im Berichtsquartal leichte Nettozuflüsse verzeichnete. Neben dem Kapital und den Rücklagen der Institute nahmen erstmals seit 2013 auch die längerfristigen Bankschuldverschreibungen in den Händen des geldhaltenden Sektors zu. Ein Grund für diese Entwicklung könnte darin liegen, dass diese Finanzierungsart für Banken allmählich wieder an Attraktivität gewinnt, da das Eurosystem keine Mehrjahrestender mehr anbietet. Hinzu kommt, dass diese Anlageform aufgrund des zwischenzeitlichen Renditeanstiegs für Nichtbanken wieder attraktiver geworden sein dürfte.

Abbau der Wertpapierkredite – auch infolge der Halbierung der monatlichen APP-Nettoankäufe des Eurosystems – dämpft M3-Wachstum

Zuflüsse zum Geldkapital dämpfen Geldmengenausweitung

Netto-Auslandsposition weniger von Anleihekäufen des Eurosystems geprägt

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Zwischen Januar und März 2018 setzten inländische Anleger ihre Dotierung von Einlagen bei deutschen Banken spürbar fort. Entscheidend für den aktuellen Zuwachs waren erneut die Sichteinlagen, die im Berichtsquartal trotz teilweise negativer Verzinsung erneut deutlich aufgebaut wurden. Kurzfristige Termin- und langfristige Bankeinlagen wurden dagegen erneut per saldo abgebaut. Damit blieb das Anlageverhalten der geldhaltenden Sektoren in Deutschland in seinen Grundtendenzen unverändert und wurde auch im Berichtsquartal maßgeblich durch das niedrige Zinsniveau (siehe Schaubild auf S. 29) und die flache Zinsstruktur geprägt.

Einlagenwachstum erneut vom Sichteinlagenaufbau dominiert

Private Haushalte nach wie vor mit größtem Beitrag zum Sichteinlagen-aufbau

Das Wachstum der Sichteinlagen wurde erneut vor allem von den privaten Haushalten getragen (siehe Erläuterungen auf S. 30 ff.), aber auch nichtfinanzielle Unternehmen verzeichneten im Berichtsquartal Zuflüsse, obwohl die Verzinsung von Sichteinlagen teilweise weiter in den negativen Bereich sank. Gleichzeitig jedoch bauten nichtfinanzielle Unternehmen in größerem Umfang kurzfristige Termineinlagen ab, so dass der Zuwachs im Einlagengeschäft mit diesem Sektor insgesamt nur leicht positiv ausfiel.

Anlageverhalten der finanziellen Unternehmen weiterhin durch die Renditesuche getrieben

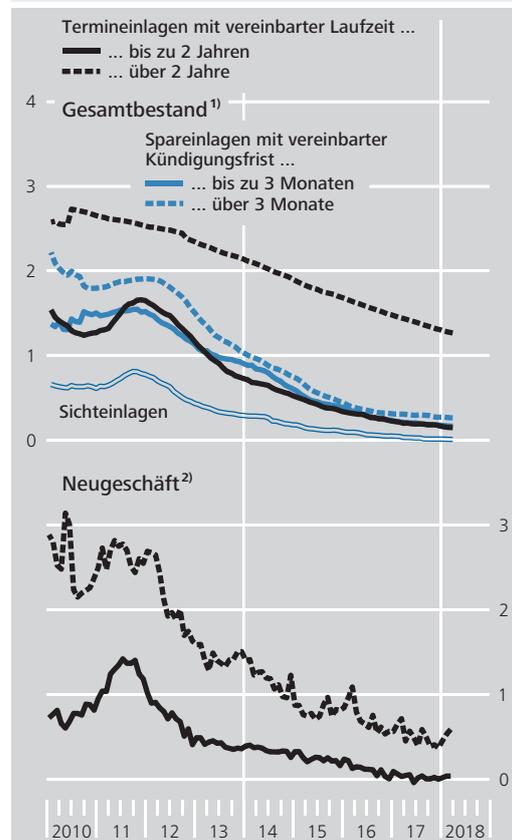
Von den finanziellen Unternehmen, deren Anlageverhalten traditionell stärker durch Renditegesichtspunkte geprägt ist, ging erneut ein per saldo negativer Impuls auf die Einlagen aus. Auch im Berichtsquartal war dies hauptsächlich auf die Versicherungen und Pensionseinrichtungen zurückzuführen, die ihre langfristigen Bankeinlagen abermals deutlich abbauten. Darin spiegeln sich die für diese Unternehmen bereits seit längerem charakteristischen Portfolioumschichtungen wider, die neben der Suche nach renditestärkeren Anlageformen auch auf regulatorische Vorgaben (Einführung von Solvency II) zurückzuführen sind. Diese Vorgaben verstärken den Anreiz, die Risiken, die bei Versicherungen aus der meist langen Laufzeit ihrer Verbindlichkeiten erwachsen, durch Investitionen in möglichst laufzeitkongruente, langfristige Aktiva abzusichern und somit die Laufzeiten ihrer Aktiva und Passiva anzugleichen (siehe auch Ausführungen auf S. 30 ff.).

Ausweitung des Kreditgeschäfts mit heimischen Nichtbanken gegenüber dem Vorquartal schwächer, bedingt durch öffentliche Haushalte, ...

Im Gegensatz zum Einlagengeschäft verlangsamte sich das Wachstum der Kredite deutscher Banken an heimische Nichtbanken im Berichtsquartal spürbar. Hauptursache hierfür war der fortgesetzte Rückgang der Kredite an öffentliche Haushalte, der sich im Berichtsquartal noch einmal verstärkte. Diese Entwicklung spiegelt nicht zuletzt den weiter gesunkenen Finanzierungsbedarf des öffentlichen Sektors wider, was angesichts der insgesamt deutlich überschüssigen staatlichen Haushalte wenig überrascht.

Zinssätze für Bankeinlagen in Deutschland^{*)}

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

Deutsche Bundesbank

Demgegenüber nahm das Kreditgeschäft mit dem heimischen Privatsektor in ähnlichem Ausmaß zu wie in den Vorquartalen. Dabei reduzierten die Banken zwar ihre Bestände an Wertpapieren privater Emittenten erstmals seit sieben Quartalen wieder merklich, erhöhten jedoch gleichzeitig ihre Buchkreditvergabe an den Privatsektor noch einmal stärker als im Vorquartal.

... aber erneut ausgeweitete Buchkreditvergabe an inländische private Sektoren

Den größten Beitrag zum Wachstum der Buchkredite leisteten erneut die privaten Haushalte, deren Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten im Berichtsquartal noch einmal deutlich anstieg. Auch bei den Konsumentenkrediten setzte sich

Anhaltend hohe Nachfrage privater Haushalte nach Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten

Geldvermögensbildung und Renditesuche in Deutschland

Die Entwicklung der Geldvermögensbildung der einzelnen Sektoren in Deutschland war bereits in den Vorjahren Gegenstand des Monatsberichts. Die Ergebnisse deuteten darauf hin, dass sich das andauernde Niedrigzinsumfeld nur begrenzt auf die Renditesuche des nichtfinanziellen Privatsektors auswirkte.¹⁾ Zwar nahm die Suche nach Rendite in den Jahren 2014 bis 2016 allmählich zu, sie spielte aber insgesamt eine untergeordnete Rolle bei der Geldvermögensbildung der privaten Haushalte und nichtfinanziellen Unternehmen – vorherrschend waren vielmehr Risikoaversion und Liquiditätspräferenz. Bei den finanziellen Unternehmen²⁾ war hingegen eine vergleichsweise starke Suche nach Rendite zu erkennen. Umfangreiche Portfoliumschichtungen blieben in den meisten Sektoren jedoch aus.

Dieses Verhalten setzte sich in den aktuellen, das Jahr 2017 betreffenden Daten der monetären Statistiken und der Finanzierungsrech-

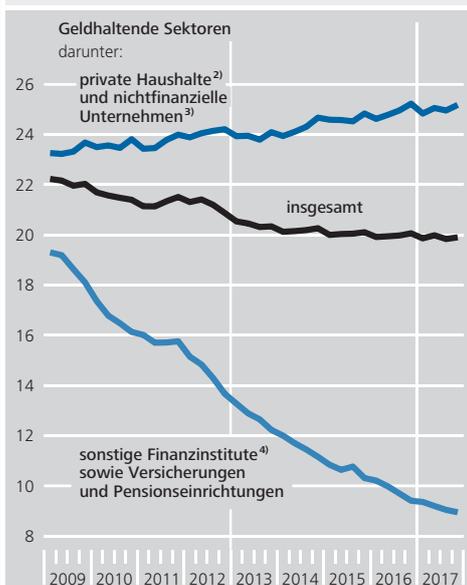
nung für die geldhaltenden Sektoren in Deutschland grundsätzlich fort. So war eine substantielle Verstärkung der Suche nach Rendite auch in diesem Zeitraum nicht zu erkennen. Diese wäre vor allem dann zu vermuten, wenn der Anteil der Bankeinlagen im Portfolio der Anleger spürbar zurückginge und Anlageformen mit im Durchschnitt höheren Renditen bevorzugt würden. Tatsächlich vollzog der Anteil der Bankeinlagen im Verlauf des Jahres 2017 aber eine Seitwärtsbewegung, hinter der einerseits ein abgeschwächter Einlagenaufbau im nichtfinanziellen Privatsektor und andererseits ein leicht verlangsamter Einlagenabbau bei den finanziellen Unternehmen standen (vgl. nebenstehendes Schaubild).

Die Entwicklung des Anteils der Bankeinlagen am gesamten Geldvermögen des nichtfinanziellen Privatsektors wurde dadurch geprägt, dass der Einlagenaufbau der privaten Haushalte 2017 etwas hinter dem sehr hohen Niveau des Vorjahres zurückblieb. Trotzdem bildeten Einlagen nach wie vor die wichtigste Anlageform. Die Zuflüsse wurden bei nochmals verengten Zinsdifferenzen zwischen den verschiedenen Einlagearten weiterhin vom ungewöhnlich kräftigen Aufbau der besonders liquiden Sichteinlagen beherrscht. Die zweitwichtigste Anlageform für die privaten Haushalte blieben die Ansprüche gegenüber Versicherungen. Zusammen mit der anhaltend hohen Bedeutung von Sichteinlagen deutet dies weiterhin auf eine ausgeprägte Risikoaversion der privaten Haushalte hin.

Allerdings nahm das Kapitalmarktengagement des Sektors im Vergleich zu den Jahren 2007 bis 2014 deutlich zu. Getrieben wurde dieser

Anteil der Einlagen am gesamten sektoralen Geldvermögen in Deutschland

um Transaktionen fortgeschriebene Bestände des Basisjahres 2000¹⁾, in %



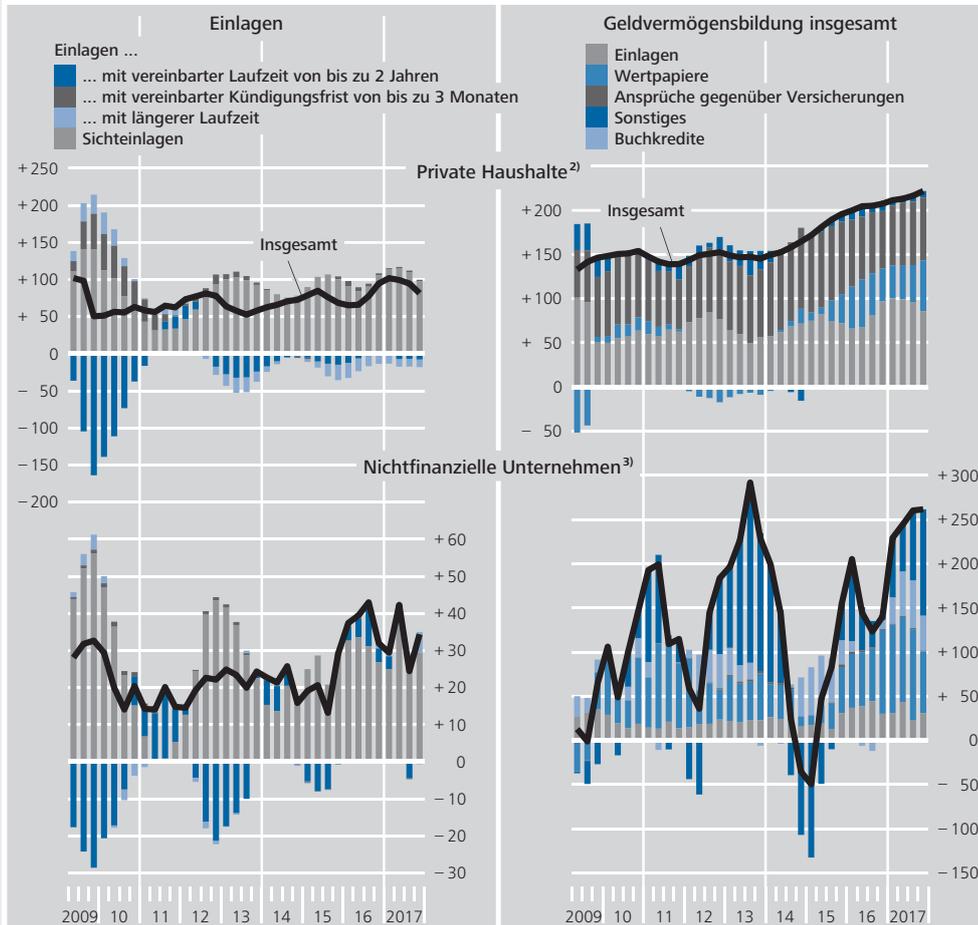
¹ Statistisch bedingte Veränderungen (z. B. statistische Brüche) und Umbewertungen somit ausgeschaltet. ² Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck. ³ Nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. ⁴ Einschl. Investmentfonds.
 Deutsche Bundesbank

¹ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Fortgesetzte Portfoliumschichtungen in renditestärkere Anlageformen in Deutschland, Monatsbericht, Mai 2017, S. 33–36.

² Finanzielle Unternehmen hier ohne Monetäre Finanzinstitute, da sich die Analyse auf die geldhaltenden Sektoren bezieht. Zudem wird in der folgenden sektoralen Analyse der Sektor Staat ausgeklammert, da dessen Geldvermögensbildung vergleichsweise gering und volatil ist.

Einlagenaufbau und gesamte Geldvermögensbildung des nichtfinanziellen Privatsektors in Deutschland

in Mrd €, kumulierte Transaktionen der letzten 12 Monate zum Quartalsende¹⁾



1 Statistisch bedingte Veränderungen und Umbewertungen ausgeschaltet. Die Angaben zu den Einlagen sind saisonbereinigt. **2** Private Haushalte einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck. **3** Nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften.

Deutsche Bundesbank

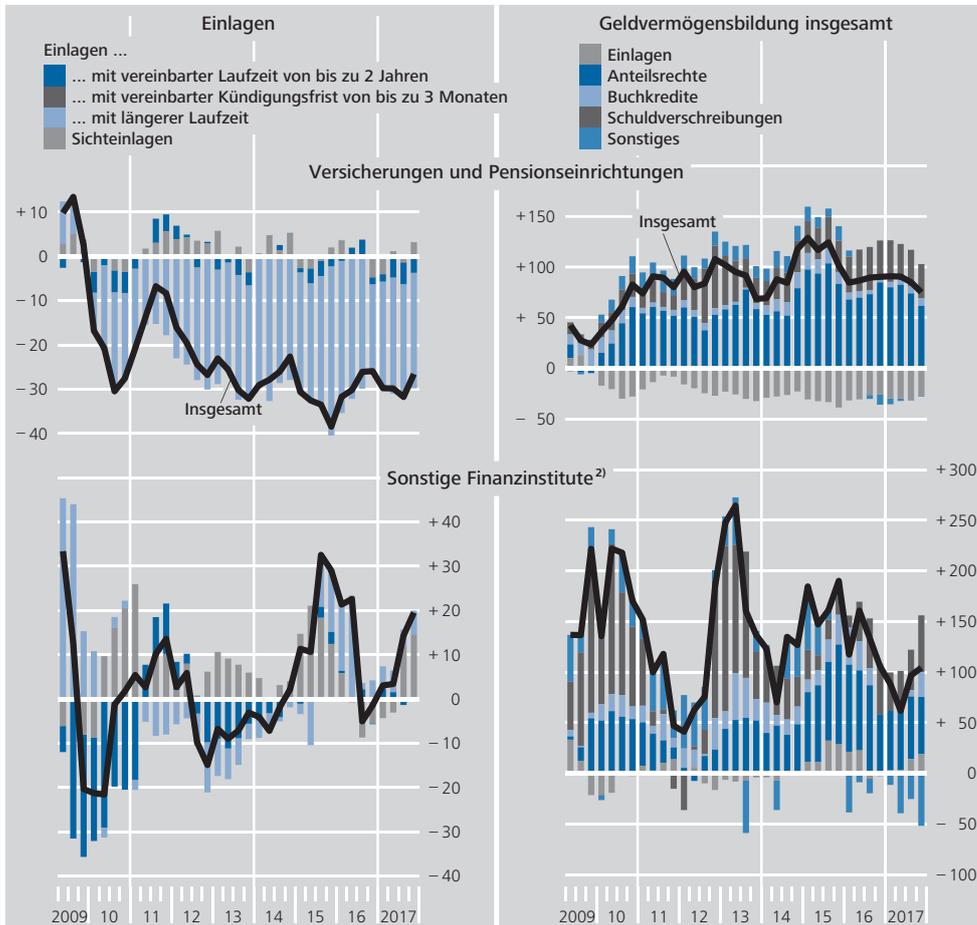
Aufbau vor allem durch den Erwerb von Investmentfondsanteilen, der 2017 deutlich stärker ausfiel als im Vorjahr. Auch Aktien von Emittenten außerhalb des Euroraums wurden verstärkt gekauft. Diese Entwicklungen sprechen dafür, dass die privaten Haushalte bei ihren Anlageentscheidungen zunehmend auch Renditekalküle berücksichtigten, wobei sie häufig auf indirekte, von institutionellen Anlegern verwaltete und daher eher breit gestreute Wertpapieranlagen zurückgriffen.

nerhalb des Sektors uneinheitlich: Für viele Unternehmen verloren Sichteinlagen an Attraktivität, weil die Banken die Sichteinlagezinsen auf breiter Front nochmals – und im Vergleich zu den privaten Haushalten stärker – (auch in den negativen Bereich) senkten. Im Aggregat überwog jedoch, dass einige, tendenziell größere Unternehmen eine hohe Präferenz für liquide und sichere Mittel im Rahmen ihres Liquiditätsmanagements zeigten und trotz des allgemeinen Niedrigzinsumfelds

Der Sektor der nichtfinanziellen Unternehmen setzte den Einlagenaufbau der beiden Vorjahre mit nochmals leicht beschleunigtem Tempo fort. Im Wesentlichen wurden Sichteinlagen nachgefragt; allerdings war die Verteilung in-

Einlagenaufbau und gesamte Geldvermögensbildung des finanziellen Sektors in Deutschland

in Mrd €, kumulierte Transaktionen der letzten 12 Monate zum Quartalsende¹⁾



¹ Statistisch bedingte Veränderungen und Umbewertungen ausgeschaltet. Die Angaben zu den Einlagen sind saisonbereinigt. ² Sonstige Finanzinstitute einschl. Investmentfonds, jedoch ohne Monetäre Finanzinstitute und damit ohne Geldmarktfonds.
 Deutsche Bundesbank

imstande waren, ein solches Anlageverhalten zu adäquaten Konditionen umzusetzen.³⁾

Einen deutlich höheren Anteil an der im Jahr 2017 insgesamt sehr kräftigen Geldvermögensbildung der nichtfinanziellen Unternehmen hatte der Erwerb von Wertpapieren, darunter vor allem auch Aktien, deren Käufe so stark ausfielen wie zuletzt 2008. Dies steht im Zusammenhang mit dem zuletzt verstärkten Aufbau von Unternehmensbeteiligungen, nicht zuletzt auch im Ausland. Darüber hinaus wurden – nach der eher schwachen Kreditvergabe im Jahr 2016 – aktuell wieder vermehrt Kredite an andere nichtfinanzielle Unternehmen im In- und Ausland vergeben, darunter zum Teil auch im Konzernverbund. Insgesamt

scheinen Renditeüberlegungen nicht der alleinige Treiber der Anlageentscheidungen deutscher nichtfinanzieller Unternehmen zu sein; zusätzlich spielen hier unternehmenspolitische Aspekte sowie die Präferenz für liquide und sichere Geldanlagen eine Rolle.⁴⁾

³ Vgl. zu den Treibern der Geldhaltung nichtfinanzieller Unternehmen in ausgewählten Ländern: Financial Stability Board, Corporate cash holdings as a demand factor for non-bank financial instruments, Global Shadow Banking Monitoring Report 2017, S. 79–84; sowie zum Liquiditätsmanagement in Deutschland: Deutsche Bundesbank, Die langfristige Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland – Ergebnisse der gesamtwirtschaftlichen Finanzierungsrechnung, Monatsbericht, Januar 2012, S. 13–28.

⁴ Vgl. dazu auch: Financial Stability Board, a. a. O.

Innerhalb des finanziellen Sektors setzten Versicherungen und Pensionseinrichtungen in den letzten Jahren den im Jahr 2010 begonnenen kräftigen Abbau ihrer Bankeinlagen fort. Reduziert wurden abermals überwiegend längerfristige Termineinlagen. Damit verringerten deutsche Versicherungen, deren Anteil von Einlagen an den gesamten Bilanzaktiva im Euro-Raum-Vergleich in der Vergangenheit auffallend hoch war, schrittweise ihre direkte Vernetzung mit dem Bankensektor, einer als besonders sicher geltenden Gegenpartei.⁵⁾ Stattdessen bevorzugten sie im anhaltenden Niedrigzinsumfeld Anlageformen, bei denen die handels- und steuerrechtliche Behandlung von Kapitalerträgen aufgrund der Möglichkeit der Theaurierung vorteilhafter ist.⁶⁾ So fiel das Engagement in Investmentfondsanteilen wie schon in den vorangegangenen Jahren hoch aus. In bedeutendem Umfang wurden zudem auch langfristige, von ausländischen Sektoren emittierte Schuldverschreibungen erworben. Der steigende Anteil dieser Papiere an den gesamten Aktiva spiegelt das Bestreben der Versicherungen wider, die Laufzeiten ihrer Aktiva an die ihrer vornehmlich langfristigen Passiva anzugleichen. Hintergrund ist neben dem anhaltenden Umfeld niedriger Zinsen auch die Einführung des neuen europäischen Aufsichtsregimes für den Versicherungssektor (Solvency II) im Jahr 2016.⁷⁾

Die sonstigen Finanzinstitute⁸⁾ stockten ihren im Zeitverlauf relativ volatilen Einlagenbestand im Vergleich zum Vorjahr erkennbar auf. Wesentliche Beiträge hierzu leisteten vor allem die Zuflüsse zu den Sichteinlagen der Investmentfonds, die stark stichtagsabhängig sind, aber auch die langfristigen Termineinlagen der Verbriefungszweckgesellschaften.⁹⁾ Erhöht wurden neben den Einlagen auch die Kreditforderungen sonstiger Finanzinstitute gegenüber dem nichtfinanziellen Privatsektor, was zum Teil ebenfalls im Zusammenhang mit Verbriefungsaktivitäten stand. Den höchsten Anteil an der gesamten Geldvermögensbildung dieses Sektors hatte jedoch der Erwerb von Wertpapieren. Hauptakteure waren hier die Investmentfonds, die vor allem Anteile an anderen Investmentfonds erwarben. Zudem erhöhten sie erneut ihr direktes Engagement in bör-

sennotierten Aktien und langfristigen Schuldverschreibungen, insbesondere aus dem Ausland. In dem Maße, wie die ausländischen Anlagen mit einem erhöhten Risiko einhergehen, dürfte dahinter nicht zuletzt die anhaltende Erwartung höherer Renditen gestanden haben.

Insgesamt ist aber nicht zu erkennen, dass die geldhaltenden Sektoren auf der Suche nach Rendite im Vergleich zum Vorjahr in deutlich verstärktem Ausmaß Risiken eingingen. Dies gilt insbesondere für den nichtfinanziellen Privatsektor, bei dem nach wie vor Risikoaversion und Liquiditätspräferenz die Anlageentscheidungen prägten. Allerdings zeigt das gestiegene Engagement der privaten Haushalte am Kapitalmarkt, darunter auch in ausländischen Papieren, dass Renditeaspekte zunehmend berücksichtigt wurden. Auch der finanzielle Sektor wies mit der Wahl ertragreicherer Anlageformen, der Ausweitung der Laufzeiten der Aktiva und dem erhöhten Engagement im Ausland Anzeichen für eine leicht verstärkte Renditesuche auf.

⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Risiken bei Versicherern, Altersvorsorgeeinrichtungen und Investmentfonds, Finanzstabilitätsbericht 2017, S. 85–103.

⁶ Wie in Deutsche Bundesbank (2017), Finanzstabilitätsbericht, a. a. O., ausgeführt, ging diese im Aggregat sichtbare Portfolioumschichtung mit einer hohen Variation zwischen den einzelnen Versicherungsunternehmen einher. Sie wurde größtenteils von einigen großen Lebensversicherern getrieben.

⁷ Vgl. hierzu: Deutsche Bundesbank, Risiken bei Lebensversicherern, Finanzstabilitätsbericht 2015, S. 41–54; Deutsche Bundesbank (2017), Finanzstabilitätsbericht, a. a. O.; sowie D. Domanski, H. S. Shin und V. Sushko (2017), The Hunt for Duration: Not Waving but Drowning?, IMF Economic Review, 65 (1), S. 113–153.

⁸ Einschl. Investmentfonds, jedoch ohne Monetäre Finanzinstitute und damit auch ohne Geldmarktfonds.

⁹ Letztere entstehen aus buchungstechnischen Gründen bei einem Nettoanstieg der Verbriefungstransaktionen im Bankensektor: Verbrieft eine Bank Buchkredite, ohne dass diese die Bankbilanz verlassen, erfolgt die Gegenbuchung zum Gegenwert der verbrieften Kredite, den die Bank von der Verbriefungsgesellschaft erhält, typischerweise als langfristige Verbindlichkeit der Bank gegenüber einer Verbriefungszweckgesellschaft.

Entwicklung der Kredite und Einlagen der Monetären Finanzinstitute in Deutschland¹⁾

Quartalssummen der monatlichen Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

Position	2017	2018
	4. Vj.	1. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾		
täglich fällig	31,4	34,1
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	- 7,7	- 1,2
über 2 Jahre	- 1,7	- 4,7
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	- 0,3	0,3
über 3 Monate	- 2,3	- 1,6
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 1,4	- 10,3
Wertpapierkredite	- 6,9	- 8,9
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	22,9	32,0
darunter:		
an private Haushalte ³⁾	12,6	17,2
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾	9,9	12,5
Wertpapierkredite	5,4	- 5,9

* 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

der positive Trend der Vorquartale fort. Neben der positiven Einkommens- und Vermögensentwicklung wurde die Nachfrage privater Haushalte nach Bankkrediten durch die weiterhin ausgesprochen günstigen Finanzierungsbedingungen gefördert. Laut MFI-Zinsstatistik lagen die Zinssätze sowohl für Wohnungsbaukredite als auch für Ausleihungen zu Konsumzwecken trotz leichter Anpassungen nach oben im Berichtsquartal weiterhin nahe ihrer historischen Tiefstände.

Hinweise auf weitere Einflussfaktoren liefern die aktuellen Ergebnisse des BLS: Die Banken gaben an, dass die Nachfrage nach privaten Woh-

nungsbaukrediten im Berichtsquartal dynamischer ausfiel als in den Quartalen zuvor. Ursächlich hierfür waren den Befragten zufolge neben dem niedrigen allgemeinen Zinsniveau auch die guten Aussichten für den Wohnungsmarkt sowie das robuste Verbrauchervertrauen. Darüber hinaus gab es positive Nachfrageimpulse durch Umfinanzierungen, Umschuldungen und Neuverhandlungen. Nachfragesenkende Effekte seien unter anderem von der stärkeren Verwendung eigener Ersparnisse ausgegangen. Bei den Konsumentenkrediten führten die Banken im Wesentlichen die stabile Anschaffungsneigung der privaten Haushalte und das robuste Verbrauchervertrauen als erklärende Faktoren für den Nachfrageanstieg an.

Gestützt wurde die Nachfrage nach Wohnungsbau- und Konsumentenkrediten zudem durch eine weitere Lockerung der Kreditvergabepolitik. So gaben die im Rahmen des BLS befragten Banken an, die Kreditstandards im Bereich der privaten Baufinanzierung im ersten Quartal 2018 zum dritten Mal in Folge leicht gelockert zu haben und auch für das zweite Quartal eine weitere Senkung zu planen. Auch die in den Kreditverträgen vereinbarten Kreditbedingungen wurden von den Banken wie schon in den vorangegangenen Quartalen insgesamt gelockert. Allerdings waren hiervon anders als in den Vorquartalen einzig die Margen betroffen; die anderen erfragten Bedingungen blieben unverändert.

Auch bei den Konsumentenkrediten wurden die Kreditrichtlinien moderat gelockert und die Kreditbedingungen insgesamt expansiv angepasst. Die Banken führten die Anpassungen neben der hohen Wettbewerbsintensität auch auf ihre gestiegene Risikotoleranz zurück.

Die zweite wesentliche Stütze des Kreditgeschäfts mit dem inländischen Privatsektor stellten im Berichtsquartal die Buchkredite an die nichtfinanziellen Unternehmen dar. Ihr Wachstum läuft dem des BIP typischerweise um wenige Quartale nach, was erklärt, dass diese Unternehmen – im Einklang mit der anhalten-

Kreditvergabepolitik im Bereich der privaten Baufinanzierung insgesamt nachgefragt

Verstärktes Interesse an Bankkreditfinanzierung auch seitens der nichtfinanziellen Unternehmen

den Hochkonjunktur – ihre Nachfrage nach Bankkrediten im Berichtsquartal nochmals deutlich erhöhten. Neben der unverändert hohen Nachfrage nach langfristigen Ausleihungen wurden dabei – wie bereits seit einigen Quartalen zu beobachten – auch kurzfristige Kredite in größerem Umfang in Anspruch genommen. Ein möglicher Grund dafür liegt in der leicht gestiegenen Zinsdifferenz zugunsten der kurzfristigen Ausleihungen. Insgesamt blieben die Finanzierungsbedingungen am Kreditmarkt jedoch günstig. So zahlten inländische Unternehmen Ende März im kurzfristigen Laufzeitbereich Zinsen in Höhe von 2,5% für kleinvolumige beziehungsweise 1,1% für großvolumige Kredite, während die Zinsen für langfristige Ausleihungen zuletzt jeweils bei 1,9% beziehungsweise 1,7% lagen.

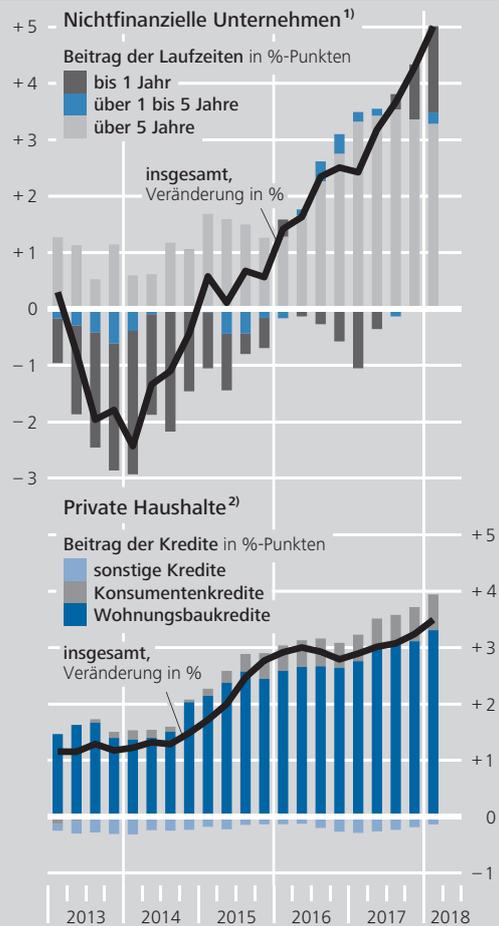
Nach Ansicht der am BLS teilnehmenden Banken war der hohe Finanzierungsbedarf der nichtfinanziellen Unternehmen für Anlageinvestitionen sowie der Mittelbedarf für Umfinanzierung, Umschuldung und Neuverhandlung ausschlaggebend für die Zunahme der Nachfrage nach Bankkrediten, während vor allem von der Nutzung der Innenfinanzierungsspielräume der Unternehmen und der Inanspruchnahme von Krediten anderer Banken nachfragesenkende Impulse ausgingen.

*Kreditvergabe-
politik im Unter-
nehmenskredit-
geschäft ins-
gesamt spürbar
gelockert*

Gestützt wurde die Kreditvergabe an Unternehmen im Berichtsquartal auch von der Kreditvergabepolitik der Banken. Die von den nichtfinanziellen Unternehmen zu erfüllenden Mindestanforderungen für die Vergabe von Krediten wurden per saldo geringfügig gelockert, und es kam bei den Kreditbedingungen wiederholt zu spürbaren Lockerungen: Neben einer Margenerengung kamen die Banken ihren Firmenkunden auch bei der Kreditlaufzeit spürbar entgegen und nahmen leichte Lockerungen bei den Zusatz- oder Nebenvereinbarungen („covenants“), der Kredithöhe sowie den Kreditnebenkosten vor. Als wesentlichen Grund für die Lockerung ihrer Angebotspolitik im Bereich der Unternehmensfinanzierung führten die Banken den intensiven Wettbewerb an.

Buchkredite¹⁾ deutscher Banken an den inländischen nichtfinanziellen Privatsektor

Veränderung gegenüber Vorjahr, Quartalsendstände, saisonbereinigt



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

Die Aprilumfrage des BLS enthielt zusätzliche Fragen zu den Refinanzierungsbedingungen der Banken, zu den derzeitigen Niveaus der Kreditstandards, zu den Auswirkungen des erweiterten Programms des Eurosystems zum Ankauf von Vermögenswerten sowie zu den Folgen des negativen Zinssatzes der Einlagefazilität des Eurosystems für das Kreditgeschäft. Die deutschen Banken berichteten von einer im Vergleich zum Vorquartal kaum veränderten Refinanzierungssituation vor dem Hintergrund der Lage an den Finanzmärkten. Gemessen am Mittelpunkt der Bandbreite, die durch die seit dem zweiten Quartal 2010 implementierten Richtlinien aufgespannt wird, sind die gegenwärtigen

Ertragslage der Banken durch APP und negativen Zinssatz der Einlagefazilität belastet

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 2. Vj. 2018.

tigen Standards im Firmenkundengeschäft etwas lockerer, im Bereich der Wohnungsbaukredite deutlich straffer und bei den Konsumenkrediten liegen sie auf demselben Niveau. Im Hinblick auf das erweiterte Ankaufprogramm des Eurosystems meldeten die Banken einerseits eine erneute Verbesserung ihrer Liquiditätsposition und ihrer Finanzierungsbedingungen. Andererseits belastete das Programm aber auch weiterhin ihre Ertragslage. Auch der negative

Zinssatz der Einlagefazilität trug in den vergangenen sechs Monaten erheblich zu einem Rückgang der Netto-Zinserträge der Banken bei und führte darüber hinaus isoliert betrachtet zu sinkenden Kreditzinsen und rückläufigen Margen. Gleichzeitig bewirkte der negative Einlagesatz für sich genommen ein leicht gestiegenes Volumen der an private Haushalte vergebenen Kredite, während er keine Auswirkungen im Unternehmensgeschäft hatte.