

■ Geldpolitik und Bankgeschäft

■ Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

EZB-Rat beschließt Reduktion der monatlichen Wertpapierkäufe

Wie im Juni 2018 in Aussicht gestellt, beschloss der EZB-Rat auf seiner Septembersitzung, die Nettokäufe im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) nach September 2018 auf monatlich 15 Mrd € zu reduzieren. Er geht davon aus, die Nettokäufe nach Ende Dezember 2018 zu beenden, sofern neu verfügbare Daten seine mittelfristigen Inflationsaussichten bestätigen. Diese Aussage bekräftigte der EZB-Rat auch nach der geldpolitischen Sitzung im Oktober. Ebenso beabsichtigt er weiterhin, die Tilgungsbeträge nach Abschluss der Nettokäufe für längere Zeit und in jedem Fall solange wie erforderlich bei Fälligkeit wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfangreiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

EZB-Rat belässt Leitzinsen und Forward Guidance unverändert

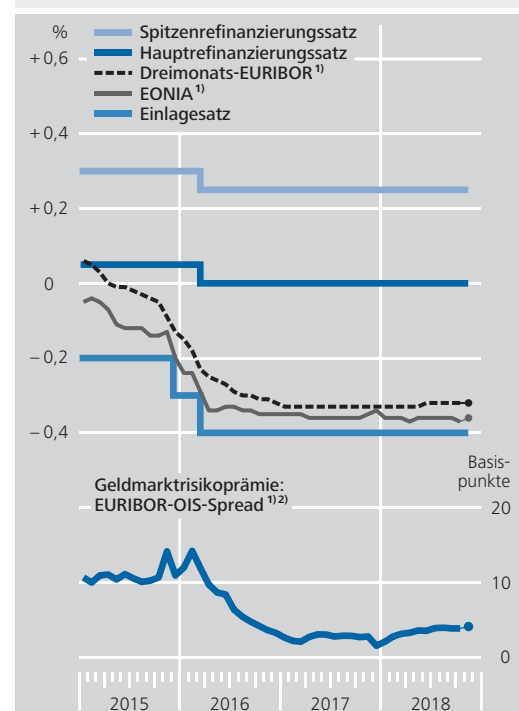
Die Leitzinsen beließ der EZB-Rat im Berichtszeitraum unverändert. Der Hauptrefinanzierungssatz liegt damit weiterhin bei 0%, die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität liegen bei 0,25% und – 0,40%. Im Hinblick auf die Orientierung über die zukünftige Entwicklung der Leitzinsen (Forward Guidance) geht der EZB-Rat weiterhin davon aus, dass die Leitzinsen mindestens über den Sommer 2019 und in jedem Fall so lange wie erforderlich auf ihrem aktuellen Niveau bleiben werden, um eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2% auf mittlere Sicht sicherzustellen.

Vertrauen in nachhaltigen Anstieg der Inflation intakt

Die neu verfügbaren Daten, darunter die von Experten der EZB erstellten Projektionen vom September 2018, bestätigten weitgehend die bisherige Einschätzung des EZB-Rats über einen anhaltenden breit angelegten Wirtschaftsaufschwung und allmählich anziehenden Infla-

tionsdruck im Euroraum. Obwohl der EZB-Rat nach der Oktobersitzung konstatierte, dass die Daten leicht schwächer als erwartet waren, änderte er diese grundsätzliche Einschätzung nicht. Die zugrunde liegende Stärke der Wirtschaft des Euroraums und der steigende binnenwirtschaftliche Kostendruck geben weiterhin Anlass darauf zu vertrauen, dass sich die Anpassung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2% auf mittlere Sicht in nächster Zeit fortsetzen und auch nach der Reduzierung und Beendigung des Nettoerwerbs von Wertpapieren bestehen bleiben wird. Aus Sicht des EZB-Rats bleiben Unsicherheiten im Zusammenhang mit globalen Faktoren und Finanzmarktvolatilitäten zwar von Bedeutung, die Risiken für die Wachstumsaussichten des Euroraums können aber nach wie vor als ausgewogen erachtet werden. Zudem ist festzustellen, dass etwaige Abwärtsrisiken für das Wirt-

Geldmarktzinsen im Euroraum



Quellen: EZB und Bloomberg. 1 Monatsdurchschnitte. 2 Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EONIA-Swapsatz. ● = Durchschnitt 1. bis 14. November 2018.

Deutsche Bundesbank

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den zwei Reserveperioden vom 1. August 2018 bis 30. Oktober 2018 nahm der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren im Euroraum leicht zu (siehe unten stehende Tabelle). Mit durchschnittlich 1 356,7 Mrd € lag er in der Reserveperiode September/Okttober 2018 um 10,9 Mrd € über dem Durchschnitt der letzten Periode vor dem Betrachtungszeitraum (Juni/Juli 2018). Die Summe der autonomen Faktoren bewegte sich dabei innerhalb der beiden betrachteten Perioden zwischen 1 279,5 Mrd € und 1 395,8 Mrd €. Ausschlaggebend für den höheren Liquiditätsbedarf waren zum einen die gestiegenen Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem, die sich in der Periode September/Okttober 2018 auf durchschnittlich 283,1 Mrd € beliefen und damit 19,7 Mrd € über dem Durchschnitt der Periode Juni/Juli 2018 lagen, und zum anderen der um 10,7 Mrd € gestiegene Bank-

notenumlauf. Eine gegenläufige Entwicklung zeigte hingegen die Summe der Netto-Währungsreserven und der Sonstigen Faktoren, die aufgrund liquiditätsneutraler Bewertungseffekte gemeinsam betrachtet werden; ihr aggregierter Anstieg um 19,5 Mrd € wirkte liquiditätszuführend. Das Reservesoll betrug in der Reserveperiode September/Okttober 126,7 Mrd €, was insgesamt einem Anstieg um 2,0 Mrd € entsprach.

Das ausstehende Tendervolumen reduzierte sich im Betrachtungszeitraum leicht. In der Reserveperiode September/Okttober 2018 betrug es im Durchschnitt rund 735 Mrd € und lag damit knapp 12 Mrd € unter dem entsprechenden Wert in der Periode Juni/Juli 2018 (siehe Schaubild auf S. 27). Ursächlich für den Rückgang waren vor allem die gezielten längerfristigen Refinanzierungs-

Liquiditätsbestimmende Faktoren^{*)}

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2018	
	1. August bis 18. September	19. September bis 30. Oktober
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren		
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 8,6	- 2,1
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 24,3	- 44,0
3. Netto-Währungsreserven ¹⁾	+ 2,4	- 12,3
4. Sonstige Faktoren ¹⁾	+ 14,7	+ 14,7
Insgesamt	+ 32,8	- 43,7
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	+ 0,9	+ 3,9
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 4,3	- 12,1
c) Sonstige Geschäfte	+ 31,3	+ 33,1
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,0	+ 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 19,0	+ 39,4
Insgesamt	+ 8,9	+ 64,3
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 41,8	+ 20,3
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 2,0	+ 0,0

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

¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

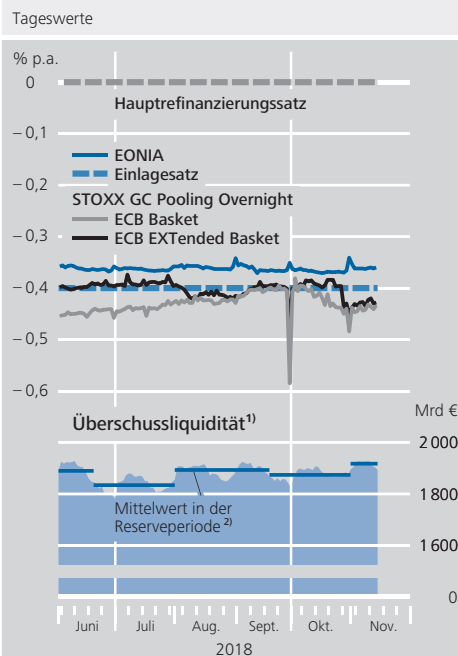
Deutsche Bundesbank

geschäfte (GLRG). So wurden zum einen Ende September alle acht GLRGI in Höhe von noch insgesamt 8,9 Mrd € fällig. Ursprünglich waren in diesen Geschäften rund 432 Mrd € zugeteilt worden, die sich aber durch vorzeitige Rückzahlungen deutlich reduziert hatten. Zum anderen valutierten am gleichen Tag freiwillige, vorzeitige Rückzahlungen des ersten und zweiten GLRGI. Allerdings wurde diese Rückzahlungsmöglichkeit ähnlich wie im Juni 2018 kaum wahrgenommen, denn nur 3,6 Mrd € der möglichen 430,2 Mrd € wurden vorzeitig zurückgezahlt. Damit stehen in den vier GLRGI noch insgesamt rund 722 Mrd € aus. Das Gesamtvolumen bei den Standardtendern änderte sich im Betrachtungszeitraum auf sehr niedrigem Niveau nur wenig, allerdings mit spürbaren Verschiebungen zwischen dem Hauptrefinanzierungsgeschäft und den Dreimonatstendern. So erhöhte sich die Nachfrage im Haupttender auf durchschnittlich 6,9 Mrd € in der Periode September/Okttober 2018 (+ 4,8 Mrd € gegenüber der Periode Juni/Juli 2018), während das ausstehende Volumen der Dreimonatstender im entsprechenden Vergleich um 3,5 Mrd € auf 3,7 Mrd € sank.

Den Großteil an Zentralbankliquidität stellte das Eurosystem weiterhin über die geldpolitischen Wertpapierankaufprogramme bereit, deren Anteil an der über die Offenermarktgeschäfte des Eurosystems insgesamt zur Verfügung gestellten Liquidität im Betrachtungszeitraum rund 78% betrug. Der durchschnittliche bilanzielle Bestand aller Ankaufprogramme in der Periode September/Okttober 2018 lag bei 2 623 Mrd €, was einen Anstieg um 64 Mrd € gegenüber dem entsprechenden Durchschnittsbestand in der Reserveperiode Juni/Juli 2018 bedeutete (siehe auch nebenstehende Tabelle).

Die Überschussliquidität verzeichnete im Betrachtungszeitraum erneut Schwankungen

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 €

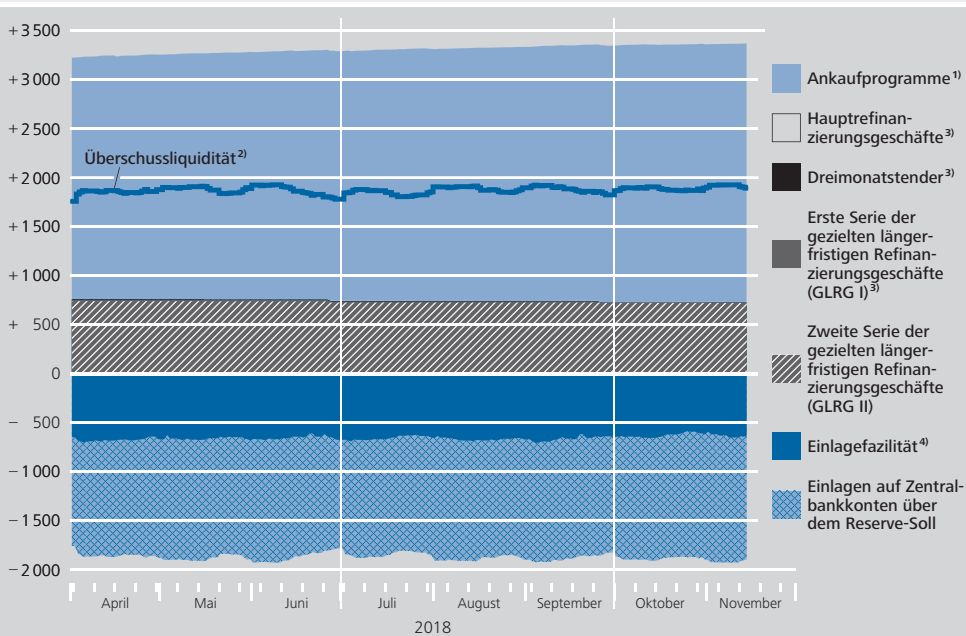
Programm	Veränderung in den beiden Reserveperioden	Bilanzieller Bestand am 9. November 2018
Aktive Programme		
PSPP	+ 53,5	2 089,2
CBPP3	+ 4,7	261,5
CSPP	+ 8,7	175,0
ABSPP	¹⁾ - 0,4	27,4
Beendete Programme		
SMP	- 5,5	73,0
CBPP1	- 0,2	4,3
CBPP2	- 0,0	4,0

1 Rückgang vor allem aufgrund von Fälligkeiten, die höher waren als die in diesem Zeitraum valutierenden Käufe.
 Deutsche Bundesbank

im Rahmen bisheriger Bandbreiten (siehe Schaubild auf S. 26). Sie erreichte in der Reserveperiode September/Okttober 2018 einen Durchschnittswert von 1874 Mrd € und nahm damit gegenüber der Periode Juni/Juli 2018 um 40 Mrd € zu. In der Periode August/September 2018 war die Überschussliquidität mit durchschnittlich 1893 Mrd € zwischenzeitlich noch höher,

Liquiditätsbereitstellung und Liquiditätsverwendung

Mrd €, Tageswerte

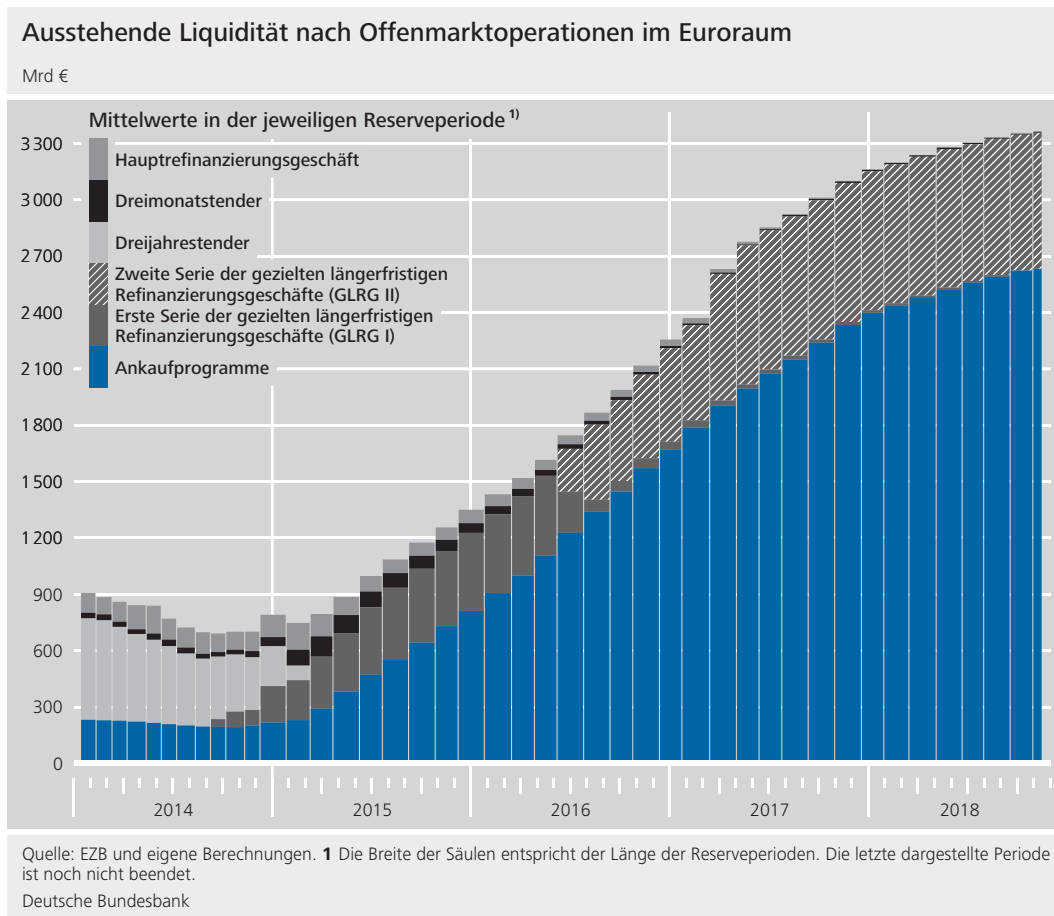


Quelle: EZB und eigene Berechnungen. **1** Programm für die Wertpapiermärkte (SMP), Programme zum Ankauf gedeckter Schuldverschreibungen (CBPP1, CBPP2, CBPP3), von Asset Backed Securities (ABSPP), von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (PSPP) und von Wertpapieren des Unternehmenssektors (CSPP). **2** Zentralbankguthaben minus Mindestreservesoll plus Einlagefazilität. **3** Wegen geringen Volumens kaum sichtbar. **4** Die Spitzenrefinanzierungsfazilität wurde wegen zu geringen Volumens in der Grafik nicht dargestellt.
 Deutsche Bundesbank

bevor sie vor allem aufgrund des gestiegenen Liquiditätsbedarfs aus autonomen Faktoren wieder sank.

Angesichts der sehr komfortablen Liquiditätsverhältnisse orientieren sich die Tagesgeldsätze weiterhin am Satz der Einlagefazilität (siehe Schaubild auf S. 25). In der Reserveperiode September/Oktober 2018 wurde EONIA durchschnittlich bei $-0,37\%$ und damit 1 Basispunkt unterhalb des Durchschnitts der Vorperiode festgestellt. Zugrunde liegende Umsätze von 4,0 Mrd € beziehungsweise 3,2 Mrd € in der Vorperiode bedeuteten anhaltend niedrige Volumina bei unbesicherten Tagesgeldern. Besichert wurde Tagesgeld hingegen überwiegend unterhalb des Einlagesatzes gehandelt. Auf der Plattform GC Pooling wurden Overnight-Geschäfte im ECB Basket in den beiden betrachteten Perioden bei durchschnittlich $-0,42\%$ abgeschlossen und damit 2 Basispunkte höher als im vorherigen Be-

trachtungszeitraum. Im mit einem größeren Sicherheitenkreis versehenen ECB EXTended Basket wurde Tagesgeld in der Periode September/Oktober 2018 durchschnittlich bei $-0,40\%$ gehandelt nach $-0,41\%$ in der Vorperiode. Über beide Baskets betragen die aggregierten Umsätze in der Periode September/Oktober 2018 im Durchschnitt 5,8 Mrd € und lagen damit recht deutlich unter denen der Vorperiode mit 8,8 Mrd €. Der Quartalsultimo September 2018 wirkte sich bei den Overnight-Sätzen insbesondere auf besichertes Tagesgeld im ECB Basket aus, das gegenüber dem Vortag um 18 Basispunkte tiefer bei $-0,59\%$ gehandelt wurde, aber auch im ECB EXTended Basket gab es gleichzeitig einen Rückgang um 7 Basispunkte auf $-0,47\%$. EONIA hingegen wurde am Quartalsultimo 1 Basispunkt höher bei $-0,35\%$ festgestellt.



schaftswachstum sich nicht zwangsläufig in gleichgerichteten Risiken für die Inflationsentwicklung niederschlagen müssen.

chase Programme: CSPP) beliefen sich die Bestände bis zum 9. November auf 175,0 Mrd €.

Monatliches Ankaufvolumen seit Oktober auf 15 Mrd € reduziert

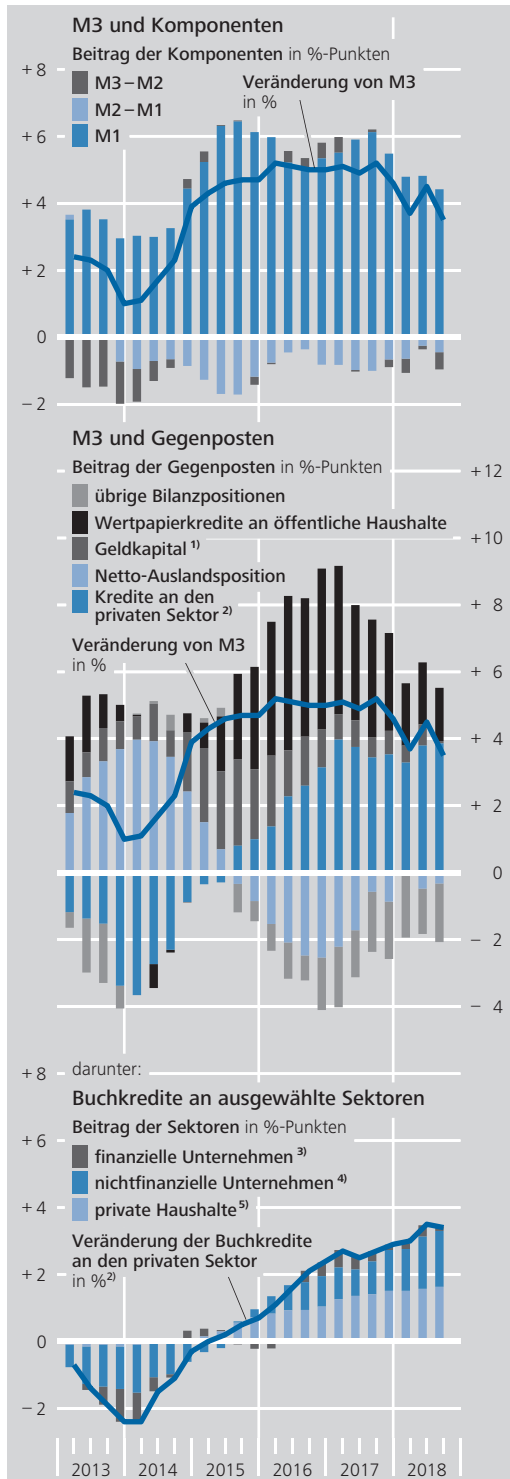
Am 9. November hielt das Eurosystem im Rahmen des APP Aktiva in Höhe von 2 553,0 Mrd €, wobei sich der Aufbau der Bestände durch die Reduktion der monatlichen Käufe auf 15 Mrd € weiter verlangsamte. Mit 2 089,2 Mrd € entfiel der größte Anteil der gehaltenen Wertpapierbestände auf das Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPP). Die durchschnittliche Restlaufzeit des PSPP-Portfolios fiel zuletzt leicht auf 7,5 Jahre. Die bis dato angekauften Bestände im Rahmen der Programme für den Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme 3: CBPP3) und Asset Backed Securities (ABSPP) beliefen sich auf 261,5 Mrd € und 27,4 Mrd €. Beim Programm zum Ankauf von Anleihen des Unternehmenssektors (Corporate Sector Pur-

chase Programme: CSPP) beliefen sich die Bestände bis zum 9. November auf 175,0 Mrd €. Am 26. September lief die erste Serie der gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (GLRG I) regulär aus, in der zuletzt noch 8,9 Mrd € ausstanden. Zum gleichen Zeitpunkt gab es eine weitere freiwillige Rückzahlungsmöglichkeit für zwei Geschäfte der zweiten Serie von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG II). Dabei wurden insgesamt Kredite im Umfang von rund 3,6 Mrd € von den Instituten an das Eurosystem zurückgezahlt, womit die zweite freiwillige Rückzahlung noch niedriger ausfiel als die erste ein Quartal zuvor. Die geringen Rückzahlungen unterstreichen die anhaltende Attraktivität der Konditionen dieser Geschäfte. Mit höheren Rückzahlungen dürfte zu rechnen sein, wenn die Restlaufzeit der einzelnen Geschäfte jeweils unter ein Jahr fällt, was für das erste GLRG II im Juni 2019 der Fall ist. Zu diesen Zeitpunkten halbiert sich die Anrechenbarkeit des jeweiligen GLRG II für die

Erste Serie der GLRG im September ausgelaufen

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 Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. **4** Nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. **5** Sowie private Organisationen ohne Erwerbzzweck.

Deutsche Bundesbank

strukturelle Liquiditätsquote (Net Stable Funding Ratio: NSFR). Dementsprechend müssen sich die Institute bedarfsweise verstärkt am Markt längerfristig refinanzieren.

Die Überschussliquidität bewegte sich im Betrachtungszeitraum zwar im Einklang mit Schwankungen in den autonomen Faktoren, folgte aber insgesamt weiterhin einem bereits seit Ende letzten Jahres anhaltenden Seitwärtstrend. Sie notierte zuletzt bei 1 869 Mrd €. Aufgrund der seit Oktober abermals reduzierten Nettokäufe an Wertpapieren im Rahmen des APP ist nicht damit zu rechnen, dass die Überschussliquidität künftig noch in nennenswertem Umfang zunimmt.

Überschussliquidität weiterhin mit Seitwärtstrend

Im Berichtszeitraum notierte der unbesicherte Übernachtssatz am Geldmarkt (EONIA) abermals weitestgehend in einer engen Spanne zwischen – 0,36% und – 0,37% mit kleineren Anstiegen auf bis zu – 0,34% an Monatsenden. Der besicherte Übernachtssatz (STOXX GC Pooling) notierte zwar weiter in einer Bandbreite unterhalb des Satzes der Einlagefazilität von – 0,40%, näherte sich diesem Satz aber zwischenzeitlich über einen längeren Zeitraum merklich an, ehe er am aktuellen Rand wieder rückläufig war. Der Dreimonats-EURIBOR blieb im Berichtszeitraum nahezu unverändert und lag zuletzt bei – 0,32%.

Geldmarktsätze weiterhin wenig verändert

Die aus der EONIA-Swapkurve abgeleiteten Geldmarktterminalsätze verzeichneten insbesondere in längeren Laufzeiten zwischenzeitlich einen merklichen Anstieg, der sich am aktuellen Rand wieder teilweise zurückbildete. Die geldpolitischen Sitzungen im September und Oktober hatten aber kaum Einfluss auf die Lage der Terminalsätze: Der zwischenzeitliche Anstieg dürfte primär über den internationalen Zinsverbund durch Entwicklungen der längerfristigen Renditen in den Vereinigten Staaten getrieben gewesen sein. Am aktuellen Rand notieren die Terminalsätze wieder unterhalb des Niveaus, das nach der geldpolitischen Sitzung des EZB-Rats im Juni zu beobachten war. Ein höherer Einlegesatz ist – in Abhängigkeit von der unterstellten

Anstieg der Geldmarktterminalsätze aufgrund des internationalen Zinsverbundes

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

Veränderung gegenüber Vorquartal in Mrd €, saisonbereinigt

Aktiva	2018 3. Vj.	2018 2. Vj.	Passiva	2018 3. Vj.	2018 2. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euroraum	100,5	88,6	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	101,8	- 21,5
Buchkredite	86,3	52,7	Geldmenge M3	51,9	182,9
Buchkredite, bereinigt ¹⁾	83,4	105,7	davon Komponenten:		
Wertpapierkredite	14,2	35,9	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	126,5	169,5
Kredite an öffentliche Haushalte im Euroraum	58,3	35,9	Übrige kurzfristige Einlagen (M2-M1)	- 45,3	19,2
Buchkredite	- 12,8	- 4,3	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	- 29,3	- 5,8
Wertpapierkredite	71,4	39,8	Geldkapital	41,5	- 26,0
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums	41,8	- 65,8	davon:		
andere Gegenposten von M3	- 5,8	77,1	Kapital und Rücklagen	34,6	5,1
			Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	6,9	- 31,1

* 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

Höhe des ersten Zinsschritts – nach wie vor im Zeitraum vom vierten Quartal 2019 bis zum zweiten Quartal 2020 in den Termsätzen eingepreist, was weiterhin einen späteren Zeitpunkt impliziert als in Umfragen angegebene Zinserwartungen.¹⁾

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Monetäre Dynamik gegenüber dem Vorjahr abgeschwächt; Kreditwachstum bleibt größter Treiber

Das Wachstum des breit gefassten Geldmengenaggregats M3 schwächte sich im dritten Quartal 2018 deutlich ab. Die Jahresrate sank zum Quartalsende auf 3,5% und lag damit spürbar unter dem in den Jahren 2016 und 2017 vorherrschenden Niveau von 5%. Ausschlaggebend dafür war letztlich die nochmalige Verringerung der monatlichen Nettoankäufe von Wertpapieren durch das Eurosystem zu Jahresbeginn, die dazu beitrug, dass sich das Wachstum der von Unternehmen gehaltenen Einlagen abschwächte. Positiv wirkte sich dagegen aus, dass die Gewährung von Buchkrediten an den nichtfinanziellen Privatsektor ihre Dynamik beibehielt: Vor dem Hintergrund der hohen Kapazitätsauslastung und des gefestigten Verbrauchervertrauens im Euroraum verzeichneten sowohl die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen als auch die Ausleihungen an private Haushalte erneut deutliche

Zuflüsse. Gestützt wurde die lebhaftere Kreditnachfrage durch die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen für die Haushalte und Unternehmen im Euroraum.

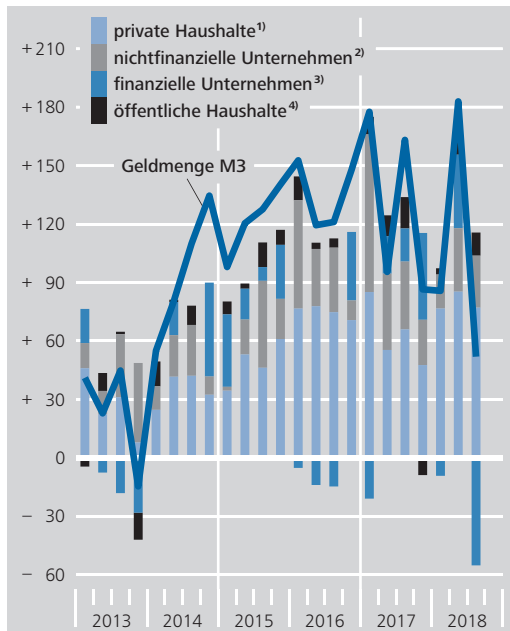
Das Geldmengenwachstum speiste sich im dritten Quartal 2018 abermals im Wesentlichen aus dem Zuwachs der Sichteinlagen. Allerdings fielen diese Zuflüsse in den letzten Quartalen deutlich geringer aus als im vorangegangenen Jahr. Außerdem wirkte ein ungewöhnlich hoher Abbau der kurzfristigen Termineinlagen – insbesondere der sonstigen finanziellen Unternehmen – im Berichtsquartal bremsend auf das M3-Wachstum. Mit Blick auf alle in M3 enthaltenen Einlagen blieben die privaten Haushalte größter Wachstumsträger (siehe Schaubild auf S. 30). Angesichts ihrer ausgeprägten Risikoaversion und der geringen Zinsdifferenzen zwischen den verschiedenen Einlageformen blieb ihre Präferenz für äußerst liquide Sicht- und kurzfristige Spareinlagen unverändert hoch. Dagegen schwächte sich der Einlagenaufbau vonseiten nichtfinanzieller und finanzieller Unternehmen

M3-Wachstum weiterhin vom Sichteinlagenaufbau dominiert, Einlagenaufbau durch Unternehmenssektor jedoch rückläufig

¹ Annahmen über plausible Höhen des ersten Zinsschritts können aus Umfragen zu Leitzinserwartungen abgeleitet werden und bewegen sich in einer Bandbreite von 10 bis 25 Basispunkten. Zur Diskrepanz zwischen dem aus Geldmarkttermsätzen und Zinsumfragen abgeleiteten Zeitpunkt der ersten Zinserhöhungen vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Geldpolitik und Bankgeschäft, Monatsbericht, August 2018, S. 26.

In M3 enthaltene Einlagen nach geldhaltenden Sektoren im Euroraum

Mrd €, Quartalsummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt



1 Insl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck. 2 Nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. 3 Nichtmonetäre finanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. 4 Ohne Zentralstaaten.

Deutsche Bundesbank

in den letzten Quartalen insgesamt ab. Anzeichen für größere Umschichtungen in andere in- und ausländische Forderungen waren im Umfeld einer insgesamt eher schwachen Geldvermögensbildung in diesen Sektoren bis Mitte des Jahres nicht zu beobachten.²⁾

Buchkredite an den nichtfinanziellen Privatsektor weiterhin deutlich gestiegen

Bei den Gegenposten leistete im dritten Quartal die Buchkreditvergabe an den Privatsektor im Euroraum erneut den größten Beitrag zur Geldmengenausweitung. Getragen wurde das Wachstum der Buchkredite – wie bereits in den Vorquartalen – durch deutliche Nettozuwächse bei Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen und an private Haushalte. Damit setzte sich der anhaltende Aufwärtstrend in diesen beiden Kreditsegmenten fort. So stieg die Jahresrate der um Verbriefungen und Verkäufe bereinigten Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Verlauf des Berichtsquartals noch einmal von 4,0% Ende Juni auf 4,3% Ende September. Erneut wurde das Kreditwachstum im nichtfinanziellen Unternehmens-

sektor hauptsächlich von Banken in Deutschland und Frankreich getragen, doch auch Italien und einige kleinere Kernländer trugen zum Anstieg bei (siehe Schaubild auf S. 31).

Gestützt wurde die Kreditnachfrage der Unternehmen durch die Tatsache, dass die Zinsen für Unternehmenskredite im Euroraum als Ganzes auch im Berichtsquartal nahe ihrer historischen Tiefstände verharrten. Zudem gaben die im Rahmen der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) befragten Banken an, die Kreditrichtlinien und Kreditbedingungen im Firmenkundengeschäft im Berichtsquartal per saldo weiter gelockert zu haben. Den beobachteten Anstieg der Nachfrage führten die Bankmanager neben dem niedrigen allgemeinen Zinsniveau als wichtigstem Faktor auch auf einen gestiegenen Mittelbedarf für Anlageinvestitionen, für Lagerhaltung und Betriebsmittel sowie für Fusionen, Übernahmen und Umstrukturierungen zurück. Demgegenüber wirkten die Innenfinanzierungsspielräume der Unternehmen nach Einschätzung der befragten Banken wie in den Befragungen zuvor für sich genommen nachfragedämpfend.

Nachfrage nach Unternehmenskrediten gestützt durch weitere Lockerung der Angebotspolitik

Anhaltende Zuwächse gab es im Berichtsquartal auch bei den Buchkrediten an private Haushalte, deren Jahresrate zum Quartalsende auf 3,1% anstieg. Getragen wurde das Wachstum sowohl von den Wohnungsbau- als auch von den Konsumentenkrediten, deren Wachstumsbeitrag in den Sommermonaten allerdings leicht zurückging. Erneut waren es die Wohnungsbaukredite, die mit 2,4 Prozentpunkten den größten und im Vergleich zum Vorquartal noch etwas gestiegenen Beitrag zum Wachstum des Gesamtaggregats (gegenüber dem Vorjahr) leisteten. Nettozuflüsse zu den Wohnungsbaukrediten wurden ähnlich wie im Unternehmenssektor hauptsächlich bei Banken in Deutschland und Frankreich verzeichnet, in geringerem Umfang trugen aber auch Italien und einige andere Kernländer zum Anstieg der Nettokreditvergabe bei.

Kredite an private Haushalte mit stabilen Zuwächsen

² Daten der Finanzierungsrechnung sind für das dritte Quartal 2018 noch nicht verfügbar.

Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten gestützt durch anhaltend niedrige Zinsen

Nach Einschätzung der im Rahmen des BLS befragten Banken wurde die Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten im Berichtsquartal neben dem anhaltend niedrigen allgemeinen Zinsniveau durch die Aussichten für den Wohnungsmarkt und dessen Preisentwicklung gestützt. Darüber hinaus dürfte die Nachfrage in diesem Segment auch durch den fortgesetzten Anstieg der Beschäftigung und der verfügbaren Einkommen der privaten Haushalte gefördert worden sein. Die Kreditvergabepolitik im Bereich der Wohnungsbaukredite blieb bei den an der Umfrage teilnehmenden Banken aus dem Euroraum im dritten Quartal 2018 nahezu unverändert.

Wertpapierkredite – trotz Halbierung der monatlichen APP-Nettoankäufe des Eurosystems – weiterhin wesentliche Stütze des M3-Wachstums

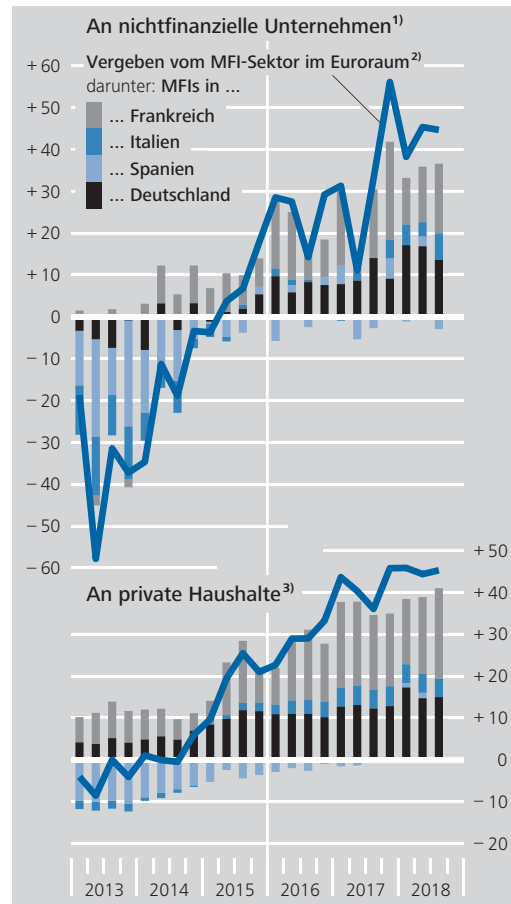
Neben den Buchkrediten trieben im Berichtsquartal auch die Wertpapierkredite das Geldmengenwachstum, vor allem an öffentliche Haushalte im Euroraum, in geringerem Umfang aber auch an private Unternehmen. Beide Bilanzpositionen wurden weiterhin deutlich von den durch das Eurosystem durchgeführten monatlichen Nettoankäufen von Wertpapieren im Rahmen des APP gestützt, auch wenn sich diese aufgrund der im Januar dieses Jahres umgesetzten nochmaligen Reduzierung des APP gegenüber dem Vorjahr mehr als halbierten. Neben dem Eurosystem stockten auch die Kreditinstitute in saisonbereinigter Betrachtung ihre Bestände an Staatsanleihen auf. Im Gegensatz zum Vorquartal, in dem italienische Kreditinstitute kräftig Schuldverschreibungen des heimischen Staates erwarben, war der Nettoaufbau bei den Geschäftsbanken im Berichtsquartal insgesamt wieder breiter über den Euroraum verteilt.

Netto-Auslandsposition stützte im Berichtsquartal ebenfalls das Geldmengenwachstum

Auch die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors stützte im Berichtsquartal das Geldmengenwachstum. Der Einfluss dieses Gegenpostens blieb aber wie schon in den vergangenen Quartalen volatil. Insgesamt hat die nochmalige Reduzierung der APP-Ankäufe zu Beginn des Jahres bislang nicht zu einer Umkehr der Kapitalflüsse aus grenzüberschreitenden Wertpapierinvestitionen geführt. Zwar hat das Interesse inländischer Investoren an ausländischen

Buchkredite an den nichtfinanziellen Privatsektor im Euroraum¹⁾

Mrd €, Quartalssummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Bereinigt um Kreditverkäufe und -verbriefungen. **1** Nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. **2** Zusätzlich bereinigt um Positionen im Zusammenhang mit fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen, die von MFIs erbracht wurden. **3** Sowie private Organisationen ohne Erwerbszweck.

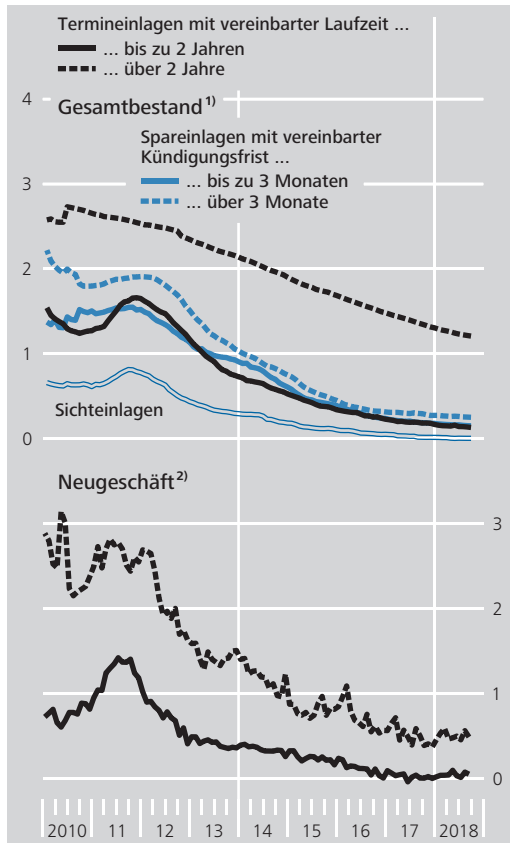
Deutsche Bundesbank

Papieren seit Jahresbeginn erkennbar nachgelassen. Jedoch ist bislang noch keine durchgreifende Stärkung der Nachfrage gebietsfremder Investoren nach Wertpapieren aus dem Euroraum zu erkennen. Ursächlich hierfür dürften unter anderem die anhaltend negative Renditedifferenz des Euroraums mit den meisten übrigen Wirtschaftsräumen sowie die gestiegene politische Unsicherheit in Teilen des Euro-Währungsgebiets sein.

Die längerfristigen finanziellen Verbindlichkeiten des MFI-Sektors verzeichneten im Berichtsquartal zum ersten Mal seit Sommer 2011 wieder einen deutlichen Nettozufluss, der für sich ge-

Zinssätze für Bankeinlagen in Deutschland¹⁾

% p. a., monatlich



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

Deutsche Bundesbank

Aufbau von Kapital und Rücklagen sowie langfristigen Bankschuldverschreibungen lässt Geldkapital wachsen

nommen dämpfend auf das Geldmengenwachstum wirkte. Das Wachstum des Geldkapitals war zum einen auf einen verstärkten Aufbau von Kapital und Rücklagen zurückzuführen, zum anderen auf einen Nettozuwachs bei den längerfristigen Bankschuldverschreibungen in den Händen des geldhaltenden Sektors. Aus Bankensicht dürfte das Interesse an dieser Finanzierungsform allmählich wieder zunehmen, zum einen zum Zwecke der Zinssicherung, zum anderen vor dem Hintergrund der abnehmenden Laufzeiten der durch das Eurosystem angebotenen langfristigen Refinanzierungsgeschäfte.

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Das Einlagengeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden wurde auch im dritten Quartal 2018 durch anhaltende Zuflüsse zu den täglich fälligen Einlagen geprägt. Abermals waren es vor allem die Privathaushalte sowie – in weit geringerem Umfang – die nichtfinanziellen Unternehmen, die Sichtguthaben aufbauten. Dazu dürften neben anhaltend niedrigen Zinsen (siehe nebenstehendes Schaubild) auch der fortgesetzte Anstieg der verfügbaren Einkommen sowie die weiterhin gute Geschäftslage der deutschen Unternehmen beigetragen haben.

Einlagenwachstum weiterhin vom Sichteinlagenaufbau dominiert

Neben den Sichteinlagen verzeichneten nur die kurzfristigen Spareinlagen Zuflüsse, die allerdings gering ausfielen. Alle übrigen Einlagenformen wurden zum Teil spürbar abgebaut. So vermeldeten inländische Banken im Berichtsquartal ein per saldo negatives Einlagengeschäft mit finanziellen Unternehmen. Ein Grund dafür war, dass die sonstigen finanziellen Unternehmen in größerem Umfang Termineinlagen abbauten, um in andere, zum Teil renditeträchtigere Anlageformen zu investieren. Daneben setzte sich bei Versicherungen und Pensionseinrichtungen der 2010 begonnene Abbau längerfristiger Termineinlagen zugunsten renditestärkerer Anlageformen fort.³⁾

Anlageverhalten der finanziellen Unternehmen verstärkt renditegetrieben

Das Kreditgeschäft der Banken mit dem heimischen Nichtbankensektor verlief im Berichtsquartal weniger dynamisch als im Vorquartal. Ursächlich hierfür war zum einen der fortgesetzte Rückgang der Buch- und Wertpapierkredite an den öffentlichen Sektor. Hinzu kam ein merklicher Abbau der Wertpapierkredite an den inländischen Privatsektor, wobei die Banken sowohl ihre Bestände an Unternehmensanleihen reduzierten als auch Aktien und sonstige nicht festverzinsliche Wertpapiere inländischer Unternehmen verkauften. Diese Entwicklung

Kreditgeschäft mit Nichtbanken per saldo schwächer

³ Vgl.: Deutsche Bundesbank, Geldvermögensbildung und Renditesuche in Deutschland, Monatsbericht, Mai 2018, S. 33 ff.

dürfte nicht zuletzt durch die Kursverluste und die zeitweilig hohe Unsicherheit an den europäischen Kapitalmärkten bedingt gewesen sein.

Positives Kreditgeschäft mit Privatsektor, private Haushalte mit größten Zuflüssen

Demgegenüber nahmen die Buchkredite an den heimischen Privatsektor in ähnlichem Ausmaß zu wie in den Vorquartalen. Den größten Beitrag hierzu leisteten die Ausleihungen an private Haushalte, deren Jahreswachstumsrate noch einmal leicht auf 3,7% zum Quartalsende stieg. Getragen wurde das Wachstum dieses Kreditaggregats durch die robuste Ausweitung der Wohnungsbau- und Konsumentenkredite. Daneben verzeichneten auch die quantitativ weniger bedeutsamen sonstigen Kredite an private Haushalte, hinter denen vor allem Ausleihungen an wirtschaftlich selbständige Privatpersonen stehen, im Berichtsquartal erstmals seit Anfang 2012 wieder nennenswerte Zuflüsse.

Finanzierungsbedingungen weiterhin günstig

Neben der vorteilhaften Einkommens- und Vermögenssituation der privaten Haushalte in Deutschland wurde die anhaltend hohe Nachfrage nach Bankkrediten im Berichtsquartal auch durch die weiterhin günstigen Finanzierungsbedingungen gefördert: So lag der Zinssatz für langfristige Wohnungsbaukredite laut MFI-Zinsstatistik zum Ende des dritten Quartals bei 1,9% und damit weiterhin nahe seines im September 2016 erreichten historischen Tiefstands. Gleichzeitig wurde die Nachfrage der privaten Haushalte nach Wohnungsbaukrediten im Berichtsquartal durch die Vergabepolitik der Banken gestützt: So senkten die am BLS teilnehmenden Banken ihre Kreditstandards im Bereich der Baufinanzierung im dritten Quartal zwar nur noch marginal, verengten aber ihre Margen zum Teil spürbar. Im Gegensatz dazu gaben die befragten Banken an, die Bedingungen für Konsumentenkredite und sonstigen Kredite insgesamt leicht verschärft zu haben.

Kreditvergabe an nichtfinanzielle Unternehmen erneut spürbar ausgeweitet

Die zweite wesentliche Stütze des Kreditgeschäfts mit dem inländischen Privatsektor stellten die Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen dar. Die aktuelle Ausweitung betraf erneut alle Laufzeiten, fiel insgesamt jedoch weniger dynamisch aus als im Vorquartal. Allerdings dürfte die

Entwicklung der Kredite und Einlagen der Monetären Finanzinstitute in Deutschland¹⁾

Quartalsummen der monatlichen Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

Position	2018	
	2. Vj.	3. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾		
täglich fällig	36,7	26,9
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	5,9	- 7,1
über 2 Jahre	- 1,0	- 6,0
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	1,2	0,3
über 3 Monate	- 1,0	- 1,2
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 4,7	- 5,6
Wertpapierkredite	- 6,9	- 5,7
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	33,5	29,1
darunter:		
an private Haushalte ³⁾	14,7	15,0
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾	16,7	10,3
Wertpapierkredite	5,3	- 6,7

* Zu den Monetären Finanzinstituten (MFIs) zählen hier neben den Banken (einschl. Bausparkassen, ohne Bundesbank) auch die Geldmarktfonds. Quartalsendstände, statistisch bedingte Veränderungen (z. B. statistische Brüche) und Umbewertungen ausgeschaltet. **1** Unternehmen, Privatpersonen und öffentliche Haushalte ohne den Bund. **2** Bereinigt um Forderungsverkäufe und -verbriefungen. **3** Und Organisationen ohne Erwerbszweck. **4** Nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften und Quasi-Kapitalgesellschaften.

Deutsche Bundesbank

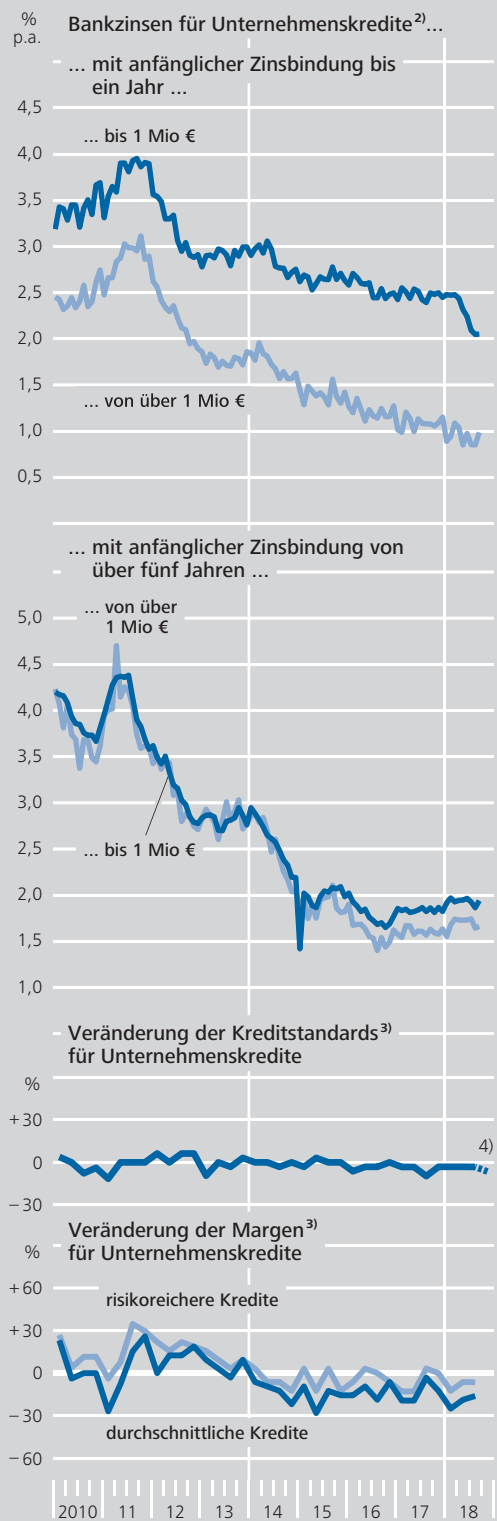
Abschwächung zumindest teilweise auch eine Gegenbewegung zum außerordentlich starken Wachstum in den Frühjahrsmonaten darstellen. Das Wachstum dieses Kreditaggregats gegenüber dem Vorjahr veränderte sich kaum und lag mit 5,8% am Quartalsende weiterhin deutlich über dem langfristigen Durchschnitt.

Nach Einschätzung der BLS-Banken wurde die Nachfrage nach Unternehmenskrediten im Berichtsquartal in erster Linie durch den Mittelbedarf für Anlageinvestitionen und das niedrige allgemeine Zinsniveau getrieben. Die Zinsen für kurzfristige Unternehmenskredite waren in Deutschland im Berichtsquartal tendenziell wei-

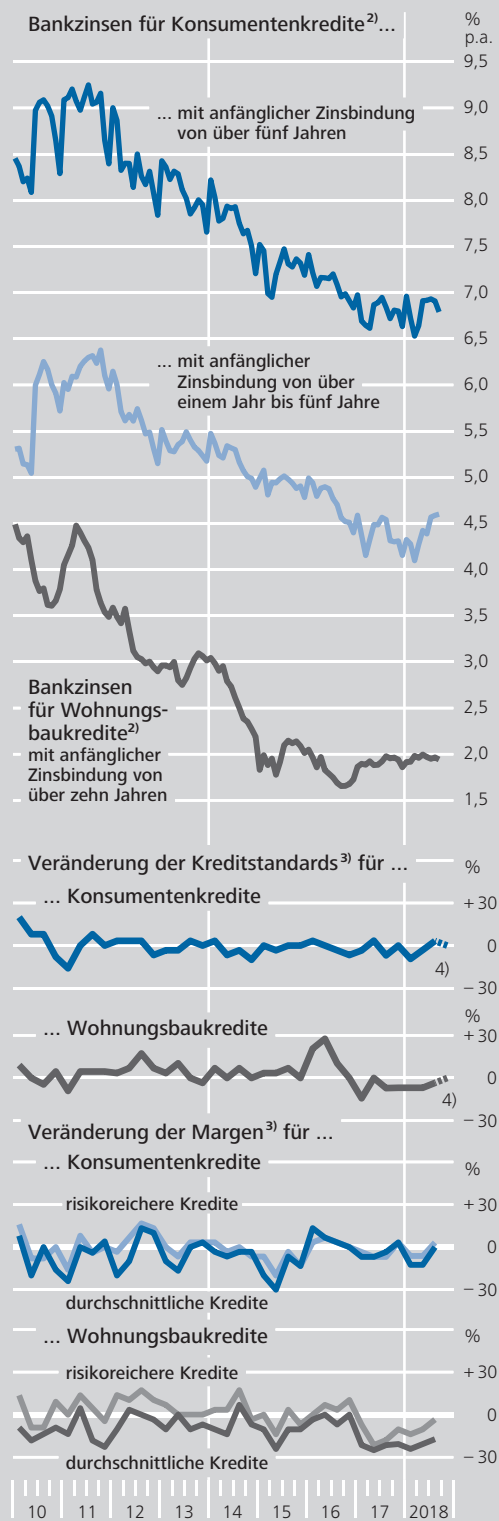
Zinsen für kurzfristige Ausleihungen weiter rückläufig

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. 2018.

ter rückläufig, während sich die Zinsen für längerfristige Ausleihungen seitwärts bewegten. Dies führte dazu, dass inländische Unternehmen Ende September im kurzfristigen Laufzeitbereich Zinsen in Höhe von 2,1% für kleinvolumige und 1,0% für großvolumige Kredite zahlten, während die Zinsen für langfristige Ausleihungen zuletzt jeweils bei 1,9% beziehungsweise 1,7% lagen.

*Kreditvergabe-
politik insgesamt
freundlich*

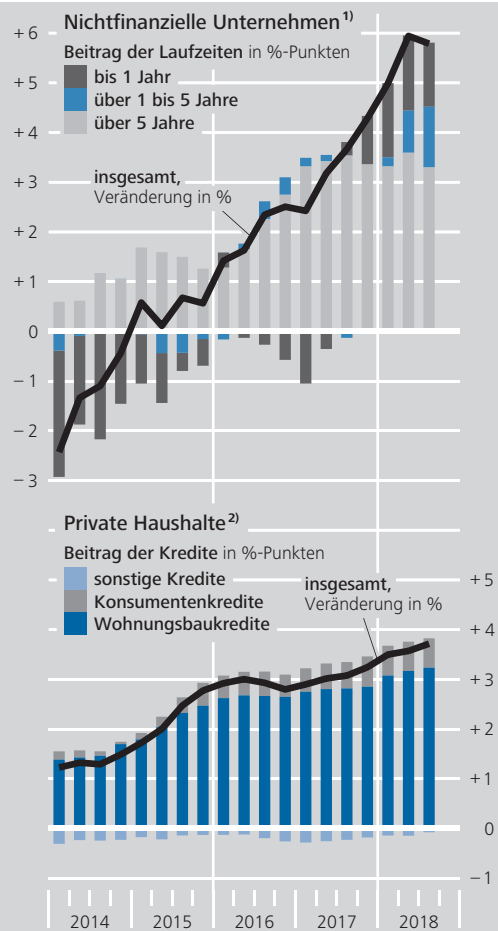
Stützende Impulse auf die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten gingen im Berichtsquartal auch von der Kreditvergabepolitik der Banken aus: So wurden die Anforderungen an potenzielle Kreditnehmer gemäß den Angaben der BLS-Banken erneut per saldo marginal gelockert. Etwas stärkere Anpassungen nahmen die Banken bei den Kreditbedingungen vor, die den Angaben der Gesprächspartner zufolge in ihrer Gesamtheit moderat gelockert wurden. So verengten die befragten Kreditinstitute die Margen für durchschnittlich riskante Ausleihungen per saldo erneut spürbar und für risikoreichere Bonitäten leicht. Daneben kamen die Banken ihren Firmenkunden auch bei den Kreditnebenkosten etwas entgegen. Als Grund für die weniger strenge Gestaltung der Kreditbedingungen führten die Banken abermals die angespannte Wettbewerbssituation an.

Wenig verändertes Refinanzierungsumfeld

Die Oktoberumfrage des BLS enthielt zusätzliche Fragen zu den Refinanzierungsbedingungen der Banken, 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. Im Hinblick auf das erweiterte Ankaufprogramm des Eurosystems meldeten die Banken einerseits eine erneute Verbesserung ihrer Finanzierungsbedingungen. Andererseits belastete das Programm aber auch weiterhin ihre Ertragslage. Einen nennenswerten Beitrag des Programms zu einer Verbesserung ihrer Liquiditätsposition meldeten die Banken anders als in

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

den vorhergehenden Umfragerunden nicht mehr. Für die kommenden sechs Monate, in denen laut Beschluss des EZB-Rats vom 14. Juni 2018 ab Januar 2019 keine Nettokäufe von Vermögenswerten mehr im Rahmen des Programms getätigt werden sollen, rechnen die befragten Banken erstmalig seit der Erhebung der Frage mit einer Verschlechterung ihrer Finanzierungsbedingungen. Auch der negative Zinssatz der Einlagefazilität trug in den vergangenen sechs Monaten erheblich zu einem Rückgang der Netto-Zinserträge der Banken bei. Gleichzeitig bewirkte der negative Einlagesatz für sich genommen ein leicht gestiegenes Volumen der an Unternehmen und private Haushalte vergebenen Kredite.