

Geldpolitik und Bankgeschäft

Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

EZB-Rat beschließt Ende der Netto-Wertpapierkäufe ...

Auf seiner Dezembersitzung beschloss der EZB-Rat, die Nettokäufe im Rahmen des erweiterten Programms zum Ankauf von Vermögenswerten (expanded Asset Purchase Programme: APP) nach Dezember 2018 zu beenden, wie er es bereits auf den vorangegangenen Sitzungen in Aussicht gestellt hatte. Gleichzeitig erweiterte der EZB-Rat seine Orientierung über die zukünftige Entwicklung der Reinvestitionen (Forward Guidance): Gemäß der neuen Formulierung beabsichtigt der Rat, die Tilgungsbeträge der im Rahmen des APP erworbenen Wertpapiere für längere Zeit über den Zeitpunkt hinaus, zu dem er mit der Erhöhung der Leitzinsen beginnt, und in jedem Fall solange wie erforderlich bei Fälligkeit vollumfänglich wieder anzulegen, um günstige Liquiditätsbedingungen und eine umfang-

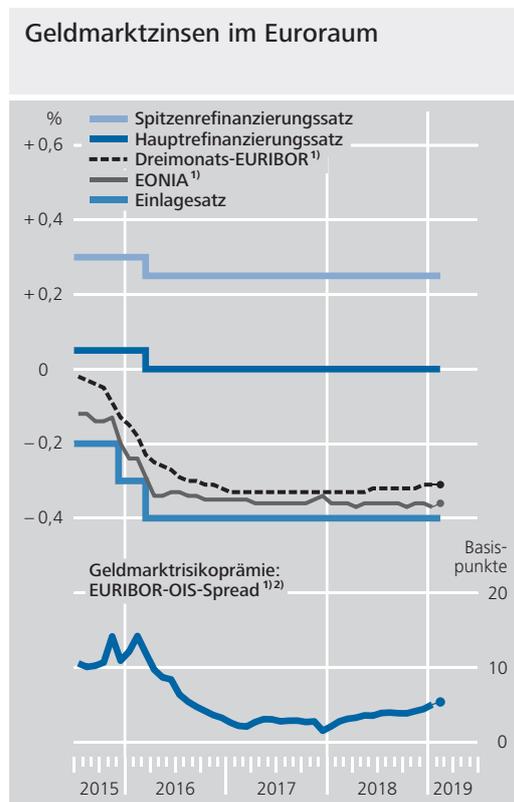
reiche geldpolitische Akkommodierung aufrechtzuerhalten.

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%. Der EZB-Rat geht im Rahmen seiner Forward Guidance zu den Leitzinsen weiterhin davon aus, dass diese 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.

... und belässt Leitzinsen unverändert

Darüber hinaus hat der EZB-Rat eine Reihe von technischen Parametern für die Reinvestitionen beschlossen.¹⁾ So beabsichtigt er unter anderem, die Höhe der kumulierten Nettokäufe der einzelnen Teilprogramme des APP auf ihrem jeweiligen Niveau von Ende Dezember 2018 beizubehalten. Im Zuge der Reinvestitionen kann es aber aus operationellen Gründen zu begrenzten und vorübergehenden Abweichungen bei Gesamtumfang und Zusammensetzung des APP kommen. Die Tilgungsbeträge sollen unter Wahrung des Prinzips der Marktneutralität über das Jahr verteilt wieder angelegt werden. Beim Programm zum Ankauf von Wertpapieren des öffentlichen Sektors (Public Sector Purchase Programme: PSPP) richtet sich die Verteilung der Wertpapierkäufe auf die zugelassenen Mitgliedstaaten des Euroraums weiterhin nach den jeweils aktuellen Gewichtsanteilen der nationalen Zentralbanken (NZBen) am Kapitalschlüssel der EZB. Tilgungsbeträge werden daher grundsätzlich in dem Mitgliedstaat wieder angelegt, in dem die Tilgungszahlung erfolgt, wobei die Portfolioallokation zwischen den Mitgliedsta-

EZB-Rat legt technische Parameter für Reinvestitionen fest



Quellen: EZB und Bloomberg. **1** Monatsdurchschnitte. **2** Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EONIA-Swapsatz. ● = Durchschnitt 1. bis 14. Februar 2019.

Deutsche Bundesbank

¹ Die vom EZB-Rat beschlossenen technischen Parameter wurden am 13. Dezember 2018 in einer EZB-Pressemitteilung veröffentlicht.

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

In den zwei Reserveperioden vom 31. Oktober 2018 bis zum 29. Januar 2019 nahm der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren im Euroraum abermals leicht zu (siehe unten stehende Tabelle). Mit 1 412,6 Mrd € in der Periode Dezember 2018/Januar 2019 lag er um 55,9 Mrd € über dem Durchschnitt der letzten Periode vor dem Betrachtungszeitraum (September/Oktober 2018). Die Summe der autonomen Faktoren bewegte sich dabei innerhalb der beiden betrachteten Perioden zwischen 1 310,1 Mrd € und 1 532,0 Mrd €. Der höhere Liquiditätsbedarf entstand hauptsächlich aufgrund des liquiditätsabsorbierend wirkenden Rückgangs der Summe aus Netto-Währungsreserven und der Sonstigen Faktoren, die aufgrund liquiditätsneutraler Bewertungseffekte gemeinsam betrachtet werden. Aggregiert sanken sie um 83,2 Mrd €. Auch der saisonbedingte Anstieg des Banknotenumlaufs um 24,5 Mrd € auf 1 218,8 Mrd € über den

Jahreswechsel erhöhte den Liquiditätsbedarf (siehe das obere Schaubild auf S. 25). Die gesunkenen Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem, die sich in der Periode Dezember 2018/Januar 2019 auf durchschnittlich 231,3 Mrd € beliefen und damit 51,8 Mrd € unter dem Durchschnitt der Periode September/Oktober 2018 lagen, verringerten hingegen den Liquiditätsbedarf. Das Reservesoll betrug in der Reserveperiode Dezember/Januar 127,4 Mrd €, was insgesamt einem Rückgang um 0,7 Mrd € entspricht.

Das ausstehende Tendervolumen veränderte sich im Betrachtungszeitraum nur sehr leicht. In der Reserveperiode Dezember/Januar betrug es im Durchschnitt rund 732 Mrd € und lag damit knapp 3 Mrd € unter dem entsprechenden Wert in der Periode September/Oktober 2018 (siehe Schaubild auf S. 25 unten). Ursächlich für den Rück-

Liquiditätsbestimmende Faktoren *)

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

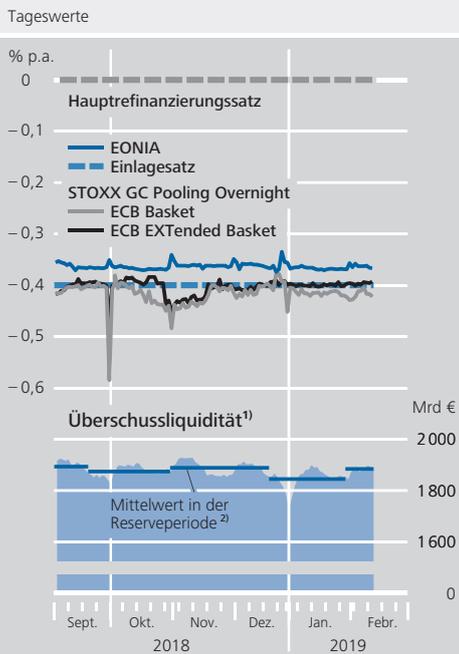
Position	2018/2019	
	31. Oktober bis 18. Dezember	19. Dezember bis 29. Januar
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren		
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 8,1	- 16,4
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 42,9	+ 8,9
3. Netto-Währungsreserven ¹⁾	- 0,1	+ 30,7
4. Sonstige Faktoren ¹⁾	- 38,5	- 75,3
Insgesamt	- 3,8	- 52,1
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 0,1	+ 1,1
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	- 1,4	- 2,6
c) Sonstige Geschäfte	+ 19,5	+ 10,5
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,0	+ 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 4,1	- 4,1
Insgesamt	+ 13,9	+ 4,9
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 10,4	- 47,3
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,1	- 0,6

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

¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

Deutsche Bundesbank

Notenbankzinsen, Geldmarktsätze und Überschussliquidität



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

Ankaufprogramme des Eurosystems

Programm	Veränderung in den beiden Reserveperioden	Bilanzieller Bestand am 8. Februar 2019
Aktive Programme		
PSPP	+ 14,2	2 102,8
CBPP3	+ 2,0	262,0
CSPP	+ 4,1	177,9
ABSPP	¹⁾ - 0,2	26,7
Beendete Programme		
SMP	²⁾ + 0,2	69,1
CBPP1	- 0,1	4,2
CBPP2	- 0,0	4,0

1 Rückgang vor allem aufgrund von Fälligkeiten, die höher waren als die in diesem Zeitraum valutierenden Käufe. 2 Anstieg aufgrund der Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten am Quartalsende.

gang waren vor allem die freiwilligen, vorzeitigen Rückzahlungen bei den gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften der zweiten Serie (GLRG II) in Höhe von etwa 3 Mrd €. Damit stehen in den vier GLRG II noch insgesamt rund 719 Mrd € aus. Das Gesamtvolumen bei den Standardtendern änderte sich im Betrachtungszeitraum

nur wenig, mit geringen Zunahmen beim Hauptrefinanzierungsgeschäft und den Dreimonatstendern. So erhöhte sich die Nachfrage im Haupttender auf durchschnittlich 7,9 Mrd € in der Periode Dezember/Januar (+ 1,0 Mrd € gegenüber der Periode September/Oktober 2018). Gleichzeitig stieg das ausstehende Volumen der Dreimonatsgeschäfte im entsprechenden Vergleich um 1,3 Mrd € auf 5,0 Mrd €.

Den Großteil an Zentralbankliquidität stellte das Eurosystem weiterhin über die geldpolitischen Wertpapierankaufprogramme bereit, deren Anteil an der über Offenmarktgeschäfte insgesamt zur Verfügung gestellten Liquidität im Betrachtungszeitraum rund 78% betrug. Der durchschnittliche bilanzielle Bestand aller Ankaufprogramme in der Periode Dezember/Januar lag bei 2 653 Mrd €, was einen Anstieg um 30 Mrd € gegenüber dem entsprechenden Durchschnittsbestand in der Reserveperiode September/Oktober 2018 bedeutet (siehe nebenstehende Tabelle).

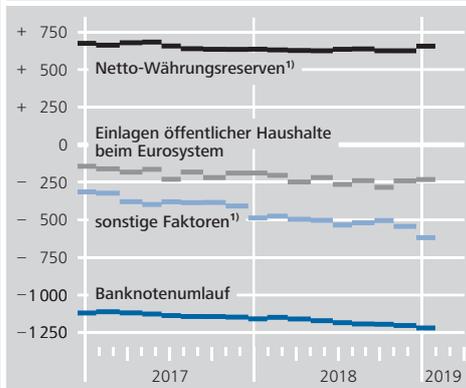
Der oben angeführte Zuwachs der autonomen Faktoren wirkte, wie schon im gesamten Jahresverlauf 2018, einem weiteren Anstieg der Überschussliquidität entgegen. Sie erreichte in der Reserveperiode Dezember/Januar einen Durchschnittswert von 1 845 Mrd € und ging damit gegenüber der Periode September/Oktober 2018 um 29 Mrd € zurück. In der dazwischen liegenden Periode war die Überschussliquidität mit durchschnittlich 1 889 Mrd € etwas höher, bevor sie vor allem aufgrund des gestiegenen Liquiditätsbedarfs aus autonomen Faktoren über die Weihnachtsfeiertage und den Jahreswechsel wieder sank.

Angesichts der sehr komfortablen Liquiditätsverhältnisse orientieren sich die Tagesgeldsätze weiterhin am Satz der Einlagefazilität (siehe oben stehendes Schaubild). In der Reserveperiode Dezember 2018/Januar 2019 wurde EONIA wie in der Vergleichs-

periode durchschnittlich bei $-0,37\%$ festgestellt. Die zugrunde liegenden EONIA-Umsätze für unbesichertes Tagesgeld waren mit 2,5 Mrd € beziehungsweise 3,0 Mrd € in der Vorperiode anhaltend niedrig. 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 erneut bei durchschnittlich $-0,42\%$ abgeschlossen. Im mit einem größeren Sicherheitskreis versehenen EXTended Basket wurde Tagesgeld in der Periode Dezember 2018/Januar 2019 durchschnittlich bei $-0,38\%$ gehandelt. Über beide Segmente betragen die aggregierten Umsätze in derselben Reserveperiode im Durchschnitt 7,0 Mrd € und lagen damit abermals unter denen der Periode September/Okttober 2018 mit 8,5 Mrd €. Über den Jahreswechsel waren vor dem Hintergrund niedriger Handelsvolumen nur unwesentliche und vorübergehende Preisbewegungen am Geldmarkt zu be-

Autonome Faktoren im Eurosystem

Mrd €, Mittelwerte in der jeweiligen Reserveperiode

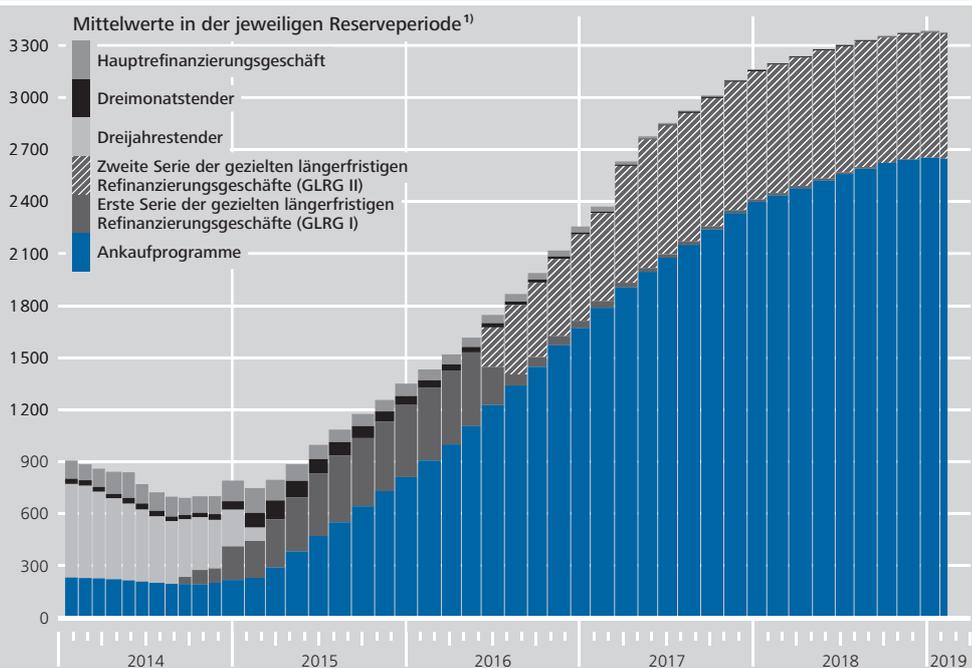


Quelle: EZB und eigene Berechnungen. ¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.
 Deutsche Bundesbank

obachten: Besichertes Tagesgeld im ECB Basket notierte am Ultimo mit $-0,45\%$ 6 Basispunkte tiefer als am Vortag. EONIA hingegen wurde am Jahresende bei $-0,36\%$ nur marginal verändert festgestellt.

Ausstehende Liquidität nach Offenmarktoperationen im Euroraum

Mrd €



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

ten jedoch weiterhin angepasst wird, um die Anteile am PSPP-Portfolio stärker an den jeweils aktuellen Kapitalschlüssel der betreffenden NZB anzugleichen. Diese Anpassungen der Portfoliozusammensetzung werden schrittweise vollzogen und angemessen kalibriert, um geordnete Marktverhältnisse zu wahren.

Vertrauen in Anstieg der Inflation auch nach Ende der Nettokäufe gegeben

Der EZB-Rat beschloss die Beendigung der Nettokäufe im Dezember 2018 vor dem Hintergrund, dass die zugrunde liegende Stärke der Binnennachfrage trotz zuletzt etwas schwächer als erwartet ausgefallener Daten weiterhin das Wachstum im Euro-Währungsgebiet und einen allmählich anziehenden Inflationsdruck stützt. Dies begründet das Vertrauen, dass sich die nachhaltige Annäherung der Inflation an das Ziel fortsetzen und auch nach Beendigung des Nettoerwerbs von Vermögenswerten im Rahmen des APP anhalten wird.

*Schwächere kurzfristige Wachstumsdynamik, aber höherer Lohn-
druck*

Auf seiner Januarsitzung stellte der EZB-Rat fest, dass die aktuellen Daten abermals schwächer als erwartet ausfielen. Verantwortlich dafür seien die geringere Auslandsnachfrage sowie einige länder- und sektorspezifische Faktoren. Vor diesem Hintergrund dürfte die kurzfristige Wachstumsdynamik schwächer ausfallen als erwartet. Zugleich werde die binnenwirtschaftliche Nachfrage jedoch weiterhin durch die günstigen Finanzierungsbedingungen, die positive Dynamik am Arbeitsmarkt und das höhere Lohnwachstum gestützt. Mit Blick auf die Inflation sei wichtig, dass der Arbeitskostendruck vor dem Hintergrund einer hohen Kapazitätsauslastung und einer zunehmend angespannten Lage an den Arbeitsmärkten an Stärke und Breite gewinne. Dies nähre das Vertrauen in eine fortgesetzte nachhaltige Annäherung der Inflation an ein Niveau von unter, aber nahe 2% auf mittlere Sicht.

Aufbau von Wertpapierbeständen beendet

Am 8. Februar 2019 hielt das Eurosystem im Rahmen des APP Aktiva in Höhe von 2 569,4 Mrd €. Mit 2 102,8 Mrd € entfiel der größte Anteil der gehaltenen Wertpapierbestände auf das PSPP. Die durchschnittliche Restlaufzeit des PSPP-Portfolios fiel zuletzt leicht auf 7,3 Jahre.

Die im Rahmen der Programme für den Ankauf von gedeckten Schuldverschreibungen (Covered Bond Purchase Programme 3: CBPP3) und Asset Backed Securities (ABSPP) bis dato angekauften Bestände beliefen sich auf 262,0 Mrd € und 26,7 Mrd €. Beim Programm zum Ankauf von Anleihen des Unternehmenssektors (Corporate Sector Purchase Programme: CSPP) beliefen sich die Bestände am 8. Februar auf 177,9 Mrd €. Mit dem Auslaufen der Nettokäufe endete der Aufbau der APP-Bestände zum 1. Januar 2019. Gleichwohl können die bilanziell ausgewiesenen Bestände im Zeitverlauf variieren; dies liegt einerseits an der zeitlichen Glättung der Reinvestitionen im Rahmen der beschlossenen technischen Parameter und andererseits an der Bilanzierung der APP-Bestände zu fortgeführten Anschaffungskosten.²⁾

Der Trend niedriger Rückzahlungen im Rahmen der freiwilligen Rückzahlungsmöglichkeiten bei der zweiten Serie von gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäften (GLRG II) hielt auch im Dezember an. Von einer weiteren Rückzahlungsmöglichkeit in drei Geschäften am 19. Dezember machten die Geschäftspartner des Eurosystems lediglich im Umfang von rund 3,1 Mrd € Gebrauch. Derzeit steht noch ein GLRG II-Volumen von rund 719 Mrd € aus.

Rückzahlungen in den GLRG II weiterhin gering

Die Überschussliquidität war seit Mitte November insgesamt leicht rückläufig und betrug zuletzt 1 854 Mrd €. Zum Jahresende hatte ein durch saisonale Bewegungen bedingter Anstieg der liquiditätsabsorbierenden autonomen Faktoren dazu geführt, dass die Überschussliquidität vorübergehend auf 1 725 Mrd € sank (siehe die Erläuterungen auf S. 23 ff.). Mit dem Ende der Nettokäufe von Wertpapieren im Rahmen des APP ist der bisherige wesentliche Treiber für den Anstieg der Überschussliquidität weggefallen. In den kommenden Monaten dürfte die Entwicklung der Überschussliquidität

Überschussliquidität insgesamt leicht rückläufig

²⁾ Insbesondere wird die Differenz zwischen Anschaffungs- und Rückzahlungswert über die Restlaufzeit des Wertpapiers verteilt, als Teil des Zinsertrags behandelt und beim (somit fortgeführten) Anschaffungswert berücksichtigt.

deshalb primär von den autonomen Faktoren abhängen.

Geldmarktsätze abgesehen von Schwankungen zum Jahresende stabil

Mit Ausnahme eines temporären Anstiegs gegen Jahresende notierte der unbesicherte Übernachtssatz am Interbanken-Geldmarkt (EONIA) weiterhin in einer Spanne zwischen – 0,36% und – 0,37%. Auch der besicherte Übernachtssatz (STOXXGC Pooling) wies gewisse Schwankungen zum Jahresende auf, notierte davon abgesehen jedoch weiterhin knapp unterhalb des Satzes der Einlagefazilität. Der Dreimonats-EURIBOR stieg im Berichtszeitraum leicht an und lag zuletzt bei – 0,31%.

Geldmarktterminalsätze mit merklichem Rückgang im Dezember

Die geldpolitischen Entscheidungen des EZB-Rats im Dezember 2018 hatten keinen unmittelbaren Einfluss auf die aus der EONIA-Swapkurve abgeleiteten Geldmarktterminalsätze. An den folgenden Tagen setzte jedoch eine merkliche Abwärtsbewegung der Terminalsätze ein. Ein höherer Einlagesatz ist damit – in Abhängigkeit von der unterstellten Höhe des ersten Zinsschritts – gegenwärtig erst im Zeitraum vom zweiten Quartal 2020 bis Mitte 2021 in den Terminalsätzen eingepreist.³⁾ Aktuelle Umfragen deuten ebenfalls darauf hin, dass der erwartete Zeitpunkt für eine erste Leitzinserhöhung sich im Vergleich zu Anfang Dezember etwas weiter in die Zukunft verschoben hat. Weiterhin gilt, dass aus der EONIA-Swapkurve abgeleitete Geldmarktterminalsätze tendenziell auf einen späteren Zeitpunkt für eine erste Zinserhöhung hinweisen als Umfragen.⁴⁾

Auslöser für die veränderten Zinserwartungen seitens der Marktteilnehmer dürften Abwärtsrevisionen ihrer Erwartungen über die Konjunkturaussichten sowohl auf globaler Ebene als auch im Euroraum gewesen sein. Ursächlich für die veränderte Einschätzung waren einerseits schwächer als erwartet ausgefallene Wirtschaftsdaten im Dezember und andererseits die anhaltende Unsicherheit im Zusammenhang mit geopolitischen Faktoren und der aus protektionistischen Tendenzen resultierenden Risiken für die Konjunkturentwicklung.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 verzeichnete im vierten Quartal 2018 erneut ein robustes Wachstum, obwohl das Eurosystem den Umfang seiner monatlichen Netto-Wertpapierkäufe weiter reduzierte. Die Jahreswachstumsrate von M3 lag zum Jahresende bei gut 4% und damit nur ½ Prozentpunkt niedriger als Ende 2017. Haupttreiber des Geldmengenwachstums blieben die Buchkredite an den inländischen Privatsektor. Gestützt wurde die Kreditnachfrage durch die immer noch günstigen Finanzierungsbedingungen, die hohe Kapazitätsauslastung und die gute Arbeitsmarktlage im Euroraum. Die deutliche Abschwächung der konjunkturellen Dynamik und die damit verbundene spürbare Stimmungseintrübung in der Wirtschaft dürften jedoch erklären, warum sich das Buchkreditwachstum im Euroraum seit Mitte 2018 nicht weiter beschleunigte. Gemäß der aktuellen Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) haben die im Euroraum befragten Banken ihre Kreditangebotspolitik im Berichtsquartal per saldo nur noch marginal gelockert. Aus einzelnen Ländern wurden Straffungen der Kreditstandards und -bedingungen gemeldet.

Buchkredite an den Privatsektor bleiben Haupttreiber des Geldmengenwachstums

Das Geldmengenwachstum stammte auch im vierten Quartal 2018 im Wesentlichen aus dem Zuwachs der Sichteinlagen. Allerdings waren diese Zuflüsse über die letzten Quartale erkennbar rückläufig, was vor allem auf das tendenziell abnehmende Interesse von Unternehmen an dieser Einlageart zurückzuführen war. Dieser Prozess, der bei den nichtfinanziellen Unternehmen grundsätzlich in allen vier großen Ländern des Euroraums zu beobachten war, wurde zuletzt auch durch die allmähliche Erhöhung der

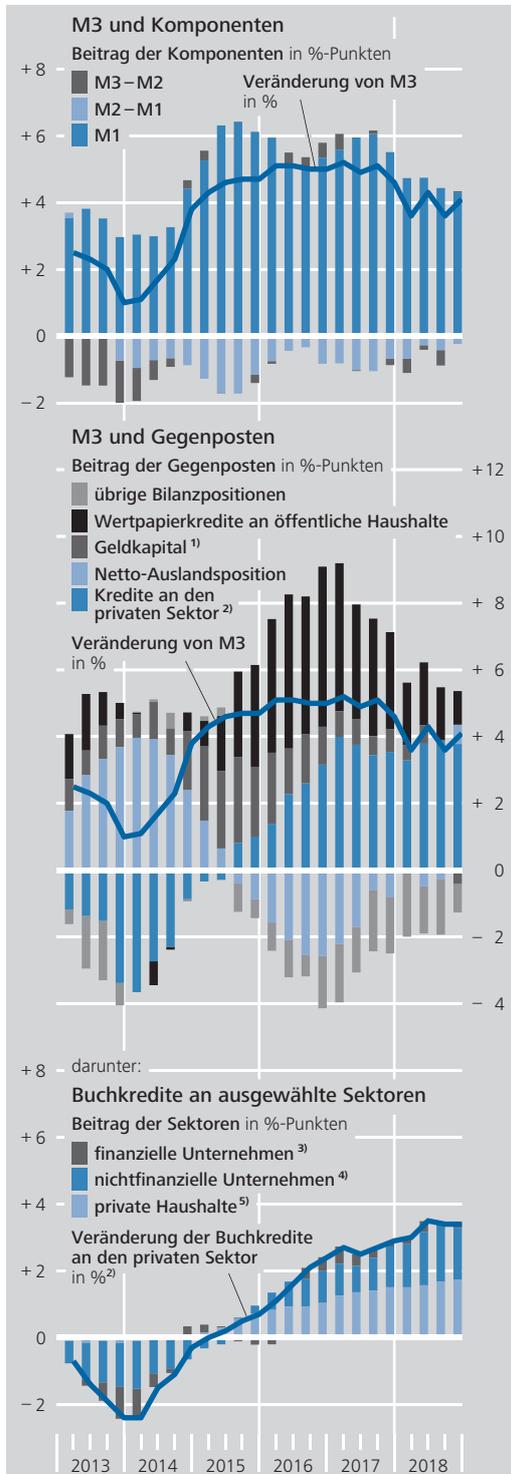
M3-Wachstum vom anhaltenden Sichteinlagenaufbau der privaten Haushalte getragen

³ Annahmen über plausible Höhen des ersten Zinsschritts können aus Umfragen zu Leitzinserwartungen abgeleitet werden und bewegen sich derzeit in einer Bandbreite von 10 bis 25 Basispunkten.

⁴ Zur Diskrepanz zwischen dem aus Geldmarktterminalsätzen und Zinsumfragen abgeleiteten Zeitpunkt der ersten Zinserhöhung vgl. auch: Deutsche Bundesbank, Geldpolitik und Bankgeschäft, Monatsbericht, August 2018, S. 26.

Komponenten und Gegenposten der Geldmenge im Euroraum

Veränderung gegenüber Vorjahr, Quartalsstände, 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 Erwerbszweck.

Deutsche Bundesbank

Zinssätze für längerfristige Einlagen unterstützt. Bislang gab es in den Unternehmenssektoren – bei insgesamt eher schwacher Geldvermögensbildung – allerdings keine Anzeichen für nachhaltige Umschichtungen in andere Einlagearten oder in sonstige in- oder ausländische Forderungen.⁵⁾ Die privaten Haushalte setzten ihren kräftigen Sichteinlagenaufbau dagegen unverändert fort. Angesichts ihrer ausgeprägten Risikoaversion und der immer noch geringen Zinsdifferenzen zwischen den verschiedenen Einlageformen präferierten sie weiterhin äußerst liquide Anlagearten. Neben dem Sichteinlagenaufbau wurde das Geldmengenwachstum im Berichtsquartal durch einen fortgesetzten Aufbau kurzfristiger Spareinlagen sowie durch höhere Zuflüsse zu den marktfähigen Instrumenten unterstützt.

Aufseiten der Gegenposten leistete die um Verbriefungen und Verkäufe bereinigte Buchkreditvergabe an den Privatsektor im Berichtsquartal erneut den größten Beitrag zur Geldmengenausweitung. Damit dauerte die seit vier Jahren anhaltende Erholung der Buchkreditvergabe an private Haushalte und Unternehmen auch im Jahr 2018 weiter an, erfuhr in der zweiten Jahreshälfte aber keine weitere Beschleunigung. Dies lag daran, dass die Buchkreditvergabe der Banken an nichtfinanzielle Unternehmen in den Herbstmonaten nicht mehr so dynamisch wuchs wie in den Vorquartalen, während die Kreditvergabe an private Haushalte noch einmal leicht zulegte.

Die Buchkreditvergabe an private Haushalte setzte damit ihren seit Ende 2014 anhaltenden Aufwärtstrend fort; ihre Jahreswachstumsrate stieg noch einmal leicht auf 3,3%. Die größten Nettozuwächse kamen von Banken in Frankreich und Deutschland, es gab aber auch erkennbare Zuflüsse aus Italien und einigen kleineren Ländern. Erneut waren es die Wohnungsbaukredite, die den mit Abstand größten und im Vergleich zum Vorquartal noch etwas gestie-

Buchkreditvergabe an Privatsektor mit größtem Beitrag zum Geldmengenwachstum

Wohnungsbaukredite dominierten erneut Buchkreditvergabe an private Haushalte

⁵ Daten der Finanzierungsrechnung sind für das vierte Quartal 2018 noch nicht verfügbar.

Konsolidierte Bilanz des MFI-Sektors im Euroraum ^{*)}					
Veränderung gegenüber Vorquartal in Mrd €, saisonbereinigt					
Aktiva	2018 4. Vj.	2018 3. Vj.	Passiva	2018 4. Vj.	2018 3. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euroraum	69,6	105,2	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	- 24,2	76,4
Buchkredite	63,8	91,1	Geldmenge M3	165,6	75,4
Buchkredite, bereinigt ¹⁾	93,8	88,2	davon Komponenten:		
Wertpapierkredite	5,9	14,0	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	115,7	131,9
Kredite an öffentliche Haushalte im Euroraum	39,6	47,9	Übrige kurzfristige Einlagen (M2-M1)	12,3	- 37,7
Buchkredite	3,5	- 16,1	Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	37,7	- 18,8
Wertpapierkredite	36,0	64,2	Geldkapital	23,4	29,7
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums	38,4	39,7	davon:		
andere Gegenposten von M3	17,3	- 11,6	Kapital und Rücklagen	21,2	28,3
			Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	2,1	1,3

* 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

genen Beitrag zum Wachstum der Buchkredite an private Haushalte leisteten. Die Wachstumsdynamik der quantitativ weniger bedeutsamen Konsumentenkredite schwächte sich in den letzten Quartalen etwas ab.

Finanzierungsbedingungen für private Haushalte weiterhin günstig

Die fortgesetzte Ausweitung der Wohnungsbaukredite steht im Einklang mit dem spürbaren Anstieg der Nachfrage privater Haushalte, den die im Rahmen des BLS befragten Banken im Euroraum für das Schlussquartal 2018 meldeten. Neben dem anhaltend niedrigen allgemeinen Zinsniveau wirkten sich nach Einschätzung der befragten Banken auch die Aussichten auf dem Wohnimmobilienmarkt und dessen Preisentwicklung positiv auf die Nachfrage in diesem Kreditsegment aus. Das Verbrauchervertrauen trug ebenso zum Anstieg der Nachfrage bei, allerdings in einem geringeren Umfang als in den Vorquartalen. Den BLS-Angaben zufolge änderten die befragten Banken ihre Kreditvergabepolitik im Bereich der Wohnungsbaukredite per saldo kaum. So blieben die Standards nahezu unverändert, während die Kreditbedingungen insgesamt geringfügig gelockert wurden.

Die Nettozuflüsse bei den Buchkrediten an nichtfinanzielle Unternehmen fielen im Berichtsquartal moderater aus als noch im Sommerhalbjahr. In der Folge gab die Jahreswachstums-

rate leicht nach, lag aber mit 4,0% Ende Dezember immer noch deutlich höher als vor einem Jahr. Nach Einschätzung der im BLS befragten Bankmanager wurde die Kreditnachfrage nichtfinanzieller Unternehmen im Euroraum im Berichtsquartal in erster Linie durch das niedrige allgemeine Zinsniveau und einen hohen Mittelbedarf für Anlageinvestitionen gestützt. Nachfragedämpfende Impulse gingen in isolierter Betrachtung abermals von den Innenfinanzierungsspielräumen der Unternehmen aus. Mit Blick auf die Angebotspolitik berichteten die Bankmanager für den Euroraum insgesamt von kaum veränderten Kreditstandards und per saldo nur noch marginal gelockerten Kreditbedingungen. Aus einzelnen Ländern, so auch aus Italien, wurden sogar Straffungen der Kreditstandards und -bedingungen gemeldet, die unter anderem auch mit gestiegenen Refinanzierungskosten und bilanziellen Restriktionen der Banken begründet wurden.

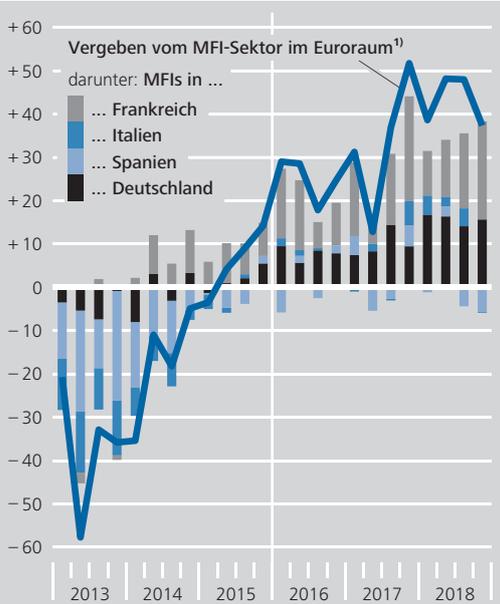
Im Vergleich zu den Buchkrediten an private Haushalte waren die Unterschiede auf nationaler Ebene bei den Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen deutlicher sichtbar. Getragen wurde das Wachstum in diesem Kreditsegment erneut hauptsächlich durch die Beiträge der in Deutschland und Frankreich ansässigen Banken (siehe Schaubild auf S. 30). Dabei vergaben die Banken in Deutschland verstärkt

Keine weitere Beschleunigung des Wachstums der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen

Wachstum der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen von Banken in Deutschland und Frankreich getragen

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen im Euroraum^{*)}

Mrd €, Quartalsummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt

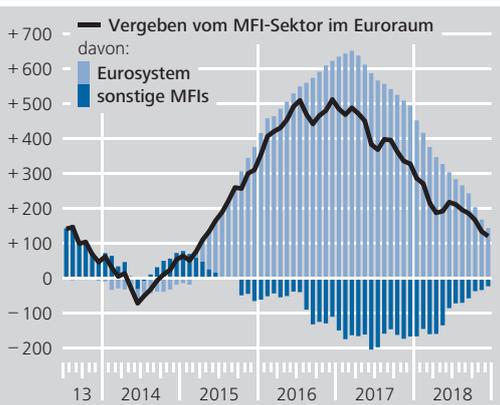


Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Um Kreditverkäufe und -verbriefungen bereinigte Buchkredite an nichtfinanzielle Kapital- und Quasi-Kapitalgesellschaften. ¹ Zusätzlich bereinigt um Positionen im Zusammenhang mit fiktiven Cash-Pooling-Dienstleistungen, die von MFIs erbracht wurden.

Deutsche Bundesbank

Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte im Euroraum

Mrd €, Veränderung innerhalb der letzten 12 Monate



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.

Deutsche Bundesbank

Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen aus anderen Ländern des Euroraums, während sich die Zuwächse im Kreditgeschäft mit heimischen Unternehmen abschwächten (siehe S. 32). In Italien stagnierte die Nettokreditvergabe der dort ansässigen Banken in den Herbstmonaten nach vier Quartalen mit spürbaren Zu-

flüssen erstmals wieder. Dies dürfte im Zusammenhang mit der deutlichen wirtschaftlichen Eintrübung gestanden haben. Die spanische Wirtschaft behielt dagegen ihr Expansions-tempo bei. Hier dürfte der Hauptgrund für den neuerlichen Nettoabfluss in diesem Kreditsegment in einem anhaltend starken Rückgriff der Unternehmen auf Mittel der Eigenkapitalfinanzierung gelegen haben.

Neben den Buchkrediten trugen im Berichtsquartal abermals die Wertpapierkredite der MFI an öffentliche Haushalte zum Geldmengenwachstum bei. Allerdings ist der Beitrag dieses Gegenpostens zum Wachstum von M3 im Verlauf der letzten beiden Jahre sukzessive gesunken und lag Ende 2018 nur noch bei 1 Prozentpunkt. Verantwortlich dafür war die schrittweise Verringerung der monatlichen Nettoankäufe von Wertpapieren durch das Eurosystem (siehe nebenstehendes Schaubild). Zuflüsse zu Wertpapierkrediten an den Privatsektor im Euroraum spielten im vierten Quartal kaum eine Rolle.

Beitrag der Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte zum M3-Wachstum weiter rückläufig

Zu einer weiteren Stütze des Geldmengenwachstums entwickelte sich in den letzten beiden Quartalen die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors. Getragen wurden die Mittelzuflüsse aus dem Ausland vom anhaltend hohen Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums. Hinzu kommt, dass die Netto-Kapitalabflüsse im Wertpapierverkehr des Nicht-MFI-Sektors zuletzt zum Stillstand kamen. Insbesondere die Nachfrage inländischer Anleger nach Wertpapierinvestitionen außerhalb des Euro-Währungsgebiets ließ im Laufe des Jahres deutlich nach. Gleichzeitig blieb das Interesse gebietsfremder Investoren an Wertpapieren aus dem Euroraum eher gering: Zwar reduzierte das Eurosystem seine Wertpapierankäufe weiter, was die Nettonachfrage dieser Investoren für sich genommen gestärkt haben sollte. Jedoch dürfte die anhaltend negative Renditedifferenz des Euroraums mit den meisten übrigen Wirtschaftsräumen sowie die gestiegene politische Unsicherheit in Teilen des Euro-Währungsgebiets die Nachfrage ausländischer Anleger

Netto-Auslandsposition stützte ebenfalls Geldmengenwachstum

nach Papieren aus dem Euroraum insgesamt geschwächt haben.

Abbau des Geldkapitals kam zum Stillstand

Ein dämpfender Effekt auf das Geldmengenwachstum ging im Berichtsquartal vom Geldkapital aus; nach jahrelangem Abbau verzeichnete es das zweite Quartal in Folge einen spürbaren Nettozufluss. Vor dem Hintergrund der anhaltenden Stärkung von Kapital und Rücklagen der Banken erklärt sich dies im Wesentlichen dadurch, dass der Abbau der vom Nichtbankensektor gehaltenen längerfristigen Bankschuldverschreibungen allmählich auslief. Dies betraf vor allem Schuldverschreibungen von Banken in Deutschland und Frankreich, zuletzt aber auch in Spanien und – in schwächerem Umfang – Italien. 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 längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte.

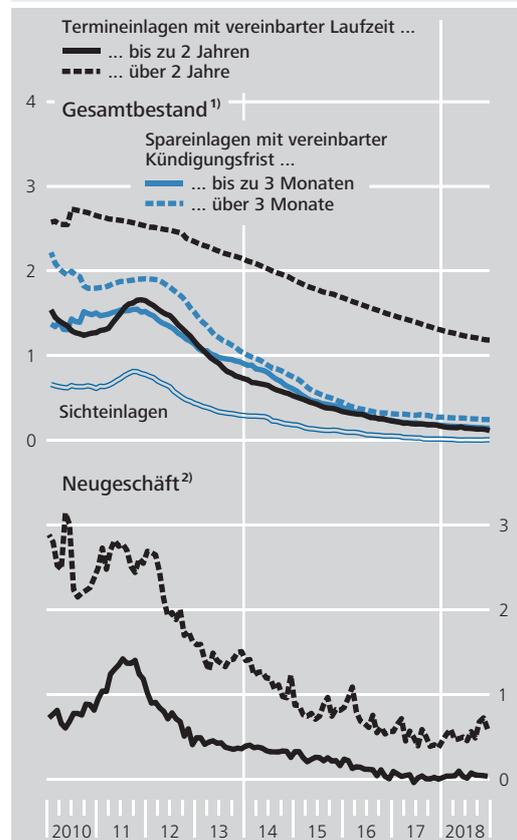
Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Einlagenwachstum weiterhin von Sichteinlagen dominiert

Das Einlagengeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden gewann im Jahresendquartal 2018 noch einmal deutlich an Schwung. Getrieben wurde das aktuelle Wachstum abermals von kräftigen Zuwächsen bei den Sichteinlagen. Erneut waren es insbesondere private Haushalte, die in beträchtlichem Umfang Sichteinlagen aufbauten. Ursächlich für das anhaltende Interesse dieses Sektors an Sichteinlagen dürfte der fortgesetzte Anstieg der verfügbaren Einkommen in Verbindung mit den geringen Renditevorteilen alternativer sicherer Anlageformen sein (siehe nebenstehendes Schaubild). Neben den privaten Haushalten erhöhten auch die sonstigen finanziellen Unternehmen, zu denen unter anderem die Investmentfonds zählen, ihre Sichtguthaben deutlich. Diese Entwicklung dürfte nicht zuletzt auch durch die zeitweilig

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

hohe Unsicherheit an den internationalen Kapitalmärkten bedingt sein.

Das Kreditgeschäft der Banken mit dem heimischen Nichtbankensektor wurde im Berichtsquartal erneut moderat ausgeweitet. Getragen wurde das Wachstum wie in den Vorquartalen von der Buchkreditvergabe an den inländischen Privatsektor. Dagegen bauten die Banken ihre Bestände an von heimischen Nichtbanken emittierten Wertpapieren vor dem Hintergrund rückläufiger Anleiherenditen und Aktienkurse per saldo weiter ab. Zum einen setzten die Banken den seit Herbst 2015 anhaltenden Abbau ihrer Bestände an heimischen Staatsanleihen

Kreditgeschäft mit Nichtbanken per saldo moderat ausgeweitet

Entwicklung der Kredite und Einlagen der Monetären Finanzinstitute in Deutschland¹⁾

Quartalssummen der monatlichen Veränderungen in Mrd €, saisonbereinigt

Position	2018	
	3. Vj.	4. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs ¹⁾		
täglich fällig	29,6	41,0
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	- 6,1	- 3,2
über 2 Jahre	- 6,4	- 0,5
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	0,3	- 0,3
über 3 Monate	- 1,2	- 1,5
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 5,5	- 0,1
Wertpapierkredite	- 5,8	- 5,8
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	29,1	23,4
darunter:		
an private Haushalte ³⁾	15,0	16,5
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾	10,7	7,2
Wertpapierkredite	- 4,9	- 2,6

* 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

fort. Daneben reduzierten sie auch ihre Bestände an Wertpapieren privater Emittenten weiter, wobei sich der Abbau in den Herbstmonaten auf Aktien inländischer Unternehmen konzentrierte.

Im Einklang mit der Verringerung der konjunkturellen Dynamik verlor auch die Buchkreditvergabe an den heimischen Privatsektor in der zweiten Jahreshälfte des vergangenen Jahres erkennbar an Schwung. Dies war insbesondere darauf zurückzuführen, dass sich das Wachstum der Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen spürbar verlangsamte. In den Herbstmonaten ging diese Abschwächung vor allem von

Buchkreditvergabe insgesamt weniger schwungvoll

den kurzfristigen Buchkrediten aus, während die längerfristigen Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen erneut deutlich ausgeweitet wurden.

Die Ergebnisse des BLS deuten darauf hin, dass hinter der hohen Nachfrage nach Buchkrediten mit längeren Laufzeiten in erster Linie der gestiegene Mittelbedarf für Anlageinvestitionen steht. Zusätzliche positive Impulse auf die Kreditnachfrage gingen gemäß BLS zudem insbesondere vom Finanzierungsbedarf der Unternehmen für Umfinanzierungen, Umschuldungen und Neuverhandlungen wie auch vom allgemein niedrigen Zinsniveau aus. So zahlten inländische Unternehmen Ende Dezember im langfristigen Laufzeitbereich im Durchschnitt Zinsen in Höhe von 1,8% für kleinvolumige beziehungsweise 1,6% für großvolumige Kredite, während die Zinsen für kurzfristige Ausleihungen zuletzt bei 2,1% beziehungsweise 1,0% lagen (siehe Schaubild auf S. 34).

Mittelbedarf für Anlageinvestitionen gemäß BLS gestiegen

Hinweise auf größere Veränderungen der Kreditangebotspolitik im Unternehmenskreditgeschäft enthalten die Antworten des jüngsten BLS nicht. Den deutschen Ergebnissen zufolge haben die befragten Institute im Schlussquartal 2018 ihre Vergabestandards wie auch in den vier vorangegangenen Quartalen marginal gelockert. Nach den spürbaren bis deutlichen Margenverengungen für durchschnittliche Bonitäten in den Vorquartalen, senkten die Banken die Margen in dieser Risikoklasse im Berichtszeitraum nur noch leicht. Die Margen für risikoreichere Ausleihungen wurden hingegen marginal ausgeweitet.

Kreditvergabe-politik weiterhin freundlich

Die Ausleihungen an private Haushalte verzeichneten im Berichtsquartal ähnlich hohe Zuflüsse wie in den Vorquartalen und hatten damit erneut den größten Anteil am Zuwachs des Kreditgeschäfts. Bestimmend hierfür war abermals vor allem die lebhaftere Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten. Das Wachstum dieses Kreditsegments beschleunigte sich im Berichtsquartal nochmals leicht, die Wachstumsrate gen

Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten weiter lebhaft, ...

genüber dem Vorjahr stieg auf 4,6% Ende Dezember an.

... gestützt durch günstige Finanzierungsbedingungen ...

Neben der weiterhin sehr vorteilhaften Einkommens- und Vermögenssituation der privaten Haushalte in Deutschland dürften hierzu auch die ausgesprochen günstigen Finanzierungsbedingungen beigetragen haben: Laut MFI-Zinsstatistik blieb der durchschnittliche Zins für langfristige Wohnungsbaukredite im Berichtsquartal unverändert bei 1,9% und lag damit weiterhin unweit seines historischen Tiefstands.

... sowie weiterhin günstige Kreditvergabe-politik

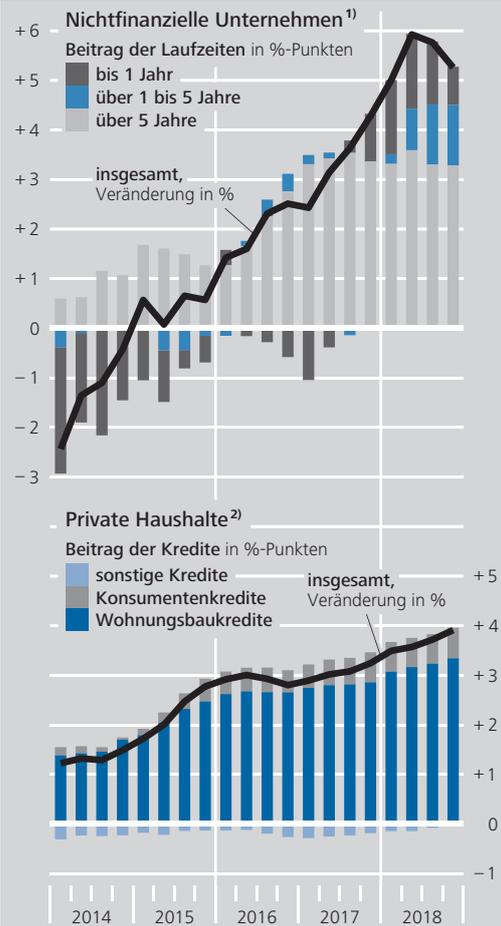
Hinweise auf weitere Einflussfaktoren liefern die aktuellen Ergebnisse des BLS: Wesentlich für die wieder etwas dynamischere Entwicklung der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten waren den Gesprächspartnern zufolge neben dem niedrigen allgemeinen Zinsniveau auch die guten Aussichten für den Wohnungsmarkt sowie die Entwicklung der Preise für Wohneigentum. Zudem trug auch das robuste Verbrauchervertrauen zum Nachfrageanstieg bei. Gleichzeitig wurde die Vergabe von Wohnungsbaukrediten an private Haushalte im Berichtsquartal durch die Angebotspolitik der Banken gestützt: Die am BLS teilnehmenden Banken haben ihre Kreditstandards im Bereich der Baufinanzierung im Berichtsquartal zwar nicht weiter gelockert, verengten aber ihre Margen sowohl für durchschnittlich riskante als auch für risikoreichere Bonitäten spürbar.

Nachfrage nach Konsumentenkrediten ebenfalls lebhaft

Im Einklang mit der guten Lage am Arbeitsmarkt und der günstigen Einkommenssituation der privaten Haushalte in Deutschland verzeichneten die Banken auch im Konsumentenkreditgeschäft erneut kräftige Zuflüsse. Entsprechend sahen sich die am BLS teilnehmenden Banken im vierten Quartal 2018 einer merklich gestiegenen Nachfrage gegenüber. Nach Einschätzung der befragten Bankmanager war dies hauptsächlich auf die stabile Anschaffungsneigung der privaten Haushalte, das robuste Verbrauchervertrauen sowie das niedrige allgemeine Zinsniveau zurückzuführen. Die Vergabepolitik im Konsumentenkreditgeschäft

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** Insl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck.
 Deutsche Bundesbank

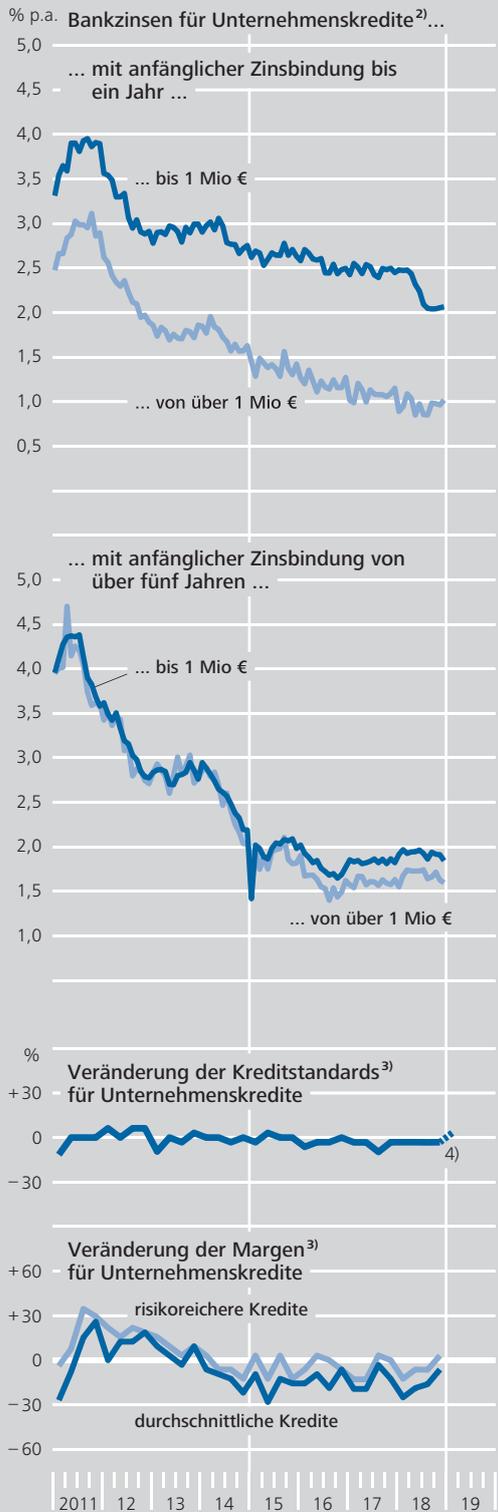
blieb laut BLS im Schlussquartal insgesamt unverändert.

Die Januarumfrage des BLS enthielt zusätzliche Fragen zu den Refinanzierungsbedingungen der Banken, zu den Auswirkungen der neuen regulatorischen und aufsichtlichen Aktivitäten sowie zu den Auswirkungen notleidender Kredite (non-performing loans: NPL) auf die Kreditvergabepolitik der Institute. Mit Blick auf die Refinanzierungsbedingungen berichteten die befragten deutschen Banken, dass sich ihre Refinanzierungssituation vor dem Hintergrund der Lage an den Finanzmärkten im Vergleich zum Vorquartal nur wenig verändert habe. Im Zuge

NPL-Quote sowie regulatorische und aufsichtliche Aktivitäten im Ergebnis ohne Auswirkungen auf Kreditvergabepolitik

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 1. Vj. 2019.

der neuen regulatorischen und aufsichtlichen Aktivitäten⁶ stärkten sie in der zweiten Jahreshälfte 2018 ihre Eigenkapitalposition weiter. Im gleichen Zeitraum hatte die Höhe der NPL-Quote (prozentualer Anteil des Bruttobestandes notleidender Kredite in der Bankbilanz am Bruttobuchwert der Kredite) gemäß den Angaben der befragten Banken keine Auswirkungen

auf Änderungen ihrer Kreditvergabepolitik. Auch in den kommenden sechs Monaten erwarten die Banken keinen nennenswerten derartigen Einfluss der NPL-Quote.

⁶ Hierzu zählen u. a. die in der CRR/CRD IV festgelegten Eigenkapitalanforderungen und die aus dem Comprehensive Assessment resultierenden Anforderungen.