

Geldpolitik und Bankgeschäft

Geldpolitik und Geldmarktentwicklung

EZB-Rat geht für das dritte Quartal weiterhin von höheren monatlichen PEPP-Nettoankäufen aus

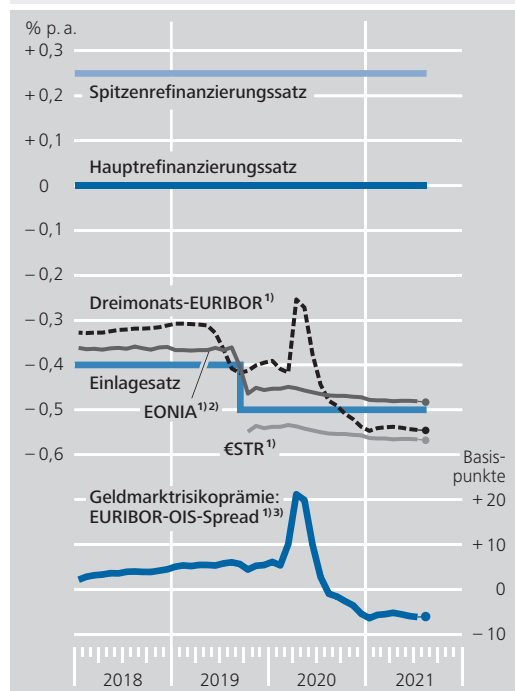
Im Juni 2021 ging der EZB-Rat auf Grundlage einer gemeinsamen Beurteilung der Finanzierungsbedingungen und der Inflationsaussichten davon aus, dass die Nettoankäufe von Vermögenswerten im Rahmen des Pandemie-Notfallankaufprogramms (Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP) während des dritten Quartals weiterhin deutlich umfangreicher ausfallen werden als während der ersten Monate des Jahres. Die Nettoankäufe werden mit einem unveränderten Gesamtumfang von 1 850 Mrd € mindestens bis Ende März 2022 und in jedem Fall so lange weiterhin durchgeführt, bis die Phase der Coronakrise nach Einschätzung des EZB-Rats überstanden ist. Wenn günstige Finanzierungsbedingungen mit einem insgesamt geringeren Kaufvolumen aufrechterhalten

werden können, muss der Umfang von 1 850 Mrd € nicht voll ausgeschöpft werden. Genauso kann der Gesamtumfang erforderlichenfalls auch erhöht werden. Das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten (Asset Purchase Programme: APP) und die Leitzinssätze beließ der EZB-Rat unverändert. Die Nettoankäufe im Rahmen des APP werden in einem monatlichen Umfang von 20 Mrd € fortgesetzt. Der Hauptrefinanzierungssatz beträgt weiterhin 0 %, während die Zinssätze für die Spitzenrefinanzierungs- und die Einlagefazilität bei 0,25 % und – 0,5 % liegen.

Die neuen makroökonomischen Projektionen, die von Experten des Eurosystems im Juni erstellt wurden, deuten darauf hin, dass der zugrunde liegende Inflationsdruck über den gesamten Projektionszeitraum bis Ende 2023 hinweg allmählich zunehmen wird. Vor dem Hintergrund einer nach wie vor erheblichen wirtschaftlichen Unterauslastung, die nur allmählich absorbiert wird, dürfte dieser Druck jedoch verhalten bleiben, wengleich der EZB-Rat eine Reihe von Aufwärtsrisiken diskutierte. In der Basislinie der Projektion bleibt die Gesamtinflation jedoch bis zum Ende des Projektionszeitraums hinter dem Ziel des EZB-Rats zurück. Die Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen für Unternehmen und private Haushalte bleibt aus Sicht des EZB-Rats daher unerlässlich. Diese waren seit der geldpolitischen Sitzung im März 2021 weitgehend unverändert geblieben. Allerdings waren die Marktzinsen weiter gestiegen. Obgleich darin zum Teil verbesserte Wirtschaftsaussichten zum Ausdruck kamen, könnte ein nachhaltiger Anstieg der Marktzinsen aus Sicht des EZB-Rats zu einer Verschlechterung der für die gesamte Wirtschaft wichtigen Finanzierungsbedingungen im weiteren Sinne führen.

Aufrechterhaltung günstiger Finanzierungsbedingungen weiterhin unerlässlich

Geldmarktzinsen im Euroraum



Quellen: EZB und Bloomberg. **1** Monatsdurchschnitte. **2** Ab 1. Oktober 2019 berechnet sich EONIA aus €STR + 8,5 Basispunkte. **3** Dreimonats-EURIBOR abzüglich Dreimonats-EONIA-Swapsatz. • = Durchschnitt 1. bis 19. August 2021.

Deutsche Bundesbank

Im Juli verabschiedete der EZB-Rat nach abgeschlossener Überprüfung seine neue geldpolitische Strategie. Ein wesentliches Ergebnis der

EZB-Rat gibt Ergebnisse der Strategieüberprüfung bekannt

Geldmarktsteuerung und Liquiditätsbedarf

Zwischen der Mindestreserveperiode vom März/April 2021 bis zur Mindestreserveperiode Juni/Juli 2021 erhöhte sich der Liquiditätsbedarf aus autonomen Faktoren stark um 142,0 Mrd € auf 2 050,8 Mrd € (siehe unten stehende Tabelle).¹⁾ Dazu trug wesentlich der um 38,1 Mrd € auf 1 485,8 Mrd € nochmals deutlich gestiegene Banknoten-umlauf des Eurosystems bei. Auf Deutschland entfiel dabei ein Anstieg von 10,3 Mrd €, sodass die kumulierte Netto-Banknotenemission 847,8 Mrd € betrug. Gründe für die weiterhin hohe Bargeldnachfrage dürften das anhaltende Pandemie- sowie das Negativzinsumfeld sein. Die Einlagen öffentlicher Haushalte beim Eurosystem stiegen leicht um durchschnittlich 7,8 Mrd €. Sie lagen in der Reserveperiode Juni/Juli 2021 bei durchschnittlich 652,3 Mrd € (siehe Schaubild auf S. 32). Die darin enthaltenen Einlagen bei der Bundesbank betragen 206,8 Mrd €. Eine ebenfalls liquiditätsabsorbierende Wirkung hatte die Summe aus den

Netto-Währungsreserven und den sonstigen Faktoren, die aufgrund liquiditätsneutraler Bewertungseffekte gemeinsam betrachtet werden. Der Rückgang des aggregierten Wertes um 96,1 Mrd € war hauptsächlich auf gestiegene nicht geldpolitische Einlagen – wie zum Beispiel Einlagen ausländischer Notenbanken – zurückzuführen. Das Mindestreservesoll nahm im Betrachtungszeitraum um 2,0 Mrd € auf 149,3 Mrd € in der Reserveperiode Juni/Juli 2021 zu, was zu einem zusätzlichen Bedarf an Zentralbankliquidität führte. In Deutschland erhöhte sich das Reservesoll dabei um 0,5 Mrd € auf 41,3 Mrd €.

Zusätzliche Zentralbankliquidität wurde im Betrachtungszeitraum sowohl durch An-

¹ Durchschnitt der vierten Mindestreserveperiode 2021 (Juni/Juli 2021) im Vergleich zum Durchschnitt der zweiten Reserveperiode 2021 (März/April 2021), über die im Monatsbericht Mai 2021 berichtet wurde.

Liquiditätsbestimmende Faktoren *)

Mrd €; Veränderungen der Tagesdurchschnitte der Reserveerfüllungsperioden zur Vorperiode

Position	2021	
	28. April bis 15. Juni 2021	16. Juni bis 27. Juli 2021
I. Bereitstellung (+) bzw. Absorption (-) von Zentralbankguthaben durch Veränderungen der autonomen Faktoren		
1. Banknotenumlauf (Zunahme: -)	- 18,1	- 20,0
2. Einlagen öffentl. Haushalte beim Eurosystem (Zunahme: -)	+ 57,8	- 65,6
3. Netto-Währungsreserven ¹⁾	- 6,9	+ 11,9
4. Sonstige Faktoren ¹⁾	- 25,7	- 75,4
Insgesamt	+ 7,1	- 149,1
II. Geldpolitische Geschäfte des Eurosystems		
1. Offenmarktgeschäfte		
a) Hauptrefinanzierungsgeschäfte	- 0,1	- 0,1
b) Längerfristige Refinanzierungsgeschäfte	+ 52,4	+ 89,0
c) Sonstige Geschäfte	+ 141,3	+ 151,8
2. Ständige Fazilitäten		
a) Spitzenrefinanzierungsfazilität	+ 0,0	+ 0,0
b) Einlagefazilität (Zunahme: -)	- 30,1	- 30,1
Insgesamt	+ 163,5	+ 210,6
III. Veränderung der Guthaben der Kreditinstitute (I. + II.)	+ 170,6	+ 61,4
IV. Veränderung des Mindestreservesolls (Zunahme: -)	- 0,4	- 1,6

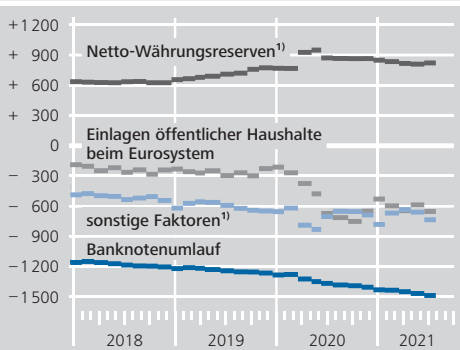
* Zur längerfristigen Entwicklung und zum Beitrag der Deutschen Bundesbank vgl. S. 14*/15* im Statistischen Teil dieses Berichts.

¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

Deutsche Bundesbank

Autonome Faktoren im Eurosystem¹⁾

Mrd €, Mittelwerte in der jeweiligen Reserveperiode



Quelle: EZB und eigene Berechnungen. * Liquiditätszuführende (liquiditätsabsorbierende) Faktoren mit positivem (negativem) Vorzeichen dargestellt. ¹ Einschl. liquiditätsneutraler Bewertungsanpassungen zum Quartalsende.

Deutsche Bundesbank

Ankaufprogramme des Eurosystems

Mrd €

Programm	Veränderung in den beiden Reserveperioden	Bilanzieller Bestand am 13. August 2021
Aktive Programme¹⁾		
PSPP	+ 44,6	2 437,3
CBPP3	+ 4,4	294,5
CSPP	+ 16,1	289,3
ABSPP	- 0,1	28,4
PEPP	+ 255,3	1 296,9
Beendete Programme		
SMP	- 6,4	14,7
CBPP1	0,0	0,4
CBPP2	+ 0,0	2,4

¹ Veränderungen aufgrund von Nettokäufen, Fälligkeiten, Reinvestitionen und Anpassungen wegen der Amortisation.

Deutsche Bundesbank

kaufprogramme mit Schwerpunkt auf dem Pandemie-Notfallankaufprogramm (Pandemic Emergency Purchase Programme: PEPP) als auch durch Refinanzierungsgeschäfte zugeführt (siehe Schaubild auf S. 34). Die Gebote im achten gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäft der dritten Serie (GLRG III) im Juni fielen mit 109,8 Mrd € relativ hoch aus, obwohl der verbleibende Zeitraum mit attraktiven Sonderkonditionen von bis zu -1,0 % im Vergleich zum siebten GLRG III im März 2021 (damals 330,5 Mrd €) drei Monate kürzer ist. Das neunte längerfristige Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäft (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operation:

PELTRO) im Juni wurde mit insgesamt 0,5 Mrd € kaum nachgefragt (Vorgeschäft im März 2021: 0,4 Mrd €). Auch das Interesse an den regulären Haupt- und Dreimonatsrendern blieb sehr gering. Das gesamte Tendervolumen im Eurosystem betrug in der Reserveperiode Juni/Juli 2021 durchschnittlich 2 196 Mrd €. In Deutschland stieg das ausstehende Volumen der längerfristigen Geschäfte, zu denen GLRG, PELTRO und Dreimonatstender gehören, im Betrachtungszeitraum um 27,0 Mrd € auf durchschnittlich 434,3 Mrd €. Dies entsprach einem Anteil von rund 20 % (wie im vorausliegenden Betrachtungszeitraum) am ausstehenden Volumen der Langfristender im Eurosystem.

Der bilanzielle Bestand der Wertpapierankaufprogramme lag in der Reserveperiode Juni/Juli 2021 mit durchschnittlich 4 244,5 Mrd € rund 293,0 Mrd € über dem Durchschnitt der Vergleichsperiode (siehe nebenstehende Tabelle).

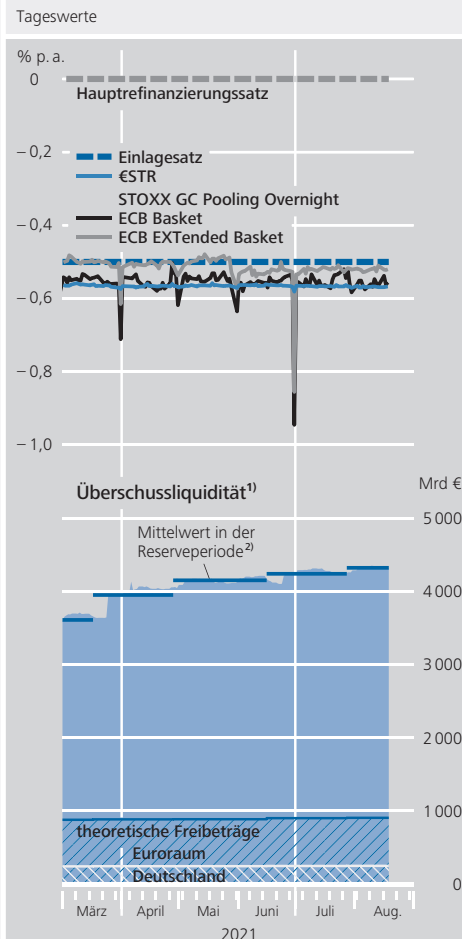
Per saldo nahm die Überschussliquidität im Betrachtungszeitraum um insgesamt 290,3 Mrd € auf durchschnittlich 4 240,3 Mrd € zu. Davon entfiel auf die Periode April/Juni 2021 ein Anstieg um 200,4 Mrd € und auf die sich anschließende Reserveperiode Juni/Juli 2021 eine Erhöhung um weitere 89,9 Mrd €. Die stärkere Zunahme in der ersten Periode war vor allem eine Folge der in dieser Periode zunächst spürbar gesunkenen Staatseinlagen beim Eurosystem, was sich bei diesem autonomen Faktor liquiditätszuführend auswirkte.

Von den Banken des Eurosystems wurden die Freibeträge im Rahmen des zweistufigen Systems für die Verzinsung von Überschussreserven in der Periode Juni/Juli 2021 mit 99,3 % leicht stärker in Anspruch genommen als in der Vergleichsperiode März/April 2021 (99,1%). In Deutschland lag die Ausnutzung der Freibeträge sehr nahe am Eurosystem-Durchschnitt und betrug 99,2 %. Die absoluten Freibeträge vergrößerten sich zwar durch das gestiegene Mindestreservesoll, angesichts der stärker angestiegenen

Überschussliquidität nahmen die zu $-0,50\%$ verzinste Überschussreserven allerdings nochmals zu (siehe nebenstehendes Schaubild). Dadurch waren im Durchschnitt in der Periode Juni/Juli 2021 $21,1\%$ der Überschussliquidität im Eurosystem von der Negativverzinsung ausgenommen, gegenüber $22,4\%$ in der Periode März/April 2021 (in Deutschland: $20,5\%$ bzw. $20,9\%$).

Am besicherten Geldmarkt gingen die Zinssätze während des Betrachtungszeitraums leicht zurück. Einschließlich der Ausreißer am Quartals- beziehungsweise Halbjahresultimo, die im Juni etwas stärker als im März ausfielen, sanken die Overnight-Sätze im besicherten Markt bei GC Pooling im ECB Basket um $0,7$ Basispunkte und im ECB EXTended Basket um $1,5$ Basispunkte. Sie notierten damit bei durchschnittlich $-0,56\%$ und $-0,52\%$ (siehe nebenstehendes Schaubild), wobei es jeweils temporäre Rückgänge auf $-0,95\%$ beziehungsweise $-0,86\%$ am Halbjahresultimo im Juni 2021 gab. Durch den etwas stärkeren Rückgang der Sätze im ECB EXTended Basket betrug der Abstand zwischen beiden Sätzen durchschnittlich 4 Basispunkte, gegenüber 5 Basispunkten im vorherigen Betrachtungszeitraum. Dies geschah vor dem Hintergrund gesunkener Umsätze auf der Plattform GC Pooling für besicherte Geschäfte mit Laufzeit ein Tag (ON, TN, SN; als Deferred Funding Rate zusammengefasst). Während diese Umsätze im vorherigen Betrachtungszeitraum noch bei durchschnittlich $7,6$ Mrd € lagen, fielen sie im aktuellen Betrachtungszeitraum auf $5,5$ Mrd €. Die unbesicherte Euro Short-Term Rate (€STR) notierte nahezu unverändert zumeist bei $-0,57\%$. Auch die €STR-Umsätze blieben weitgehend stabil und lagen im Betrachtungszeitraum bei durchschnittlich 44 Mrd €, wobei es nach der Zuteilung des GLRG III im Juni zu etwas höheren Umsätzen kam.

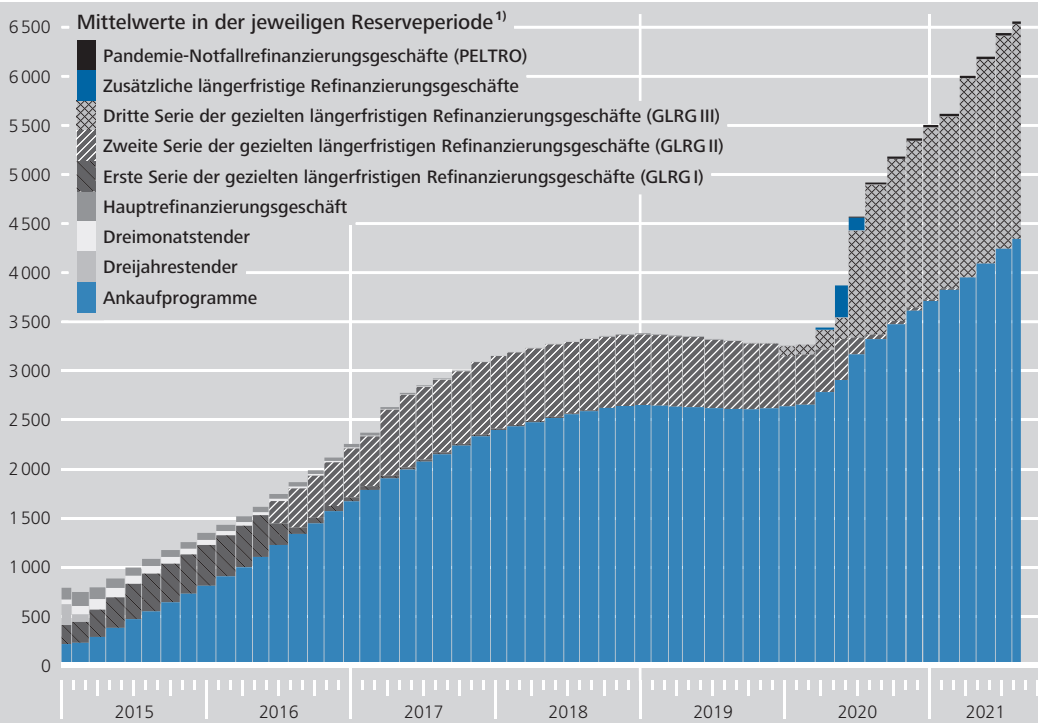
Notenbankzinsen, Geldmarktsätze und Überschussliquidität



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

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

Strategieüberprüfung ist die Anpassung des Inflationszieles.¹ Nach Auffassung des EZB-Rats kann Preisstabilität am besten gewährleistet werden, wenn er mittelfristig ein Inflationsziel von 2 % anstrebt. Dieses Ziel ist symmetrisch, das heißt, negative Abweichungen von diesem Zielwert sind ebenso unerwünscht wie positive. Wenn die nominalen Zinssätze in einer Volkswirtschaft in der Nähe ihrer effektiven Untergrenze liegen, sind besonders kraftvolle oder lang anhaltende geldpolitische Maßnahmen nötig, um zu verhindern, dass sich negative Abweichungen vom Inflationsziel verfestigen. Dies geht unter Umständen damit einher, dass die Inflation vorübergehend moderat über dem Zielwert liegt.

EZB-Rat passt Forward Guidance zu den Leitzinsen an

Nach seiner geldpolitischen Sitzung im Juli bestätigte der EZB-Rat die im Juni vorgenommene Beurteilung der Finanzierungskonditionen und der Inflationsaussichten. Auch wenn der EZB-Rat erneut mögliche Aufwärtsrisiken diskutierte, liegt die Basislinie für die mittelfristigen Infla-

tionsaussichten nach seiner Einschätzung weiterhin deutlich unter dem Zielwert. Vor diesem Hintergrund änderte der EZB-Rat die Forward Guidance zu den Leitzinsen im Einklang mit seiner geldpolitischen Strategie, um sein neues symmetrisches Inflationsziel von 2 % zu unterstützen. Der EZB-Rat geht davon aus, dass die Leitzinsen so lange auf ihrem aktuellen oder einem niedrigeren Niveau bleiben werden, bis er feststellt, dass die Inflationsrate deutlich vor dem Ende seines Projektionszeitraums 2 % erreicht und sie diesen Wert im weiteren Verlauf des Projektionszeitraums dauerhaft hält. Zudem muss er der Auffassung sein, dass die Entwicklung der zugrunde liegenden Inflation hinreichend fortgeschritten ist, um mit einer sich mittelfristig bei 2 % stabilisierenden Inflation vereinbar zu sein. Dies kann aus Sicht des EZB-Rats unter Umständen damit einhergehen, dass

¹ Für die Erklärung des EZB-Rats zur geldpolitischen Strategie mit näheren Details und Ausführungen zu den weiteren Ergebnissen der Strategieüberprüfung siehe: Europäische Zentralbank (2021).

die Inflation vorübergehend moderat über dem Zielwert liegt.

Bilanziell ausgewiesene Wertpapierbestände von APP und PEPP mit weiterem Anstieg

Die bilanziell ausgewiesenen Bestände des APP stiegen seit Mitte Mai um 49,8 Mrd €. Insgesamt hielt das Eurosystem am 13. August 2021 dem APP zugehörige Aktiva in Höhe von 3 049,5 Mrd € (siehe die Erläuterungen auf S. 31 ff. für eine Aufgliederung der Bestände in die einzelnen Teilprogramme). Die Bestände werden weiterhin beeinflusst durch die zeitliche Glättung der Reinvestitionen im Rahmen der im Dezember 2018 beschlossenen technischen Parameter und durch die Bilanzierung zu fortgeführten Anschaffungskosten.²⁾ Die im Rahmen des PEPP ausgewiesenen Wertpapierbestände stiegen um 243,8 Mrd € und lagen am 13. August 2021 bei 1 296,9 Mrd €.

Banken fragten 109,8 Mrd € im achten GLRG III nach

Am 24. Juni 2021 wurde das achte Geschäft der dritten Serie gezielter längerfristiger Refinanzierungsgeschäfte (GLRG III) abgewickelt, bei dem 224 Banken insgesamt 109,8 Mrd € nachfragten. Zusammengefasst stehen derzeit 2 189,1 Mrd € in allen GLRG III aus. Im am selben Tag abgewickelten längerfristigen Pandemie-Notfallrefinanzierungsgeschäft (Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operation: PELTRO) fiel die Nachfrage mit 0,5 Mrd € erneut sehr gering aus. Insgesamt stehen in den PELTRO derzeit 24,8 Mrd € aus.

Überschussliquidität setzt Anstieg fort

Der trendmäßige Anstieg der Überschussliquidität setzte sich aufgrund der anhaltenden Nettoankäufe von Wertpapieren und der Zuteilung des achten GLRG III fort. Das Volumen der Überschussliquidität lag zuletzt bei 4 335,1 Mrd €, und damit um rund 189 Mrd € über dem Stand von Mitte Mai (siehe die Erläuterungen auf S. 31 ff.).

Kurzfristige Geldmarktsätze weiterhin wenig verändert

Die kurzfristigen Geldmarktsätze bewegten sich abermals weitestgehend seitwärts. Der unbesicherte Tagesgeldsatz EONIA, der über einen festen Zinsabstand aus der Euro Short-Term Rate (€STR) abgeleitet wird, stand nahezu unverändert bei $-0,48\%$. Der Dreimonats-EURIBOR notierte zuletzt leicht niedriger bei

$-0,54\%$, insgesamt waren die Bewegungen aber auch hier sehr gering.

Geldmarktsätze rückläufig

Die Geldmarktsätze sind seit der geldpolitischen Sitzung im Juni zurückgegangen. Ein Teil des Rückgangs war dabei bereits Mitte Juli im zeitlichen Umfeld des Bekanntwerdens erster Informationen über das Ergebnis der Strategieüberprüfung des EZB-Rats zu beobachten. Auf die offizielle Veröffentlichung dieser Ergebnisse reagierten die Terminalsätze dann verhalten. Nach der Anpassung der Forward Guidance auf der Juli-Sitzung des EZB-Rats gingen die kurzfristigen Terminalsätze weiter zurück. Zusammengefasst preis Marktteilnehmer einen ersten Zinsanstieg in Höhe von 10 Basispunkten am aktuellen Rand nicht mehr vor Ende 2024 ein. In den vor den geldpolitischen Sitzungen des EZB-Rats durchgeführten Umfragen erwartete eine sehr große Mehrheit der Teilnehmer einen ersten Zinsschritt nicht vor Mitte des Jahres 2024. Neben dem Ergebnis der Strategieüberprüfung dürften aber insbesondere am aktuellen Rand auch weitere Faktoren zur Abflachung der Terminkurve beigetragen haben. Dazu zählten unter anderem zunehmende Sorgen in Bezug auf die Ausbreitung der Delta-Variante des Coronavirus und damit möglicherweise einhergehende wirtschaftliche Einschränkungen.

Monetäre Entwicklung im Euro-Währungsgebiet

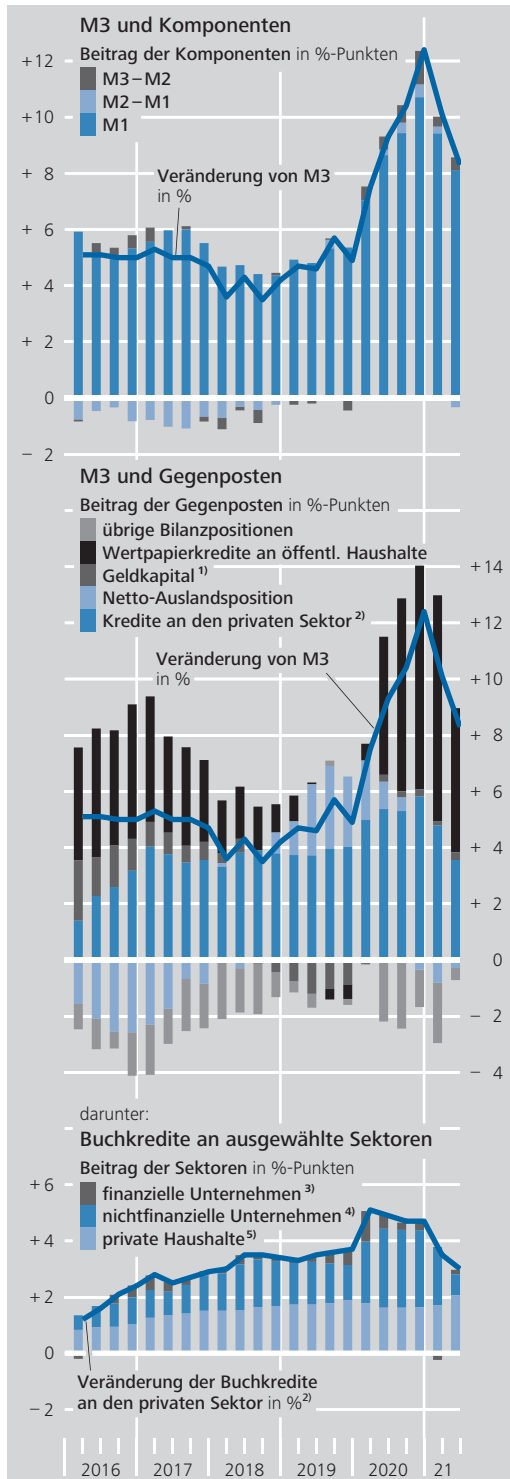
Das breit gefasste Geldmengenaggregat M3 verzeichnete auch im zweiten Quartal 2021 eine deutliche Ausweitung, die sich nach wie vor auf die hochliquiden täglich fälligen Einlagen stützte. Im Vergleich zu den hohen pandemiebedingten Nettozuflüssen vor einem Jahr ließ die Dynamik der Ausweitung jedoch deutlich nach. Damit setzte sich die bereits im Vorquartal zu beobachtende Normalisierung des

Allmähliche Normalisierung der monetären Dynamik

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

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

Geldmengenwachstums fort. Dies zeigte sich auch an der Jahreswachstumsrate von M3, die sich im Quartalsverlauf um knapp 2 Prozentpunkte auf 8,3 % Ende Juni verringerte.

Auf der Seite der Gegenposten leisteten erneut Kredite den größten Beitrag zum Geldmengenwachstum. Der überwiegende Teil davon entfiel auf Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte, getragen von den fortgesetzten Wertpapierankäufen durch das Eurosystem. Nennenswerte Impulse kamen jedoch auch von den Buchkrediten an den Privatsektor, was fast ausschließlich auf private Wohnungsbaukredite zurückzuführen war. Nichtfinanzielle Unternehmen verringerten dagegen ihren Buchkreditbestand bei Banken. Ein Grund dafür war, dass die kräftige wirtschaftliche Erholung ihre Einnahmensituation verbesserte. Außerdem verlagerte sich wie bereits in den Vorquartalen die Finanzierung hin zum Kapitalmarkt. Zusätzlich dürften einige Unternehmen mit Blick auf eine weitere Kreditaufnahme zurückhaltender geworden sein, da sie inzwischen einen deutlich erhöhten Verschuldungsgrad erreicht haben. Zugleich berichteten die in der Umfrage zum Kreditgeschäft (Bank Lending Survey: BLS) befragten Banken, dass sie ihre Kreditstandards im Firmenkundengeschäft entgegen eigener vorheriger Erwartung im zweiten Quartal nicht verschärft hatten.

Unter den Komponenten von M3 kam der bedeutendste Beitrag zum Jahreswachstum erneut von täglich fälligen Einlagen. Wie schon zuvor stammten die größten Nettozuflüsse von privaten Haushalten. Der Umfang der Zuflüsse ließ jedoch deutlich nach und erreichte somit erstmals wieder das Niveau vor Beginn der Corona-Pandemie. Diese Entwicklung ist vor dem Hintergrund zu sehen, dass die schrittweise Aufhebung der pandemiebedingten Beschränkungen im Frühjahr die Konsummöglichkeiten der privaten Haushalte zunehmend verbesserte. Im Zuge dieser Entwicklung verlangsamte sich auch der Aufbau kurzfristiger Spareinlagen spürbar.

*Geldmengen-
 ausweitung
 weiterhin durch
 täglich fällige
 Einlagen
 getragen*

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

Veränderung gegenüber Vorquartal in Mrd €, saisonbereinigt

Aktiva	2021 1. Vj.	2021 2. Vj.	Passiva	2021 1. Vj.	2021 2. Vj.
Kredite an private Nicht-MFIs im Euroraum	126,6	41,5	Von Zentralstaaten gehaltene Bestände ²⁾	- 49,4	- 42,8
davon			Geldmenge M3	207,1	211,1
Buchkredite ¹⁾	114,7	36,5	davon Komponenten:		
Wertpapierkredite	11,9	5,0	Bargeld und täglich fällige Einlagen (M1)	268,1	238,6
Kredite an öffentliche Haushalte im Euroraum	172,6	107,2	Übrige kurzfristige Einlagen (M2-M1)	- 20,1	- 42,7
davon			Marktfähige Finanzinstrumente (M3-M2)	- 40,8	15,2
Buchkredite	- 1,7	11,8	Geldkapital	- 32,0	- 18,8
Wertpapierkredite	174,4	95,4	davon:		
Nettoforderungen gegenüber Ansässigen außerhalb des Euroraums	3,8	40,1	Kapital und Rücklagen	25,1	32,7
andere Gegenposten von M3	- 177,3	- 39,4	Sonstige längerfristige Verbindlichkeiten	- 57,1	- 51,5

* 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

Auch bei den nichtfinanziellen Unternehmen näherten sich die Zuflüsse zu ihren täglich fälligen Einlagen dem Niveau vor der Pandemie weiter an. Zum einen reduzierte das sich aufhellende Geschäftsklima für die Unternehmen die Notwendigkeit, ihre Liquiditätsreserven weiter zu erhöhen. Zum anderen förderten die verbesserte Einnahmensituation und die vielerorts positiven Geschäftserwartungen die Investitionsbereitschaft der Unternehmen. Diese aggregierte Betrachtung verdeckt jedoch die recht heterogene Entwicklung in den verschiedenen Mitgliedsländern, die sich auf die unterschiedliche Betroffenheit durch die Pandemie gründet.

chung betraf sowohl die Wertpapierkredite als auch insbesondere die Buchkredite an den Privatsektor, deren Jahreswachstumsrate damit zum Quartalsende auf 3 % sank.

Zum ersten Mal seit 2015 reduzierte sich im zweiten Quartal der Bestand an Buchkrediten von Banken an nichtfinanzielle Unternehmen. Dahinter steckte zum einen eine Gegenbewegung zum starken ersten Vierteljahr: Wie berichtet hatten einige Banken die Vergabe insbesondere von kurzfristigen Ausleihungen vor den 31. März vorgezogen, um die im Rahmen der GLRG III geltenden Zielvorgaben für das Kre-

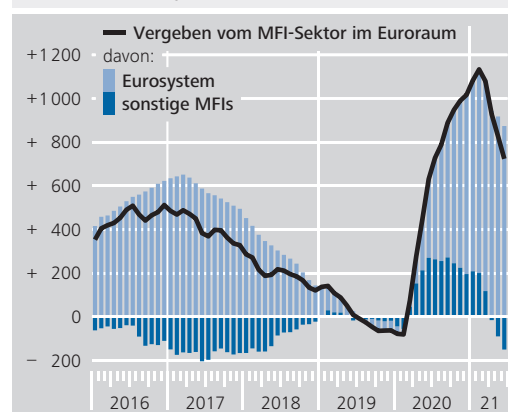
Nettoabbau der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen durch Sonder-effekt aktuell überzeichnet, ...

Aufbau von Wertpapierkrediten maßgeblich durch Nettoankäufe des Eurosystems bestimmt

Auf der Seite der Gegenposten wurde das Geldmengenwachstum erneut vor allem von der inländischen Kreditvergabe getragen. Sie reduzierte sich gegenüber den kräftigen Vorquartalen weiter, blieb jedoch über dem Niveau vor dem Beginn der Corona-Pandemie. Dies lag am nach wie vor erhöhten Umfang der Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte. Während das Eurosystem seine monatlichen Nettoankäufe von Staatsanleihen im Rahmen des APP und PEPP im Berichtsquartal spürbar erhöhte, reduzierten die Geschäftsbanken per saldo ihre Bestände an Anleihen öffentlicher Haushalte. Gleichzeitig weiteten sie ihre Kreditvergabe an den inländischen Privatsektor aus, jedoch in deutlich geringerem Umfang als in den Vorquartalen. Die Abschwä-

Wertpapierkredite an öffentliche Haushalte im Euroraum

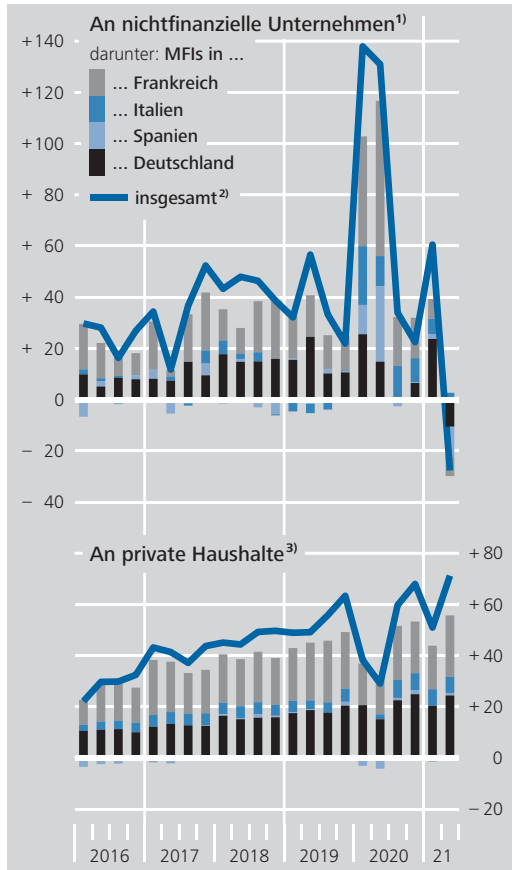
Mrd €, Veränderung innerhalb der letzten 12 Monate



Quelle: EZB und eigene Berechnungen.
 Deutsche Bundesbank

Buchkredite des MFI-Sektors an den nichtfinanziellen Privatsektor im Euroraum^{*)}

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

ditwachstum zu erreichen und somit in den Genuss sehr günstiger Refinanzierungsbedingungen zu kommen.³⁾ Darüber hinaus dämpfte die sehr hohe Kreditvergabe des zweiten Quartals des Vorjahres die kurzfristigen Ausleihungen: Damals vergebene Kredite mit einjähriger Laufzeit, darunter viele Überbrückungskredite, wurden im Berichtsquartal fällig. Den hohen Abflüssen im kurzen und mittleren Laufzeitbereich stand allerdings ein kräftiger Zufluss bei den langen Laufzeiten gegenüber. Dies deutet darauf hin, dass ein Teil der zuvor als kurzfristige Ausleihungen vergebenen Kredite von langfristigen Darlehen abgelöst oder in solche umgewandelt wurde.

In der Summe über das erste und das zweite Quartal des Jahres betrachtet nahmen nicht-finanzielle Unternehmen zwar per saldo weiter Buchkredite auf, jedoch in geringerem Umfang als in den Vorquartalen. Für die schwächere Kreditnachfrage gibt es unterschiedliche Gründe. So hält ein Teil der Unternehmen weiterhin hohe Bestände an Bankeinlagen, die im vergangenen Jahr zu Vorsichtszwecken aufgebaut wurden und nun die Nachfrage nach weiteren Krediten dämpfen. Gefördert wurde der Einlagenaufbau durch die günstigen Konditionen für Bankkredite, aber auch für alternative Finanzierungsquellen. Dazu zählte für größere Unternehmen insbesondere die direkte Mittelaufnahme am Kapitalmarkt: im vergangenen Jahr hauptsächlich über die Begebung von Anleihen, im Berichtsquartal verstärkt durch die Emission von Aktien. In den von der Pandemie stark betroffenen Branchen dürfte dagegen die zurückhaltende Kreditnachfrage der Unternehmen eher darin begründet sein, dass diese teilweise bereits einen hohen Verschuldungsgrad aufweisen und mit Blick auf die Aufnahme zusätzlicher Kredite zurückhaltender geworden sind. Zudem sorgten insbesondere in Deutschland umfangreiche Auszahlungen staatlicher Hilfen an pandemiegeschädigte Unternehmen im Berichtsquartal für finanzielle Erleichterung und ermöglichten auch Kredittilgungen.

... insgesamt aber Zeichen für schwächere Kreditnachfrage

Der Umstand, dass zusätzliche Kredite vor allem in Form von langfristigen Ausleihungen aufgenommen wurden, deutet auf einen Wandel im Kreditnachfragemotiv hin, und zwar weg von der primären Liquiditätssicherung hin zu investiven Zwecken. Dazu passt, dass aus Sicht der im BLS interviewten Bankmanager der Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen erstmals seit sechs Quartalen wieder die Kreditnachfrage stützte. Zudem beobachteten die befragten Banken einen gestiegenen sonstigen Mittelbedarf, der unter anderem aus Umfinanzierungen, Umschuldungen und Neuverhandlungen resultierte.

Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen gestiegen

³ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021a).

BLS-Banken verzichteten auf weitere Verschärfung der Standards

Gleichzeitig gaben die befragten Banken an, ihre Kreditstandards im Firmenkundengeschäft im zweiten Quartal per saldo nahezu unverändert gelassen zu haben. Bei der vorherigen Befragung hatten die Banken für dieses Quartal noch Verschärfungen geplant. Die wenig veränderten Standards sind das Ergebnis gegenläufiger Faktoren: Die allgemeine Wirtschaftslage und die Konjunkturaussichten begünstigten lockerere Standards, ebenso wie der Wettbewerb mit anderen Banken und Nichtbanken sowie die Möglichkeit der Unternehmen, günstig Mittel am Kapitalmarkt aufzunehmen. Restriktiv wirkten dagegen erneut branchen- und firmenspezifische Faktoren und eine gesunkene Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer.

Buchkredite an private Haushalte erneut deutlich ausgeweitet

Im Gegensatz zum Firmenkundengeschäft weiteten die Banken im Euroraum ihre Kreditvergabe an private Haushalte im zweiten Quartal 2021 erneut deutlich aus. Insbesondere die Wohnungsbaukredite, die den bedeutendsten Teil dieses Kreditsegments bilden, legten noch einmal stärker zu als in der bereits kräftigen zweiten Jahreshälfte 2020. Ihre Jahreswachstumsrate stieg bis Ende Juni auf 5,6% und lag damit gut $\frac{1}{2}$ Prozentpunkt höher als Ende März. Die bedeutendsten Beiträge zum Quartalszufluss leisteten erneut Banken in Deutschland und Frankreich, aber auch aus Italien kam im Vergleich zu der Zeit vor der Pandemie ein relativ kräftiger Impuls. Banken in Spanien meldeten erstmals seit gut zehn Jahren wieder einen deutlichen Netto-Quartalsanstieg in diesem Kreditsegment.

BLS-Banken berichten Anstieg der Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten bei kaum veränderten Standards

Passend dazu beobachteten die im BLS befragten Banken einen Anstieg der Nachfrage nach privaten Wohnungsbaukrediten. Nach ihrer Einschätzung stärkte dabei das Verbrauchervertrauen erstmals seit Beginn der Corona-Pandemie wieder die Nachfrage. Positive Impulse gaben ferner die günstigen Aussichten auf dem Wohnimmobilienmarkt und das niedrige allgemeine Zinsniveau. Angebotsseitig ließen die an der Umfrage teilnehmenden Banken ihre Standards für Wohnungsbaukredite im zweiten Quartal nahezu unverändert.

Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte nahmen im zweiten Quartal ebenfalls merklich zu. Den Ausschlag dafür gaben aus Sicht der BLS-Banken insbesondere das gestiegene Verbrauchervertrauen und eine höhere Anschaffungsneigung der privaten Haushalte für langlebige Konsumgüter. Auch wirkte das niedrige allgemeine Zinsniveau nachfragesteigernd. Die befragten Banken ließen ihre Richtlinien für Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte unverändert, nach zum Teil deutlichen Verschärfungen im Verlauf des Vorjahres. Auch die Ablehnungsquote blieb im Vergleich zum Vorquartal nahezu unverändert, nachdem sie in den fünf Quartalen zuvor zugenommen hatte. Sie dürfte sich daher derzeit auf einem vergleichsweise hohen Niveau bewegen.

Neben der Kreditvergabe an Nichtbanken aus dem Euroraum stützte auch die Netto-Auslandsposition des MFI-Sektors⁴⁾ das Geldmenigenwachstum im zweiten Quartal 2021 merklich. Wie üblich trug dazu vor allem der anhaltende Leistungsbilanzüberschuss des Euroraums bei (gemäß den bislang nur für April und Mai vorliegenden, nicht saisonbereinigten Daten der Zahlungsbilanz). Ein gegenläufiger, zu Mittelabflüssen führender Effekt ging vom negativen Saldo der grenzüberschreitenden Wertpapiertransaktionen aus: Angesichts des anhaltenden Renditeunterschieds zwischen Anleihen anderer Währungsräume und denen des Euroraums stockten inländische Nichtbanken ihre Bestände an ausländischen Wertpapieren per saldo weiter auf. Demgegenüber verkauften Ausländer per saldo langfristige Anleihen inländischer Nichtbanken, erwarben jedoch gleichzeitig wie bereits im Vorquartal in größerem Umfang Aktien und Investmentfondsanteile.

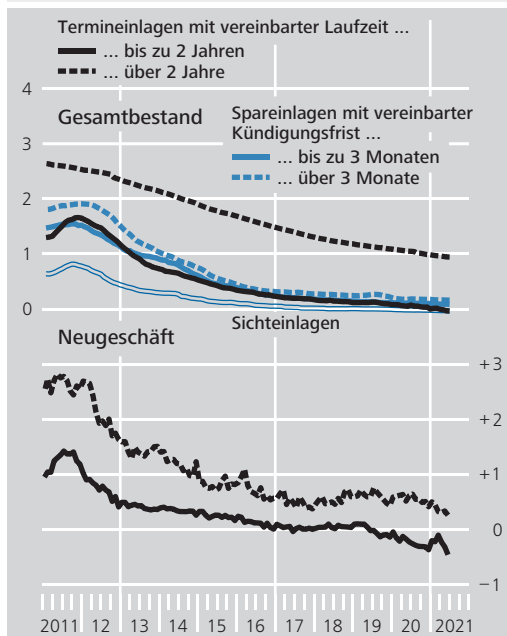
Auch Konsumentenkredite und sonstige Kredite an private Haushalte erholt

Netto-Auslandsposition dank anhaltendem Leistungsbilanzüberschuss mit merklich stützendem Einfluss auf Geldmenigenwachstum

⁴⁾ Der Sektor der Monetären Finanzinstitute (MFIs) umfasst neben Kreditinstituten auch E-Geld-Institute und Geldmarktfonds sowie Zentralbanken.

Zinssätze für Bankeinlagen in Deutschland^{*)}

% p. a., monatlich



* Einlagen privater Haushalte und nichtfinanzieller Unternehmen gemäß harmonisierter MFI-Zinsstatistik (volumengewichtete Zinssätze). Bestandszinssätze für Sicht- und Spareinlagen können wegen täglich möglicher Zinsänderungen auch als Neugeschäfte interpretiert werden.

Deutsche Bundesbank

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

Mrd €, Quartalssummen der monatlichen Veränderungen, saisonbereinigt

Position	2021	
	1. Vj.	2. Vj.
Einlagen von inländischen Nicht-MFIs¹⁾		
täglich fällig	89,4	22,1
mit vereinbarter Laufzeit		
bis zu 2 Jahren	- 21,1	- 9,9
über 2 Jahre	- 8,1	- 7,3
mit vereinbarter Kündigungsfrist		
bis zu 3 Monaten	3,1	1,5
über 3 Monate	- 1,1	- 0,8
Kredite		
Kredite an inländische öffentliche Haushalte		
Buchkredite	- 3,8	0,7
Wertpapierkredite	4,3	- 13,0
Kredite an inländische Unternehmen und Privatpersonen		
Buchkredite ²⁾	38,7	14,6
darunter:		
an private Haushalte ³⁾	20,3	24,4
an nichtfinanzielle Unternehmen ⁴⁾	16,0	- 12,9
Wertpapierkredite	6,7	2,5

* Zu den Monetären Finanzinstituten (MFIs) zählen hier neben den Banken (einschl. Bausparkassen, ohne Bundesbank) auch die Geldmarktfonds. 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

Einlagen- und Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden

Das Einlagengeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden verlor im zweiten Quartal 2021 kräftig an Schwung, nachdem es in den Vorquartalen vor dem Hintergrund der Coronapandemie teilweise außerordentlich stark gewachsen war. Die aktuelle Entwicklung spiegelt zum einen die Tatsache wider, dass die privaten Haushalte ihre Konsumausgaben erhöhten, nachdem die pandemiebedingten Beschränkungen schrittweise gelockert worden waren. Zum anderen sank für die Unternehmen angesichts der konjunkturellen Erholung und der verbesserten Wirtschaftsaussichten die Notwendigkeit, ihre Liquidität durch den Aufbau kurzfristiger Bankeinlagen zu sichern. Des Weiteren führte die Konjunkturzuvorsicht dazu, dass auf der Suche nach Rendite Gelder aus M3-Einlageformen in weniger liquide und risikoreichere Aktiva außerhalb von M3 umgeschichtet wurden. Diese Entwicklung wurde auch durch die niedrigen und teilweise weiter in den negativen Bereich gesunkenen Zinsen für M3-Einlagen gefördert (siehe nebenstehendes Schaubild).

Einlagengeschäft erneut positiv, Dynamik nachlassend

Die aktuelle Ausweitung der Bankeinlagen wurde ausschließlich von den privaten Haushalten getragen. Diese stockten erneut insbesondere ihre Sicht- und Tagesgeldeinlagen spürbar auf, obgleich der aktuelle Aufbau auch bei ihnen deutlich schwächer ausfiel als in den Vorquartalen (siehe zu den möglichen Hintergründen die Erläuterungen auf S. 41). Nichtfinanzielle Unternehmen bauten dagegen ihre Sicht- und Tagesgeldguthaben im zweiten Quartal per saldo leicht ab, nachdem sie diese in den Vorquartalen zum Teil kräftig ausgeweitet hatten. Somit setzte sich der seit Ausbruch der Coronapandemie anhaltende Aufbau von Liquiditätsreserven durch diesen Sektor im zweiten Quartal 2021 nicht weiter fort. Finanzielle Unternehmen, die traditionell ein ausgeprägtes Renditebewusstsein aufweisen, bauten im zweiten Quartal erneut ihre Bankeinlagen spürbar zugunsten renditestärkerer Anlageformen ab.

Bankeinlagen der privaten Haushalte erneut spürbar aufgebaut, der übrigen Sektoren zum Teil deutlich abgebaut

Zur Entwicklung der realen Portfoliorenditen privater Haushalte in Deutschland

Die vorliegenden Ausführungen beschreiben, wie sich die Renditen der verschiedenen Anlageformen sowie die Gesamtrendite auf das Geldvermögen der privaten Haushalte in Deutschland bis zum ersten Vierteljahr 2021 entwickelt haben.¹⁾

Zur Berechnung der Gesamtrendite des Portfolios der privaten Haushalte fließen die zentralen Ertragskomponenten ein. Während bei Bankeinlagen Zinszahlungen die einzige Ertragsquelle darstellen, werden die Erträge anderer Anlageformen wie Aktien, Schuldverschreibungen, Investmentfondsanteile und Ansprüche gegenüber Versicherungen auch durch Kursveränderungen beeinflusst. Bei Aktien und einschlägig investierenden Investmentfonds fallen darüber hinaus zumeist Dividendenzahlungen an. Für die Gesamtrendite des Portfolios der privaten Haushalte müssen

daher neben den Zinszahlungen diese Komponenten berücksichtigt werden.

Zudem muss dem Umstand Rechnung getragen werden, dass die Kaufkraft der nominalen Renditen mit der Inflationsrate schwankt. Folglich werden sämtliche Renditen in realer Rechnung betrachtet.²⁾

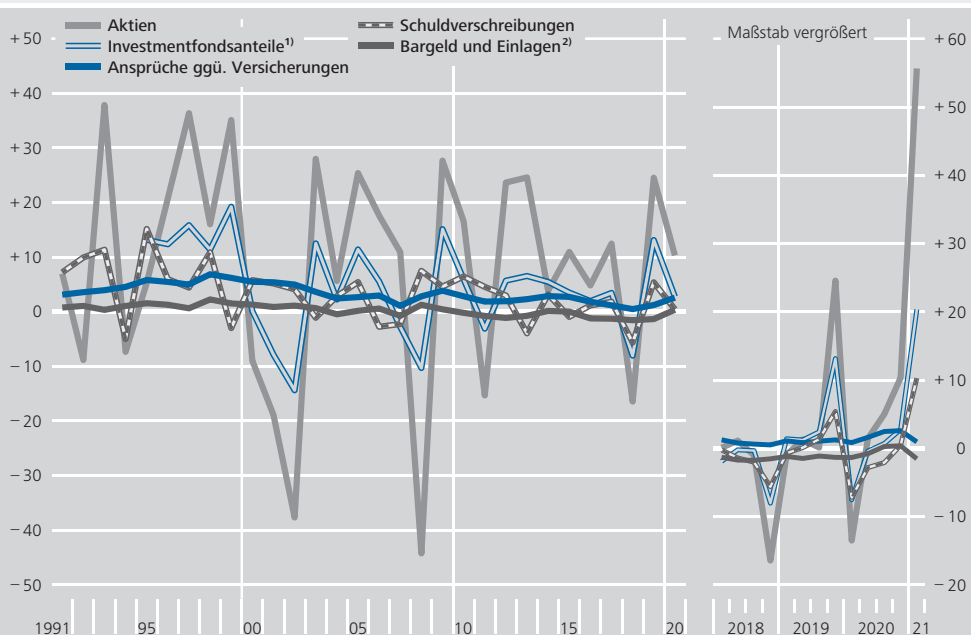
Das unten stehende Schaubild zeigt, wie sich die realen Renditen der wichtigsten Anlageformen im Portfolio der privaten Haushalte in Deutschland zwischen 1991 und dem ersten Vierteljahr 2021 entwickelten. Bargeld und

¹ Die nachfolgenden Auswertungen aktualisieren die Darstellung im Monatsbericht August 2020; vgl. dazu: Deutsche Bundesbank (2020b).

² Vgl. für eine ausführliche Darstellung hinsichtlich der Berechnung der realen Renditen: Deutsche Bundesbank (2015).

Reale Renditen verschiedener Anlageformen der privaten Haushalte in Deutschland¹⁾

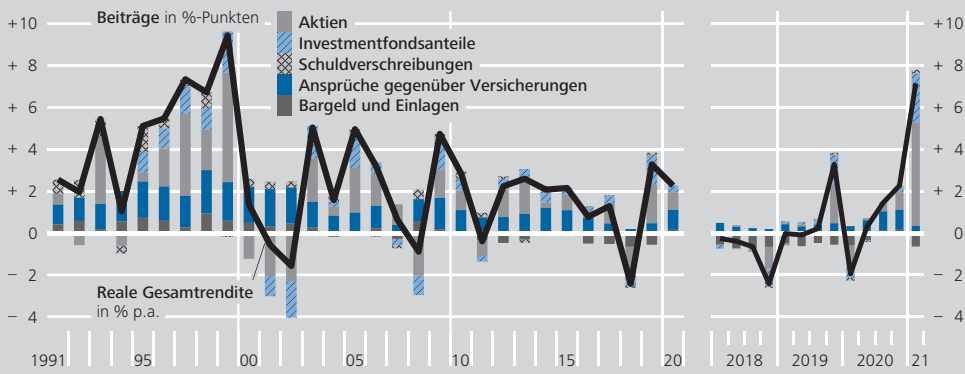
Jahresrendite zum Jahres- bzw. Quartalsende in % p.a.



Quellen: Assekurata, Gesamtverband der Deutschen Versicherungswirtschaft und eigene Berechnungen. * Inflationsbereinigt anhand des Verbraucherpreisindex (VPI). ¹ Angaben zur Jahresrendite von Investmentfondsanteilen sind erst ab dem 4. Vj. 1995 verfügbar. ² Die Angaben zu den nominalen Einlagenzinssätzen bis 2002 basieren auf der Bundesbank-Zinsstatistik und ab 2003 auf der harmonisierten MFI-Zinsstatistik. Der Zeitraum vor 2003 ist mit den Jahren ab 2003 daher nur eingeschränkt vergleichbar.
 Deutsche Bundesbank

Beiträge einzelner Anlageformen¹⁾ zur realen Gesamtrendite der privaten Haushalte in Deutschland

Jahresrendite zum Jahres- bzw. Quartalsende



* Gewichtet gemäß Anteil am Geldvermögen. Inflationsbereinigt anhand des Verbraucherpreisindex (VPI).

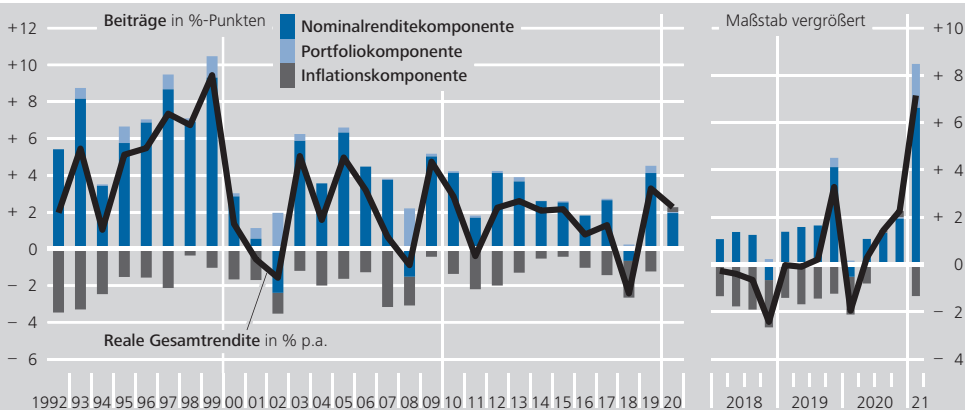
Deutsche Bundesbank

Einlagen sind mit einem aktuellen Anteil von etwa 40 % nach wie vor die bedeutendste Anlageklasse im Portfolio der privaten Haushalte. Sie erbrachte über weite Strecken eine meist niedrige reale Rendite, die zudem nur vergleichsweise wenig schwankte. Zwar fiel die reale Rendite auch in der Vergangenheit temporär unter null. Seit Mitte 2016 ist sie nun allerdings beinahe ausnahmslos deutlich negativ. Ein ähnliches Bild zeigte sich bei den Schuldverschreibungen, deren durchschnittliche reale Rendite seit Mitte 2015 ebenfalls nahezu durchgängig negativ war. Diese Entwicklung ist nicht zuletzt vor dem Hintergrund des Programms zum Ankauf von Vermögens-

werten (APP) und des Pandemie-Notfallankaufprogramms (PEPP) des Eurosystems zu sehen. Die reale Rendite der Versicherungsansprüche konnte zwar aufgrund der pandemiebedingt vorübergehend gesunkenen Inflationsrate zulegen, bewegte sich zuletzt jedoch wieder Richtung historischer Tiefststände. Die Renditen auf Aktien und Investmentfondsanteile werden typischerweise stark vom Kapitalmarktumfeld beeinflusst. Der Beginn der Covid-19-Pandemie und die Unsicherheit über ihre wirtschaftlichen Folgen hatten im ersten Vierteljahr 2020 zunächst massive Kursstürze am Kapitalmarkt ausgelöst. Bald prägten jedoch die kräftige konjunkturelle Erholung im

Beiträge zur realen Gesamtrendite der privaten Haushalte in Deutschland

Jahresrendite zum Jahres- bzw. Quartalsende



Deutsche Bundesbank

Sommer 2020, geldpolitische und fiskalische Hilfsmaßnahmen sowie zunehmender Optimismus der Marktteilnehmer bezüglich der weiteren wirtschaftlichen Entwicklung das Kapitalmarktumfeld und ließen die Renditen auf Aktien und Investmentfondsanteile spürbar steigen. Insbesondere die reale Rendite auf Aktien verzeichnete auf Jahressicht im ersten Vierteljahr 2021 den höchsten Wert seit Datenbeginn 1991.³⁾

Die reale Gesamtrendite des Portfolios (siehe oberes Schaubild auf S. 42) wird berechnet, indem die Renditen der verschiedenen Anlageformen mit ihrem Anteil am Gesamtportfolio der Haushalte gewichtet und um den Anstieg der Verbraucherpreise bereinigt werden. Die so ermittelte reale Gesamtrendite stieg von –1,9 % im ersten Vierteljahr 2020 auf etwa 7,2 % im ersten Vierteljahr 2021. Dies ist die kräftigste Erholung der realen Gesamtrendite innerhalb eines Jahres seit Beginn der Datenerhebung.

Über die letzten Jahre betrachtet zeigt sich insgesamt, dass der Beitrag der Bankeinlagen die

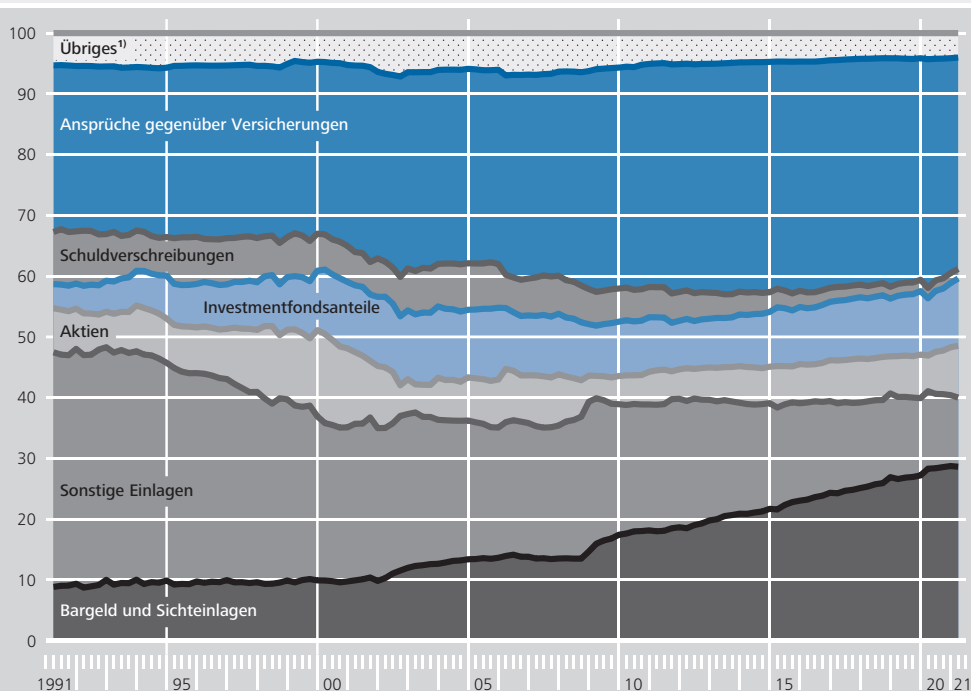
reale Gesamtrendite meist dämpfte. Seit Ende 2010 liegt er überwiegend im negativen Bereich. Gleichzeitig fiel der Beitrag der Wertpapierrenditen recht volatil aus. Während er insbesondere im Schlussquartal 2018 und zu Beginn des Jahres 2020 die Gesamtrendite drückte, fiel der Beitrag zum Jahresbeginn 2021 deutlich positiv aus. Lediglich der Beitrag von Ansprüchen gegenüber Versicherungen war durchgängig positiv, obgleich auf einem niedrigen Niveau.

Neben der Berücksichtigung der verschiedenen Anlageformen lässt sich die reale Gesamtrendite stilisiert in eine Nominalrendite-, eine Portfolio- und eine Inflationskomponente zerlegen (siehe unteres Schaubild auf S. 42). Hinter der Nominalrenditekomponente steht näherungsweise der Beitrag zur Gesamtrendite, der vom (gegebenen) nominalen Renditeverlauf der unterschiedlichen Anlageformen ausgeht, das heißt den Zinszahlungen, Kurs-

³ Vgl. zu den Kapitalmarktentwicklungen im ersten Vierteljahr 2021: Deutsche Bundesbank (2021b).

Struktur des Geldvermögens der privaten Haushalte in Deutschland

in %, Quartalsendstände



¹ Umfasst hier neben sonstigen Forderungen auch sonstige Anteilsrechte.
 Deutsche Bundesbank

effekten und Dividenden. Die Portfoliokomponente stellt approximativ die Änderung der nominalen Gesamrendite dar, die auf eine veränderte Zusammensetzung des gesamten Geldvermögens zurückzuführen ist; so lässt selbst dann, wenn die Nominalrenditen der einzelnen Komponenten und die Inflationsrate konstant sind, eine Umschichtung zu höher rentierenden Anlageformen die Gesamrendite steigen. Die Inflationskomponente beschreibt schließlich den Beitrag der Inflationsrate (gemessen anhand des Verbraucherpreisindex – VPI).

Die Nominalrenditekomponente war über den gesamten Berichtszeitraum betrachtet in der Regel die wichtigste Bestimmungsgröße der realen Gesamrendite, und in den letzten Jahren war ihr Beitrag meist positiv. Negativ war er jedoch zum Jahresende 2018 und zu Jahresbeginn 2020, was jeweils vor allem auf ein schwaches Kapitalmarktumfeld zurückzuführen war. Gleichzeitig trug die Inflationskomponente im Berichtszeitraum mehrheitlich

negativ bei, da die Inflationsrate über null lag. Lediglich im Jahresverlauf 2020 war ihr Beitrag vorübergehend positiv, als die Inflationsrate pandemiebedingt zurückging. Die Portfoliokomponente beeinflusste die Gesamrendite im Großen und Ganzen nur wenig. Grund hierfür ist, dass sich die Portfoliostruktur nur langsam ändert (vgl. dazu das Schaubild auf S. 43).⁴⁾

Zusammengenommen ließ der im Jahresverlauf 2020 insgesamt gestiegene Beitrag der Nominalrendite die reale Gesamrendite spürbar ansteigen. Insbesondere durch die Kurssteigerungen am Kapitalmarkt bewegte sich die reale Gesamrendite zu Jahresbeginn 2021 auf einem Niveau, das sie zuletzt um die Jahrtausendwende erreichte.

⁴ Bezüglich Änderungen in der Geldvermögensstruktur vor dem Hintergrund der Renditeentwicklungen siehe: Deutsche Bundesbank (2020a).

Kreditgeschäft mit Nichtbanken nur noch leicht ausgeweitet

Das Kreditgeschäft deutscher Banken mit inländischen Kunden, das im vergangenen Quartal auffallend stark gewesen war, nahm im zweiten Quartal nur noch leicht und auch deutlich schwächer als vor dem Ausbruch der Corona-Pandemie zu. Zum einen bauten Banken ihre Bestände an Staatsanleihen per saldo spürbar ab. Zum anderen fiel die Zunahme der Buchkredite an den privaten Sektor vergleichsweise schwach aus.

Abbau der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen, auch wegen Gegenbewegung zum Vorquartal

Verantwortlich für die schwache Buchkreditvergabe im zweiten Quartal war ein per saldo deutlicher Abbau der Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen. Er stellte unter anderem eine Gegenbewegung zu der Ausweitung der Buchkredite an Firmenkunden im vorangegangenen Quartal dar, die – unter dem Einfluss verschiedener Faktoren – besonders hoch gewesen war.⁵⁾ Gleichzeitig wurde die Nachfrage der Unternehmen nach Bankkrediten auch dadurch gedämpft, dass der Finanzierungsbedarf der von der Corona-Pandemie be-

sonders betroffenen Firmen teilweise durch die Auszahlung staatlicher Zuschüsse gedeckt wurde. Der Umfang dieser Zuschüsse nahm im zweiten Quartal weiter zu und übertraf in der Summe sogar den Umfang der Corona-Soforthilfen aus dem zweiten Quartal 2020.

Nach Laufzeiten betrachtet lag dem aktuellen Rückgang der Buchkredite an nichtfinanzielle Unternehmen eine in der Summe kräftige Nettotilgung von kurz- und mittelfristigen Ausleihungen zugrunde. Offenbar veranlassten die verbesserte Einnahmensituation und die gute Auftragslage einen Teil der Unternehmen dazu, ihre in den Vorquartalen teils aus Vorsichtsmotiven aufgenommenen Kredite nicht zu verlängern, sondern zurückzuzahlen. Im Gegensatz dazu nahmen die langfristigen Ausleihungen an nichtfinanzielle Unternehmen im zweiten Quartal 2021 erneut zu, was auf einen anhaltenden Mittelbedarf für Investitionszwecke hindeutet.

Kurz- und mittelfristige Unternehmenskredite kräftig abgebaut, langfristige Ausleihungen nur noch leicht aufgebaut

⁵ Vgl.: Deutsche Bundesbank (2021a).

Allerdings blieb der Zuwachs nun das zweite Quartal in Folge unter dem Niveau des Vorquartals zurück. Dabei ist jedoch zu berücksichtigen, dass die Unternehmen im zweiten Quartal verstärkt auf alternative Finanzierungsmöglichkeiten – wie die Innen- und/oder Kapitalmarktfinanzierung – zurückgriffen.

Innenfinanzierungsspielräume und Inanspruchnahme von Krediten bei anderen Banken wirkten laut BLS nachfrage-dämpfend

Die Ergebnisse des BLS stehen mit dieser Einschätzung weitgehend im Einklang: Anders als von ihnen im Vorquartal erwartet nahm der Mittelbedarf der Firmenkunden nach Einschätzung der BLS-Banken im Berichtsquartal per saldo nicht weiter zu. Nachfragedämpfend wirkten die Innenfinanzierungsspielräume der Unternehmen sowie die Inanspruchnahme von Krediten bei anderen Banken. Dagegen erhöhte der Finanzierungsbedarf für Anlageinvestitionen die Kreditnachfrage. Als für sich genommen nachfragestützende Faktoren nannten die BLS-Banken zudem Umfinanzierungen, Umschuldungen und Neuverhandlungen. Allerdings fiel ihr Beitrag niedriger aus als in den Quartalen zuvor.

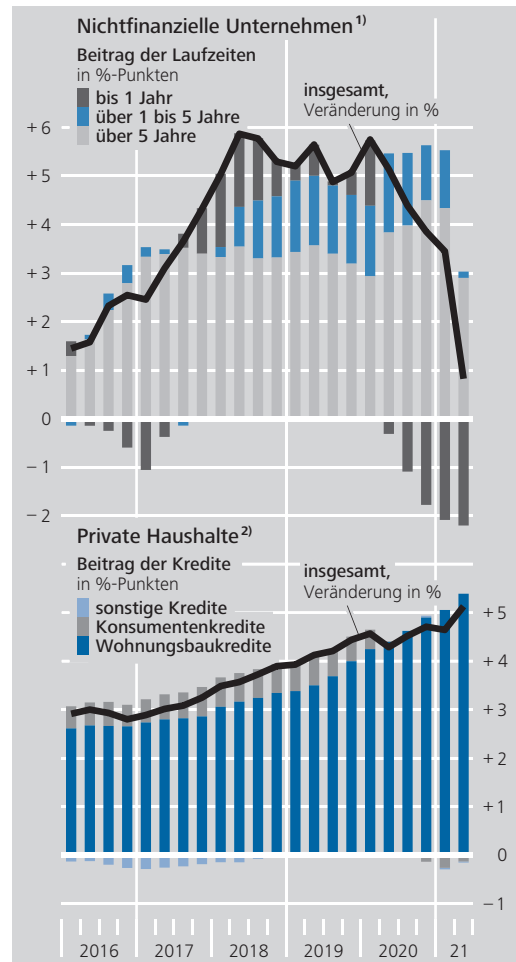
Angebotspolitik insgesamt etwas gelockert

Gleichzeitig lockerten die befragten Banken ihre Kreditstandards im Bereich der Unternehmensfinanzierung im zweiten Quartal 2021 per saldo geringfügig. Erstmals seit dem Auftreten des Coronavirus in Deutschland im ersten Quartal 2020 wurden die Vergabemaßstäbe im Ergebnis somit nicht verschärft. Die Kreditbedingungen in ihrer Gesamtheit wurden im zweiten Quartal erstmals seit 2019 per saldo gelockert. Die Institute nannten mehrere Gründe, die jeweils marginal zur Lockerung beitrugen. Hierzu zählten eine gestiegene Risikotoleranz, eine als besser eingeschätzte branchen- oder firmenspezifische Lage sowie Kreditwürdigkeit der Kreditnehmer und eine positivere Beurteilung der allgemeinen Wirtschaftslage und der Konjunkturaussichten. Im Vorquartal hatten diese Faktoren noch einen restriktiven Einfluss auf die Richtlinien ausgeübt.

Im Gegensatz zum Firmenkundensegment verzeichneten die Buchkredite an private Haushalte im zweiten Quartal erneut kräftige Zuflüsse.

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

Entscheidend hierfür war die hohe, im zweiten Quartal nochmals spürbar stärkere Nachfrage privater Haushalte nach Wohnungsbaukrediten. Ein weiterer Bestimmungsgrund neben der guten Einkommens- und Vermögenssituation der Haushalte und den günstigen Finanzierungsbedingungen war wohl auch der kräftige Preisanstieg für Bauleistungen und Wohnimmobilien. Im Ergebnis stieg die Wachstumsrate der zu Wohnbauzwecken aufgenommenen Kredite weiter auf 7,1% gegenüber dem Vorjahr, den neuen Höchstwert seit 2000. Laut MFI-Zinsstatistik lag der Zins für langfristige Wohnungsbaukredite im zweiten Quartal 2021 bei 1,3% und damit nur leicht über dem historischen Tief-

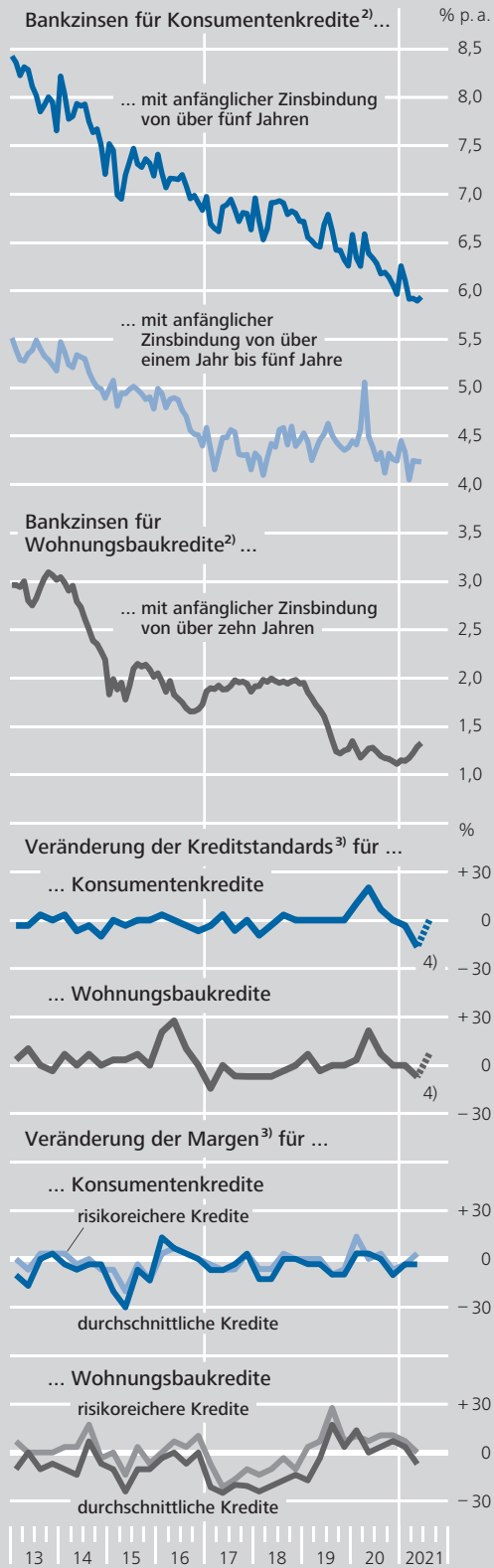
Buchkredite an private Haushalte weiterhin ausgeweitet, getrieben ausschließlich von Wohnungsbaukrediten

Bankkonditionen in Deutschland

Kredite an nichtfinanzielle Kapitalgesellschaften



Kredite an private Haushalte¹⁾



1 Einschl. privater Organisationen ohne Erwerbszweck. **2** Neugeschäft. Gemäß harmonisierter MFI-Zinsstatistik. **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 3. Vj. 2021.

stand von 1,1% von Ende Dezember 2020 (siehe Schaubild auf S. 46).

Nachfrage nach Wohnungsbaukrediten durch Verbraucher Vertrauen und Niedrigzinsumfeld gestützt

Hinweise auf weitere Einflussfaktoren liefern die aktuellen Ergebnisse des BLS. Als wesentlichen Grund für den aktuell beobachteten Nachfrageanstieg in diesem Kreditsegment nannten die befragten Banken das gestiegene Verbraucher Vertrauen. Damit trug dieser Faktor erstmals seit Beginn der Pandemie wieder zu einem Anstieg der Nachfrage bei. Als zweiten wesentlichen Faktor nannten die Banken das niedrige allgemeine Zinsniveau.

Kreditangebotspolitik im Wohnungsbaukreditgeschäft zum ersten Mal seit Ausbruch der Corona-Pandemie gelockert

Die Kreditstandards im Bereich der privaten Baufinanzierung wurden zum ersten Mal seit dem Ausbruch der Corona-Pandemie gelockert, und zwar etwas stärker, als es die Banken im Vorquartal geplant hatten. Trotz der Lockerung stieg die Ablehnungsquote leicht gegenüber dem Vorquartal an. Nach den Anstiegen im zweiten, dritten und vierten Quartal 2020 dürfte sie sich im Vergleich zur Quote unmittelbar vor Ausbruch der Corona-Pandemie derzeit auf einem erhöhten Niveau befinden. Ferner wurden die Kreditbedingungen erstmals seit Frühjahr 2019 wieder gelockert. So verengten die Banken zum ersten Mal seit zwei Jahren wieder die Margen für durchschnittliche Ausleihungen,

während die Margen für risikoreichere Bonitäten erstmals nicht ausgeweitet wurden. Auch bei der Beleihungsquote kamen die BLS-Banken den Kreditnehmern entgegen.

Im Rahmen der in der Juli-Umfrage gestellten zusätzlichen Fragen berichteten die deutschen BLS-Banken von einer im Vergleich zum Vorquartal weitgehend unveränderten Refinanzierungssituation. Nach Angaben der Banken hatte der Anteil des Bestandes an notleidenden Krediten („non-performing loans“: NPL) am Bruttobuchwert der Kredite – die sogenannte NPL-Quote – im ersten Halbjahr 2021 keine Auswirkungen auf Änderungen ihrer Kreditvergabepolitik im Unternehmensgeschäft oder im Geschäft mit den privaten Haushalten. Für das zweite Halbjahr 2021 rechnen die Banken mit einem geringfügig restriktiven Einfluss auf die Kreditrichtlinien und -bedingungen im Unternehmenskreditgeschäft.

Die Nachfrage der Unternehmen nach staatsgarantierten Corona-Hilfskrediten ging laut Angabe der Banken im ersten Halbjahr 2021 deutlich zurück. Begründet wurde dies unter anderem damit, dass insbesondere von großen Unternehmen weniger Mittel zur Deckung eines akuten Liquiditätsbedarfs nachgefragt wurden.

Kein Einfluss der NPL-Quote auf Kreditvergabepolitik deutscher Banken im ersten Halbjahr 2021

Nachfrage der Unternehmen nach staatsgarantierten Corona-Hilfskrediten im ersten Halbjahr 2021 deutlich gesunken

■ Literaturverzeichnis

Deutsche Bundesbank (2021a), Geldpolitik und Bankgeschäft, Monatsbericht, Mai 2021, S. 26–40.

Deutsche Bundesbank (2021b), Finanzmärkte, Monatsbericht, Februar 2021, S. 41–52.

Deutsche Bundesbank (2020a), Geldvermögensbildung und Renditesuche in Deutschland, Monatsbericht, Mai 2020, S. 41–44.

Deutsche Bundesbank (2020b), Zur Entwicklung der realen Portfoliorenditen privater Haushalte in Deutschland, Monatsbericht, August 2020, S. 42–45.

Deutsche Bundesbank (2015), Das Spar- und Anlageverhalten privater Haushalte in Deutschland vor dem Hintergrund des Niedrigzinsumfelds, Monatsbericht, Oktober 2015, S. 13–32.

Europäische Zentralbank (2021), Erklärung zur geldpolitischen Strategie der EZB, https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/ecb.strategyreview_monpol_strategy_statement.de.html.